

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПУЗЫРИ В ДЛИННОВОЛНОВОЙ ДИНАМИКЕ: ИЗБЕГАТЬ ИЛИ ДОЗИРОВАТЬ. ЧАСТЬ 1

В.Е. Дементьев

В статье представлена роль финансового капитала в формировании длинных волн экономического развития. Изложены различные теоретические концепции возникновения финансовых пузырей. Определены условия появления таких пузырей в течение отдельных фаз длинной волны. Среди этих условий выделена роль финансовых инноваций. Рассмотрено неоднозначное влияние финансовых пузырей на структурные сдвиги в производстве. Показано, что для фазы роста длинной волны актуален дозированный подход к экономическому пузырю в виде избыточных (по отношению к уровню спроса в фазе зрелости) мощностей.

1. ИННОВАЦИОННАЯ РОЛЬ ФИНАНСОВОГО КАПИТАЛА

После Шумпетера, указавшего на большое значение кредита в инновационном процессе, вопрос о вкладе финансовых структур в длинноволновую динамику довольно долго оставался на втором плане в ее исследованиях. Повышение внимание теории длинных волн к роли этих структур отчасти связано со стремление выяснить связь между такого рода волнами и периодически возникающими финансовыми пузырями. В условиях глобализации мировой экономики как источники, так и последствия пузырей становятся все более интернациональными.

Сам Шумпетер в качестве ведущей силы экономического развития, его лидера рассматривал исключительно предпринимателя. Банкиру отводилась роль всего лишь посредника, помощника, предоставляющего предпринимателю средства для его творческих поисков. Другими словами, удел банкиров – рутинные операции.

Однако к такого рода операциям близка деятельность и части предпринимателей. К. Фриман поставил под сомнение новаторский характер действий тех предпринимателей, которые в период подъема длинной волны фактически занимаются имитацией чужих нововведений, уже показавших свою эффективность (Freeman, 1992, p. 75-81). О такой активности можно говорить как о рутинной деятельности, хотя и отличающейся от рутинного управления уже отлаженным производством.

В этой связи в повышательной стадии длинной волны можно выделить ситуацию, когда контуры новой технологической базы производства, траектория ее формирования

становятся вполне определенными. Эту ситуацию можно рассматривать как завершение фазы внедрения длинной волны, как окончание периода подлинно новаторских действий предпринимателей. В следующей фазе роста (развертывания) преобладает уже рутинная активность предпринимателей-имитаторов. К.Перес говорит о двух периодах поступательного развития технологической революции: installation period и deployment period (рис. 1) каждый длительностью примерно двадцать-тридцать лет. Столько лет требуется новым технологиям для доказательства своего превосходства и способности модернизировать целую экономику.

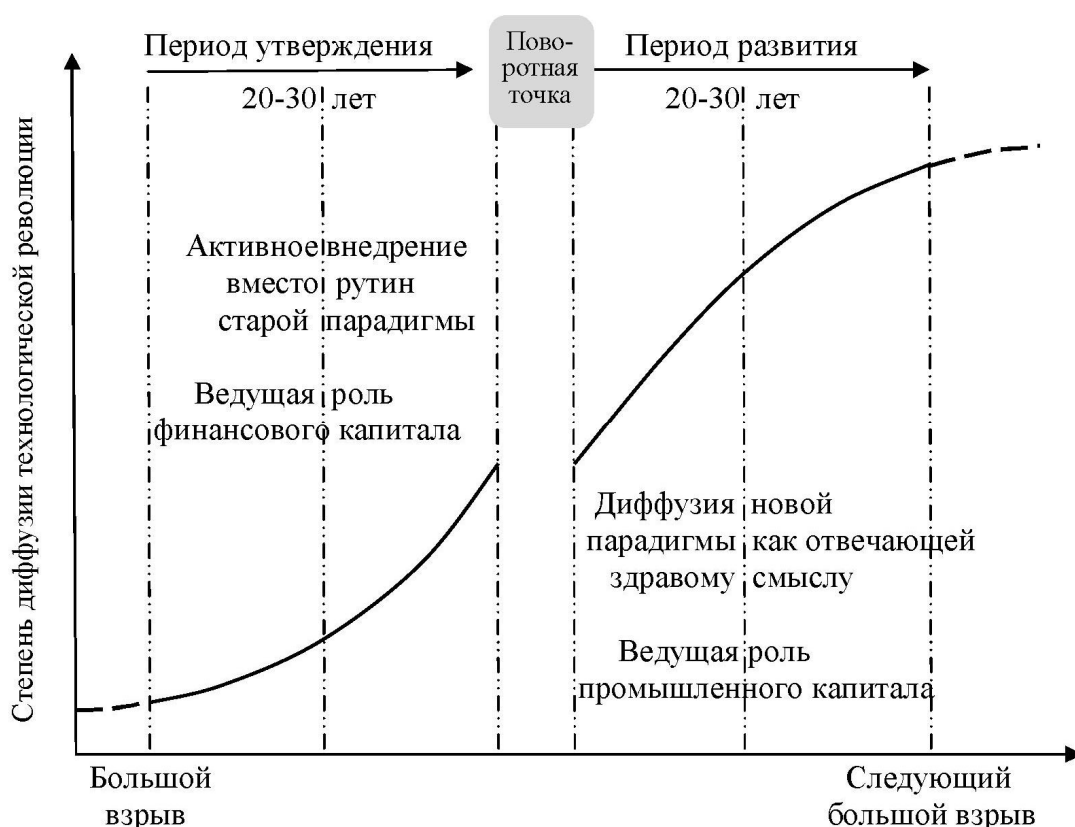


Рис. 1. Два периода поступательного развития технологической революции
 Источник: Perez (2004).

Разграничение повышательной стадии на два периода очень важно не только с точки зрения пульсаций, модифицирующих S-образную логистическую кривую, но и с позиций эволюции ролей финансового и промышленного капитала в этот период.

Период утверждения (инсталляции) новой технологической парадигмы (можно считать, что он охватывает фазы зарождения и внедрения нового технологического уклада) разворачивается еще во время доминирования предыдущей парадигмы, укорененной в промышленной и институциональной структурах, во властных сферах и социальных организациях. В этот период можно говорить о сильной инерции промышленного капитала,

вложенного в материальные и нематериальные активы, организацию, подготовку персонала, отношения с поставщиками, дистрибьюторами и клиентами (Perez, Soete, 1988). Лишь немногие из склонных к радикальным нововведениям предпринимателей располагают достаточными для этого собственными средствами.

Финансовый капитал мобильнее промышленного капитала. В инсталляционный период (т.е. в фазе внедрения длинной волны) решающую роль при принятии решений об инвестициях в базовые нововведения, необходимые для этого НИОКР играют финансовые агенты (финансовые менеджеры крупных фирм, управляющие банком и др.) (Perez, 2004). Фаза внедрения – времена смены частью финансового капитала своих фаворитов-предпринимателей, приближение к себе энтузиастов новой технологической парадигмы. Многие из них, хорошо представляя себе необходимую для реализации оригинальных технических идей комбинацию ресурсов, могут быть неопытными бизнесменами. Как следствие, для успеха соответствующих бизнес-проектов большое значение имеет доступность не только денежных средств, но и деловых рекомендаций со стороны финансистов. В такой ситуации можно говорить о лидерстве финансовых агентов в обеспечении технологического развития.

По мнению К.Перес, одним из факторов готовности финансистов к подобному лидерству может быть их возраст. В качестве примера снижения с возрастом такой готовности приводится отказ Дж. П. Моргана на вершине своего богатства поддержать автомобилестроительные проекты Генри Форда во время подъема длинной волны, символом которой стал автомобиль. В молодые годы на заре эры электричества Дж. П. Морган не боялся рисковать, финансируя Эдисона. Молодые финансисты, вовлеченные в реализацию пионерных проектов, склонны принимать непосредственное участие в управлении этими проектами (Perez, 2004) и преодолении стоящих на пути нововведений барьеров.

Представляется спорным выделение К.Перес в качестве особенности инсталляционного периода установки финансистов на быстрое получение прибыли от инновационных проектов. Такая установка может присутствовать в конце этого периода, но, скорее всего, отличает завершение распространения новой технологии, когда фондовый рынок начинает напоминать собой казино. В остальное время нельзя игнорировать мотив создания заделов на будущее, упреждающего формирования сравнительных преимуществ. Возможность получения отдачи только в перспективе – этим в определенной мере могут объясняться различия в поведении молодых и пожилых финансистов.

Настроенность финансистов на инновационный риск подкрепляется результатами предшествующих исследований и изобретений в рамках фазы зарождения новой длинной

волны. Ими могут быть и зарубежные разработки. Что касается начала поисков новых направлений технологического развития, здесь большую роль играют государственные инвестиции, средства образовательных центров и наделенных амбициями и талантом предпринимателей-инженеров. Финансовые структуры при венчурной поддержке таких поисков действуют не избирательно, а, что называется «по площади». Начало фазы зарождения новой длинной волны может значительно опережать ее фазу внедрения. Достаточно вспомнить временной разрыв между разработкой общих принципов ракетного движения и началом коммерциализации ракетных технологий. Фаза внедрения новой волны способна захватывать часть фазы зрелости предшествующей волны и ее фазу спада.

В фазе внедрения от финансовых агентов уже требуется умение оценить перспективы коммерциализации новых знаний, а порой и инициировать этот процесс. Когда эти перспективы становятся общим достоянием, такое умение оказывается не столь актуальным. В фазе роста на первый план выходят навыки быстрого тиражирования технологии, форсированного наращивания выпуска продукции, которые фактически могут быть имитацией уже представленных на рынке вариантов. Как следствие, роль лидеров технологического развития переходит в этой фазе к агентам производства, к промышленному капиталу.

2. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ ПУЗЫРЕЙ

Активная роль финансовой системы в длинноволновой динамике проявляется в перераспределении ресурсов между технологиями разных длинных волн. За ускоренные темпы этого перераспределения приходится расплачиваться формированием в экономике своего рода пузырей. О пузыре (спекулятивном, рыночном, финансовом, ценовом) говорят, когда цена рыночного актива отрывается от его фундаментальной стоимости (см., например, Flood, Garber, 1980). В определение пузыря может включаться причина такого отклонения – надежда текущих владельцев актива перепродать его по еще более высокой цене. В качестве *фундаментальной стоимости* актива рассматривается текущая (приведенная) оценка всех будущих доходов, генерируемых этим активом.

Исторические примеры пузырей находят еще в XVII и XVIII веках.¹ Сам термин "пузырь" появился в Англии в 1720 после известного ценового взлета и крушения акций Южной Морской Компании (South Sea Bubble). В современной истории заметное повышение внимания к пузырям наблюдается после падения индекса Доу-Джонса в 1987 году, краха

¹ Dutch tulip mania (1634–7), Mississippi Bubble (1719-20), South Sea Bubble (1720). См. Brunnermeier (2008), Hunter, Kaufman, Pomerleano (2003), Garber (1990).

финансового пузыря в японской экономике в 1991 году и обвала на американской бирже высокотехнологичных компаний Nasdaq в 2000 году. Однако до сих пор не существует общепризнанной теории возникновения таких пузырей. Современные их исследования носят весьма многосторонний, многофакторный характер. Так в одной из работ выделяется 12 факторов их формирования (Shiller, 2000). Только в рамках финансового направления анализа привлекаются обстоятельства, связанные с оценкой активов, корпоративными и поведенческими финансами, микроструктурой рынка, международными финансами, финансовым законодательством (Bhattacharya, 2008).

В качестве наиболее глубоких причин экономических пузырей выделяются институциональные обстоятельства (Levine, Zajac, 2007). Речь идет о свойствах институтов, призванных обеспечивать координацию экономической деятельности, соответствующее распределение ресурсов.

Микроэкономический анализ финансовых пузырей связан с разграничением всех инвесторов на рациональных и иррациональных. Рациональные инвесторы используют при торговле ценными бумагами только информацию, которая имеет реальное значение для процесса ценообразования. К такой информации относят новости о макроэкономических показателях, процентных ставках, финансовом состоянии эмитентов и т. п. Иррациональные инвесторы неверно или неполно используют имеющуюся информацию, могут переоценивать стоимость акций компании, придавая слишком большое значение ее недавним хорошим результатам, или, наоборот, недооценивать стоимость акций, принимая во внимание лишь последние неудачи компании. На спрос иррациональных инвесторов на ценные бумаги оказывает влияние не только информация фундаментального характера, но и такие факторы, как эмоции, предположения, слухи и слепая вера.

К микроэкономическим относится, в частности, концепция *рациональных пузырей*. Рациональные пузыри - сбывающиеся ожидания более высоких цен рациональными инвесторами (торговцами). Однако совместимость пузырей и рационального поведения инвесторов не является очевидной. Как показал Тироле, если начальное распределение активов является Парето-оптимальным, то не найдется рационального покупателя, готового переплачивать за продаваемый актив (Tirole, 1982). Уязвимым местом концепции рациональных пузырей является вопрос об исходном импульсе к их возникновению.

Ответить на этот вопрос стремится концепция, связывающая формирование пузырей с *информационной асимметрией* между экономическими агентами, с разной степенью информированности их относительно фундаментальной стоимости активов (Allen, Morris, Postlewaite, 1993). В рамках такого подхода раскрывается, что, когда банки не контролируют

действия корпоративных заемщиков, ограниченная ответственность последних способствует инвестированию получаемых средств в высоко рискованные активы и, как следствие, возникновению пузыря на рынке этих активов (Allen, Gale, 2003).

Вместе с тем, если принять во внимание наличие агентов, осуществляющих арбитражные операции (операции, имеющие целью извлечение доходов путем перепродажи ценных бумаг по более выгодным ценам), формирование пузыря перестает быть обязательным следствием информационной асимметрии. Гипотеза эффективного рынка² исходит из того, что как только текущие рыночные цены какой-то ценной бумаги не совпадают с ее истинной, фундаментальной стоимостью, так сразу же рациональные инвесторы исправляют эту ошибку рынка и приводят текущие цены к их истинным значениям. Для «исправления» этих ошибок рынка рациональные инвесторы проводят арбитражные операции (поэтому рациональных инвесторов называют арбитражерами). Так как теория эффективного рынка предполагает, что число арбитражеров достаточно велико и арбитраж является безрисковой операцией, то эти прибыльные возможности быстро пропадают или вообще не появляются на эффективном рынке. В таких условиях прошлые цены не могут использоваться для прогнозирования будущих цен.

Концепция *ограниченного арбитража* или поведенческих финансов выделяет обстоятельства, препятствующие полному исправлению цен рациональными инвесторами (Shleifer, Vishny, 1997; De Long, Shleifer, Summers, Waldmann, 1989, 1990a; Shleifer, 2000; Shiller, 2003). С одной стороны, учитывается наличие на рынке двух типов торговцев: арбитражеров и шумовых трейдеров. Арбитражеры или рациональные спекулянты (rational speculators) действуют исходя из рациональных ожиданий относительно доходностей ценных бумаг.³ Иррациональные инвесторы используют при торговле ценными бумагами свои эмоции, представления о поведении других инвесторов, слухи, т. е. «шум» (Shiller, 1984; Huang, 2005). Поэтому их еще называют шумовыми торговцами (noise traders).

Поведенческие финансы привлекают обширную экспериментальную литературу по социальной психологии и когнитивистике, показывающую, что вместо рационального анализа люди часто используют эвристические приемы обработки информации и обоснования сложных экономических решений (Tversky, Kahneman, 1974; Arbarbanell, Bernard, 1992; Easterwood, Nutt, 1999; Daniel, Hirshleifer, 1998). Эвристика накладывает отпечаток на восприятие риска, ведет к сверхоптимистическому восприятию рискованных

² В качестве основополагающей для теории эффективного рынка рассматривается статья Fama (1965).

³ Определение спекулятивных агентов относит к таким агентам тех, кто желает заплатить больше чем их оценка фундаментальной ценности из-за перспективы перепродажи позже по более высокой цене. См. Scheinkman, Xiong (2003), Panageas (2005).

ситуаций. Это проявляется в слишком остром реагировании на новую информацию, особенно когда она положительна, в самонадеянной уверенности инвесторов, что они сумеют заработать на растущих ценах и успеют продать перед их спадом (De Long, Shleifer, Summers, Waldmann, 1990б). Такие торговцы (к ним относят, например, менеджеров инвестиционных компаний) склонны торговать даже тогда, когда объективно они должны были бы воздерживаться от этого. Выделяют три типа риска, которые ограничивают арбитраж.

Первый тип риска - это фундаментальный риск (Gilson, Kraakman, 2003). Если акции являются переоцененными, арбитражер должен их продавать. При этом арбитражер принимает на себя риск того, что в будущем выплаты дивидендов окажутся лучше тех, которые есть сегодня. Опасения, связанные с получением убытков от подобной арбитражной стратегии, ограничивают действия арбитражера. Это приводит к тому, что цена акции не так быстро (а возможно, и вообще никогда) приводится к ее фундаментальной стоимости.

Источник второго типа риска, ограничивающего арбитраж, - это шумовой риск, непредсказуемость будущей цены перепродажи ценной бумаги из-за действий шумовых трейдеров (De Long, Shleifer, Summers, Waldmann, 1990а; Langevoort, 2002). Если акции переоценены и арбитражер продает их, он несет риск того, что акции в будущем окажутся еще более переоцененными. Опасения соответствующих потерь ограничивают активность арбитражера в его функции приведения «неправильных» текущих рыночных цен к их фундаментальным значениям. Ослабление предположения о том, что арбитражер знает точную фундаментальную стоимость каждой ценной бумаги, приводит к тому, что арбитраж становится еще более рискованной операцией (ко всем рискам прибавляется еще один - риск ошибочного определения фундаментальной стоимости), а значит, еще более ограниченным (Рудык, 2004).

В-третьих, рациональные инвесторы (торговцы) оказываются перед риском синхронизации (Abreu, Brunnermeier, 2002, 2003). Поскольку для исправления цен требуются совместные действия рациональных торговцев, возникает проблема синхронизации их действий. Рациональный торговец оказывается перед следующим выбором: если он начнет продавать слишком рано, то упустит возможность заработать на дальнейшем росте цен, поддерживаемом шумовыми трейдерами, если опоздает с продажей, то пострадает от краха пузыря. Каждый торговец пытается предсказать, когда другие рациональные торговцы пойдут на ликвидацию пузыря. Из-за риска синхронизации рациональные торговцы предпочитают не спешить с продажей переоцененных активов, а использовать возможности заработать на растущем пузыре. Эмпирические данные свидетельствуют о таком поведении

арбитражеров, что увеличивает размеры пузыря, рождаемого шумовой торговлей (Brunnermeier, Nagel, 2004).

Риск синхронизации – проявление слабости институтов координации действий рациональных торговцев. В данном случае фактором увеличения пузыря выступает уже не разная степень осведомленности агентов о фундаментальной стоимости активов, но недостаточная для устранения риска синхронизации взаимная информированность рациональных торговцев, согласованность их интересов.

Поведенческие финансы связывает формирование пузырей со стадным поведением инвесторов. Описывая поведение инвесторов как ограниченно рациональное, эта концепция указывает на то, что именно ограниченная рациональность дает старт надуванию пузыря (см. Brunnermeier, 2008).

К концепции поведенческих финансов в объяснении финансовых пузырей предъявляются свои претензии. Так, изобилие психологических закономерностей затрудняет раскрытие общей картины поведения торговцев, понимание механизма изменения доминирующей тенденции в их поведении и смены роста пузыря его крахом. Требуется объяснения разное поведение шумовых торговцев, когда одни продают, а другие покупают активы (Meltzer, 2003). Таким образом, и эта концепция оставляет открытые вопросы в изучении финансовых пузырей.

Наряду с микроэкономическими, существуют макроэкономические подходы к объяснению финансовых пузырей. Макроэкономический анализ финансовых пузырей фокусирует внимание на роли кредита, валютной политики в отрыве цен активов от их фундаментальной стоимости (Bean, 2004; Cecchetti, 2006; Gilchrist, Leahy, 2002; Christiano, Plut, Motto, Rostagno, 2008). Отмечается, что растущие процентные ставки вызывают падение цен, ликвидацию пузырей (см., например, Shiller, 2000). В ряде макроэкономических моделей, исследующих влияние процентных ставок на пузыри, высокие цены на активы фигурируют как экзогенные параметры (см., например, Bernanke, Gertler, 2000).

Возможным объяснением связи между процентными ставками и пузырями является то, что более низкие процентные ставки означают удешевление кредита для покупателей финансовых активов и активизируют спрос на них. Возрастающий спрос на кредиты в расчете заработать на повышении цен ведет к росту процентных ставок. Высокие процентные ставки делают заимствование дорогим и снижают спрос на активы (Malpezzi, Wachter, 2005). Пузырь лопается, выявляя нерациональное распределение ресурсов в период его роста. Не удивительно, что значительное внимание уделяется мерам, способным

ограничить ажиотажный спрос на финансовые активы. Среди предлагаемых мер фигурирует, например, увеличение налогов на доходы от роста курсовой стоимости акций (Stiglitz, 2003).

Однако дешевые кредиты не обязательно должны подпитывать вложения в финансовые активы и недвижимость. При использовании кредитов для инвестиций в развитие производства цены могут не отклоняться от фундаментальной стоимости. Другое дело, что удешевление кредита способно поощрить шумовых торговцев к ставке на повышение цен, возможно из ошибочных представлений о росте фундаментальной стоимости в результате расширения вложений в реальные активы.

3. ФИНАНСОВЫЕ ПУЗЫРИ И ИНВЕСТИЦИИ В РЕАЛЬНЫЕ АКТИВЫ

Как используются доходы от продажи переоцененных активов? Служат ли они развитию производства или расходуются на иные цели? Каковы последствия возникновения так называемых «технологических» пузырей (Campello, Graham, 2007), то есть отклонения от фундаментальных стоимостей котировок акций технологических компаний? Такого рода вопросы о связи финансовых пузырей и инвестиций в реальные активы имеют принципиальное значение для оценки влияния этих пузырей на экономическое развитие и привлекают все возрастающее внимание (см., например, Chirinko, 2007).

Вариант, когда средства от эмиссии переоцененных акций направляются на реальные инвестиции, рассматривается как «активный механизм финансирования». Использование этих средств для инвестиций в финансовые активы - «пассивный механизм финансирования».

Теоретические модели не дают четкого ответа на вопрос о том, какой из представленных вариантов является преобладающим. Трактовка деятельности фирм как арбитражеров выдвигает на первый план пассивный механизм финансирования (Morck, Shleifer, Vishny, 1990). Если же исходить из того, что высокая курсовая стоимость акций побуждает менеджеров к ревизии инвестиционных планов фирмы, значит ориентироваться на активный механизм финансирования (De Long, Shleifer, Summers, Waldmann, 1989; Baker, Stein, Wurgler, 2003; Gilchrist, Himmelberg, Huberman, 2005). Особо можно отметить модель, в которой влияние переоцененности акций на инвестиции зависит от горизонтов планирования инвесторов и от их долей в акционерном капитале (Panageas, 2005).

Неоднозначные результаты дают и эмпирические исследования связи между завышенными оценками фондового рынка и инвестициями. Одни наблюдения указывают на то, что воздействие фондового рынка на инвестиции реализуется через фундаментальные стоимости активов, а не через отклонения от них (Blanchard, Rhee, Summers, 1993). В

соответствии с другими наблюдениями отклонения от фундаментальной стоимости оказывают влияния на инвестиции (Galeotti, Schiantarelli, 1994). Распространено мнение, что взрывание в 1990-е годы пузыря на американском фондовом рынке сопровождалось массивными инвестициями в секторах экономики, которые были больше всего вовлечены в этот пузырь. Вместе с тем эконометрический анализ показал, что изменение курсов акций влияет главным образом на инвестиции маленьких фирм, финансирующихся за счет акционерного капитала (Bakke, Whited, 2007).

Неоднозначность результатов эмпирических наблюдений определяет целесообразность анализа связи между курсами акций и инвестициями применительно к отдельным группам предприятий. Определенным шагом в этом направлении является сопоставление инвестиционного поведения относительно дорогих фирм (рыночная цена активов заметно выше их балансовой стоимости) и фирм с относительно низкой оценкой фондовым рынком. В одном из таких сопоставительных исследований первые фирмы названы гламурными, глянцевыми (*glamour firms*) (Chirinko, Schaller, 2007). Соответственно, вторые фирмы можно назвать скромными. Анализ деятельности американских фирм за период 1980-2001 показал, что типовая гламурная фирма активно использует эмиссию акций для финансирования 75% ее ежегодных инвестиционных расходов. Напротив, типовая скромная фирма не выпускает акции. Сопоставление инвестиционной активности рассматриваемых групп фирм показывает, что гламурные фирмы инвестируют вдвое больше, чем скромные.

Вместе с тем, такого рода анализ не дает исчерпывающего ответа о влиянии финансовых пузырей на инвестиции. Относительная дороговизна гламурной фирмы может быть следствием не переоцененности ее активов, а результатом благоприятных *фундаментальных шоков*, то есть открывшейся перспективы существенного роста доходов фирмы. Такая перспектива повышает фундаментальную стоимость активов фирмы, побуждает к выпуску новых акций для увеличения инвестиционных расходов. С другой стороны, переоцененность активов гламурной фирмы чревата излишними инвестициями в ее мощности и последующим кризисом перепроизводства.

Для выделения среди гламурных именно переоцененных фирм необходимо иметь критерий переоцененности. Ее мерой выступает разность между Q фондового рынка и предельным Q . Здесь Q фондового рынка - рыночная стоимость акций фирмы, деленная на ее восстановительную стоимость, предельное Q - ожидаемая приведенная стоимость будущих предельных доходов от активов фирмы. Расчеты показывают, что как фундаментальные шоки, так и переоцененность акций активизируют инвестиции гламурных фирм.

Однако было бы поспешным делать на этом основании вывод о положительной роли пузырей в обеспечении экономического роста. С одной стороны, переоцененность акций благоприятствует привлечению капитала, ослабляет финансовые ограничения фирм для инвестиций в реальные активы, повышающих отдачу от них (Jermann, Quadrini, 2002; Campello, Graham, 2007). С другой стороны, это ослабление финансовых ограничений может выходить за рациональные рамки, приводя к переинвестированию производства и соответствующим потерям ресурсов.

4. ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПУЗЫРИ

Последние десятилетия на роль инструментов, способных снизить потери инвестиционных ресурсов, претендуют финансовые инновации. Утверждается, что эти инновации повышают эффективность финансового посредничества, увеличивая разнообразие финансовых продуктов и услуг, расширяя возможности для удовлетворения потребностей в индивидуальных сбережениях, с одной стороны, и потребностей в привлечении ресурсов для расширения производства новых продуктов, с другой стороны. Такая активизация накопления капитала приводит к экономическому росту (Chou, 2007).

Под финансовыми инновациями понимаются новые технологии финансово-кредитных операций (прежде всего на основе достижений информатики и вычислительной техники), новые финансово-кредитные инструменты и продукты (Лычагин, Скотт-Квинн, Суслов, 1997). Обновление существующих и создание новых финансовых продуктов и услуг стало ведущим фактором развития мировых финансовых рынков за последние 30 лет. К значительным финансовым инновациям относят, в частности, кредитные карты (1950-е), взаимные фонды (1970-е) (Mishra, 2008). Весьма интенсивно стали использоваться производные ценные бумаги или деривативы. К ним принято относить форварды, фьючерсы, опционы, свопы, соглашения о будущей процентной ставке, конвертируемые ценные бумаги (варранты и конвертируемые облигации) и др. (см., например, Устюжанина, Петров, Садовнича, Евсюков, 2008, гл. 12).

С финансовыми инновациями связывают положительные эффекты финансовой либерализации (Beakaert, Harvey, Lundblad, 2001; Henry, 2000; Shiller, 2004). В качестве таких эффектов фигурируют: улучшение распределения ресурсов; повышение устойчивости роста, уменьшение стоимости финансового посредничества, расширение возможностей для оценки риска и защиты от него. Однако достигается это ценой того, что деривативы оттягивают часть средств, причем значительную часть, с рынка собственно акций.

Одним из направлений анализа финансовых инноваций является связь их с технологическим развитием (Chou, 2004). Нововведения в финансовой системе, предшествующие широкой коммерциализации новой технико-экономической парадигмы, трактуются как необходимое условие перехода от одной длинной (кондратьевской) «волны» технико-экономического развития к другой (Сергиенко, 2004).

Вместе с тем, речь идет о повышении за счет финансовых инноваций макроэкономической устойчивости производства (Jermann, Quadrini, 2006). Однако, как констатируется в том же исследовании, это достигается ценой увеличения волатильности кредитной сферы (рис. 2 и 3).

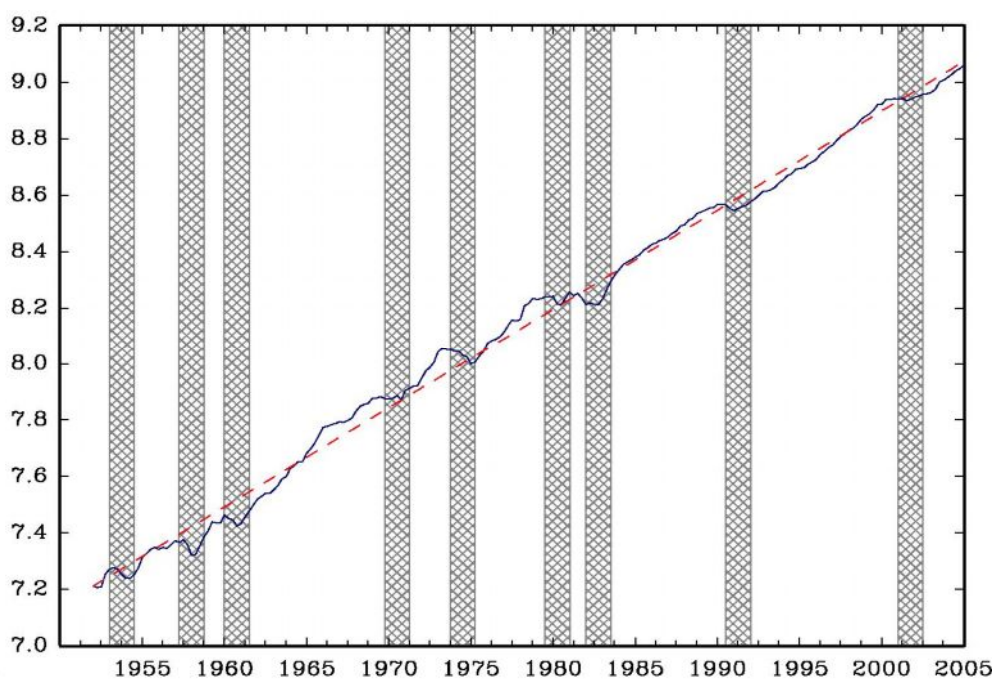


Рис. 2. ВВП в несельскохозяйственном секторе экономики США, log.

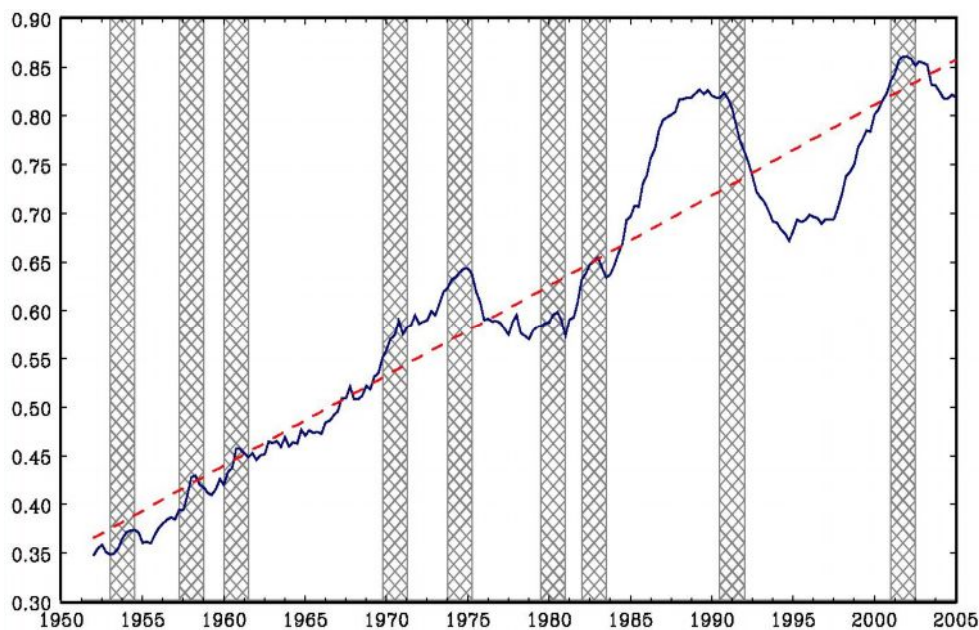


Рис. 3. Задолженность несельскохозяйственного сектора экономики США как доля от ВВП этого сектора

Неоднозначное влияние оказывают финансовые инновации и на динамику цен. Здесь можно выделить результат, в соответствии с которым характер влияния этих инноваций на поведение цен весьма чувствителен к имеющимся условиям. При значительной неопределенности финансовые инновации способны повышать волатильность цен (Citanna, 2000).

В рамках длинной волны высокая степень неопределенности возникает в разных ее фазах, хотя и вследствие отличающихся причин. На стыке волн нет ясности в конкретном наполнении поднимающейся волны. В фазе роста сложно оценить синергический эффект взаимодействия новейших технологий. Значительная неопределенность затрудняет прогноз емкости рынка новой продукции, момента смены повышательной тенденции. Как следствие, выглядит ожидаемым повышение волатильности цен в таких условиях.

С другой стороны отсутствие в последние десятилетия значительных перепадов в объемах производства, занятости – тот фон, на котором прежние контуры длинноволновых колебаний становятся все менее заметными. Как отмечает С.Глазьев, привычные показатели физического объема производства продукции перестают адекватно отражать процессы развития экономики, характеризующиеся ведущим значением НТП и новых знаний. В экономике знаний непрерывный поток нововведений резко ускоряет процесс обновления материально-технологической основы производственной деятельности, которая становится все более разнообразной и все менее уловимой в традиционных агрегатных показателях экономической деятельности (Глазьев, 2007, с. 9-10).

Свою роль в некотором затухании цикличности этих показателей, как уже отмечалось, играют и финансовые инновации. Однако, как видно из рис. 2 и 3, повышение устойчивости развития реальной сферы экономики достигается за счет увеличения амплитуды изменений в финансовой сфере. Колебания экономической конъюнктуры в этой сфере наглядно проявляются в волнах слияний и поглощений.

5. ВОЛНЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ И ДЛИННОВОЛНОВАЯ ДИНАМИКА

Вопрос о месте волн слияний и поглощений в контексте длинноволновой динамики важен с нескольких точек зрения:

- роли слияний и поглощений в механизме этой динамики;
- специфики интеграционных процессов в разных фазах длинной волны;
- экономической политики по отношению к этим процессам.

Неоднократно констатировалась связь между некоторыми волнами слияний и ситуациями бума на фондовом рынке (рис. 4) (см., например, Jovanovic, Rousseau, 2001; Banal-Estañol, Heidhues, Nitsche, Seldeslachts, 2006).



Рис. 4. Объем слияний и капитализация фондового рынка как проценты от валового национального продукта и средняя численность занятых объединяющихся фирм, 1885-1998.

Источник: Jovanovic, Rousseau (2001).

Теоретический анализ слияний и поглощений (синергическая теория, теория агентских издержек свободных потоков денежных средств, теория гордыни) ориентирован

на выявление универсальных побудительных мотивов этих процессов (Рудык, Семенкова, 2000). Вместе с тем в характере слияний и поглощений наблюдаются существенные отличия между отдельными их волнами (см., например, Фостер, 2006).

Высокая интенсивность слияний наблюдалась в экономике США при приближении четвертой длинной волны к фазе зрелости в конце 1960-х. При этом уже в 1967-1968 годах горизонтальные и вертикальные слияния составляли всего лишь 17% общего объема рынка корпоративного контроля США, в то время как конгломератные составляли уже более 60%.

Фактически бизнес проявил озабоченность поиском новых перспективных сфер приложения капитала в условиях сужения возможностей роста в традиционных направлениях. Наиболее активными участниками конгломератной волны слияний стали корпорации отраслей, в которых наблюдалась нестабильность спроса и высокая конкуренция (Рудык, Семенкова, 2000, с. 29). К задачам проводившейся стратегии «защитной диверсификации» можно отнести не только совершенствование технологии, уменьшение влияния деловых циклов, снижение налогообложения, но и сохранение инвестиционного потенциала. Действительно, приобретение достаточно надежных непрофильных активов – это перспектива получения необходимых для реализации новых проектов средств, когда для них откроется «окно возможностей», за счет продажи непрофильных активов.

Не удивительно, что при подъеме очередной (пятой) длинной волны, в фазе роста этой волны характер слияний и поглощений несколько изменился. На первый план в слияниях 1981-1989 годов вышли горизонтальные и вертикальные слияния, проводимые между крупными корпорациями. Это – испытанный способ усиления конкурентных позиций на растущем рынке. Той же цели служило и наблюдавшееся снижение диверсификации бизнеса (Рудык, Семенкова, 2000, с. 30).

Нацеленность на стратегическое расширение, - наращивание по направлениям, которые давали прибыль, - продемонстрировала и волна слияний, начавшаяся в конце 1992 года (Фостер, 2006, с. 842). Можно говорить о преемственности ориентиров слияний и поглощений в рамках фазы роста длинной волны.

Некоторые общие черты обнаруживают и слияния, приходящиеся на завершающие части этих фаз разных длинных волн, на переход к фазе зрелости. С этой точки зрения сопоставимы слияния 1960-х и перед крахом финансового пузыря на фондовом рынке США в 2000 году. Вызревание этого финансового пузыря сопровождалось своего рода штормом или шестой по распространенному счету волной слияний и поглощений. Объем такого рода сделок только за первую половину 1998 года превысил триллион долларов, поскольку объединялись уже очень крупные компании (эра мегаслияний). Интеграция разворачивалась

на фоне обострения конкуренции и замедления темпов экономического роста. Как симптом исчерпания потенциала базовых нововведений и перехода к фазе зрелости может трактоваться и усилившаяся роль в этих объединительных процессах интенсификации исследований и разработок. Заслуживает внимания комбинированный характер сделок этого периода. С одной стороны, дальнейшая олигополизация. С другой, ощущение исчерпанности рынка, ограничивающее целесообразность горизонтальной интеграции.

Анализ длинноволновой эволюции сферы слияний и поглощений свидетельствует о целесообразности согласования корпоративных стратегий в этой сфере с фазами длинной волны. Согласование с ее фазами важно и для государственного регулирования рынка финансовых рынков, включая политику в отношении финансовых пузырей. Выработка ориентиров такой политики требует более обстоятельного рассмотрения длинноволновых факторов формирования этих пузырей.

Литература

- Глазьев С.Ю. Развитие российской экономики в условиях глобальных технологических сдвигов / Научный доклад. М.: НИР, 2007.
- Лычагин М. В., Скотт-Квинн Б., Суслов В. И. и др. Финансовые инновации: зарубежный опыт. Новосибирск: Наука Сиб. предприятие РАН, 1997.
- Рудык Н.Б. Поведенческие финансы. М.: Дело, 2004.
- Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М., Финансы и статистика, 2000.
- Сергиенко Я. О финансовом механизме длинноволновых технико-экономических изменений // Вопросы экономики. 2004. №1.
- Устюжанина Е.В., Петров А.Г., Садовничая А.В., Евсюков С.Г. Корпоративные финансы. М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008.
- Фостер Рид Стэнли. Искусство слияний и поглощений. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
- Abreu D. and Brunnermeier M.K. Bubbles and crashes // *Econometrica*. 2003. Vol. 71. P. 173–204.
- Abreu D. and Brunnermeier M.K. Synchronization Risk and Delayed Arbitrage // *Journal of Financial Economics*. 2002. Vol. 66. P. 341–60.
- Allen F., Gale D. Asset-Price Bubbles and Stock Market Interlinkages / Hunter W.C., Kaufman G.G. and M. Pomerleano (eds.). *Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Cambridge, MA: MIT Press, 2003.
- Allen F., Morris S., Postlewaite A. Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information // *Journal of Economic Theory*. 1993. Vol. 61. P. 206–29.
- Arbarbanell J.S., Bernard V.L. Tests of analysts' over-reaction/under-reaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior // *Journal of Finance*. 1992. Vol. 47. P. 1181-1207.
- Baker M., Stein J.C., Wurgler J. When Does The Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms // *Quarterly Journal of Economics*. August 2003. Vol. 118. P. 969-1005.
- Bakke Tor-Erik, Whited T.M. Which Firms Follow the Market? An Analysis of Corporate Investment Decisions / AFA 2007 Chicago Meetings Paper. November 17, 2006 (<http://ssrn.com/abstract=891570>).
- Banal-Estañol A., Heidhues P., Nitsche R., Seldeslachts J. Merger Clusters during Economic Booms, Discussion Paper SP II 2006 – 17, Wissenschaftszentrum Berlin, 2006 (SSRN-id931383).
- Bean Charles R. Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy // *American Economic Review*. May 2004. Vol. 94.
- Bekaert G., Harvey C. R., Lundblad C. Does Financial Liberalization Spur Growth // NBER Working Paper № 8245. 2001.
- Bernanke B., Gertler M. Monetary Policy and Asset Price Volatility // NBER Working Paper № 7559. 2000.
- Bhattacharya Utpal. The Causes and Consequences of Recent Financial Market Bubbles: An Introduction // *Review of Financial Studies*. 2008. Vol. 21. № 1. P. 3-10.

- Blanchard O.J., Rhee Ch., Summers L.H. The Stock Market, Profit and Investment // Quarterly Journal of Economics. February 1993. Vol. 108. P. 115-136.
- Brunnermeier M.K., Nagel S. Hedge Funds and the Technology Bubble // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. P. 2013–40.
- Brunnermeier Markus K. Bubbles / The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Durlauf S.N. and Blume L.E. (eds.). Palgrave Macmillan, 2008.
- Campello M., Graham J. Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble // NBER Working Paper № 13640. November 2007 (<http://www.nber.org/papers/w13640>).
- Cecchetti Stephen G. The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms and Busts // Economic Review of the National Institute of Economic and Social Research 196. May 2006.
- Chirinko R.S., Schaller H. Fundamentals, Misvaluation, and Investment: The Real Story // CESifo Working Paper № 1922. February 2007.
- Chou Yuan K. Technological Revolutions and Financial Innovations // The University of Melbourne. Department of Economics. Research paper № 901. February 2004 (<http://www.economics.unimelb.edu.au/SITE/research/workingpapers/wp04/901.pdf>).
- Chou Yuan K. Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // Journal of Economic Education. 2007. Vol. 38. № 1. P. 78-91.
- Christiano L., Ilut C., Motto R., Rostagno M. Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles // European Central Bank Working Paper Series № 955. October 2008.
- Citanna Alessandro. Financial Innovation and Price Volatility // HEC Department of Economics Working Paper № 685/1999. March 2000 (<http://ssrn.com/abstract=260912>).
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. Investor psychology, and security market under- and overreactions // Journal of Finance. 1998. Vol. 53. P. 1839-1186.
- De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R.J. The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading // Journal of Finance. July 1989. Vol. 44. P. 681-696.
- De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann, R.J. Noise Trade Risk in Financial Markets // Journal of Political Economy. 1990a. Vol. 98. P. 703-738.
- De Long J.B., Shleifer A., Summers I., Waldmann R. The Survival of Noise Traders in Financial Markets // Journal of Business. 1991. Vol. 64. P. 1-19.
- De Long J.B., Shleifer A., Summers L., Waldmann R. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation // Journal of Finance. 1990b. Vol. 45. P. 379-395.
- Easterwood J.C., Nutt S.R. Inefficiency in analysts' earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism? // Journal of Finance. 1999. Vol. 54. P. 1777-1797.
- Fama Eugene F. Random Walks in Stock Market Prices // Financial Analysts Journal. 1965. September/October (reprinted January-February 1995).
- Flood R.P., Garber, P.M. Market fundamentals versus price-level bubbles: the first tests // Journal of Political Economy. 1980. Vol. 88. P. 745–70.
- Freeman Christopher. The Economics of Hope. London and New York: Pinter, 1992.
- Galeotti M., Schiantarelli F. Stock Market Volatility and Investment: Do Only Fundamentals Matter? // Economica. 1994. Vol. 61. P. 147-165.
- Garber P. Famous first bubbles // Journal of Economic Perspectives. 1990. Vol. 4. № 2. P. 35-54.

- Gilchrist S., Himmelberg Ch., Huberman G. Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment? // *Journal of Monetary Economics*. May 2005. Vol. 52. P. 805-827.
- Gilchrist S., Leahy J.V. Monetary Policy and Asset Prices // *Journal of Monetary Economics*. January 2002. Vol. 49.
- Gilson R. J., Kraakman R. The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias // *Columbia Law and Economics Working Paper № 240*. October 2003.
- Henry, P. Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. № 1-2. P. 301-334.
- Huang Peter H. Regulating Irrational Exuberance and Anxiety in Securities Markets / Parisi F., Smith Vernon L. (eds.) *The Law and Economics of Irrational Behavior*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- Hunter W.C., Kaufman G.G. and M. Pomerleano (eds.). *Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Cambridge, MA: MIT Press. 2003.
- Jermann U., Quadrini V. Financial Innovations and Macroeconomic Volatility // *NBER Working Paper № 12308*. June 2006.
- Jermann U., Quadrini V. Stock Market Boom and the Productivity Gains of the 1990's. // *NBER Working Paper № W9034*. June 2002.
- Jovanovic B., Rousseau J. Mergers and Technological Change: 1885-1998, Working Paper Vanderbilt University, 2001.
- Langevoort D. C. Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation // *Berkeley Program in Law & Economics, Working Paper Series. Paper 64*. 2002 (<http://repositories.cdlib.org/blewp/art64>).
- Levine Sheen S., Zajac Edward J. The Institutional Nature of Price Bubbles, 2007 (<http://ssrn.com/abstract=960178>).
- Malpezzi S., Wachter S. The Role of Speculation in Real Estate Cycles // *Journal of Real Estate Literature*. 2005. Vol. 13. № 2 (<http://realestate.wharton.upenn.edu/papers/full/401.pdf>).
- Meltzer Allan H. Rational and Nonrational Bubbles / *Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Hunter W.C. et al. eds. 2003.
- Mishra P. K. Financial Innovation and Economic Growth - A Theoretical Approach. September 3, 2008 (<http://ssrn.com/abstract=1262658>).
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow? // *Brookings Papers on Economic Activity*. 1990. № 2. P. 157-202.
- Panageas S. The Neoclassical Theory of Investment in Speculative Markets (April 2005). (<http://ssrn.com/abstract=720464>).
- Perez Carlota, Soete Luc. Catching Up in Technology: Entry Barriers and Windows of Opportunity' / Dosi, Giovanni, Freeman, Chris, Nelson, Richard, Silverberg, Gerald and Soete, Luc (eds). *Technical Change and Economic Theory*. London and New York: Columbia University Press and Pinter, 1988.
- Perez Carlota. Finance and technical change: A long-term view / H. Hanusch and A. Pyka (eds.). *The Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.
- Scheinkman J.A., Xiong W. Overconfidence and speculative bubbles // *Journal of Political Economy*. 2003. Vol. 111. P. 1183-1219.

- Shiller R.J. From efficient markets theory to behavioral finance // *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17 (Winter). P. 83-104.
- Shiller Robert J. Radical Financial Innovation. Cowles Foundation Discussion Paper № 1461. April 2004 (<http://ssrn.com/abstract=537402>).
- Shiller Robert. *Irrational Exuberance*. Princeton. New Jersey: Princeton University Press, 2000.
- Shiller R.J. Stock Prices and Social Dynamics // Cowles Foundation Discussion Paper № 719. 1984.
- Shleifer A. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- Shleifer A., Vishny R.W. The limits of arbitrage // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. P. 35–55.
- Stiglitz Joseph E. *The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade*. New York: W.W. Norton, 2003.
- Tirole J. On the possibility of speculation under rational expectations. *Econometrica*. 1982. Vol. 50. P. 1163–82.
- Tversky A., Kahneman D. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases // *Science, New Series*. 1974. Vol. 185. № 4157. P. 1124-1131.