

Ключі до знань про фінансові ринки



26

Нобелівську премію з економіки присуджено американським ученим Юджину Фамі, Роберту Шіллеру і Ларсу Хансену «за емпіричний аналіз цін на активи та відстеження трендів на фінансових ринках». Для наукової спільноти великою несподіванкою стали не так імена лауреатів, як їхнє поєднання. Мало хто міг уявити в одній групі нагороджених популяризатора раціональної теорії ефективного ринку Ю. Фаму і дослідника ірраціональної ейфорії Р. Шіллера. Проте їх об'єднує єдиний предмет дослідження – фінансові ринки, а Нобелівський комітет вважає теорію Фами й поведінкові фінанси Шіллера не контраверсійними, а взаємозалежними течіями економічної науки, що доповнюють одна одну.



Михайло ДОВБЕНКО,
доктор економічних наук,
директор
Інституту відкритої політики



Юджин Френсіс Фама



Роберт Джеймс Шіллер



Ларс Петер Хансен

Юджина Френсіса Фаму відзначено за результати досліджень, проведених ще в 1960-х роках. Він народився 14 січня 1939 року в Бостоні (США). Після закінчення католицької школи вступив до університету Тафтса (шт. Массачусетс). Спочатку обрав основним предметом французьку мову і 1960 року здобув ступінь бакалавра, але, одружившись, змінив спеціалізацію на економіку. Через три роки захистив диплом магістра ділового адміністрування і розпочав викладацьку діяльність у Чиказькому університеті, де захистив докторську дисертацію (1964).

Фама є автором понад 100 наукових робіт з корпоративного фінансування, теорії портфеля і ціноутворення активів. Основні його праці: підручник у співавторстві з М. Міллером «Теорія фінансів» (1972), «Основи фінансів» (1976), «Цінність проти економічного зростання» (1998, співавтор К. Френч), «Прогнозування доходу та заробітків» (2000, співавтор К. Френч). Він – заслужений професор Вищої школи бізнесу при Чиказькому університеті, почесний доктор університетів Ро-

честера, Тафтса і Де Поля, Католицького університету Левена (Бельгія), член Американської академії мистецтв і наук, Економетричного товариства та Американської фінансової асоціації. 1982 року отримав премію Бельгійського національного фонду наукових досліджень, 2005 року оголошений першим лауреатом щойно заснованої премії Deutsche Bank Prize з фінансової економіки, володар премії Американської фінансової асоціації за видатні досягнення в галузі фінансів (2007).

Новаторську роботу «Ефективні ринки капіталів: огляд теорії та емпіричне дослідження» Ю. Фама опублікував 1970 року. Тут викладено те, що тепер називається теорією ефективного фондового ринку, тому його величають її «батьком». Він запропонував нові ключові поняття, які й донині визначають основні теми обговорень ефективності ринку.

У цій теорії термін ефективність означає інформаційну ефективність ринку цінних паперів. У широкому значенні слова під інформаційною ефективністю фондового ринку мається на увазі швидкість і повнота ві-

дображення інформації в цінах фондових активів. Інакше кажучи, теорія ефективного ринку намагається дати відповідь на запитання: яким чином поточна ціна фондового активу відображає інформацію, що відноситься до цього активу і як ця ціна реагує на вплив нової інформації? Крім того, у праці нобеліанта проаналізовано процес отримання інформації, яка стосується перебігу торгів, та її опрацювання операторами ринку. Отже, ефективним фондовий ринок вважається тоді, коли ціни на ньому завжди повністю відображають всю доступну інформацію.

Нині жоден із фондових ринків не можна вважати цілком інформаційно ефективним, тому що ціни фондових активів не завжди відображають усю інформацію. Ключові слова тут – *уся інформація*. Однак ефективність буває різною – ринок може повністю відображати в цінах одну інформацію і неповністю (або зовсім не відображати) іншу. Тобто є різні форми цієї ефективності.

Зазначимо, що 1970 року в згаданій новаторській статті Фама остаточно вибудував форми ефективності. В основу класифікації він поклав інформаційну структуру, з допомогою якої оперує фондовий ринок. Принцип простий: що повнішою є інформаційна структура ринку – то він ефективніший.

Слід зауважити, що теорія ефективного фондового ринку впродовж низки років піддається критиці з боку фахівців. Серед них Р. Шіллер, який зробив най-

більший внесок поміж усіх економістів сучасності у вивчення раціональних основ фінансового ринку.

Роберт Джеймс Шіллер народився 29 березня 1946 року в Детройті (шт. Мічиган, США). 1967 року здобув ступінь бакалавра в Мічиганському університеті. З 1980 року – науковий співробітник Національного бюро економічних досліджень. Нині – професор економіки Йельського університету та науковий співробітник Йельського міжнародного центру фінансів.

Р. Шіллер опублікував понад 200 праць, написав п'ять книжок, у тому числі «Волатильність ринку» (1989), «Макроринки» (1993), «Новий фінансовий порядок: ризику в XXI столітті» (2003), а також видані російською мовою економічний бестселер «Ірраціональний оптимізм. Як нерозсудлива поведінка керує ринками» (2013) і «*Spiritus Animalis*, або Як людська психологія керує економікою і чому це важливо для світового капіталізму» (2010, співавтор Дж. Акерлоф).

Про високий авторитет Шіллера в науковому співтоваристві свідчить його обрання віце-президентом Американської економічної асоціації (2005), а в 2006–2007 роках – президентом Східної економічної асоціації. 2009 і 2010 року був зарахований до списку провідних світових мислителів за версією журналу *Foreign Policy*, а наступного року авторитетне економічне електронне видання *Bloomberg View* вклало його в перелік 50-ти найвпливовіших людей у сфері глобальних фінансів.

Лейтмотивом праць Р. Шіллера, присвячених управлінню ризиками в численних галузях економіки та фінансів, є волатильність – поняття, яке застосовується для позначення всього, що відбувається неочікувано. Те, що він описав на початку 1980-х років, пізніше стали називати *надзвичайною мінливістю цін фондових активів*, яку не можна пояснити впливом відповідних змін у фундаментальних факторах (дивіденди, відсоткові ставки тощо).

Якщо припустити, що ринок ефективний, то, згідно з фундаментальною теорією інвестування, кожна виплата дивідендів має зменшувати поточну вартість акції. Та чи відповідає це практиці? Поставивши таке запитання, Шіллер 1981 року опублікував працю під назвою «Чи можна зміну вартості акцій пояснити відповідними змінами у дивідендах?». Він дійшов висновку, що не завжди і не тільки під впливом

фундаментальних факторів відбувається зміна цін на фондових ринках, а отже вони не такі вже й ефективні.

На його думку, фондовий ринок занадто реагує на інші джерела впливу через те, що інвестори під час планування та проведення операцій керуються не раціональністю, а своїми вподобаннями, емоціями та сліпою вірою в успіх, часто ігноруючи фундаментальні чинники. «Ненормальну» поведінку цін професор пояснює модами, захопленнями і, як наслідок, ціновими «бульбашками», які періодично виникають на фондовому ринку. Усім відомі, скажімо, примхи моди на одяг, залежність попиту від популярності тієї чи іншої торговельної марки. Це саме стосується і фондового ринку, тільки визначення товари слід замінити на *цінні папери*. Саме такими, переважно психологічними, реакціями операторів ринку і може бути пояснена надмірна мінливість цін фондових активів, уважає Шіллер. Він також запропонував нові фінансові інструменти для хеджування (зменшення) ризиків, пов'язаних із коливаннями ВВП, зайнятістю в економіці, трудовим доходом, цінами на житло.

2000 року Шіллер видав культову книжку «Ірраціональний оптимізм», в якій охарактеризував «бульбашку», що виникла на ринку і про можливе різке знецінення акцій в недалекому майбутньому. Через кілька місяців передбачення збулися. Незадовго до початку глобальної фінансово-економічної кризи 2008 року Шіллер став говорити про «бульбашку» на ринку нерухомості, і знову як у воду дивився – ціни через деякий час різко впали. Такі «бульбашки» на фондовому ринку – явище поширене, це стається в багатьох інших країнах і часто повторюється. Самі «бульбашки» і подальші падіння Р. Шіллер пояснює психологією інвесторів та їхньою недалекоглядністю: «Людам зазвичай приємніше разом купувати всякий непотріб, ніж поодиночки бути розумним».

Професор Л. Хансен також фігурував у нобелівських прогнозах фахівців як видатний учений-економіст, однак через високу математичну складність своїх розробок для загалу він менш відомий, в усякому разі, порівняно з колегами по премії.

Ларс Пітер Хансен народився 26 жовтня 1952 року в місті Шампейн (шт. Іллінойс, США). Навчався в університеті (шт. Юта), в якому здобув ступінь ба-

калавра (1974). Докторську дисертацію захистив в Міннесотському університеті (1978), де слухав лекції майбутніх нобелівських лауреатів К. Сімса, Т. Сарджента, котрі неабияк уплинули на його подальшу дослідницьку діяльність. Із Сарджентом опублікував чимало спільних робіт, їхня співпраця триває й нині. Після захисту дисертації працював асистентом професора в Університеті Карнегі-Меллона, а з 1997 року – почесний професор економіки Чиказького університету, до якого перейшов 1981-го. З 2011 року одночасно є директором з досліджень Інституту Беккера-Фрідмана (Чикаго). У різний час співпрацював з Університетом Кейо (Японія), Стенфордським, Гарвардським університетами, а також Массачусетським технологічним інститутом.

Л. Хансен – автор узагальненого методу моментів – найкращого способу оцінки характеристик моделі, в якій дослідники не зовсім упевнені. Цей метод має досить широкий спектр застосування в економетриці.

Одне з завдань макроекономічної теорії полягає у виявленні співвідношень, що пов'язують поведінкові фактори з ключовими спорідненими вимірювачами національної економіки. Власне, привабливість макроекономічної теорії й визначається саме тим, що вона пов'язана з такими важливими взаємозалежностями. Макроекономісти ведуть гострі полеміки щодо того, які саме чинники є найважливішими в макроеконометричній моделі та які можуть бути безболісно проігноровані, або як їх можна обійти завдяки науковим передбаченням. Для розв'язання такої досить складної макроекономічної проблеми багато зробив саме Хансен.

В Нобелівському комітеті зазначили, що результати праць нобеліантів сприяли підвищенню рівня знань про функціонування фінансових ринків. «Немає способів передбачити, якими будуть ціни акцій і фондів через кілька днів чи тижнів. Але цілком можливо спрогнозувати курс цих цін у триваліші періоди, наприклад, у наступні три або п'ять років», – резюмувала, присуджуючи нагороду, Королівська шведська академія наук. Довгострокові прогнози вартості активів – ключ до оптимізації рішень про відкладання заощаджень, купівлю нерухомості чи визначення пріоритетів національних економічних політик.