
ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК: ИЗ НАСТОЯЩЕГО В ПРОШЛОЕ И В БУДУЩЕЕ

Тимофеева Елена Михайловна,

старший преподаватель кафедры финансов и кредита
Международного института компьютерных технологий;
helentim.1210@mail.ru

В статье предпринята попытка систематизировать вклад зарубежных и отечественных учёных, мыслителей древнего мира в развитие теории и практики финансового рынка.

Ключевые слова: финансовый рынок, ссудные операции, ростовщичество, ссудный (денежный) процент, денежный капитал, вексельный кредит, государственные ценные бумаги.

Мощное развитие финансовые рынки США, ведущих европейских и азиатских государств получили в конце 1980-х – 1990-х годов XX века. Положительный вклад в современную теорию финансовых рынков, разрабатывавшуюся в рамках неоклассической экономической теории и неоклассической теории финансов, внесли:

1. Гарри Марковиц, предложивший неоклассическую концепцию портфельного инвестора в работе «Выбор портфеля» (1952). В дальнейшем в разработку этой теории существенный вклад внесли Джеймс Тобин, применивший неокейнсианский подход к трактовке финансовых рынков, и Уильям Шарп, исследовавший отрицательные активы как инструмент расширения и балансирования финансовых рынков.

2. Франко Модильяни и Мертон Миллер, выдвинувшие концепцию стоимости капитала и концепцию структуры капитала в рамках анализа альтернативных источников финансирования активов. Франко Модильяни анализировал природу финансовых пузырей.

3. Уильям Шарп, опубликовавший в работе «Цены финансовых активов» (1964) модель оценки финансовых активов с учётом систематического риска. Позднее модель была усовершенствована Джоном Линтнером (1965), Яном Моссиным (1966) и другими исследователями.

4. Фишер Блэк и Майрон Скоулз, предложившие в работе «Ценообразование корпоративных обязательств» (1973) модель оценки опционов. В поисках подходов к реальным условиям обращения такого рода финансовых активов были разработаны альтернативные модели: модель Роберта Мертона в работе «Теория рационального ценообразования опционов» (1973); модель

Джона Кокса и Стефена Росса в работе «Ценообразование опционов в альтернативном стохастическом процессе» (1976) и другие.

5. Юджин Фама, выдвинувший гипотезу эффективности рынка в работе «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований» (1970).

6. Стюарт Майерс и Николас Майджлаф – авторы концепции асимметрической информации в работе «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы».

7. Стефен Росс, разработавший арбитражную теорию ценообразования в работе «Арбитражная теория ценообразования финансовых активов» (1976). Позднее (1984) предложенные модели оценки реальной доходности финансовых активов были уточнены на основе конкретизации влияния отдельных факторов Ричардом Роллом и Стефеном Россом в работе «Использование теории арбитражного ценообразования при стратегическом планировании инвестиционного портфеля».

Основы для выше приведённых подходов, моделей, гипотез, теорий были заложены ранее в рамках общей экономической теории. Эти основы мы и рассмотрим ниже.

Уже в эпоху дорыночной экономики развивается сфера ссудных операций (в виде выдачи займов в долг), которые чрезмерно регулировались государством. Забота о поддержании системы рабовладения и приоритете натурально-хозяйственных отношений перед товарно-денежными заставляла философов и отдельных правителей рабовладельческих государств древнего мира выступать против крупных торгово-ростовщических операций, т.е. против свободного функционирования денежного и торгового капитала [7]. Ростовщичество в соответствии с пониманием справедливости осуждалось мыслителями древнего мира вплоть до его запрета. Аристотель относил ростовщичество к искусственной хрематистике и считал, что деятельность по выдаче денежных займов под проценты «с полным основанием вызывает ненависть», поскольку этот род наживы противоестественен, ибо деньги утрачивают то своё назначение, ради которого они созданы – обслуживать обмен продуктов, и начинают плодить сами себя [2, 7]. Таким образом, наблюдая естественное развитие экономической деятельности, философы и религиозные мыслители восточнохристианского сознания, мусульманской культуры ограничились лишь «ненавистью» к выдаче денежных займов под проценты.

Существенные перемены на христианском средневековом Западе XI-XV вв., наращивание объёмов товарооборота и денежных сделок заставило виднейших представителей номинализма, таких как Иоанн Дунс Скот и Уильям Оккам, выступить против нетерпимости к взиманию процентов. В частности, Дунс Скот рассматривал процент как допустимую разновидность прибыли, получаемой с капитала – суммы средств, вкладываемых в какое-либо дело.

Окончательно ссудные операции перестали считаться греховными в период расцвета Возрождения (становления и развития банковского дела) и Реформации западнохристианской церкви. Рассуждения о пользе денег, выдаче займов под проценты с целью дальнейшего накопления капитала получили отражение в трудах Поджо Браччолини, Антонина Флорентийского, Габриэля Биля, Жана Шарлье, Жана Кальвина, Мартина Лютера, Шарля Дюмулена, Френсиса Бэкона. Эти отдельные суждения подготовили почву для экономического анализа рынка ссудных операций, процента, в дальнейшем создания теории финансового рынка.

В период зарождения рыночных экономических отношений (XVI-XVIII вв.), в течение которого, по словам Г. Д. Гловели, происходит «завоевание капиталом пространства»: географического (океаны и заокеанские территории), экономического (мануфактуры и организованные рынки), идейно-этического («дух капитализма»), политического (буржуазные революции), открываются первые организованные рынки – биржи (в том числе, фондовые) – в городах Антверпене, Безансоне, Лондоне, способствуя международному движению капитала и формированию валютного рынка [2]. В рамках меркантилистской экономической концепции определённый вклад в анализ категорий, связанных с финансовым рынком, внесли королевский юрист Франции Жан Боден (ввёл в обиход понятие «финансы»), итальянский банкир Гаспаро СкарUFFи (для устранения спекуляции на денежных рынках предложил установить принудительное единое соотношение золота к серебру), нидерландский инженер и «арифметик» Симон Стевин (разработал «Таблицу процентов»). С практической точки зрения, негативный вклад в развитие рынка кредитования и рынка ценных бумаг во Франции внёс Джон Ло, своей деятельностью способствовавший раздуванию величайшего финансового «мыльного пузыря» в истории Франции. «Система Ло» продемонстрировала удобство бумажных денег; значение кредита в стимулировании деятельности промышленных и торговых фирм благодаря низкому уровню ссудного процента; возможность «ассоциации» относительно небольших капиталов в акционерных компаниях, а также границы применения открытых Ло принципов. Адам Смит впоследствии предлагал воздерживаться от спекуляций типа Миссисипской компании Джона Ло и Компании Южных морей, призывая банки проводить благоразумные банковские операции, т. е. учитывать только краткосрочные «реальные векселя».

Критик «системы Ло» Ричард Кантильон, весьма преуспевший в спекулятивных операциях то ли с акциями во время компании Всех Индий, то ли с земельными облигациями, в рамках заложенных им основ теории предпринимательства провёл анализ арбитража во времени и пространстве. Независимо от того, кто «покупает по определённой цене, чтобы продать по неопределённой цене» (торговец, землевладелец, капиталист и т.д.), решение он принимает в условиях неопределённости.

Из физиократов – первой школы экономистов – пожалуй, только Анн

Робер Жак Тюрго уделил серьёзное внимание исследованию природы происхождения ссудного (денежного) процента. Он обращал внимание на фактор риска при предоставлении займа. Так как заёмщик не имеет права на занятую сумму; соглашается на условия заимодавца; может использовать предоставленные деньги для выгодных приобретений, приносящих прибыль, то последняя и является источником уплаты процента. Текущий же процент, по мнению А. Тюрго, – это термометр рынка, по которому можно судить об избытке или недостатке капитала.

В дальнейшем Генри Торнтон в работе «Исследование о природе и последствиях бумажного кредита в Великобритании» выдвинул следующие оригинальные идеи: 1) разграничил номинальную и реальную ставки процента, т. е. фактическую рыночную ставку процента и ставку процента, скорректированную с учётом инфляции; 2) указал на различие между рыночной и «естественной» ставками процента, которая определяется ожидаемой доходностью от вложений капитала; 3) провёл различие между «реальным капиталом» и «денежным капиталом», включающим в себя вексельный кредит и государственные ценные бумаги (что положило начало расширительной трактовке денег). Из российских экономистов – последователей экономического учения А. Смита, стоит выделить Михаила Балугьянского и М. М. Сперанского, вместе подготовивших план стабилизации русской финансовой системы («План финансов Сперанского»). По мнению американского профессора М. Разффа, автора книги о М. Сперанском, финансовые идеи Сперанского опережали взгляды большинства западноевропейских экономистов тогдашней эпохи и шли в том же направлении, что и предложения английских теоретиков и практиков первой четверти XIX в. [7].

В начале 1830-х гг. во Франции и Англии возникают социалистические учения – «социалистов-рикардианцев», оуэнизм, сен-симонизм, фурьеризм, – которые послужили предметом критики для Карла Маркса, крупнейшего философа и общественного деятеля XIX столетия. Взяв за основу учения виднейших представителей политической экономии, К. Маркс развивает теорию прибавочной ценности и теорию воспроизводства. В рамках учения о превращённых экономических формах в 1-ом томе своего главного труда «Капитал. Критика политической экономии» К. Маркс характеризует деньги как превращённую форму товара и отмечает, что эта переменная форма становится самоцелью. Деньги, по Марксу, «последний продукт товарного обращения» и «первая форма проявления капитала» [4]. Он различает «деньги как деньги» и «деньги как капитал». В теории воспроизводства во 2-ом томе «Капитала» Маркс представляет денежный капитал как составную часть всего общественного капитала [5]. В 3-м томе «Капитала» автор даёт характеристику превращённых форм прибавочной ценности – предпринимательского дохода, торговой прибыли, ссудного процента, земельной ренты – как результата её перераспределения между различными группами капиталистов. Торговый, ссудный капитал

Маркс трактует как обособившиеся функциональные формы капитала, участвующие в прибавочной ценности, созданной в процессе производства. Фиктивный капитал, по Марксу, – это капитал, представленный в ценных бумагах – акциях и облигациях.

Как известно, перевод на русский язык «Капитала» Маркса (1872) имел судьбоносное значение для России. Тем не менее, его почитатели в России и, прежде всего, представители народничества Н. К. Михайловский, В. П. Воронцов, Н. Ф. Даниельсон считали, что существуют шансы для России избежать «извращённого направления» крупнопромышленного производства. В. П. Воронцов и Н. Ф. Даниельсон разработали трактовку искусственного взращивания капиталистического способа производства в России и, в частности, отметили, что российский капитал выступает не как производительный, а как спекулятивный, ростовщический, «кулацкий». На наш взгляд, этот фактор и в настоящее время оказывает немаловажное влияние на развитие российской экономики в целом и финансового рынка, в частности.

Система взглядов К. Маркса и Ф. Энгельса после их смерти была поддержана К. Каутским и Р. Гильфердингом, который отметил на новой стадии капитализма опережающее развитие тяжёлой промышленности, требующей огромных заёмных средств у банков, концентрирующих ссудный капитал. Таким образом, банки начинают выполнять новую роль: аккумулируя бездеятельный капитал и денежные вклады всех классов общества, они предоставляют мобилизованные средства в распоряжение предпринимателей для превращения в производительный капитал. Промышленный, банковский и торговый капитал унифицируются в финансовый капитал – капитал крупнейших банков, применяемый в крупной промышленности. В любой момент финансовый капитал может возвратиться к банкам в денежной форме, несмотря на то, что наибольшая его часть закреплена в процессе производства. По мнению Р. Гильфердинга, финансовый капитал стремится к прочному господству над рынком через протекционизм и экспорт капитала, который развивается в форме производительного и ссудного капитала. Трактат Р. Гильфердинга «Финансовый капитал» (1910) был переведён на русский язык и, возможно, оказал ещё более значительное влияние, чем «Капитал» К. Маркса, на взгляды российских социал-демократов И. И. Степанова-Скворцова, М. П. Вельтмана, Н. И. Бухарина, В. И. Ульянова-Ленина. В конце концов, взгляды и действия российской социал-демократической партии большевиков на долгие годы разрушили формирующийся финансовый рынок России.

Тем не менее, в конце XIX – начале XX века инвестиционная теория цикла М. И. Туган-Барановского стала истоком двух новых течений в мировой экономической мысли, одно из которых вылилось в кейнсианскую макроэкономическую теорию, другое – в направление длинноволновой экономической динамики Н. Д. Кондратьева. На инвестиционной теории цикла Туган-Барановского стоит остановиться более подробно, так как

он предложил принципиально новую трактовку эндогенного механизма накопления капитала, основанную на разграничении накопления ссудного капитала и реального производительного капитала. Проанализировав роль банков в развитом капиталистическом хозяйстве, М.И. Туган-Барановский пришёл к выводу, что банки служат резервуарами, в которых накапливается ссудный капитал, не связанный ещё с какой-либо отраслью промышленности. Причём, ссудный денежный капитал накапливается непрерывно и относительно равномерно, ища более доходных вложений. Когда он обнаруживает их в перевоплощении в форму основного капитала в промышленности, начинается лавинообразный процесс инвестирования несвязанного капитала в производство средств производства и предметов потребления, который охватывает всю экономику. Расширение производства, вызванное расходом ссудных капиталов из банков, способствует созданию новых рынков, расширению кредита на возможно более выгодных условиях; цены идут вверх с увеличением спроса на капитальные блага, и ставка процента также повышается. Инвестиции превышают текущие сбережения. Но постепенно резервы ссудного капитала, накапливавшегося в банках как резервуарах, исчерпываются, и фазу процветания сменяет депрессия, которой предшествует финансовый кризис. Цены и процентные ставки падают, развёртывается спекуляция на денежном рынке. Она, по мнению Туган-Барановского, следствие промышленного кризиса, а не его причина, как считал Дж.Ст. Милль. После кризиса происходит увеличение банковских резервов и сберегательных вкладов частных лиц. В этот период сбережения превышают инвестиции, т. е. начинается новый этап накопления ссудных денежных капиталов, которые лишь со временем найдут новые формы перевоплощения в производительный капитал [2]. Идея о скачкообразном переходе накапливающегося ссудного капитала в масштабные инвестиции была подхвачена германской «юной» исторической школой, в частности, ведущим исследователем конъюнктуры А. Шпитгофом (диспропорциональность в отраслевом развитии заслоняется движением средств между рынком капиталов и денежным рынком) и Н.Д. Кондратьевым.

Конец XIX в. (70-90-е годы) ознаменован появлением новых направлений экономической мысли, а именно, американского институционализма благодаря его создателям – Т. Веблену, Дж. Коммонсу, У.К. Митчеллу – и неоклассической экономической теории. В центре внимания институционализма вообще стоял вопрос о стихийном «естественном отборе институтов» в процессе денежного соперничества индивидов, анализ которого привёл институционалистов к идее направленного преобразования институтов путём совместных усилий людей. Доктор философии Торстейн Бунде Веблен поставил задачу разработать эволюционную экономическую теорию – новую институциональную экономическую теорию. Анализируя институты частной собственности, «денежной почтенности», праздного класса Веблен, уже тогда, обратил внимание на иррациональный стиль управления, вносимый в экономику бизнесменами в погоне за прибылью

путём купли-продажи бумажных титулов собственности на фондовом рынке [2]. В книге «Абсентеистская собственность» (1923) Веблен указал на то, что процесс раздувания рынка ценных бумаг привёл к многократному превышению размера неосязаемых финансовых титулов богатства над стоимостью материальных активов корпораций, в которых собственники стали «отсутствующими» («абсентеистами»), уклоняющимися от реального участия в производстве и менеджменте. Кредит он назвал «обветшалым институтом, который путём преобразования должен выйти из употребления» [2]. По сути, Веблен указывал на предпосылки последовавшего экономического кризиса 1929-1933 гг.

Бесспорно, наиболее весомый вклад в развитие экономической теории внесло неоклассическое направление экономической мысли, представленное маржинализмом и кейнсианством. Маржинализм дал позитивную теорию капитала О. Бём-Баверка, теорию свободного конкурентного рынка Л. Вальраса, закон распределения или неравенства доходов – закон Парето, понятие дисконтированного дохода И. Фишера, анализ категорий «риска», «истинной неопределённости», «информации» Ф. Найтом, развил до высокой степени математической элегантности способы восприятия экономических явлений. Базовыми постулатами стали: рациональность – рынок – равновесие, применявшиеся, в том числе, для анализа финансовых рынков.

Неолиберализм, а именно, американский неолиберализм в лице М.Дж.Ф. Мута в процессе анализа движения цен на фондовом рынке выявил эффект непредсказуемости движения цен на финансовые активы вследствие рациональных ожиданий (1961).

Неоклассические постулаты рациональности, максимизации прибыли, конкурентного равновесия периодически подвергались критике со стороны учёных, указывавших на влияние психологических факторов на принятие решений экономическими агентами (ещё со времён Дж. М. Кейнса). Постепенно с 1950-х (более активно с 1980-х) годов сформировались новые направления, методологически ориентированные на психологию (поведенческая экономика и поведенческие финансы) и теорию информации как новые ориентиры для развития экономической теории. Г. Саймон в книге «Управленческое поведение: исследование процессов принятия решений в административной организации» (1947) предложил концепцию ограниченной рациональности, согласно которой принимаемые в сфере бизнеса (в том числе и на финансовых рынках) решения могут быть лишь ограниченно рациональными, поскольку у экономических агентов нет достаточных когнитивных ресурсов для обработки имеющейся информации во всей её полноте и расчёта всех вариантов выбора [2]. Исследования М. Алле (парадокс Алле); Д. Канемана и А. Тверски, объяснивших парадокс Алле на основе допущения, что предпочтения являются «контекстно-зависимыми» и разработавших теорию перспектив; Р. Шиллера, описавшего «эффект якорей» на финансовых рынках; Д. Ариели способствовали

лучшему пониманию поведения человека перед лицом риска и оформлению поведенческой экономики как нового направления в экономической теории [3].

В этот же период времени возникает экономическая теория информации, в рамках которой К. Эрроу, Дж. Акерлоф и Дж. Стиглиц, немало внимания уделившие анализу кредитных рынков и рынка ценных бумаг, исследовали роль неопределённости и информации в экономике в контексте проблемы провалов рынка. Это позволило сделать следующие выводы:

- обезличенная система ценовых сигналов не даёт полной информации о действительности (К. Эрроу);

- информацию, по мнению Дж. Стиглица, можно рассматривать во многих отношениях как общественное благо. Рынок не обеспечивает достаточного предложения информации;

- постулат о максимизирующем рациональном поведении индивида неприменим к финансовому рынку. Это хорошо понимал Дж. М. Кейнс.

В начале 80-90-х годов XX века получает развитие новое направление экономической мысли – эволюционная экономика, базирующаяся на «старом» институционализме и длинноволновой динамике и применяющая эволюционный подход к анализу современных экономических проблем. Это направление возникло как альтернатива мейнстриму, в нём можно выделить в настоящее время два течения: институционально-эволюционное и поведенческое. У истоков эволюционной экономики стояли К. Маркс, А.Н. Миклашевский, К. Менгер, Г. Спенсер, Г. Тинтнер, А. Алчиян, Т. Веблен, Й. Шумпетер, К. Эйрс, но о превращении эволюционной экономики в особый поток экономического анализа можно говорить с момента выхода книги Р. Нельсона и С. Уинтера «Эволюционная теория экономических изменений» (1982) [2]. Институционально-эволюционное направление как самостоятельное оформилось благодаря книге Дж. Ходжсона «Экономическая теория и институты. Манифест современной институциональной экономики» (1988). В настоящее время эволюционный подход к изучению, в том числе, финансового рынка используется многими зарубежными и отечественными экономистами, в частности М. М. Дубовиковым, Э. Лоу, В.И. Маевским, Б. Мандельбротом, М. Ю. Романовским, Дж. Соросом, Н.В. Старченко, М.П. Столбовым и др.

Список источников

1. Витте, С.Ю. Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных его императорскому высочеству великому князю Михаилу Александровичу в 1900 – 1902 годах [текст] / С. Ю. Витте; предисл. Мст. П. Афанасьева. – М.: Издательство Юрайт, 2011. – 629 с. – Серия: Антология мысли.

2. Гловели, Г.Д. История экономических учений: учебное пособие [текст] / Г.Д. Гловели. – М.: Издательство Юрайт; ИД Юрайт, 2011. – 742 с. – Серия: Учебники ГУ – ВШЭ.

3. Лукашов, А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы [текст] / А.В. Лукашов. – URL: www.cfin.ru/investor/ao/corporate_finance.shtml.

4. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Том 1 [электронный ресурс]. – URL: www.Esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital 1/capital1-03.html#c3.

5. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Том 2 [электронный ресурс]. – URL: www.Esperanto.mv.ru/ Marksismo/Kapital 2/capital 2-19.html.

6. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Том 3 [электронный ресурс]. – URL: www.Esperanto.mv.ru/ Marksismo/Kapital 3/capital 3-19.html#c19.

7. Ядгаров, Я.С. История экономических учений: Учебник [текст] / Я.С. Ядгаров. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 480 с. – (Высшее образование).

FINANCIAL MARKET: OUT OF PRESENT TO THE PAST AND THE FUTURE

Timofeyeva Yelena Mikhailovna,

Senior Lecturer of the Chair of Finances and Credit of International
Institute of Computer Technologies; helentim.1210@mail.ru

The article attempts to systematize the contribution of foreign and native scientists and thinkers of ancient world to the development of theory and practice of financial markets.

Keywords: financial market, loan operations, loan sharking, loan (money) interest, money-capital, bill credit, government securities.