

ІНВЕСТИЦІЙНА ТЕОРІЯ: НЕВРАХОВАНІ ФАКТОРИ

Робиться спроба акцентувати увагу на останні дослідження пов'язані з такими науковими підходами як нова інституційна економічна теорія, нейроекономіка, біономіка, експериментальна економіка тощо, та робиться спроба вказати на необхідність їх врахування в сучасних моделях неокласичної інвестиційної економічної теорії.

Ключові слова: інвестиції, інституція, нейроекономіка, транзакційні витрати

Постановка проблеми. У сучасному динамічному світі спостерігається ряд суттєвих розбіжностей між прогнозами економічних змін, що складаються на основі різних моделей неокласичної економічної теорії та реальними змінами в економічних системах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Питання транзакційних витрат та інституцій, на сьогодні відноситься до актуальних напрямів сучасних досліджень економіки. Вони є предметом досліджень багатьох учених, зокрема А. Аузана [2], Д. Норта [22], О. Вільямсона [5], П. Глімчера [9] та ін.

Постановка завдання. Метою даної статті є спроба акцентувати увагу на тих факторах, які не враховуються сучасними моделями інвестиційної теорії. Проте перед самим визначенням таких факторів, варто було б навести стислий опис становлення та розвитку інвестиційної теорії. Дослідження містить стислий опис основних концепцій сучасної інвестиційної теорії, аналіз досліджень у теорії прийняття рішень, асиметричного розподілу інформації та спробу згрупувати основні результати такого аналізу. Висвітлення результатів даного дослідження виходить із розв'язання поставлених завдань: дослідження становлення та розвитку інвестиційної теорії; аналіз досліджень у сферах інституційної економічної теорії, нейроекономіки, біономіки й експериментальної економіки; групування основних факторів, що забезпечують розбіжність між економічними моделями інвестиційної теорії та реальними економічними змінами.

Викладення основного матеріалу дослідження. Стосовно інвестиційних аспектів розвитку економічної теорії можна стверджувати, що вперше, на досить високому рівні, інвестиції розглядалися у так званій теорії торговельних інвестицій, яка належала до меркантилістської течії економічної теорії. Предметом дослідження в даній теорії була сфера обігу.

Надалі інвестиційні погляди розглядалися і в класичному напрямку економічної теорії. Проте

тут вони розглядалися і пов'язувалися зі сферою виробництва. Зокрема, класична школа, розвинена Адамом Смітом і Девідом Рікардо.

Велику увагу даним питанням приділяв також і П'єр Лепезан де Буагільбер, який визнавав джерелом інвестицій доходи від виробництва та зовнішньої торгівлі. Його ідеї розвинені фізіократами Франсуа Кене та Жаком Тюрго.

Внесок А. Сміта і Д. Рікардо в розвиток економічної науки важко переоцінити. Сміт виклав основні ідеї стосовно економічного прогресу, зокрема з інвестиційного погляду. Він наголошував на максимізації норми чистих інвестицій (різниця між видами діяльності які мають своїм результатом капітал і тими що обслуговують домогосподарства). Сміт заклав основу для розвитку ліберальної економіки, яка в ХХ ст. була відсунена на другій план. Проте у 80-ті роки колесо історії зробило новий оберт і капіталістичні країни Заходу та соціалістичні країни Сходу заново відкрили силу ринкової економіки, а саме: впроваджувати швидкі технічні зміни у високий рівень життя.

Досліджуючи праці інших учених-класиків, зазначимо, що на розвиток інвестицій вплинули такі погляди, як, зокрема, Жана Батіста Сея, який трансформував теорію про трудове походження багатства в теорію трьох факторів виробництва: праця, капітал і земля.

Суттєвим внеском Джеймса Лодердейла в теорію інвестицій було визнання ролі реальних доходів у процесі інвестування та визначення порядку формування сукупного попиту.

Томас Мальтус, як і всі тогочасні економісти, приділяв велику увагу проблемі впливу міжнародної торгівлі на внутрішній економічний розвиток.

Особистий внесок Джеймса Стюарта Мілля в теорію інвестицій полягає у визначенні ролі держави в регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів, зокрема через грошову політику держави.

У другій половині ХІХ ст. та на початку ХХ ст. спостерігається трансформація класичної

інвестиційної концепції у нові неокласичні теорії. Зокрема, у 20-х роках у США з'явилася група економістів-прихильників ідеї стабілізації економіки через регулювання інвестиційного циклу за допомогою виваженої кредитно-грошової політики, лідером якої був Ірвінг Фішер. Вони вважали, що держава, змінюючи обсяги пропозиції грошей, здатна впливати на ставки доходності, тим посилюючи "ефект доходів" щодо "ефекту заміщення". Фішер розкриває механізм впливу грошової маси на розміри заощаджень. Також важливі внески в розвиток інвестиційної теорії зробили Джон Гобсон, Артур Пігу та Ральф Хоутрі.

Отже, майже всі представники неокласичного напрямку початку ХХ ст. визнавали, що в центр економічного розвитку треба поставити інвестиційні процеси, які саморегулюванню не піддаються, а потребують координуючого втручання з боку держави.

Вагомого значення проблемі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку надав Джон Мейнард Кейнс. Провідна ідея теорії Кейнса - необхідність державного регулювання капіталістичної економіки. Кейнс уперше вказує на необхідність стимулювання інвестиційного процесу шляхом втручання держави в економіку через стимулювання ефективного попиту. Значну роль у макроекономічній моделі Кейнса відіграє механізм інвестиційного мультиплікатора [1].

Звісно ж, на базі вищесказаного можна стверджувати, що інвестиційна теорія пережила досить вагомих трансформувальних змін. На сьогодні в інвестиційній теорії існує низка різноманітних концепцій, серед яких основними, які формують парадигму інвестиційної теорії, є концепція пріоритету економічних інтересів власників, розроблена Гербертом Саймоном; сучасна портфельна теорія, започаткована Гаррі Марковіцем і продовжена Джеймсом Тобіном і Вільямом Шарпом; концепція вартості капіталу, розроблена Джоном Вільямсом і вдосконалена Франком Модільяні та Мертоном Міллером; концепція оцінки вартості грошей в часі, яка розроблена Ірвінгом Фішером і розгорненою Джоном Хіршлейфером; концепція взаємозв'язку рівня ризику та доходності, впроваджена Френком Найтом; моделі оцінки акцій і облігацій на основі їх доходності, розроблена Джоном Вільямсом і доповнена Майроном Гордоном і Скоттом Бауманом; модель оцінки вартості фінансових активів з урахуванням систематичного ризику, розроблена Вільямом Шарпом і вдосконалена Джоном Лінтнером і Яном Моссінім; модель оцінки опціонів, запропонована Фішером Блеком

та Майроном Скоулзом і доповнена Робертом Мертоном, Джоном Коксом, Стефаном Россом та іншими; гіпотеза ефективного ринку, висунена Юджином Фама; концепція асиметричної інформації Стюарта Майєрса та Ніколаса Майджлафа й остання, арбітражна теорія ціноутворення, розроблена Стефаном Россом і уточнена Річардом Роллом.

У сучасному динамічному світі спостерігається ряд суттєвих розбіжностей між прогнозами економічних змін, що складаються на основі різних моделей неокласичної економічної теорії та реальними змінами в економічних системах. Наприклад, введення демократичних інститутів і ринкових відносин у країнах постсоціалістичного простору на початку 1990-х років, за прогнозами західних вчених повинно було дати високі результати вже в кінці 90-х - початку 2000-х років. Проте, ми бачимо, що темпи зростання багатьох з таких країн були вищими ніж у розвинених країнах, але й темпи спаду теж були в середньому вищими. Можна сказати, що ринкова економіка не хоче приживатись у деяких країнах, демонструючи високій рівень волатильності ринків.

Такі розбіжності теоретичних конструкцій з реаліями можна пояснити наявністю деяких факторів, які не враховуються в сучасних моделях, але відіграють значну роль реальних економічних змінах. Можна стверджувати про наявність аналога сил тертя в економіці, які не враховуються в моделях, у результаті чого спотворення прогнозованого результату реальними подіями виявляються настільки значними, що можуть привести іноді до результатів прямо обернених до прогнозованих теоретичними моделями [2]. Більшість таких спотворень виникають, як правило, у процесах, пов'язаних з обміном та розподілом економічних благ, тобто вони проявляються в проміжкових процесах передачі економічного блага від виробничої стадії до стадії безпосереднього споживання.

Якщо розглядати витрати пов'язані з вищевказаними процесами, то можна зробити висновок про те, що сукупні економічні витрати можна розділити на трансформаційні (пов'язані з виробництвом) та трансакційні (пов'язані з обміном і розподілом). Саме факту існування трансакційних витрат неокласична економічна теорія не приділяла достатньої уваги. Хоча економічні теоретики неокласики приділяли увагу як виробничій сфері, так і сфері обігу, остання розглядалася здебільшого у світлі торгівлі та фінансових відносин без урахування причин, що породжують і змінюють рівень трансакційних витрат, витрат, супроводжуваних трансакцією.

Таке стійке ігнорування вказаних причин не

давало можливість довгий час виявити пов'язані з трансакційними витратами зовнішні ефекти (екстерналиї). Питання трансакційних витрат і проблеми інтерналізації зовнішніх ефектів широко досліджуються прихильниками нової інституційної економічної теорії [3, 4, 5].

Отже, можна стверджувати, що причини, які ведуть до появи та росту трансакційних витрат і є тими силами тертя в економіці, які ведуть до спотворення результатів економічних змін, спрогнозованих стандартними моделями.

У даній статті робиться спроба акцентувати увагу на тих основних причинах, які можуть впливати на наявність і розмір рівня трансакційних витрат та які, відповідно, приводять до різного рівня спотворень у реальних економічних системах.

Такі причини можна згрупувати у три групи:

- Причини, пов'язані з розподілом інформації;
- Причини, пов'язані з процесом прийняття рішення;
- Причини, пов'язані з формуванням наших переконань.

Перша група причин пов'язана з розподілом інформації. Інформація стосовно економічних благ може розподілятися або симетрично, або асиметрично. Необхідно зауважити, що рівень асиметрії теж може бути різним. Характер асиметричного розподілу інформації може бути серйозним стимулом для опортуністичної поведінки одних індивідів стосовно інших, що чудово продемонстрував Джордж Акерлоф на прикладі ринку "лимонів" (мова йде про автомобільний ринок, на якому автомобілі невисокої якості називають лимонами, а автомобілі високої якості - сливами) [6]. У даному дослідженні автор чітко показує випадки, коли неякісні автомобілі спроможні витіснити з ринку якісні. Це завдяки тому факту, що автомобіль - це досвідне благо, його якість важко оцінити до моменту покупки навіть професіоналу. Проте виробники та продавці знають про якість свого автомобіля значно більше. Більше того, виробникам якісних авто складно знижувати витрати, тоді коли виробникам неякісних авто мало що заважає підняти ціни. Звичайно, можна навести ряд аргументів проти такої свободи виробників неякісних авто, ведучи мову про престиж, про те, що з часом інформація про неякісні авто розповсюдиться між споживачами, про можливість уникнення втрат споживача через введення інституту сервісного гарантійного обслуговування тощо, проте суть від цього не змінюється - асиметричний розподіл інформації веде до зростання невизначеності та стимулює індивідів до опортуністичної поведінки. Введення різноманітних гарантій, рейтингових агентств є

одним зі способів розв'язання цієї проблеми, й таке розв'язання пов'язане з інституціоналізацією, про що мова піде нижче, але цілковите вирішення проблеми асиметрії інформації, не наш погляд неможливе. Симетричний розподіл інформації можливий тільки на вузькому локальному рівні. Коли мова йде про глобальний світ, проблема інформації стає гострішою. Глобальний ринок із симетричною інформацією - це не що інше, як теоретична абстракція, аналогічно ринку з абсолютно досконалою конкуренцією або коузівському світу з нульовими трансакційними витратами. Відразу кидається в очі аналогія з теоретичної фізики, де в закритих системах ентропія як міра однорідності системи постійно зростає. Її зменшення може мати тільки локальний характер, у цілому ж вона постійно зростає.

Також дослідженню ринків з асиметричною інформацією приділяв увагу Джозеф Стігліц. Давно відомо, що недосконалий розподіл інформації призводить до зростання монопольної сили фірм. Проте навіть під час ринкової рівноваги, коли інформаційні затрати споживачів низькі, ціни на ринку можуть бути монопольними [7; с.339]. У зв'язку з асиметричним характером розподілу інформації Гербертом Саймоном розроблена теорія агентських відносин, у рамках якої введено поняття обмеженої раціональності [8]. Справа в тому, що людина рідко має доступ до всієї необхідної інформації про продукт і ціни, а також часто не має достатньо часу для розв'язання складної оптимізаційної задачі, щоб вирішити, що і де купити. Саймон говорить, що у випадку обмеженої раціональності споживач змінює алгоритм вибору. Він часто не розв'язує оптимізаційну задачу, а робить кілька довільних спроб, установлює рівень переваг і вимог продукту й нарешті перший продукт, що відповідає вимогам, купується.

Друга група причин, які впливають на розміри трансакційних витрат, пов'язано з процесом прийняття людиною рішень. У зв'язку з цим цікавий факт зародження міждисциплінарної науки нейроекономіки, як частини нейробіології, поєднаної з економічною теорією прийняття рішень. Проведені дослідження нейроекономістами на чолі з Полом Глімчером ілюструють нейробіологічний механізм прийняття рішень індивідами та значну роль емоцій у даному процесі [9]. Ще у працях Торстейна Веблена показані випадки, коли раціональна поведінка замінюється ірраціональною або змінюється алгоритм поведінки як у випадку з обмеженою чи органічною раціональністю [10] (як зазначалося вище, між повною й обмеженою раціональністю різниця полягає у зміні алгоритму вибору коли ж мова йде про органічну раціональність, вибір теж

здійснюється на основі зміни алгоритму, проте даний алгоритм складно формалізувати, тому що він діє на рівні підсвідомості та використовується в особливо складних умовах - чи то великий обсяг інформації, чи мінімальна кількість наявного часу).

Важливе значення в дослідженні механізму прийняття рішень індивідами відіграють дослідження у сфері поведінкової економіки (біхевіоризму) таких учених, як Джон Ван Ноймен, Оскар Моргенштерн і Даніель Канеман, які вводять в процес прийняття рішень імовірнісні зміни [11,12].

Досягнення сучасної теорії гри у працях Роберта Аумана й Еріка Маскіна показують ряд можливих стратегій поведінки індивідів [13,14,15,16] зі стандартного погляду, у випадках ігор з рівновагою Неша, індивіди не повинні кооперувати між собою [17]. Дане твердження яскраво показує вплив невизначеності на процес прийняття рішення. Однак, як показують результати експериментальної економіки, люди в багатьох випадках кооперують між собою, приймаючи на себе ризики бути обманутими [18].

У зв'язку з цим проводилися дослідження у сфері аналізу феномена довіри та соціального капіталу [19]. Хоча рішення індивідів про кооперацію або про відмову від неї залежить від багатьох чинників, таких як формальні інституції (законодавство), неформальні норми поведінки (культура, традиції, виховання тощо) або механізми примусу до виконання норм і правил (правоохоронна система держави, інституції остракізму, бойкоту та самоуправи). Як показував у своїх дослідженнях Гаррі Беккер, схильність до злочинної поведінки залежить від двох чинників: розміру санкції та ймовірності розкриття злочину.

Цікава з погляду праця вчених Цюріхського університету, в якій досліджується вплив нейропептиду Окситоцину (Oxytocin) як одного з гормонів, пов'язаного зі стимулювання соціальної поведінки та рівня довіри [20].

На відміну від класичної інтерпретації "людини економічної" як егоїстичного суб'єкта максимізатора й утилітариста постійно розв'язуючого оптимізаційні задачі й при цьому не дозволяючи емоціям впливати на прийняття рішення про той чи інший вибір, насправді сьогоднішнє розуміння людини повинно базуватися на врахуванні тих фактів, що людина не завжди егоїстична, є випадки альтруїстичної поведінки. Крім егоїзму й альтруїзму, треба виокремлювати опортунізм, як поведінку з хитрістю та підступністю, що проявляється в поведінці людей, особливо коли механізми примусу до виконання правил недосконалі та коли асиметрія інформації особливо велика. Також варто зазначити, що в різних ситуаціях, залежно

від складності та зовнішніх чинників (витрати часу, інформаційні витрати тощо), людина може використовувати різні алгоритми поведінки. Так, у випадку повної раціональності людина розв'язує оптимізаційну задачу. У випадку обмеженої раціональності людина використовує різні норми поведінки (вирішує приєднатися до більшості чи вибирає демонстративне споживання або поводитися як сноб).

І нарешті, до третьої групи причин можна віднести причини, пов'язані з формуванням стійких переконань щодо тих чи інших явищ і процесів.

Так, у своїх дослідженнях Дуглас Норт привертає увагу на вплив людських переконань, що передаються як за допомогою власного досвіду так і через процеси навчання та виховання від одного покоління до іншого, на функціонування економіки в цілому [21]. У даних працях проводиться аналіз понять інститутів та інституцій, останні з яких складаються з формальних правил, неформальних норм поведінки та механізмів примусу до виконання зобов'язань по контракту. Саме неформальні норми поведінки відіграють ключову роль у формуванні наших переконань. Ті знання та традиції, що передаються нам у спадщину від минулих поколінь, разом з нашим особистим життєвим досвідом формують наші переконання. Якщо формальні інституції змінити легко, то якраз неформальні норми поведінки, як результат наших переконань, змінюються повільно. Дані дослідження чудово демонструють факт того, що введення демократичних інститутів і ринкових відносин не гарантує швидкого економічного зростання. Більше того, в багатьох випадках введення нових формальних інституцій може призвести до конфлікту між формальними та неформальними інституціями, що породжує такі явища, як корупція, організована злочинність тощо [22].

Узагальнюючи результати дослідження, зазначимо, що в сучасній економічній теорії існує ряд факторів, які не враховуються під час конструкції як макроекономічних, так і мікроекономічних моделей. Проте очевидно, що для проведення модернізації економічних систем країн, що розвиваються, для допомоги проведенню ефективних макроекономічних політик існує нагальна потреба в модернізації самих моделей макроекономічного зростання та рівноваги.

Врахування факторів, які впливають на економічні зміни, дасть можливість ефективно проектувати нові інституції (формальні правила, неформальні норми поведінки та механізми, що забезпечують виконання правил і норм), та на їх основі нові інститути (організації).

Також, на нашу думку, варто активізувати

дослідження у сфері широкого пошуку аналогій між економічними та біологічними системами. Біологічні системи являють собою системи з відсутністю або мінімальними розмірами трансакційних витрат, що може нам допомогти ліпше зрозуміти специфіку організації економіки біологічних організмів та їх популяцій. Така наукова течія, заснована Майклом Ротшильдом та Ігором Флором, названа біономікою, дає можливість шукати аналогії та досліджувати як економіку біології, так і біологію економіки.

Висновки. За результатами зробленого дослідження можна стверджувати про наявність певних факторів, які впливають як на економічну поведінку окремих учасників економічних відносин, так і на результати групової поведінки економічних індивідів, які не враховуються сучасними моделями, зокрема моделями савданнми даної статті було саме акцентування на потребі в активізації досліджень у даних сферах науки.

Список літератури

1. Юхименко П.І., Леоненко П.М. Історія економічних учень: Підручник.- К.: Знання, 2005.- 583 с.
2. Аузан А., Дорошенко М., Иванов В, Елисеєв А., Калягин Г. и др., "Институциональная экономика: Новая институциональная экономическая теория", учебник, М.: ИНФРА-М, 2011;
3. Coase, Ronald Harry. The Firm, the Market and the Law © 1988 by The University of Chicago.® "Catalaxy", 1993;
4. Coase, Ronald Harry. "The Institutional Structure of Production", 1993, in Williamson, editor, Nature of the Firm;
5. Williamson O. The Economic Institutions of Capitalism. - NY: Free Press, 1985. - 450 pp.;
6. George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v.84, August 1970, p. 488-500;
7. J. E. Stiglitz. Equilibrium in Product Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, Vol. 69, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety- First Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1979), pp. 339-345;
8. Herbert A. Simon. Models of Man: Social and Rational. New York: John Wiley and Sons, Inc., 1957, 279 pp.;
9. Paul W. Glimcher, Ernst Fehr, Colin Camerer, Russell Alan Poldrack Neuroeconomics: Decision Making and the Brain. Academic Press, 2008. - 556 pp.;
10. Thorstein Veblen The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions (New York: B. W. Huebsch, 1918;
11. Morgenstern O., Von Neumann J. Theory of Games and Economic Behaviour, Wiley, 1944; 3rd edn, 1964;
12. Kahneman D., Tversky A. (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica, 47. - 313-327;
13. Aumann, R. J., "Acceptable points in general cooperative n-person games," Annals of Mathematics Study 40 (Princeton, 1959) pp. 287-324 [Chapter 20];
14. Aumann, R. J., "The core of a cooperative game without side payments," Trans. Amer. Math. Soc. 98 (1961), pp. 539-552 [Chapter 39];
15. Aumann, R. J., "Borel structures for function spaces," Illinois J. of Math. 5 (1961), pp. 614-630 [Chapter 66];
16. Aumann, R. J., "On choosing a function at random," Ergodic Theory, Academic Press, 1963, pp. 1-20 [Chapter 67];
17. Maskin, Eric. Nash Equilibrium and Welfare Optimality Review of Economic Studies (1999) 66, 23-38;
18. Edward L. Glaeser, David Laibson, Jose A. Scheinkman, and Christine L. Soutter. What is Social Capital? The Determinants of Trust and Trustworthiness. NBER Working Paper No. 7216 July 1999 JEL No. C9, D7, J7 <http://www.nber.org/papers/w7216>;
19. Культура имеет значение. Каким образом ценности способствуют общественному прогрессу. Под. ред. Л. Харрисона и С. Хантингтона. (Lawrence Harrison, Samuel, Huntington (eds.) Culture Matters: How Values Shape Human Progress. - New York: Basic Books, 2000.) - М.: Московская школа политических исследований, 2002. -320 с.;
20. Ernst Fehr, Urs Fischbacher, Michael Kosfeld. Neuroeconomic Foundations of Trust and Social Preferences. Discussion Paper No. 1641 June 2005;
21. Douglass C. North. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press, 1990;
22. Норт, Д.; Уоллис, Д.; Вайнгайт Б. Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества / пер. с англ. Д. Уэланера, М. Маркова, Д. Раскова, А. Расковой. М.: Изд. Института Гайдара, 2011.-480с.

Аннотация

Михаил Главицкий

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ТЕОРИЯ: НЕУЧТЕННЫЕ ФАКТОРЫ

Делается попытка акцентировать внимание на последние исследования связанные с такими научными течениями как новая институциональная экономическая теория, нейроэкономика, биономика, экспериментальная экономика, и делается попытка указать на необходимость их учета в современных моделях неоклассической инвестиционной экономической теории.

Ключевые слова: инвестиции, институция, нейроэкономика, трансакционные издержки

Summary

Michael Glavitsky

INVESTMENT THEORY: UNACCAUNTED FACTORS

In this article an attempt to accent attention on the last researches is done related to such scientific flows as a new institutional economic theory, neuroeconomy, bionomics, experimental economy, and an attempt to specify on the necessity of their account for the modern models of neoclassical investment economic theory is done.

Keywords: investments, institutions, neuroeconomy, transaction costs.