

УДК 336.76 “71”

**В. А. Петрова**

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

**ЭВОЛЮЦИЯ ВЗГЛЯДОВ НА ПРИРОДУ ФОНДОВОГО РЫНКА**

В статье рассматриваются особенности системы взглядов на природу фондового рынка в разные периоды развития мировой экономики. Особое внимание уделяется современной трактовке фондового рынка как социально-экономического института, в котором главную роль играют нормы и правила, регулирующие механизм совершения трансакций.

**Ключевые слова:** фондовый рынок, фондовая биржа, социально-экономический институт.

В современной мировой бизнес-среде, где доминируют развитые экономики англосаксонского и японского типов, преобладает финансовый сектор, а в нем главную роль играет как фондовый рынок в целом, так и фондовые биржи — в частности.

Основы функционирования фондовых бирж развитых стран базируются во многом на общественном восприятии данного феномена. Ведь исходя из господствующих взглядов определенного общества, формируются его традиции, бизнес-этика, законодательная база, влияющие, в свою очередь, на остальные сферы его жизни.

Целью данной статьи является изучение природы фондового рынка и анализа общественных взглядов на данный феномен в разные периоды развития мировой экономики.

Данный вопрос особо актуален на сегодняшний день, поскольку во многих развивающихся экономиках фондовый рынок переживает период становления и перехода в зрелую форму. А для этого, соответственно, необходимо сформировать адекватную систему взглядов и подготовить общество к нормальному восприятию такого процесса.

Исследованием природы фондовых рынков занимаются такие авторы, как Дж. Баскин, М. Портной, Р. Сли, М. Смит, Б. Рубцов, Н. Райская, И. Туруев, А. Френкель, А. Элдер и др.

Фондовый рынок оказывает серьезное влияние на все сферы человеческой жизни. Бизнесмены и политические лидеры разных стран на рубеже XX—XXI веков пытаются справиться с изменениями в экономической среде, в которой непредсказуемые и часто неустойчивые фондовые рынки могут разрушать целые экономики. Всего лишь столетие назад к фондовым рынкам относились с пренебрежением либо игнорировали. Сегодня же они преобразовались в мощные институты, которые играют чуть ли не решающую роль в экономике.

Резко выраженные культурные и правовые отличия между нациями, являющиеся источником множества противоречий по мере того, как финансовые рынки выходили за пределы национальных границ, также имеют корни, глубоко уходящие в прошлое.

Так, осуждение и открытое обвинение спекулятивного произвола Св. Августином и Фомой Аквинским не раз служит доводом современным ученым

в изобличении недостатков фондовых рынков. Первым, кто порицал получение прибыли и выгод от операций с деньгами, был Аристотель, развивавший концепцию «справедливой цены». Выводом из этой концепции служило убеждение, что любая попытка извлечь личную выгоду из флуктуаций цен была по определению неправомерной. Далее Фома Аквинский расширил такую концепцию, провозгласив незаконным продавать дороже или покупать дешевле какую-либо вещь, чем она того стоит. Но, с другой стороны, любой рынок можно представить себе как осязаемую или виртуальную площадку, где участники пытаются купить подешевле и продать подороже, поэтому концепции аквинатов, взгляды которых формировались строгой доктриной церкви, абсолютно не вписываются в понятие рынка. Это свидетельствует о том, что в период Средневековья не могло идти и речи о существовании фондового рынка. Тем не менее, зачатки первого подобия фондового рынка появились много ранее, еще в Римской империи, т. к., по мнению М. Смита и Дж. Баскина, именно там возникли 3 необходимых предпосылки для формирования данного феномена: свободно перемещающийся капитал, доступность кредита и желание идти на риск [1, с. 10].

Следующим эпохальным событием в истории формирования фондового рынка стало развитие мировой торговли после Великих географических открытий. Купцам Венеции и Генуи необходим был капитал, кроме того, правительства этих городов выпускали облигации внутреннего займа. Постепенно, возникнув в Венеции, рынки государственных ценных бумаг начали развиваться в Вероне, Пизе, Флоренции и Генуе. Ф. Браудель пишет, что «все свидетельства указывают на то, что Средиземноморье является колыбелью фондового рынка» [2, с. 102].

Далее начали образовываться такие компании, как Ост-Индская, Московия (для торговли Англии с Россией), Гвинейская и другие. Они уже были в форме акционерных компаний, а не партнерства, как это было принято ранее. Таким образом купцы и мореплаватели диверсифицировали свои риски. Соответственно, купцы и предприниматели приветствовали образование фондовых бирж, поскольку могли, в какой-то мере, страховать свои внезапные потери, а люди могли инвестировать свои доходы в акции таких компаний и получать дивиденды от торговли [3, с. 51].

Наиболее интересным моментом начала XVIII века было образование первых спекулятивных мыльных пузырей. Из-за необходимости финансирования военных кампаний королей Франции и Англии выпускались облигации внутреннего займа у населения, которые впоследствии обесценивались в результате неплатежеспособности финансовых систем данных государств. Первую грандиозную аферу своего времени придумал Джон Ло. Он организовал акционерную компанию во Франции – Компанию Миссисипи – для торговли с Французской Луизианой. Ло получил у французского правительства эксклюзивные права на торговлю с Северной Америкой. Акции Компании Миссисипи могли обмениваться населением на обесценившиеся государственные облигации по номинальной стоимости. Как часть соглашения по выменянным облигациям у населения Компания разрешала французскому Казначейству платить более низкий процент, чем был обозначен на облигациях. Казалось, что все стороны остаются в выигрыше. Но все равно продажа акций шла слабо. Тогда Ло, чтобы подогреть спрос, пускает слух, что в Луизиане нашли большие залежи золота. И в стране начинается просто «золотая лихорадка» на акции Компании Миссисипи. Сначала в Париже образовалась своеобразная биржа для торговли этими акциями, постепенно они начали торговаться в Англии,

Голландии и других биржах мировых финансовых центрах того времени. В результате в стране начинается сильный подъем экономики, но, к сожалению, постепенно он сопровождается все большей и большей инфляцией. Торговля с Луизианой так и не началась. В конце концов этот «мыльный пузырь» лопнул, когда вкладчики поняли, что их ожидания не оправдаются. Для финансовой системы страны эта афера принесла разрушительные последствия: сильнейшая инфляция, обесценивание денег, разорения вкладчиков и полный паралич всей экономической системы [1, с. 31].

Подобная же ситуация происходила и в Англии. Образование Компании Южных морей принесло такие же разрушительные последствия для экономики Англии, как и во Франции. Тем не менее были и различия в реакции властей данных государств на эти явления. В Англии парламент принял все меры, чтобы минимизировать урон для экономики, спустя некоторое время государство возместило ущерб вкладчикам Компании Южных морей, а вскоре в страну возвратились и инвесторы. Такая политика заложила основу для дальнейшего развития фондового рынка в Великобритании. Во Франции же последствия «мыльного пузыря» вызвали жесткую антипатию у населения к финансовым институтам и надолго заложили неприязнь к фондовому рынку [3, с. 116].

В начале XIX века снова возникало множество «мыльных пузырей» под эгидой добычи золота на территории США, освоения земель Карибского перешейка и Латинской Америки, которые опять же лопались, когда поступала информация на рынок, что люди покупают «воздух».

Во время Великой депрессии 30-х годов фондовый рынок в США считали «злом» и хотели закрыть Нью-Йоркскую фондовую биржу, но ограничились принятием закона Гласса-Стигала в 1933 г. Влиятельная Британская трудовая партия рассматривала финансовых брокеров и дилеров как «паразитов», а собственно рынок считала «игрушкой для богатых спекулянтов». В конце 90-х годов премьер-министр Малайзии обвинил менеджеров высшего звена иностранных взаимных фондов в манипуляциях с акциями, подорвавшими экономику страны (речь идет об азиатском финансовом кризисе 97—98 гг). В 2002 году министр финансов Японии описал фондовый рынок своей страны как игорный дом [1, с. 5].

Такое предвзятое мнение относительно фондового рынка в целом оказало сильнейшее влияние на все его развитие. В XIX веке новые отрасли промышленности, основанные на новых технологиях, создавали огромный спрос на акционерный капитал, при этом обязательным условием было функционирование крепкого и стабильного рынка акций. Но эти возникающие фондовые рынки неминуемо подвергались гонениям со стороны общественности. В некоторых странах (как Германия и Франция) критики преуспели в принятии законодательства, которое отбросило развитие фондовых рынков на много лет назад с вытекающими из этого последствиями для их экономик. Даже в викторианской Великобритании, где принцип экономического либерализма считался неприкосновенным, постоянно возникают жаркие дебаты на тему роли фондового рынка в экономике и надлежащей роли правительства в функционировании фондового рынка.

В XX веке регулирование рынков ценных бумаг, по сути, было создано специально для ограничения избытка данного вида финансовых активов в экономике. Главной концепцией, на которой строились все Бреттонвудские соглашения 1944 г., устанавливавшие нормы для международной экономики послевоенного периода, являлось допущение, что неконтролируемые рынки капитала по сути

своей нестабильны, а следовательно, опасны. Отсюда можно сделать вывод, что к середине XX века рынки ценных бумаг были значительно дискредитированы в глазах общества и государственной власти [4, с. 10].

В послевоенный период фондовые рынки впервые стали предметом изучения для академической науки. Новая теория поведения фондового рынка — широко известная как гипотеза эффективного рынка (предположение, что вся известная на данный момент информация отражается на курсах ценных бумаг, поэтому текущая стоимость акций рассматривается как лучшая оценка ее будущей стоимости) — постепенно приобрела признание. В это же время явные недостатки капитализма «государств всеобщего благосостояния» вызвали возобновление поддержки экономической политики «лессэ-фэр» со стороны множества интеллектуалов. Эти два направления экономической мысли содержали в себе четкое понятие того, что фондовые рынки, свободные от жесткого правительственного вмешательства, являются наилучшими механизмами для размещения капитала в современной экономике.

Однако следует учитывать, что участники на фондовом рынке — это люди и именно человеческий фактор является основным в функционировании фондового рынка. Александр Элдер считает, что главную роль играет «толпа». А поведение толпы во многом предсказуемо. Она в определенные периоды выбирает себе лидера, так называемого «гуру» (Джордж Сорос, Уоррен Баффет) и следует его советам [5, с. 31]. Новые участники рынка в погоне за быстрой прибылью, не понимая законов фондовой биржи, могут за короткий срок потерять все свои сбережения. Очень многие не воспринимают самого простого правила: деньги не могут появиться из ниоткуда — если кто-то зарабатывает на бирже, то кто-то другой должен потерять. В результате незнания законов экономики, неправильных сравнений и вырабатывается антипатия и резкое неприятие обществом фондовых рынков. Тем не менее, природа человека такова, что когда, на его взгляд, предоставляется новая возможность получить быструю прибыль, он готов участвовать, несмотря на свои прошлые неудачи.

С развитием экономической науки представление о фондовом рынке значительно расширяется: в простую модель рынка как места совершения сделок вводится социальная составляющая, т. е. фондовый рынок становится социально-экономическим явлением, так называемым институтом.

Американский экономист и социолог Т. Веблен считал, что «институты — это, по сути дела, распространенный образ мысли в том, что касается отдельных отношений между обществом и личностью и отдельных выполняемых ими функций; и система жизни общества, которая состоит из совокупности действующих в определенное время или в любой момент развития того или иного общества, может с психологической стороны быть охарактеризована в общих чертах как превалирующая духовная позиция или распространенное представление об образе жизни в обществе» [6, с. 201–202].

Д. Норт описывал институты как «правила, механизмы, обеспечивающие их выполнение, и нормы поведения, которые структурируют повторяющиеся взаимодействия между людьми» [7, с. 73].

Представитель неоинституционализма Оливер Уильямсон ассоциирует институт с механизмами управления контрактными отношениями [8, с. 48].

Таким образом, фондовую биржу можно рассматривать как кодекс правил, по которым совершаются транзакции, при этом установленные правила совер-

шения именно биржевых сделок неукоснительно соблюдаются всеми участниками торгов по формальным и неформальным соображениям [9, с. 42].

Также предполагается, что институт включает в себя не только формальные и неформальные нормы поведения, принятые в результате каких-либо соглашений, но и различные механизмы принуждения к их выполнению.

Одна из важнейших функций, которую выполняют социальные институты, является координационная. Она заключается в снижении уровня неопределенности во взаимоотношениях игроков и увеличении степени осведомленности о возможных изменениях на рынке, вызванных действиями других участников. Это звучит достаточно идеализированно, поскольку оспорить данное утверждение могут исследования, касающиеся асимметричности информации на рынке, а также осуществление сделок на основе использования инсайдерской информации. Тем не менее, уравновесить данные исключения может гипотеза эффективности рынка, которая выделяет несколько степеней эффективности рынка. Таким образом, можно утверждать, что чем выше степень эффективности рынка, тем полнее реализуется координационная функция института фондового рынка.

Примером недостатка осведомленности может служить паника на фондовых рынках в 1825 г. В Великобритании была организована биржа для торговли иностранными ценными бумагами. Создавалось множество акционерных обществ, которые планировали на средства, вырученные от продажи акций, осуществлять освоение рудников и шахт Латинской Америки. Тем не менее, какой-либо информации, кроме проспектов, выпущенных в самой Великобритании, и нескольких справочников, написанных путешественниками-непрофессионалами, фактически не было. Изначально на рынке начался небывалый подъем (например, цена на акции Англо-мексиканской компании с декабря 1824 г. по январь 1825 г. выросла с 33 до 158 фунтов стерлингов). Хотя несколько позже, когда начала поступать объективная информация от скептиков, побывавших в Латинской Америке, на рынке началась паника. В реальности на землях, рекламируемых акционерными обществами, не имелось нормальной инфраструктуры, а также она была не приспособлена для разработки, более того, для освоения рудников требовались средства, в 10 раз превышающих общую капитализацию всех таких компаний [1, с. 56].

С одной стороны, подобные ситуации повторяются и сегодня на незрелых рынках, т. к. не всегда можно получить достоверную и объективную информацию. С другой стороны, в приведенном примере рынок как социальный институт также выполнил свою координационную функцию, заставив отдельных игроков искать нужную информацию, а впоследствии эта информация стала доступной всем участникам рынка, тем самым снизив степень неопределенности на рынке. К сожалению, это ни в коей мере не может уберечь фондовые рынки от периодических финансовых кризисов. Кроме того, более осведомленные игроки успевают получить в такие моменты колоссальную прибыль, чего нельзя сказать об остальных.

Можно резюмировать, что страны со зрелыми фондовыми рынками имеют на сегодняшний день высокоразвитую систему институтов рыночной инфраструктуры, которые позволяют участникам рынка с высокой информированностью и минимальным риском оперировать на рынке, при этом уменьшая свои транзакционные издержки.

Главная роль фондового рынка в обществе — это эффективное распределение сбережений среди их конечных пользователей. Фондовый рынок в данном слу-

чае выступает в роль своеобразного посредника, который при условии минимизации затрат и снижении транзакционных издержек сводит конечного инвестора, нуждающегося в средствах для финансирования бизнеса, и первоначального владельца средств. В этом свойстве фондового рынка реализуется распределительная функция институциональных систем, которая формируется не только посредством самоограничения участников рынка или организаций, стоящих над экономикой, но и через организации, которые сами являются коллективными экономическими игроками и которые стоят над отдельными экономическими агентами.

Д. Коммонс считал, что институт можно определить как коллективные действия по контролю, либерализации и расширению индивидуального действия [10, с. 648]. Он пишет, что коллективные действия варьируются от «неорганизованного обычая до множества организованных действующих предприятий, таких как семья, корпорация, ... резервная система, государство». Такой контроль действий одного индивида приводит к прибыли или потере другого индивида/индивидов. «Государство, либо корпорация, либо корпорация, либо картель, ... либо фондовая биржа, ...могут разработать и придать законную силу правилам, которые будут определять набор соотносящихся и взаимовыгодных экономических отношений» [10, с. 649].

В реальности такие коллективные действия экономических организаций временами являются более влиятельными, чем коллективные действия политических структур, государства.

В этом, естественно, кроется большая опасность для общества, т. к. при определенных условиях подобные организации могут принимать правила игры, которые могут нанести ущерб игрокам, не входящим в их состав. Но с другой стороны, существуют коллективные санкции. Анализ коллективных санкций показывает, что корреляция экономики, юриспруденции и этики является основой институциональной теории. Т. е. в данном случае, если экономические организации или государство пытаются установить правила, которые могут нанести ущерб многим участникам рынка, то эти участники рынка или общество в целом могут применить коллективные санкции к нарушителям.

Поскольку на сегодняшний день мы понимаем под фондовым рынком социально-экономический институт, то к нему можно применять те же методы исследования институциональной экономики. Среди формальных математических методов институционалисты наиболее широко применяют методы теории игр.

Ф. Биета и П. Смилянец пишут, что «теория игр, вопреки предпосылкам теории общего равновесия, не рассматривает финансовый рынок как анонимное множество — массовые явления здесь скорее исключение, чем правило. ...финансовый рынок вовсе не является самонастраивающейся и саморегулирующейся системой» [11, с. 122]. Таким образом, выводы теории игр также свидетельствуют о том, что фондовый рынок является не просто рынком в понимании рынка экономической теорией, а сложным социально-экономическим механизмом, где одну из главенствующих ролей играют поведение и стратегии игроков. Поскольку, по утверждению данных авторов, «поведенческие риски, являясь статистически неизмеримыми, не могут быть описаны так же, как риски в колебаниях процентных ставок, курсов акций и валют», применение обычных моделей рыночного равновесия для фондового рынка не даст объективных результатов [11, с. 124]. Поэтому при моделировании процессов на фондовом рынке следует при-

менять теорию вероятности и теорию игр. В данном случае поведенческие риски невозможно описать количественно, поскольку они определяются действиями или предположениями о поведении других игроков. При анализе фондового рынка необходимо учитывать не только экономические показатели, которые описываются стандартными статистическими моделями, но и нестатистические показатели, такие как мотивы, информация, репутация, предположения, надежды, готовность рисковать, стимулы.

Резюмируя вышесказанное, фондовый рынок можно определить как социально-экономический институт с собственной системой норм и правил, регулирующей механизм совершения транзакций, которые следует соблюдать всем участникам по формальным и неформальным соображениям. Причем на сегодняшний день на первый план научных исследований выходят не экономические составляющие, а человеческий фактор. Более того, человеческий фактор и поведенческие риски уже невозможно изучать, используя только эмпирический метод и статистические модели, необходимо также применять инструменты теории вероятности и теории игр.

### Литература

1. *Smith M.* A History of the Global Stock Market: from ancient Rome to Silicon Valley — Chicago: The University of Chicago Press, 2003. — 344 p.
2. *Braudel F.* The Wheels of Commerce. — University of California Press, 1992. — 670 p.
3. *Baskin J., Miranti P.* A History of Corporate Finance. — Cambridge: Cambridge University Press, 1997. — 350 p.
4. *Duncan R.* The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures, Revised and Updated. — John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 2005. — 324 p.
5. *Элдер А.* Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом. — 4-е издание. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 480 с.
6. *Веблен Т.* Теория праздного класса: экономическое исследование институций: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1984. — 367 с.
7. *Норт Д.* Институты и экономический рост: историческое введение // Тезис. — Т. 1. — 1993. — № 2. — С. 69–91.
8. *Уильямсон О.* Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация: Пер. с англ. — СПб.: Лениздат, 1996. — 702 с.
9. *Тарушкин А. Б.* Институциональная экономика: Учебное пособие. — СПб.: Издательский дом «Питер», 2004. — 368 с.
10. *Commons J. R.* Institutional Economics // American Economic Review. — 1931. — Vol. 21. — P. 648–657.
11. *Биета Ф., Смиланец П.* Теория игр и финансовые рынки // Вопросы экономики. — 2007. — № 10. — С. 114–124.

**В. А. Петрова**

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

#### **ЕВОЛЮЦІЯ ПОГЛЯДІВ НА ПРИРОДУ ФОНДОВОГО РИНКУ**

##### **Резюме**

У статті розглядаються особливості системи поглядів на природу фондового ринку в різні періоди розвитку світової економіки. Особлива увага приділяється сучасній трактовці фондового ринку як соціально-економічного інституту, в якому головну роль відіграють норми та правила, що регулюють механізм здійснення трансакцій.

**Ключові слова:** фондовий ринок, фондова біржа, соціально-економічний інститут.

**V. Petrova**

I. I. Mechnikov Odessa State University

#### **THE DEVELOPMENT OF VIEWS ON THE NATURE OF A STOCK MARKET**

##### **Summary**

The article is intended to contemplate the main features of system of views on the nature of a stock market in different phases of world economy's progress. The most regard is paid to contemporary concept of the stock market as a socio-economic institution in which the rules and norms play the main role.

**Key words:** stock market, stock exchange, socio-economic institution.