

© 2011 г.

Олег Соловьев

кандидат философских наук, доцент кафедры банковского дела
Новосибирского государственного университета экономики и управления
(e-mail: obssib@mail.ru)

**СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ:
ОТ КРИТИКИ АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ СИСТЕМЫ
ЗНАНИЙ К РЕГУЛЯЦИОНИЗМУ
И НЕКЛАССИЧЕСКОМУ МОДЕЛИРОВАНИЮ**

В статье показана роль категории финансов в изучении деятельности финансовых институтов и моделировании финансовых рынков. Необходимость перехода от классической теории равновесных рынков к представлениям о фундаментально неравновесных процессах и динамическим макроэкономическим теориям обуславливается потребностью в актуальной оценке статистических моделей в свете реального экономического поведения институциональных инвесторов.

Ключевые слова: финансы, деривативы, финансовый рынок, экономическое управление, регуляционизм, динамическая макроэкономическая теория.

Модель экономического управления начала 1980-х гг., основанная на получении максимальной прибыли частными инвесторами и ограничением государственного регулирования, необходимого для защиты интересов всего общества, вызвала напряжённость из-за неконтролируемых и нерегулируемых экономических, социальных и иммиграционных процессов. Это результат игнорирования денежно-кредитной теорией М. Фридмана взаимосвязанного аспекта расширения и сжатия кредита. Дерегулирование экономики сделало рынок акций и других финансовых инструментов более важным, чем товарный: современный капитал, как правило, стремится максимизировать прибыль, а не долю на рынке производимого продукта. Корпорации принадлежат профессиональным управляющим портфелей; акционеры, захваченные патримониальным режимом накопления, не заинтересованы в производстве, поскольку единственная цель владения акциями и финансовыми инструментами при монетарной денежно-кредитной политике состоит в том, чтобы зарабатывать при их посредстве деньги.

Современная финансовая теория сложилась под воздействием ряда ключевых факторов: событий на финансовых рынках, кардинальных изменений в социально-экономической жизни, научных инноваций в социальных науках в целом и в экономической теории в частности. Великая депрессия сделала востребованной теорию эффективного спроса Дж. М. Кейнса. По-

сле колоссальных экономических и социальных потрясений начала 1930-х годов пришло осознание, что равновесие спроса и предложения на уровне национальной экономики без участия государства за счёт одних только рыночных механизмов недостижимо. Предложение не порождает достаточный спрос, особенно в ситуации, когда цены легко повышаются, но с трудом понижаются, а значит, равновесие на уровне хозяйственных субъектов само по себе не распространяется на макроуровень всей хозяйственной системы страны.

Экономическая теория, таким образом, разделилась на макро- и микроэкономику. С середины XX века задачи управления структурой капитала поставили вопрос о том, существует ли вообще оптимальная структура капитала, а если существует, то как она влияет на стоимость капитала и стоимость самой компании. Противоречивые подходы к оптимизации структуры капитала на основании выделения приоритетных факторов, определяющих механизм оптимизации, привели к поэтапному появлению обобщающих теорий – традиционной концепции структуры капитала, концепции индифферентности структуры капитала (теории Модильяни–Миллера), компромиссной концепции структуры капитала, концепции противоречия интересов при формировании структуры капитала (теории асимметричной информации С. Майерса, а также теорий сигнализирования и мониторинговых затрат). Любая из этих концепций имеет значение лишь при условии, что финансовый рынок как в части информационных, так и в части денежно-кредитных потоков развит в достаточной степени, чтобы служить механизмом экономического управления. Основными разделами современной теории финансов, как системы знаний об организации и управлении финансовыми ресурсами, рынками и отношениями, стали теория полезности, теория арбитражного ценообразования, теория структуры капитала, теория портфельных инвестиций, модель ценообразования на рынке финансовых инструментов, теория ценообразования на рынке производных ценных бумаг, теория предпочтений ситуаций во времени.

В 1958 г. М. Г. Миллер и Ф. Модильяни подвергли критике традиционный взгляд на корпоративные финансы, согласно которому корпорация может снизить цену капитала, если найдёт правильное соотношение долгов к капиталу компании. Согласно теореме Миллера–Модильяни, каждому предприятию свойственна своя оптимальная структура капитала: рыночная стоимость фирмы не зависит от структуры её капитала, а определяется нормой капитализации ожидаемого дохода. Это означает, что наличие определённой доли заёмного капитала предпочтительно для предприятия, хотя чрезмерное использование заёмного капитала нежелательно для предприятия, так что менеджерам корпораций следует пы-

таться минимизировать налоговые обязательства и максимизировать сальдо, препятствуя снижению долговых коэффициентов ниже, чем они были. Теорема связала рыночную стоимость компании с результатами её хозяйственной деятельности¹. Идеи М. Миллера и Ф. Модильяни оказали влияние на образ мысли бизнесменов и государственных деятелей, определявших экономическую политику развитых стран, хотя общепринятыми эти идеи стали не сразу. Они были настолько необычными, что вызывали шок даже в научном сообществе.

Ныне взгляды американских экономистов превратились в аксиомы практики финансового менеджмента. Благодаря М. Миллеру и Ф. Модильяни, современная теория эффективного рынка исходит из того, что если компания, ценные бумаги которой продаются на бирже неограниченному кругу инвесторов, раскрывает все существенные сведения о своей деятельности и финансово-хозяйственном положении, то в рыночной стоимости её ценных бумаг будет воплощаться эта информация. Современная финансовая теория выявляет тесную связь государственного регулирования, обеспечивающего прозрачность хозяйственной деятельности компаний, с их рыночной стоимостью, а значит, с оценкой инвестиционной привлекательности ценных бумаг, от которой зависят инвестиционные процессы в экономике в целом².

Убежденность экономической науки в эффективности частного предпринимательства и распределения ресурсов вытекает из классического труда А. Смита «Исследование о природе и причинах богатства народов». Согласно А. Смиту, индивид преследует свои интересы, но благодаря конкуренции, этой «невидимой руке» рыночных отношений, способствует осуществлению общественных целей даже в большей степени, чем когда к этому стремится сознательно. Две теоремы В. Парето определяют условия, при которых конкурентные рынки действительно ведут к экономической эффективности. Первая утверждает, что без каких-либо перемен в производстве и потреблении не происходит такого перераспределения ресурсов, при котором кто-либо мог улучшить своё положение без одновременного ухудшения другого. При условии изначально правильного распределения ресурсов конкурентная экономика достигает любой из точек на кривой потребительских возможностей – такова вторая теорема экономики благосостояния. В соответствии с основополагающими теоремами экономики благосостояния, если общество не удовлетворено сложившимся конкурентным распределением доходов, необходимо перерас-

¹ Миллер М. Сколько стоит фирма? / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999. – С. 44.

² Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997.

пределить исходное богатство, а всё остальное сделает децентрализованный рыночный механизм.

Вместе с тем одно только условие, что ресурсы изначально распределены правильно или справедливо, свидетельствует о том, что в классической экономической науке существует необоснованная теоретическая идеализация ситуации. Так же и посылка о том, что конкуренция сама по себе обуславливает появление монополий, когда наиболее успешные фирмы делят рынок между собой, не имеет своим следствием, что угроза конкуренции заставит монополистов действовать по-прежнему эффективно. Для повышения эффективности приходится стимулировать инновационную активность монополистов путём временного предоставления исключительных прав на технические нововведения. Такая возможность использования системы патентования подчёркивалась Й. Шумпетером, позднее Р. Нельсоном и С. Винтером в «Эволюционной теории экономических изменений»¹. Кроме того, задачи государственного регулирования предопределены рядом важных обстоятельств, именуемых несостоятельностью рынка, при которых рынок неэффективен².

Российская экономическая наука традиционно рассматривала категорию финансов как систему отношений между государством и населением при формировании государственных ресурсов денежных средств, в ранние исторические периоды выступавших в форме казны и позднее приобретших форму государственного бюджета. В последней трети XX века качественно новая значимость финансовых институтов в хозяйственной жизни общества, контроля за их деятельностью, резкое расширение масштабов рынка ценных бумаг и кардинальное усиление его влияния на инвестиционные процессы и экономику в целом, сложность системного обеспечения эффективного управления финансами корпораций, всё большее участие различных слоёв населения в инвестиционных процессах, вовлекаемых в них при помощи новых финансовых инструментов, – всё это обусловило развитие новых направлений финансовой теории.

Понятие «финансы» получило расширительное толкование – от сугубо государственных финансов до исследования финансов предприятий и финансов домашних хозяйств³. В 1960-е годы А. Аникин предложил подход к изучению финансов как совокупности общественных отноше-

¹ *Nelson R. R. An Evolutionary Theory of Economic Change / R. R. Nelson, S. G. Winter. – Cambridge Mass.: Harvard University Press, 1982.*

² *Стiglitz Дж. Ю. Экономика государственного сектора. – М.: Изд-во МГУ: ИНФРА – М, 1997.*

³ *Ковалёв В. В. Финансовая наука в исторической ретроспективе // Вестник Санкт-Петербургского университета. – Сер. 5. Экономика. – 2001. – Вып. 1. – С. 67–81.*

ний, возникающих в связи с движением денежного капитала, а к финансовым институтам как к составным элементам получившей большое развитие системы аккумуляции денежных сбережений и постепенно расходуемых доходов населения с целью их трансформации в инвестиции¹. М. Портной отмечает, что такая постановка вопроса стала характерной для российских экономистов, которые трактовали финансы как экономические отношения в процессе создания и использования фондов денежных средств в национальном хозяйстве². Теория портфельного анализа и созданная на её основе теория инвестиций выдвинули на передний план понятие финансовых инвестиций, доказывая, что эффективное распределение инвестиций в реальном секторе индустриальной и постиндустриальной экономики невозможно вне рынка ценных бумаг. В силу этого с учётом факторов надёжности и доходности корпоративных и государственных ценных бумаг современная теория финансов рассматривает финансовые инвестиции как наиболее эффективный способ предоставления денежных сбережений в распоряжение реального сектора.

Либерализация национальных рынков, допуск на них нерезидентов, гигантское увеличение объёма международных расчётов и портфельных инвестиций в ценные бумаги, невиданное прежде разнообразие валютных, кредитных, фондовых, страховых операций, сконцентрированных в мировых финансовых центрах и офшорных зонах, внедрение новых электронных технологий, средств коммуникаций и информатизации обуславливают растущую взаимозависимость стран по всему миру. Непрестанно возрастают объёмы финансовых потоков фиктивного капитала. Увеличение объёма международного кредитования – банковского кредита и облигационных займов – за последние два десятилетия XX века оценивается на уровне 15–20 раз. В обществах с развитой экономикой со второй половины XX века в финансовой сфере активно развиваются процессы консолидации, которые требуют от экономической науки единообразного понимания и толкования как самого понятия финансы, так и специализированной деятельности финансовых институтов, проводимых ими операций и используемых при этом инновационных финансовых инструментов. Рынок ссудных капиталов с коммерческими банками и некоммерческими кредитными учреждениями, рынок ценных бумаг, осуществляющий размещение и торговлю акциями, облигациями и денежными инструментами на фондовых биржах либо на внебиржевом рынке, валютный рынок и рынок финансовых деривативов выступают как сегменты единого финан-

¹ Аникин А. В. Кредитная система современного капитализма. – М.: Наука, 1964. – С. 5, 9.

² Портной М. А. Экономические основы единства финансового рынка // США и Канада: экономика, политика, культура. – 2006. – № 6. – С. 5.

сового рынка. Направляя денежные ресурсы из одного сегмента в другой, налаживая и прекращая финансирование, постиндустриальные общества получают возможность осуществлять необходимый контроль как за состоянием национальных финансовых институтов, чья деятельность всё более универсализируется и диверсифицируется в русле мировых тенденций, так и за состоянием финансовой системы отдельных государств.

Таким образом, современная финансовая система представляет собой разветвлённую сеть, в которой финансовые учреждения разного типа торгуют огромным количеством разнообразных финансовых активов на многих специализированных финансовых рынках¹. В финансовую систему американские экономисты З. Боди и Р. Мертон включают рынки денежных ресурсов, финансовых посредников, фирмы, предоставляющие финансовые услуги, и другие институты, с помощью которых домохозяйства, частные компании и правительственные организации реализуют возможности эффективного использования денежных ресурсов и принимают финансовые решения². Р. Миллер и Д. Ван-Хуз отмечают, что в настоящее время бизнесом, связанным с передачей средств от сберегателей инвесторам, занимаются государство, коммерческие банки, ссудно-сберегательные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы, страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды.

Информационные потоки, прежде доступные только финансовым институтам депозитного типа – коммерческим и инвестиционным банкам, получили широкое развитие на уровне централизованных и корпоративных электронных баз данных, в деятельности рейтинговых агентств, аналитических и консалтинговых компаний, новостных агентств. Широкий доступ к деловой информации, раскрываемой эмитентами при листинге ценных бумаг, отвечает необходимой глубине рынка, привлекает новых поставщиков капитала, будь то финансовые институты контрактно-сберегательного типа (страховые компании и пенсионные фонды) или институты инвестиционного типа (закрытые инвестиционные компании и взаимные фонды). Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг породила целый класс финансовых институтов, чей вид деятельности является исключительным. К ним относятся фондовые брокеры и дилеры, управляющие и депозитарные компании, расчётно-клиринговые организации, компании-регистраторы, фондовые биржи. Интернет-трейдинг открывает доступ к размещению капитала и спекулятивной биржевой игре не только крупным частным инвесторам и финансовым институтам, но

¹ Миллер Р. Л. Современные деньги и банковское дело / Р. Л. Миллер, Д. Д. Ван-Хуз. – М.: ИНФРА-М., 2000. – С. 94.

² Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2007. – С. 25.

практически любым слоям населения, которые получают возможность опираться на собственную оценку рисков на фондовых и валютных рынках и поступать с финансами домашних хозяйств в соответствии с частными инвестиционными целями и решениями.

Преимущества современной рыночной инфраструктуры позволяют корпоративным заёмщикам самостоятельно выбирать источники и условия кредитования. В одних случаях, заёмщики предпочитают банковское финансирование, в других – традиционные либо новейшие способы заимствования и страхования на финансовом рынке: от выпуска акций и облигаций до хеджирования сделок и использования продуктов финансового инжиниринга. Оценка доходности, надёжности, риска инвестиций от отдельного финансового учреждения переходит к более широкому кругу участников финансового рынка, что делает доходы, которые приносят финансовые инструменты, предметом биржевой торговли и обуславливает распространение производных финансовых инструментов – фьючерсов, свопов и опционов.

В силу многолетней гегемонии США на мировых рынках капитала и ценных бумаг современная теория финансов складывается как англо-американская система знаний об организации и управлении финансовой триадой – ресурсами, отношениями, рынками. Практика американского финансизма опирается на однополярное видение мира, единую модель экономического управления и одинаковые рецепты для всех. Однако не может быть одинаковых рецептов преодоления и предотвращения кризисных явлений для обществ контроля и обществ дисциплины. Принципиально различные властные технологии и институциональное устройство, особенности функционирования финансовых институтов в обществах контроля и обществах дисциплины обуславливают различие моделей экономического управления и, как следствие, рецептов оздоровления экономики. Универсализация подходов, когда утверждается, что экономические законы одни на всех и везде действуют одинаково, здесь не только теоретически не оправдана, но может иметь тяжёлые и даже катастрофические социальные последствия. Так, многие общества дисциплины в разгар кризиса 2008 г. руководствовались рекомендациями МВФ, разработанными в развитых странах для развитых же стран и направленными на свёртывание бюджетных расходов, что в конце концов привело к ограничению спроса, росту безработицы, падению производства в развивающихся экономиках.

Критика англо-американской теории финансов со стороны американских экономистов основывается на необходимости выправления баланса между государством и рынком. Именно в этом Дж. Стиглиц видит

вызов сегодняшнего дня¹. Новая парадигма экономического управления связывается американскими экономистами с тем значением, которое они придают социальным институтам в регулировании деятельности финансовых рынков. Основной задачей деятельности институтов в рыночной экономике является минимизация рисков и трансакционных издержек путём введения правовых норм. Дж. Стиглиц и Б. Гринвальд рассматривают государство и учреждаемые им институты как наиболее действенный и рациональный механизм экономического управления².

Особое место в критике англо-американской теории финансов занимает французский регуляционизм, возникший, когда европейские экономисты попытались разобраться с причинами кризиса конца 1970-х годов. Так появилась теория фордизма. Предметом анализа стали рыночные институты – деньги, формы конкуренции, отношения найма, властные технологии, способы включения национальных экономик в международные отношения, а также связи между социальными институтами, которые обеспечивают воспроизводство рыночной экономики в целом. Структурное единство социальных институтов формирует конкретную модель экономического управления, в большей или меньшей степени определяющей взаимосвязанные серии событий на финансовых рынках и в хозяйственном секторе экономики обществ контроля, в которых информационные технологии и интеллектуальный капитал преобладают над физическим производством.

«Невидимая рука» конкуренции, имеющая значение рыночного механизма саморегулирования, во времена А. Смита с высокой степенью эффективности распределяла ресурсы и результаты труда между хозяйственными субъектами и действительно позволяла поддерживать развитие национальных экономик. Спустя двести лет положение изменилось: причиной тому стали качественно новый этап развития техники и количественно иная стратификация общества. Как десятилетия кейнсианского регулирования, через которые прошли развитые экономики, и отсутствие такого опыта у многочисленных обществ дисциплины, так и новые властные технологии, асимметричность информации, когда некоторые участники рынка владеют важной информацией, не доступной другим заинтересованным лицам, и т.д. обуславливают, что возвращение к классическому механизму саморегулирования рынка едва ли в состоянии обеспечить эффективное использование капитала. В условиях финансового кризиса и экономической депрессии «невидимая рука», поощряя спекулятив-

¹ *Стиглиц Д. Ю.* Ревущие девяностые. Семена развала. – М.: Современная экономика и право», 2005. – С. 24.

² *Stiglitz J.* Towards a New Paradigm in Monetary Economics / J. Stiglitz, B. Greenwald. – Cambridge: University Press, 2002.

ные тенденции и центростремительный отток капитала с финансовой периферии, лишает реальный сектор экономики дисциплинарных обществ необходимых для его развития инвестиций, обескровливает образование, усиливает эмиграционные процессы.

Экономика США является наиболее показательным примером трансформаций постиндустриальной экономики, а именно – беспрецедентно высокой доли финансового сектора в ВВП, быстрого роста фондов коллективного накопления и, прежде всего, пенсионных фондов. В книге «Завтрашний день капитализма» (1998) М. Аглиетта сформулировал теорию патримониального режима роста. Он полагает, что значимость финансового сектора в США достигла такого уровня и глубины, что позволяет говорить о появлении новой модели развития. Патримониальный режим роста указывает на ту роль, которую фондовый рынок играет сегодня в социально-экономической жизни и благосостоянии населения, а также на ведущую роль институциональных инвесторов в финансовой системе и системе управления предприятиями в качестве исходной точки регуляции. Прочный социальный компромисс устанавливается, когда система управления финансовыми фондами, аккумулирующими средства пенсионных накоплений, непосредственно влияет на рынок акций и, в свою очередь, существенно зависит от количества наёмных работников, владеющих акциями своих предприятий. В силу того, что экономика всё более основывается на своеобразном «частном социальном долге», ответственность за управление которым лежит на институциональных инвесторах, последние приобретают значимость основополагающей инстанции регуляции как в сфере финансов, так и в деле управления предприятиями¹.

По мнению другого регуляциониста Ф. Лордона, именно в сфере финансов находится ключевой элемент новой системы экономического роста, названной им режимом накопления с финансовой доминантой². В работе А. Орлеана «Власть финансов» понятие, введённое Ф. Лордоном, характеризует систему, формирующуюся взамен фордистского режима накопления. Излагая теорию ликвидности и рынка акций, А. Орлеан пишет: «Главной характерной чертой современных экономик является то, что финансы захватили беспрецедентную власть и очутились сегодня в центре самого режима накопления»³. Нельзя не согласиться с

¹ *Aglietta M.* Le capitalisme de demain. – P.: Notes de la Fondation Saint-Simon, 1998. – P. 14, 24, 32.

² *Lordon F.* Le nouvel agenda de la politique économique en régime d'accumulation financiarisée // Le Triangle infernal: Crise, mondialisation, financiarisation / G. Duménil, D. Lévy (eds.). – Paris: PUF, 1999.

³ *Orlean A.* Le pouvoir de la finance. – P.: Odile Jacob, 1999. – P. 214.

А. Одинцовой, что обвал фондового рынка США в 2007–08 годах подтверждает справедливость этого вывода¹. Ф. Лордон предлагает общую схему модели «режима накопления с финансовой доминантой»: по его мнению, мы являемся свидетелями формирования системы, в которой механизмы управления коллективными сбережениями играют роль институциональной формы. Это означает, что финансовые механизмы в состоянии навязывать собственную логику всем другим составляющим институциональной системы – отношениям найма, формам конкуренции, организации управления предприятием – и, как следствие, самому режиму накопления капитала².

Закон 1974 г. о безопасности пенсионного дохода работников (ERISA), подвергший полному пересмотру права трастовых фондов и правила пенсионных выплат и пособий, затронул деятельность большинства публичных инвестиционных фондов, а также почти всю совокупность программ участия работников в прибыли компаний, сделал легитимной практику высокоспекулятивных операций. По оценкам французских регуляционистов, закон ERISA фактически изменил модель финансового рынка – его практическая реализация привела к абсолютному преобладанию логики и интересов финансового рынка над задачами и логикой социального обеспечения и была обусловлена тремя взаимосвязанными тенденциями. Первая: рассматривая бенефициариев в качестве обыкновенных акционеров, заинтересованных в максимальной рентабельности активов, их интересы определяются исключительно в финансовых терминах, и запрещается использовать средства фондов на основе каких-либо социально ответственных, не являющихся непосредственно финансовыми, соображений. Вторая тенденция состоит в том, что закон разрешает и поощряет фрагментацию и делегирование отдельных функций доверительного управления, что ведёт ко всё большей специализации финансовых посредников, ставит вопрос о контроле и координации цепочек, по которым происходит делегирование функций. Третья тенденция связана с диверсификацией всей совокупности финансовых активов, масштабы которой возрастают с начала 1970-х годов. Эффективная диверсификация инвестиций существенно снижает неопределённость финансового результата в будущем, а понятия риска и доходности могут быть формализованы на языке математической вероятности. Согласно портфельной теории Г. Марковица (1952), оптимальный портфель инвестиций может быть сформирован путём выбора некоррелируемых финансовых инструментов исходя из за-

¹ *Одинцова А.* Французские регуляционисты о финансовой доминанте современной экономики // Вопросы экономики. – 2008. – № 12. – С. 49.

² *Lordon F.* Fonds de pension, piège aeons? Mirage de la démocratie actionnariale. – P.: Raisons d'Agir, 2000. – P. 66.

данного соотношения доходности и риска: управляющий может сформировать портфель, либо эффективно улучшив один показатель и разумно ограничив другие, либо задав функциональную суперпозицию нужных характеристик финансового рынка.

Диспропорции на финансовом рынке развитых стран выразились в несоразмерно высокой номинальной стоимости биржевых и внебиржевых процентных и валютных деривативов по отношению к реальному сектору экономики: 342,6 трлн долл. в Северной Америке против 14251,8 млрд долл. ВВП США, Канады и Мексики, то есть стоимость деривативов на финансовых рынках североамериканских стран более чем в 20 раз превышала совокупный ВВП этих стран. Капитализация рынка акций США, Канады и Мексики на конец 2005 г. составляла 18722178 млн долл., а общий объём долговых ценных бумаг – 25264 млрд долл., что опять же более чем в 18 и 13 раз уступало номинальной стоимости финансовых деривативов. Об опасности «раздувания» прибыли путём неконтролируемой эмиссии производных финансовых инструментов часть экономистов предупреждала ещё задолго до кризиса 2008 г.¹ Однако масштабы последствий патримониального режима роста для развития мировой и национальных экономик были осознаны лишь после 15 сентября 2008 г., когда капитализация фондового рынка США за год уменьшилась на 2,3 трлн долл., притом что падение продолжалось не более полугода. Пузырь цен на жилищном рынке США лопнул летом 2008 г. и буквально «взорвал» банковскую систему, которая щедро кредитовала потребление и активно содействовала секьюритизации активов ипотечных компаний *Fannie Mae* и *Freddie Mac*.

Эти последствия «раздувания» пузыря рыночных цен усилили критику неоклассической теории М. Фридмана. Предлагается ввести регулирование эмиссии биржевых деривативов и осуществлять контроль за деятельностью хедж-фондов, рассчитанных на квалифицированных инвесторов. В 2007 г. 12 тысяч хедж-фондов по всему миру управляли активами в 2,5 трлн долл. В США хедж-фонды не ограничены нормативным регулированием, а значит, имеют возможность выбирать любую, в том числе агрессивную, с использованием фьючерсных и опционных контрактов, инвестиционную стратегию и предоставлять любое маргинальное плечо инвестору. Финансовый левэридж позволяет инвесторам совершать сделки, в сотни и тысячи раз превосходящие суммы депозитов у брокера, что, в свою очередь, неизменно «раздувает» рынок деривативных контрактов. Сама структура вознаграждения за управление активами заставляет

¹ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. – М.: ИНФРА-М, 1999.

управляющего добиваться максимизации прибыли, что обуславливает предельно агрессивную инвестиционную политику фонда и предоставление высокого кредитного плеча инвесторам. Сама идейная основа хедж-фондов, формирующих инвестиционные портфели исходя из прогнозов экономических и политических событий, ведет к неэффективности финансовых рынков. Именно неэффективность рынка явилась предметом рефлексивной теории Дж. Сороса.

Кризис 2008 г., по мнению Дж. Сороса, продемонстрировал значимость и действенность концепции самоутверждающегося предубеждения, или концепции пузырей, суть которой состоит в том, что человеческие заблуждения играют огромную роль в мировой истории. Дж. Сорос полагает, что закончился длительный период относительной стабильности, основанной на роли доллара как главной международной резервной валюты и роли США как лидера мировой экономики и доминирующей политической силы. Дж. Сорос высказывает надежду, что вслед за периодом политической и финансовой нестабильности, сформируется новый мировой порядок¹. Вместе с тем превалирующая парадигма – теория равновесия, претендовавшая на достоверный экономический прогноз и научное объяснение, и её политическое следствие – рыночный фундаментализм оказались несостоятельными и подтолкнули к хаосу финансовые рынки и промышленное производство. Есть ли альтернатива? Парадигма, которую предлагает Дж. Сорос, привносит неуверенность в человеческие взаимоотношения в целом и в деятельность финансовых рынков в частности. Основанная на ней модель рефлексивного воздействия на финансовый рынок ещё должна доказать свою эффективность.

Классическая экономическая теория полагает, что рынки сами по себе стремятся к равновесию. Это было бы так, если бы на поведение рынков наряду с фундаментальными экономическими и политическими факторами не оказывали решающее воздействие рефлексивные ожидания участников. Осуществляя монетарную политику, политическая власть не считает с тем, что кризисные явления, начинающиеся на финансовом рынке и захватывающие затем всю экономику, представляют собой каскад бифуркаций. Внутри бифуркационной зоны любое событие, тем более произвольное, не опирающееся на знание политическое решение может иметь разрушительные последствия для социальной и культурной динамики общества, развивающегося как часть системы мирового капитализма. Безответственность, с которой экономическая наука не желает переступить за флажки классической парадигмы, порождает модели, в

¹ *Сорос Дж.* Мировой экономический кризис и его значение. Новая парадигма финансовых рынков. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2010. – С. 256.

которых даже приблизительно не воспроизводится соответствие статистическим данным. Эти модели следует решительно отбросить – именно в этом, по мнению А. Кирмана, Г. Фельмера и других специалистов по финансовой математике и экономистов, проявляется этическая ответственность учёного: как теоретические, так и практические аспекты в моделях экономической политики должны быть достаточно безупречными.

Известные экономисты фактически предложили совершить шаг в сторону неклассической рациональности и создавать динамические макроэкономические теории, которые соответствовали бы двусторонней обратной связи внутри финансовой системы и экономики в целом – связи между принимаемыми решениями и будущими событиями, между мышлением и реальностью. Вместо того чтобы начинать с *ad hoc*-гипотез, предлагают они, и сомнительных допущений «при прочих равных условиях», – надо сначала рассмотреть статистические данные и протестировать спецификацию модели. Так, Д. Хендри для подобного предварительного анализа данных предлагает применять общеизвестную практическую методологию вкупе с общей теорией выбора модели¹. Упростить путь от практических измерений к теоретическим моделям и способствовать появлению альтернативных подходов к распознаванию ключевых соотношений помогли бы приёмы кластерного анализа, такие, как поиск наилучшей проекции². С помощью коинтегрированных векторных авторегрессионных моделей предлагается наметить путь к выявлению устойчивых структур в пределах определённого массива данных, в частности: сил, которые смещают равновесие, сил выталкивания (*pushing forces*), дающих начало стохастическим трендам, и сил, которые исправляют отклонение от равновесия, сил вытягивания (*pulling forces*), дающих начало долговременному росту³. Выявление соотношения этих сил, очевидно, позволит судить о том, насколько равновесными в действительности являются финансовые рынки и экономические процессы.

А. Кирман и его соавторы согласны, что интерпретируемый таким образом практический подход «от общего к частному» предоставляет все шансы для того, чтобы выстроить многомерный процесс получения данных в зависимости от траектории предшествующего развития, а также

¹ *Hendry D.F.* Dynamic Econometrics. – Oxford: Oxford University Press, 1995.

² *Friedman J.* Exploratory Projection Pursuit // Journal of the American Statistical Association. – 1987. – Vol. 82. – P. 249–266.

³ *Juselius K.* The Cointegrated VAR Model: Econometric Methodology and Empirical Applications. – Oxford: Oxford University Press, 2006.

сопоставлять ему обоснованные динамические макроэкономические теории. В отличие от подходов, в которых получаемая из биржевых и других источников информация блокируется из-за предварительных ограничений, в коинтегрированной векторной авторегрессионной модели экономические и финансовые данные могут «говорить свободно»¹. Способы проверки теоретических моделей, основанных на реальном экономическом поведении, прежде всего, институциональных инвесторов, могут быть разработаны на основании серии тестов и актуальной оценки статистических моделей. Статистически значимые и устойчивые отношения в пределах системы одновременных уравнений, по мнению учёных, описывают эмпирическую закономерность, которую и следует пытаться объяснить при помощи динамической макроэкономической теории². Амбициозность модели, её претензия на значимость теоретического результата не могут быть определены иначе как путём качественных статистических исследований при описании эмпирических данных.

¹ Hoover K. Allowing the Data to Speak Freely: The Macroeconometrics of the Cointegrated Vector Autoregression / K. Hoover, S. Johansen, K. Juselius // *American Economic Review*. – 2008. – Vol. 98, № 2. – P. 251–255.

² Кирман А. Финансовый кризис и провалы современной экономической науки / А. Кирман, Д. Коландер, Г. Фельмер и др. // *Вопросы экономики*. – 2010. – № 6. – С. 21.