

## **Синтез стоимостно-ориентированного подхода к управлению компанией (VBM) и теории поведенческих финансов**

**Киселев Д.А.**, аспирант Департамента финансового и инвестиционного менеджмента, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

**Аннотация.** В статье предложен подход к учету особенностей «иррационального» поведения экономических агентов (поведенческие финансы) в рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению компанией (VBM). В статье предложен подход к анализу влияния «иррационального» поведения экономических агентов на VBM, приведена методика учета ожиданий для целей оценки стоимости компании, методика оценки состояния рынка (характер группового мышления рынка) для целей формирования стратегии управления компанией, матрица приоритетного поведения компании с учетом возможных состояний рынка.

**Ключевые слова:** стоимостно-ориентированное управление компанией, VBM, стоимость компании, поведенческие финансы, ожидания, состояние рынка

## **Synthesis of the value-based management (VBM) and the theory of behavioral finance**

**Kiselev D.A.**, graduate student of the Department of financial and investment management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**Annotation.** The article suggests an approach to taking into account the features of the irrational behavior of economic agents (behavioral finance) in the framework of the cost-oriented approach to company management (VBM). The article offers an

approach to the analysis of the impact of «irrational» behavior of economic agents on VBM, provides a methodology for taking into account expectations for the purposes of assessing the value of the company, as well as a methodology for assessing the state of the market (the nature of group thinking of the market) for the purposes of forming a company management strategy, a matrix of the company's priority behavior, taking into account possible market conditions.

**Key words:** value-based management, VBM, company value, behavioral finance, expectations, market conditions

Концепция управления, направленная на максимизацию стоимости компании (стоимостно-ориентированное управление, Value-based management, VBM), в последние годы приобретает все большее значение. Суть подхода VBM заключается в систематическом построении оценки эффективности деятельности на основе ценности, которая, в свою очередь, лежит в основе принятия управленческих решений. Максимизация стоимости компании, в данном случае, выбирается в качестве общекорпоративной цели, на достижение которой направлены основные усилия высшего руководства.

Важной особенностью VBM концепции являются заложенные в нее предпосылки и ограничения. Концепция стоимостного управления (VBM) была основана на базе неоклассической теории финансов, которая, в свою очередь, предполагает рационалистическое поведение экономических агентов и эффективность рынков капитала. Согласно неоклассической теории финансов, «традиционный» экономический агент заботится только о потреблении или активах, действует всегда беспристрастно и рационально и принимает решения учитывая большой объем информации и законы вероятности. Эти предположения стали основой традиционной финансовой системы, которая искала равновесные решения путем максимизации предельных полезностей людей, подверженных ситуационным ограничениям.

Проведенный автором анализ эмпирических исследований в области экономики и финансов подтвердил нереалистичность предположений о

рациональности экономических агентов и эффективности рынка. В частности, были проанализированы и систематизированы основные исследования в области поведенческих финансов, характеризующие особенности поведения экономических агентов (отличные от рациональных). Наибольший вклад в исследование был получен на основе работ Ричарда Талера, Дэна Ариэли, Херш Шефрина, Андрея Марковича Шлейфера, Джона Нофсингера, Роберта Джеймс Шиллера, Дэна Ариэли и других авторов. Определенные выводы также были получены из ряд российских работ, проведенных А. Беляниным, В. Мухортовым и Т. Ващенко, в которых описывается отношение россиян к риску и проблемам выбора в условиях неопределенности. К поведенческим особенностям, в частности, можно отнести «Чрезмерную самоуверенность», «Ментальный учет», «Эвристику привязки», «Боязнь потерь» и другие. Результаты исследований также подтверждают, что поведение экономических агентов определяет поведение рынка капиталов и оказывает существенное влияние на стоимость компании.

С учетом вышеизложенного, представляется целесообразным произвести доработку концепции стоимостного управления компанией (VBM) через учет особенностей «иррационального» поведения экономических агентов (поведенческая теория) и рынка.

На текущий момент научным сообществом не предложен системный (универсальный) подход к учету поведенческих особенностей экономических агентов в рамках стоимостного управления компанией. Такой подход представляется затруднительным ввиду многофакторности и изменчивости поведения экономических агентов, а также сложности количественной оценки влияния совокупности поведенческих факторов на отдельные компоненты стоимости компании.

Согласно теории поведенческих финансов – экономические агенты используют эвристические модели при принятии решений, при этом в основу эвристических моделей закладывается ограниченное количество информации, доступное агенту на момент принятия решения. В отсутствии полной

информации, экономические агенты вынуждены опираться на собственные ожидания, которые рассматриваются как наиболее вероятное событие, которое может произойти в ситуации неопределённости. Таким образом, в основу рыночной стоимости компании зачастую закладываются не фактические значения (фактические стоимостные и не стоимостные факторы, как это предполагается неоклассической теорией финансов), а ожидания.

Ожидания с точки зрения факторов, под которыми они формируются, а также с учетом особенностей выявленных на текущий момент поведенческих иррациональностей, целесообразно разделять на ожидания, связанные с результатами деятельности компании, и ожидания, определяемые рынком и формируемые факторами, напрямую не связанными с результатами деятельности компании (групповое сознание). На Рисунке 1 представлена укрупненная модель влияния фактора неопределенности на стоимость компании.



Источник: составлено автором

**Рис. 1 – Модель влияния фактора неопределенности на стоимость компании**

Оценка текущего влияния ожиданий на стоимость компании может быть проведена через реконструкцию стоимости, учитывающую ожидания экономических агентов при расчете факторов стоимости (ожидания в абсолютных и относительных показателях создания стоимости для акционеров). Такой подход позволяет перейти от неоклассической модели оценки стоимости

активов к поведенческой без использования субъективных суждений и моделей, требующих существенного повышения компетенций компании.

Для оценки отклонений фактических значений от ожидаемых предлагается использовать показатель «спред ожиданий» (co), представляемый как разность между фактическими и ожидаемыми значениями составных показателей экономической прибыли компании за анализируемый период.

Так, в частности, при использовании в качестве ключевого показателя эффективности стоимостного управления компанией – показателя экономической добавленной стоимости (EVA), модифицированный EVA (EVAm), учитывающий ожидания, может рассчитываться по следующей формуле:

$$EVAm = (ROIC ф - ROIC co) * I co + (WACC ф - WACC co) * I co + (ROIC ф - WACC ф) * (I ф - I co),$$

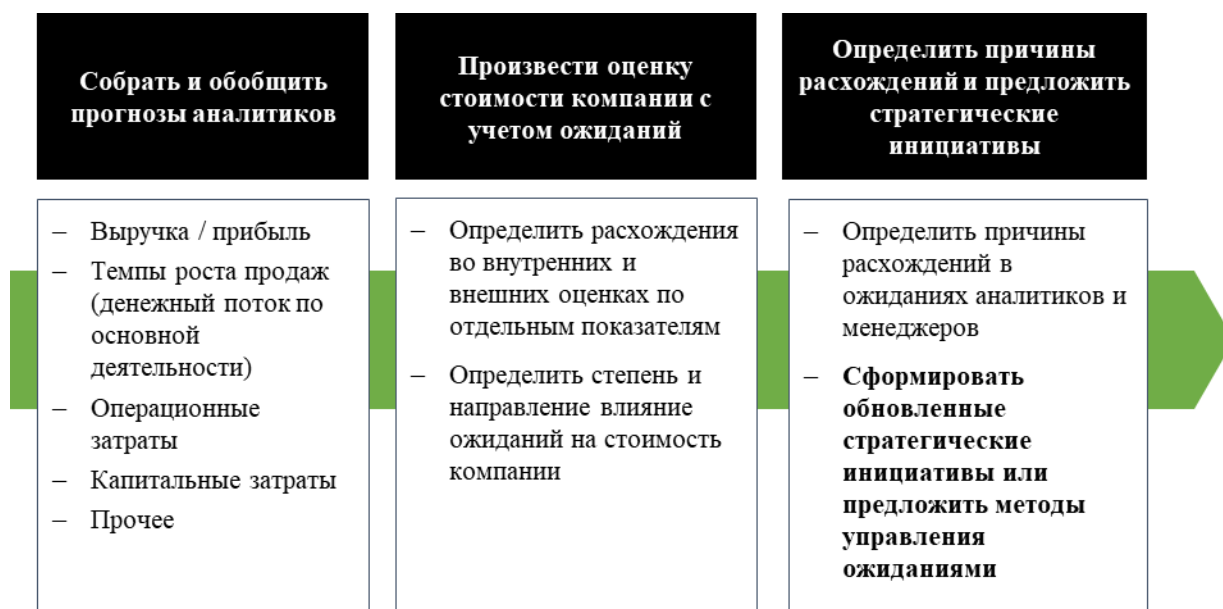
где WACC спред ожиданий (co) = WACC фактический - WACC ожидаемый;

$$ROIC \text{ спред ожиданий (co)} = ROIC \text{ фактический} - ROIC \text{ ожидаемый};$$

$$I \text{ спред ожиданий (co)} = I \text{ фактический} - I \text{ ожидаемый}.$$

Реконструкция стоимости компании позволит менеджменту выявить причины возможных различий в ожиданиях менеджмента компании и рынка (акционеров). В зависимости от результатов, получаемых при использовании модифицированных показателей эффективности, менеджмент компании должен разработать инициативы по сокращению возможных пробелов в ожиданиях рынка. Такие инициативы могут быть как с совершением корпоративно значимых действий (например, корректировка дивидендной политики), так и направленные на коммуникацию с инвесторами (например, раскрытие в отчетности информации о совершенных операциях хеджирования).

Предлагаемый автором алгоритм учета ожиданий в рамках обновленного подхода к стоимостно-ориентированному управлению представлен на рис. 2.



Источник: составлено автором

**Рис. 2 – Алгоритм реконструкции стоимости компании и управления ожиданиями**

Результаты реконструкции стоимости компании необходимо учитывать при формировании стратегических и операционных инициатив. В общем случае, компании могут использовать следующий подход:

1. В случае, если внутренние оценки стоимости компании соответствуют или незначительно отклоняются от оценок, полученных на основе ожиданий рынка, деятельность менеджмента может быть признана как эффективная. В тоже время, компании следует систематически отслеживать изменения в ожиданиях, а также сконцентрироваться на реализации инициатив, направленных на превышение результатов над ожиданиями.

2. В случае, если внутренние оценки стоимости компании существенно отклоняются от оценок, полученных на основе ожиданий рынка, компании необходимо выявить причины расхождений и разработать необходимый комплекс инициатив.

При управлении стоимостью компании необходимо учитывать, что любая информация, передаваемая менеджментом на рынок, является сигналом, который в свою очередь определяет смещения в ожиданиях экономических

агентов (рынка). С целью повышения гибкости VBM представляется целесообразным проведение оценки текущего состояния рынка.

Методология оценки состояния рынка может быть основана на синтезе гипотезы когерентного рынка (СМН) и гипотезы адаптивного рынка (АМН), учитывающих поведенческие эвристики экономических агентов. При оценке рынка следует учитывать следующие факторы:

- Фундаментальный фактор воздействия;
- Фактора наличия на рынке группового мышления;
- Фактора когерентного поведения экономических агентов.

Фундаментальный фактор воздействия является фактором, отражающим влияние макроэкономических факторов на эвристику поведения экономических агентов. Групповое сознание является фактором, характеризующим степень «рациональности» экономических агентов, которая в свою очередь определяется степенью поляризации мнений (групповое мышление), которое может находиться в одном двух возможных состояний: «независимое блуждание» и «поведение толпы». Фактора когерентного поведения экономических агентов отражает доминирующее настроение экономических агентов на рынке (настроение инвесторов).

Оценка указанных факторов может быть проведена с использованием специальных индикаторов, которые могут быть рассчитаны через анализ субфакторов, состав которых представлен в табл. 1.

Оценка текущего состояния рынка (оценка степени «эффективности» рынка капиталов и присущих такому рынку ключевых характеристик) позволит менеджменту компании прогнозировать изменения в ожиданиях аналитиков при передаче сигналов (корпоративные события и/или коммуникация с рынком).

В зависимости от соотношения ключевых индикаторов, отражающих состояние рынка (фундаментальное воздействие, групповое мышление, когерентное поведение), рынок капитала может находиться в одном из пяти возможных состояний: случайное блуждание, «бычий» рынок, «медвежий» рынок, драйвер – фундаментальное воздействие, драйвер – когнитивное

**Методология оценки факторов, определяющих текущее состояние рынка**

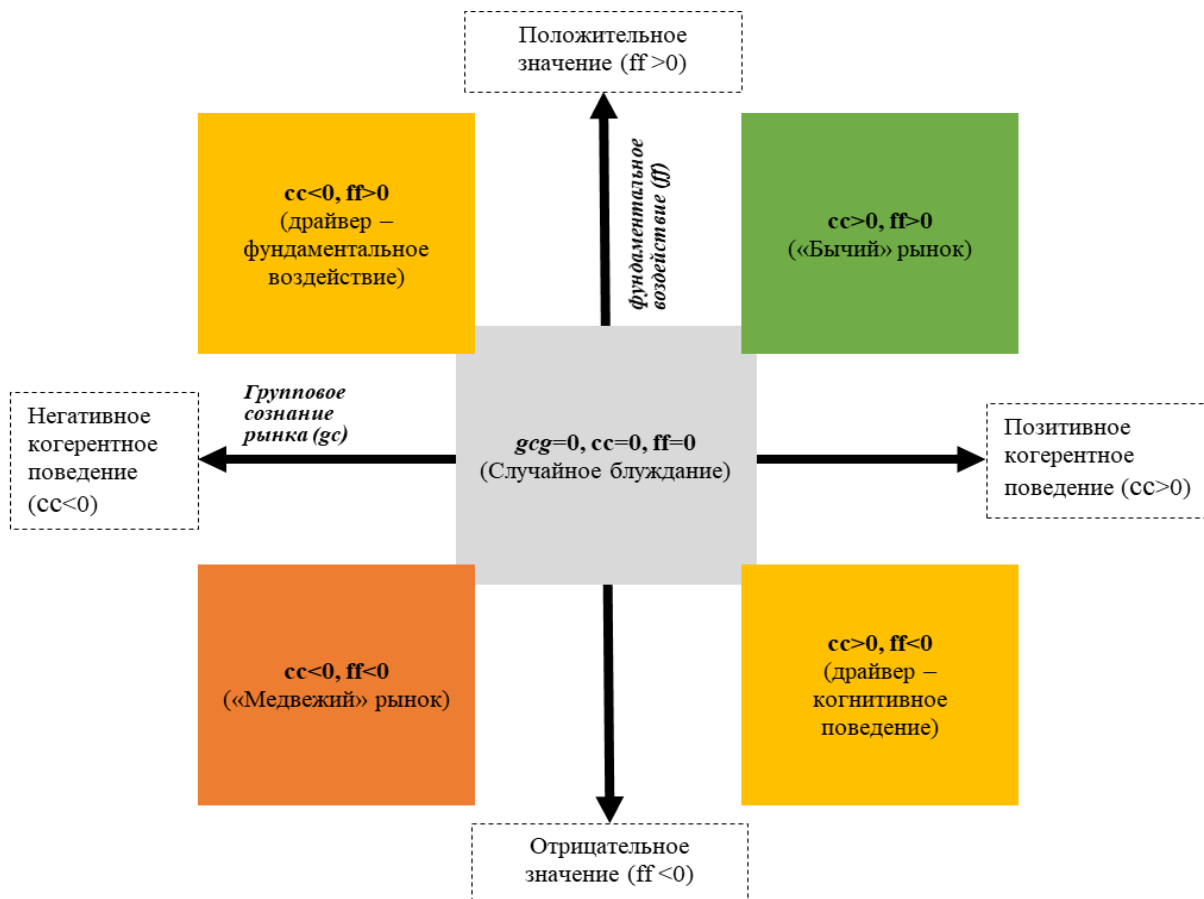
Фактор / субфактор	Подход к оценке
<p><b>Фундаментальный фактор воздействия:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Норматив обязательных резервов кредитных учреждений</li> <li>– Ключевая ставка ЦБ РФ (ставка краткосрочного кредитования Центрального банка)</li> <li>– Страновой риск</li> <li>– Индекс потребительских настроений IPSOS</li> <li>– ВВП (внутренний валовой продукт)</li> </ul>	<p>При оценке субфакторов используется единый подход, предполагающий анализ направления смещения текущего значения относительно «базового»:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Увеличение норматива обязательных резервов провоцирует уменьшение денежной массы (ликвидности рынка), что в свою очередь формирует негативный рыночный фон (и наоборот);</li> <li>– Увеличение ключевой ставки провоцирует снижение ликвидности рынка и формирует негативные изменения на рынке (и наоборот);</li> <li>– Увеличение странового риска провоцирует отток капитала – негативные изменения на рынке (и наоборот);</li> <li>– Увеличение индекса потребительских настроений IPSOS свидетельствует о росте деловой активности – позитивные изменения на рынке (и наоборот);</li> <li>– Увеличение ВВП свидетельствует о росте деловой активности – позитивные изменения на рынке (и наоборот);</li> </ul> <p>Параметры существенности, а также подход к оценке «базового» значения и оценке степени смещения определяется в отношении каждого фактора индивидуально.</p>
<p><b>Фактора наличия на рынке группового мышления:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Однородность ожиданий аналитиков</li> <li>– Аномальные скачки в стоимости акций</li> </ul>	<p>Однородность ожиданий аналитиков:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Оценка осуществляется через сопоставление текущего спреда в ожиданиях аналитиков с «базовым»;</li> <li>– «Базовое» значение определяется экспертным методом на основе исторических и отраслевых значений;</li> <li>– Меньший спред в сравнении с «базовым» значением свидетельствует о наличии существенного «группового мышления»</li> </ul> <p>Аномальные скачки в стоимости акций:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Оценка осуществляется через анализ существенности и частоты изменений стоимости компании с последующим возвратом к среднему значению за короткий промежуток времени;</li> <li>– Существенность отклонений определяется экспертным методом на основе исторических и отраслевых значений;</li> <li>– Количество аномальных скачков больше или равно 3-м за последние 3 месяца свидетельствует о наличии существенного «группового мышления».</li> </ul>
<p><b>Фактора когерентного поведения экономических агентов:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Фактор моментум</li> <li>– Чрезмерная реакция</li> </ul>	<p>Фактор моментум:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Оценка осуществляется через анализ 52 недельных максимумов;</li> <li>– Положительное когерентное поведение определяется высоким соотношением текущей цены акций к максимальной за последние 52 недели, нейтральное когерентное поведение характеризуется отсутствием максимумов, негативное – высокое соотношение цены акций к минимальной за последние 52 недели.</li> </ul>



	<p>Чрезмерная реакция:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Оценка осуществляется через анализ изменения стоимости акций компании по результатам публикации финансовых данных (отчетов);</li> <li>– Положительное когерентное поведение характеризуется положительной реакцией рынка (рост цены акций) в случае соответствия или превышение фактических результатов деятельности компании над ожиданиями аналитиков, а также нейтральной (слабой) реакцией на небольшое негативное смещение ожиданий аналитиков над фактическими значениями;</li> <li>– Нейтральное и негативное когерентное поведение определяется по аналогии с положительным</li> </ul>
--	--

Источник: составлено автором

Матрица состояний рынка, в зависимости от факторов состояния рынка капиталов, представлена на рис. 3.



Источник: составлено автором

где  $cc$  - фактор когерентного поведения экономических агентов (определяет какое настроение превалирует на рынке);

$ff$  - фактор фундаментального воздействия (определяет влияние макроэкономических эвристик поведения экономических агентов);

$gcg$  - фактор, определяющий наличие на рынке группового сознания.

**Рис. 3 – Основные состояния рынка в зависимости от значений индикаторов фактора неопределенности**

Указанные состояния рынка с точки зрения влияния на стратегическое и операционное управление компанией могут быть разделены на «Благоприятные», «Волатильные» и «Неблагоприятные» состояния:

1. «Благоприятные условия» характеризуются положительной реакцией рынка на поступающие сигналы;

2. «Неблагоприятные условия» характеризуются негативной реакцией рынка на поступающие сигналы;

3. «Волатильные условия» характеризуются неопределенной реакцией рынка на поступающие сигналы (возможно получение как положительной, так и отрицательной реакции на поступающий сигнал).

С учетом предложенного подхода к оценке состояний рынка, компаниям может быть рекомендовано использование специальной матрицы оценки целесообразности принятия управленческих решений в зависимости от преобладающего состояния рынка. Матрица представлена в Таблицах 2 – 4.

Следует заметить, что рекомендации относительно поведения руководства в рамках предложенной матрицы не являются «призывом к действию».

Применимость предложенного подхода к стоимостно-ориентированному управлению компанией с учетом фактора неопределенности на российском рынке капиталов определяется универсальностью использованных методик, а также систематической подверженностью российского рынка поведенческим факторам.

В частности, согласно проведенному В. Риссо исследованию «Информационная эффективность и финансовые кризисы», российский рынок характеризуется высокой степенью неэффективности. По мнению Риссо, неэффективность связана в первую очередь с недостаточной развитостью российского рынка и отсутствием механизмов эффективных коммуникаций. Анализ российского рынка также систематически проводится «Департаментом исследований и информации» Центрального Банка Российской Федерации в рамках периодических публикаций «Обзор финансовой стабильности Центрального банка Российской Федерации».

**Матрица приоритетного поведения компании с учетом возможных состояний рынка, инструменты повышения операционной эффективности бизнеса**

П.п.	Корпоративное действие (сигнал)	Состояние случайного блуждания (gcg=0)	«Бычий» рынок (cc>0, ff>0)	Драйвер – когерентное поведение (cc>0, ff<0)	Драйвер – фундаментальное воздействие (cc<0, ff>0):	«Медвежий» рынок (cc<0, ff<0)
1	2	3	4	5	6	7
<b>1.1.</b>	<b>Управление производственным и непроизводственным капиталом</b>					
1.1.1.	Приобретение или аренда материальных или нематериальных активов	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)
1.1.2.	Продажа или списание материальных или нематериальных активов	В (0)	В (0)	В (0)	Н (-)	В (0)
1.1.3.	Ускоренная амортизация	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
<b>1.2.</b>	<b>Управление персоналом</b>					
1.2.1.	Наем новых сотрудников	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)
1.2.2.	Сокращения персонала или перевод персонала на сокращенный график работы	Н (-)	Б (+)	В (0)	Н (-)	Н (-)
1.2.3.	Изменение руководящего состава (при отсутствии обоснованных причин, связанных с деятельностью текущего руководства)	В (0)	Б (+)	В (0)	Н (-)	Н (-)
1.2.4.	Улучшение условий труда, повышение ФОТ	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
1.2.5.	Развитие персонала, обучение	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)
<b>1.3.</b>	<b>Управление продуктом</b>					
1.3.1.	Дифференциация продукта	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)	Н (-)
1.3.2.	Финансирование НИОКР (разработка новых продуктов)	В (0)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
1.3.3.	Отказ от продукта, сокращение продуктовой линейки	Н (-)	В (0)	Н (-)	Н (-)	Н (-)
<b>1.4.</b>	<b>Управление продажами</b>					
1.4.1.	Выход на новые рынки сбыта	В (0)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
1.4.2.	Сокращение рынков сбыта (отказ от территорий), уменьшение объемов продаж	Н (-)	Н (-)	Н (-)	Н (-)	Н (-)
1.4.3.	Увеличение объемов продаж на текущих рынках	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)

где

Б (+)	«Благоприятные» условия
В (0)	«Волатильные» (изменчивые) условия
Н (-)	«Неблагоприятные» условия

Источник: составлено автором

**Матрица приоритетного поведения компании с учетом возможных состояний рынка, инструменты повышения эффективности процессов управления финансами**

П.п.	Корпоративное действие (сигнал)	Состояние случайного блуждания (gсg=0)	«Бычий» рынок (сс>0, ff>0)	Драйвер – когерентное поведение (сс>0, ff<0)	Драйвер – фундаментальное воздействие (сс<0, ff>0):	«Медвежий» рынок (сс<0, ff<0)
1	2	3	4	5	6	7
<b>2.1.</b>	<b>Управление структурой капитала</b>					
2.1.1.	Увеличение доли собственного капитала (например, дополнительный выпуск акций)	Н (-)	Б (+)	Б (+)	В (0)	Н (-)
2.1.2.	Уменьшение доли собственного капитала (например, выкуп акций)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)
2.1.3.	Увеличение доли заемного (например, получение кредита)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Н (-)	Н (-)
2.1.4.	Уменьшение заемного (например, досрочное погашение облигаций)	В (0)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
<b>2.2.</b>	<b>Управление денежным потоком кредиторов</b>					
2.2.1.	Своевременные расчеты с кредиторами	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)
2.2.2.	Формирование резервов по обязательствам перед кредиторами	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Н (-)
<b>2.3.</b>	<b>Управление денежным потоком акционеров</b>					
2.3.1.	Увеличение объема дивидендных выплат	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)	В (0)
2.3.2.	Снижение объема дивидендных выплат	В (0)	В (0)	Н (-)	Н (-)	Н (-)
<b>2.4.</b>	<b>Управление налоговыми отчислениями</b>					
2.4.1.	Снижение налоговых выплат через международное структурирование	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)
2.4.2.	Увеличение объема резервов по налоговым обязательствам	В (0)	В (0)	В (0)	Н (-)	Н (-)
2.4.3.	Увеличение объема отложенных налоговых обязательств	В (0)	Б (+)	Б (+)	В (0)	Н (-)

где

Б (+)	«Благоприятные» условия
В (0)	«Волатильные» (изменчивые) условия
Н (-)	«Неблагоприятные» условия

Источник: составлено автором

**Матрица приоритетного поведения компании с учетом возможных состояний рынка, инструменты повышения стратегической эффективности**

П.п.	Корпоративное действие (сигнал)	Состояние случайного блуждания (gсg=0)	«Бычий» рынок (сс>0, ff>0)	Драйвер – когерентное поведение (сс>0, ff<0)	Драйвер – фундаментальное воздействие (сс<0, ff>0):	«Медвежий» рынок (сс<0, ff<0)
1	2	3	4	5	6	7
<b>3.1.</b>	<b>Управление денежным потоком, направленным на инвестиции</b>					
3.1.1.	«Ожидаемые» инвестиции в рамках основной деятельности компании	Б (+)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)
3.1.2.	Проектные инвестиции с «нормальным» уровнем риска	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)
3.1.3.	Проектные инвестиции с «высоким» уровнем риска	В (0)	Б (+)	Б (+)	Н (-)	Н (-)
3.1.4.	Участие в сделках слияния / поглощения	В (0)	Б (+)	Б (+)	В (0)	Н (-)
3.1.5.	Инвестирование в НИОКР («новые» проекты)	Б (+)	Б (+)	Б (+)	В (0)	В (0)

где

Б (+)	«Благоприятные» условия
В (0)	«Волатильные» (изменчивые) условия
Н (-)	«Неблагоприятные» условия

Источник: составлено автором

Согласно публикуемым результатам за период с 2012 года, российский рынок систематически подвержен волатильности и изменениям с катализации компаний, не связанные с корпоративными событиями (влияние когерентного поведения экономических агентов и ожиданий, связанных с информационному шумом на рынке). Результаты также подтверждают, что рынок подвержен периодическим «ценовым бумагам», которые сопровождаются «кризисными периодами» с ярко выраженными спекулятивными настроениями инвесторов.

Предложенный подход позволяет добиться более прогнозируемого поведения стоимости компании, повысить эффективность управления факторами стоимости, а также избежать ситуаций чрезмерной

(неконтролируемой) реакции рынка на принимаемые управленческие решения, что в долгосрочной перспективе обеспечит более высокую оценку стоимости компании, в том числе на российском рынке капиталов. В рамках дальнейшего развития предложенного автором подхода представляется целесообразным разработать практические рекомендации по стоимостно-ориентированному управлению компанией с учетом фактора неопределенности на российском рынке капиталов.

### **Библиографический список**

1. Ариели Д. Поведенческая экономика: почему люди ведут себя иррационально и как заработать на этом / Д. Ариели; пер. с англ. П. Миронова. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 280 с.
2. Талер Р. Новая поведенческая экономика: Ричард Талер лауреат Нобелевской премии по экономике / Р. Талер; пер. с англ. А. В. Прохорова. – М.: Э, 2018. – 364 с.
3. Aggarwal R. A. J. Information Environment, Dividend Changes, and Signaling: Evidence from ADR Firms / R. A. J. Aggarwal, J. Cao, F. Chen // Contemporary Accounting Research, vol. 29(2), 2012. – pp. 403 – 431.
4. Benson R.J. Putting value back into value-based management / R. J. Benson // McKinsey on finance, Spring, 2004. – p. 26.
5. Davis H.A. Cash Flow and Performance Measurement: Managing for Value / H. A. Davis // Financial Executives Research Foundation, 1996. – p. 219.
6. Fama E. Size, Value, and Momentum in International Stock Returns / E. Fama, K.R. French // Journal of Financial Economics, Vol. 105 (3). – pp. 457 – 472.
7. Harrison G.W. Expected Utility Theory and Prospect Theory: One Wedding and a Decent Funeral / G. W. Harrison, E. E. Rutstrom // Experimental Economics, 12(2). – pp. 133 – 158.
8. Kahneman D. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk / D. Kahneman, A. Tversky // Econometrica, № 47, 1979. – pp. 263 – 291.

9. Shleifer A. The Noise Trader Approach to Finance / A. Shleifer, L. Summers //The Journal of Economic Perspectives, № 4(2), 1990. – pp. 19 – 33.

## **References**

1. Arieli D. Behavioral economics: why people behave irrationally and how to make money on it / D. Arieli; translated from the English by P. Mironov. – Moscow: Mann, Ivanov and Ferber, 2013. – p. 280.

2. 2. Thaler R. The new behavioral economy: Richard Tyler winner of the Nobel Prize in Economics / R. Tyler; translated from English by A.V. Prokhorov. – Moscow: E, 2018 – 364 p.

3. Aggarwal R.A.J. Information Environment, Dividend Changes, and Signaling: Evidence from ADR Firms / R.A.J. Aggarwal, J. Cao, F. Chen // Contemporary Accounting Research, vol. 29(2), 2012. – pp. 403 – 431.

4. Benson R.J. Putting value back into value-based management / R. J. Benson // McKinsey on finance, Spring, 2004. – p. 26.

5. Davis H.A. Cash Flow and Performance Measurement: Managing for Value / H. A. Davis // Financial Executives Research Foundation, 1996. – p. 219.

6. Fama E. Size, Value, and Momentum in International Stock Returns / E. Fama, K. R. French // Journal of Financial Economics, Vol. 105 (3). – pp. 457 – 472.

7. Harrison G.W. Expected Utility Theory and Prospect Theory: One Wedding and a Decent Funeral / G. W. Harrison, E. E. Rutstrom // Experimental Economics, 12(2). – pp. 133 – 158.

8. Kahneman D. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk / D. Kahneman, A. Tversky // Econometrica, № 47, 1979. – pp. 263 – 291.

9. Shleifer A. The Noise Trader Approach to Finance / A. Shleifer, L. Summers //The Journal of Economic Perspectives, № 4(2), 1990. – pp. 19 – 33.