

# ДИСКУССИИ

## Теории финансовых пузырей

Чиркова Е.В.<sup>10</sup>

*Данная статья представляет собой обзор возможных объяснений пузырей на финансовых рынках с позиций современной финансовой науки. Статья является последней из серии статей, посвященных теоретическим обоснованиям финансовых пузырей. Предыдущие статьи серии опубликованы в электронном журнале «Корпоративные финансы» № 1(13) и № 2(14) в 2010 году.*

*JEL: G10*

*Ключевые слова: гипотеза о финансовой нестабильности, ограниченность арбитража, рациональный пузырь, моментум-стратегии, риск синхронизации, институциональные стимулы стадного поведения*

О том, что финансовая нестабильность может быть имманентным свойством финансовой системы, говорят и некоторые макроэкономисты и финансисты. Истоки гипотезы о том, что экономическая система отнюдь не всегда будет находиться в состоянии равновесия, а может раскачиваться как качели, лежат еще в работах экономистов, которые занимались бизнес-циклами, в частности Йозефа Шумпетера («Теория экономического развития») и Джона Мейнарда Кейнса («Теория занятости, процента и денег»). Среди современных макроэкономистов самым радикальным сторонником этой идеи является Хайман Мински (Hymen Minsky), автор гипотезы о финансовой неустойчивости, разработанной в русле идей известных экономистов прошлого: помимо двух вышеупомянутых это Джон Стюарт Милль, Альфред Маршалл, Кнут Виксель и Ирвинг Фишер. Мински – очень оригинальный, если не сказать выдающийся экономист, но, к сожалению, не до конца признанный «официальной» наукой.

Мински определяет гипотезу о финансовой нестабильности<sup>11</sup> как теорию влияния долга и того, каким образом он генерируется, на поведение экономической системы. Ключевую роль в создании нестабильности играют банки, которые, как и любые другие экономические агенты, заинтересованы в том, чтобы заработать прибыль. Банки понимают, что лучше всего заработать можно на инновациях, и поэтому стараются внедрять новые продукты и в части своих обязательств, и в части активов, которые они приобретают. В результате зависимость между количеством денег в экономике и уровнем цен может быть нелинейной. Мински говорит о том, что «соотношение долг-доход» экономических агентов<sup>12</sup> может подпадать под один из трех вариантов: хеджирование, спекуляция или схема Понци.

Хеджирование – это когда экономический агент может выполнить все свои обязательства (то есть полностью погасить долг с процентами) за счет своего денежного потока. Чем выше доля акционерного капитала в финансировании сделки (в случае покупки дома – это предоплата за счет собственных сбережений), тем с большей вероятностью это сделка типа «хеджирование». Спекулятивное финансирование – это когда должник может за

<sup>10</sup> Канд. эконом. наук, доцент кафедры экономики и финансов фирмы экономического факультета ГУ-ВШЭ.

<sup>11</sup> Например, в статье, которая так и называется: «Гипотеза о финансовой нестабильности» – «The Financial Instability Hypothesis».

<sup>12</sup> Это, например, соотношение между стоимостью покупаемого в кредит дома и размером этого кредита и годовым доходом семьи.

счет своего денежного потока обслуживать долг, но не в состоянии погасить его. В случае схемы Понци денежный поток бизнеса (или домохозяйства) не позволяет выплачивать даже проценты по долгу, и нужно либо продавать активы, либо снова занимать. Человек, совершающий такую сделку, рассчитывает лишь на рост стоимости активов.

Если в финансовой системе преобладают сделки типа «хеджирование», то она может находиться в равновесии; но чем больше доля спекулятивных сделок и схем Понци, тем выше вероятность, что амплитуда колебаний будет увеличиваться и система станет все больше отклоняться от равновесия. Мински формулирует две теоремы гипотезы о финансовой нестабильности. Первая звучит так: у экономики есть финансовые режимы, при которых она стабильна, и режимы, при которых она нестабильна. А вторая теорема гласит, что система склонна переходить от стабильных режимов к нестабильным в период экономического процветания<sup>13</sup>. Особенно опасна ситуация, когда в период процветания возникает инфляция и власти стремятся ее ограничить за счет ужесточения монетарной политики. В такой ситуации финансирование, которое было спекулятивным, превращается в схему Понци. Экономические агенты вынуждены распродавать активы, в результате чего их цены могут обрушиться. Вывод: нестабильность – свойство, имманентно присущее современной финансовой системе, она даже не нуждается во внешних шоках, чтобы выбиться из колеи. Гениальное объяснение сегодняшнего кризиса, особенно если учесть, что оно опубликовано много лет назад<sup>14</sup>.

Второй важной, на мой взгляд, идеей, проливающей свет на то, почему могут надуваться финансовые пузыри, является гипотеза об ограниченности арбитража на финансовом рынке. Впервые понятие ограниченного арбитража ввел известный американский ученый-финансист, автор ряда очень оригинальных идей Эдвард Миллер (Edward Miller) в 1977 году в статье «Риск, неопределенность и разброс мнений» («Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinions»). Важной работой на данную тему является также относительно недавняя публикация Андрея Шлейфера (Andrei Shleifer) и Роберта Вишнего (Robert Vishny) «Ограниченность арбитража» («Limits of Arbitrage»), в которой доходность моментум-стратегий оценивается на статистическом материале.

Идея об ограниченности арбитража исходит из того, что на финансовом рынке действуют два типа инвесторов. Первый тип – это иррациональные (их еще называют «шумовыми трейдерами» – noise traders, или feedback traders), или, попросту говоря, «чайники»; второй тип – это рациональные, то есть профессионалы, или «умные деньги» (smart money). Иррациональные не разбираются в стоимости активов и сильно могут загнать их цену вверх по сравнению с ее справедливой стоимостью. Рациональные же способны адекватно оценить справедливую стоимость и в какой-то момент понимают, что рыночная цена завышена, но мало что могут сделать. Миллер указывает на то, что цены активов могут отклоняться от справедливых тем больше, чем больший разброс мнений имеет место в сообществе относительно справедливой цены актива. По поводу активов, которые труднее всего оценить, разброс мнений будет больше.

Почему же рациональные инвесторы (трейдеры) не всегда могут вернуть цену активов к равновесной? Потому что, чтобы в случае завышенной цены сделать это, мало их не покупать. Такие ценные бумаги нужно еще и отшортить, то есть продать вкратку, а возможности рациональных в этой связи могут быть ограничены. (Если актив недооценен, то арбитраж тоже ограничен, но в меньшей степени, поскольку можно просто купить эти акции.)

Важнейшими факторами, ограничивающими короткие продажи, являются следующие.

- Во-первых, в некоторых случаях физически невозможно взять акции в долг (чтобы

<sup>13</sup> То, что спекулятивные бумы развиваются в период экономического процветания, заметил еще Шумпетер.

<sup>14</sup> Я ссылаюсь на программную статью 1994 года, но Мински начал высказывать подобные мысли еще в 1960-е годы. Он развил их в двух монографиях: «Джон Мейнард Кейнс» («John Maynard Keynes») 1975 года и «Стабилизируя нестабильную экономику» («Stabilizing an Unstable Economy») 1986 года, а также в десятках научных статей, опубликованных за этот период.

продать акции вкраткую, нужно у кого-то одолжить реальные акции). Централизованного рынка одалживаемых акций не существует, «кредитора» нужно искать. Ситуация усугубляется для акций, которыми в основном владеют физические лица, так как одалживанием занимаются в основном институциональные инвесторы. А ведь пузыри надуваются именно там, где большая часть акций принадлежит иррациональным, то есть физическим лицам!

- Во-вторых, даже если акции физически доступны, не все фонды имеют возможность, согласно своим инвестиционным декларациям, торговать с рычагом (см. ниже о том, почему шорты – это торговля с рычагом). По статистике, это могут делать около 30% фондов, реально этим занимаются примерно 2% [Lamont, Thaler, 2003]. А если речь идет об IPO, как в примере ниже, то возможности шортить акции в первые дни торгов ограничивают банки-андеррайтеры: тем, кто собирается открыть короткие позиции, акции попросту не продают.
- В-третьих, препятствием является и возможный краткосрочный горизонт рациональных инвесторов (трейдеров). Краткосрочный горизонт открытого фонда может объясняться, например, тем, что даже если его управляющий корректно оценивает стоимость актива как завышенную, то пайщики фонда, среди которых может оказаться много иррациональных, могут «проголосовать ногами» и вывести деньги из фонда, если переоцененный актив, который продал вкраткую управляющий, вдруг завтра вырастет в цене. Чтобы рассчитаться с ними, управляющий должен будет аккумулировать наличность и может быть вынужден закрывать короткие позиции. Кстати, физическая невозможность взять в долг и короткий горизонт инвесторов – это связанные вещи. Поскольку никто не знает, когда рынок рухнет, то брать в долг желательно на длительный срок, а в силу короткого горизонта на длительный срок не очень-то дают.
- В-четвертых, короткая продажа является сделкой с более высокими транзакционными издержками, нежели простая покупка, ибо инвестор платит проценты за то, что он занимает акции. Если актив не падает в цене долго, эти проценты могут накопиться и перевесить выгоды от падения цены. Процентная ставка по шортам может быть очень высокой, при этом она тем выше, чем больше разброс мнений относительно оценки тех или иных акций, то есть в той ситуации, в которой, согласно Миллеру, цена акций может быть более завышена! В период пика интернет-пузыря ставки по отдельным акциям, даваемым в займы, доходили до 50% годовых! [D'Avolio, 2002]. Это логично. Если спекулянты понимают, во что они играют, то есть осознают, что на рынке пузырь, они понимают и то, что акции могут обрушиться в любой момент и сильно, и эти риски могут перевесить только очень высокие проценты, взимаемые за одалживаемые акции.
- В-пятых, спекулянт, занявший акции для того, чтобы продать их вкраткую, несет риск того, что владелец акций потребует вернуть их когда захочет, а это колоссальный риск. И опять же, вероятность отзыва акций тем выше, чем они больше выросли в цене [Там же], а это как раз самое неблагоприятное развитие событий для продавцов вкраткую.
- Наконец, поскольку акции надо занимать, то открытие шорта – это торговля с рычагом. Тот, кто занял акцию, должен разместить депозит на счете кредитора. Если акция растет в цене, то деньги нужно доносить, и в случае продолжительного роста у инвестора может просто не хватить капитала и он вынужден будет закрыть шорт, то есть откупить акции, когда они выросли, а не упали. Иными словами, инвестор, играющий на заемные деньги и поставивший на понижение цены актива, может успеть обанкротиться до того, как актив упадет в цене. В связи с этой идеей очень интересно наблюдение Марка Фабера: «Характерным признаком инвестиционной мании являются спекулянты, которые становятся медведями слишком рано и несут на этом очень большие убытки. Это происходит потому, что больше всего вкраткую

продается именно самых переоцененных и спорных акций. Поэтому в конце инвестиционной мании мы зачастую наблюдаем массированное выдавливание игроков в самом спекулятивном секторе рынка, в это время моментум-трейдеры целенаправленно вздувают цены на акции с самым большим количеством шортов, для того чтобы игроки вкратку были вынуждены закрыть позиции» [Faberg, 2008, p. 157–158]. Что касается открытия шортов в случае переоценки акций по отношению к их фундаментальной стоимости, известный исследователь финансовых пузырей Чарльз Киндлебергер тоже заметил, что «делая ставку на фундаментальные факторы, можно потерять последнюю рубашку» [Kindleberger, 1989, p. 225].

После краха интернет-пузыря в обиходе ученых-финансистов даже появилось выражение «риск синхронизации», впервые употребленное в [Abreu, Brunnermeier, 2002] (см. также [Abreu, Brunnermeier, 2003]). Под риском синхронизации понимается следующая простая идея: если одному, даже крупному, инвестору не под силу обвалить рынок и он не знает, что будут делать другие – играть на повышение или понижение, он может предпочесть какое-то время на понижение не играть, а ждать, когда ситуация станет более очевидной. Таким образом, у рациональных игроков может не быть стимула играть на понижение, даже если они своими действиями способны привести цену в нормальное состояние. Идея о риске синхронизации объясняет избыточную реакцию на новости. Новость может не содержать никакой принципиальной информации о стоимости актива, но усиливать синхронизацию. Эти рассуждения вполне укладываются в логику информационного каскада.

Может сложиться и ситуация, когда «умные деньги» уже не могут повлиять на уровень цен на рынке. Если они закрыли все свои позиции, однако это не привело к падению цен и возникновению пессимизма у иррациональных и те не начали продавать, но при этом «умные деньги» акциями больше не владеют и, следовательно, продать вкратку их невозможно, тогда получается, что «умные деньги» сделали все, что могли: они не могут увеличить предложение акций на продажу и усилить давление на цену. Таким образом, давление на рынок со стороны рациональных полностью отсутствует – в игре одни иррациональные, и нужно ждать, когда переменятся именно их настроения.

Яркий пример такой ситуации приводится в [Lamont, Thaler, 2003]. Это IPO компании Palm – производителя Palm Pilot, 100%-ной «дочки» компании 3Com. Расчетная капитализация 3Com без учета Palm и денежных средств и ценных бумаг на балансе составляла минус 22 млрд долларов! «Умные деньги» быстро сообразили, что нужно купить акции 3Com и отшортить акции Palm – казалось бы, это беспроигрышная стратегия. Однако процентная ставка по шортам Palm в июле 2000 года достигала 35%, что сдерживало действия арбитражеров. В этой ситуации даже те инвесторы, которые были уверены на все 100%, что акции Palm упадут, могли не получить никакой прибыли. Таким образом, цена Palm некоторое время находилась под контролем иррациональных.

Итак, продавать акции вкратку затратно, рискованно и не всегда технически возможно. В итоге рациональные стоят перед выбором: действовать исходя из своих представлений о стоимости актива, то есть ставить на то, что рынок обязательно, хотя и неизвестно когда, скорректируется, или же сыграть с иррациональными в игру на повышение. В случае если иррациональных, еще не вступивших в игру, еще много, рост может продолжиться. При этом рациональные понимают, что иррациональные способны экстраполировать в будущее прошлый рост, а следовательно, при превышении определенных ценовых уровней именно покупать, а не продавать. Такие стратегии по-английски называются моментум-стратегиями (momentum strategies, momentum – это движение), их суть хорошо описывает русская пословица «куй железо, пока горячо». Их называют еще стратегиями позитивной обратной связи (positive feedback strategies).

Шлейфер и Вишни установили и задокументировали в статье «Границы арбитража», что в исследованный ими период 1977–1993 годов моментум-стратегии действительно были оправданными, но эти годы не были периодом пузыря – это был всего лишь рынок быков. Так, если отсортировать акции по предыдущим темпам роста или по размеру отклонений

фактической прибыли от ожидавшейся («сюрпризам» в отношении прибыли), то становится очевидным, что вложения в те акции, цены на которые лучше всего росли в прошлом, либо в те, где «сюрпризы» в отношении прибыли были максимальными, дают лучшую доходность, чем в оставшиеся, и эта разница весьма существенна. Более того, этот эффект действует и на относительно длинных интервалах – полгода и год. Однако Шляйфер и Вишни полагают, что эффект сверхдоходности связан не только с тем, что трейдеры избирают моментум-стратегии, но и с тем, что рынок все же довольно медленно реагирует (или недореагирует) на позитивные и негативные новости.

Теоретическую возможность существования пузырей, которые надуваются из-за того, что иррациональные играют подобным образом, а на короткие продажи существуют ограничения, доказать легче всего. Однако, как показал, например, Жан Тироля [Tirole, 1982], ни наличие двух типов инвесторов, ни существование ограничений на короткие продажи не являются обязательными условиями надувания пузыря. Пузыри могут раздуваться и там, где все трейдеры рациональны и имеют рациональные ожидания; для надувания пузыря достаточно лишь разного отношения к риску среди инвесторов, и, соответственно, разброса в применяемых ставках дисконтирования: при разных ставках дисконтирования мы получим различные оценки одного и того же актива разными инвесторами, даже если эти инвесторы одинаково оценивают его финансовые перспективы. Такие пузыри получили название рациональных пузырей (rational bubbles). Рациональный пузырь – это разновидность самореализующегося прогноза.

Понятие рационального пузыря было впервые введено в 1982 году в известной статье макроэкономистов Оливера Бланшара (Oliver Blanchard) и Марка Уотсона (Mark Watson) «Пузыри, рациональные ожидания и финансовые рынки» («Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets»), хотя сама идея о том, что финансовые пузыри могут быть совместимы с рациональными ожиданиями, высказывалась и раньше. Так, например, Флад и Гарбер [Flood, Garber 1980] высказали мысль о том, что пузырь может надуться там, где текущий уровень цен существенным образом зависит от ожиданий будущего уровня цен; правда, эту идею авторы рассматривали на примере гиперинфляции, но между гиперинфляцией и финансовыми пузырями много общего.

По мнению Бланшара и Уотсона, рациональные пузыри возникают на рынках, где стоимость активов трудно оценить. К таковым они относят, кстати, такой прозаический и давно существующий инструмент, как золото, и объясняют это тем, что золото, помимо использования в промышленности, выполняет еще и резервные функции. А спрос на золото как объект для инвестиций не поддается рациональному подсчету.

Модель рационального пузыря очень проста. В каждый момент времени спекулянт оценивает темпы будущего роста цены актива и вероятность роста и падения цены. Чем дольше росла цена или чем сильнее она взлетела, тем с большей вероятностью он ждет падения. Это объясняет тот факт, что по мере того как крах приближается, при рациональном пузыре цена должна расти быстрее – чтобы темп роста компенсировал возможные потери от краха. Иными словами, чтобы рынок не упал, рост должен ускоряться, а не замедляться. Кстати, можно заметить, что в реальной жизни такое случается очень часто. Кроме того, чем больше не любят риск трейдеры, тем быстрее должен надуваться пузырь, чтобы процесс не прервался.

По мнению Тироля [Tirole, 1982], надувание рационального пузыря случается там, где жизнь актива очень длинна, а еще лучше – бесконечна, как у золота или акции, потому что в данном случае нужно ожидание возможности перепродажи. Если же срок жизни активов ограничен или ограничено количество возможных сделок перепродажи, пузыри не должны случаться.

В модели Тироля важен еще дефицит актива (или, научно, неэластичность предложения по цене) в краткосрочной перспективе, в противном случае при малейшем росте цен на рынок выкинут много новых активов подобного типа, что подрубит повышательный тренд. Еще нужен ликвидный рынок и механизм социальной координации,

для того чтобы существовало общее убеждение о том, что цены будут продолжать расти.

С идеей рационального пузыря прекрасно согласуется тот факт, что зачастую финансовые крахи не имеют никакого непосредственного повода и случаются внезапно, как бы на пустом месте. Шиллер пишет, что крах рынка интернет-акций в 2000 году «не был вызван никакой новостью, кроме новостей о самом крахе» [Shiller, 2005, p. 100]. С точки зрения моментум-трейдеров это вполне логично: если рынок развернулся, пора продавать. А вот что по этому поводу заметил Киндлебергер: «Кого обвинять? *Causa remota* (отдаленную причину. – Е.Ч.) или *causa proxima* (непосредственную причину. – Е.Ч.)? *Causa remota* кризиса – это спекуляция и расширенный кредит; *causa proxima* – это какой-то инцидент, который подрывает доверие к системе, заставляет людей думать об опасности падения, ведет к тому, что они выходят из инвестиций в сырьевые товары, акции, недвижимость, иностранную валюту, облигации – это может быть что угодно – обратно в наличные. Сама по себе *causa proxima* может быть тривиальной: банкротство, самоубийство, бегство, отказ в кредите заемщику, какое-то изменение во взглядах, которое заставляет крупного игрока сливать» [Kindleberger, 1989, p. 120].

Кстати, тот факт, что даже небольшое падение может развернуть тренд, был подмечен уже давно, никак не позже XIX века. Это заметили (без построения сложных теорий рыночного равновесия) спекулянты, торгующие на бирже. Как пишет Бернард Барух, «представляется, что в движении рынка есть циклический ритм. Рынок быков, например, будет неуклонно ползти вверх, а потом что-нибудь случится – тривиальное или важное – первый человек продаст, затем остальные продадут, и “непрерывность мысли”, ведущая к более высоким ценам, нарушится» [Baruch, 1993, p. 243].

Возможность существования рациональных пузырей была показана и в рамках экспериментальной экономики. Ученые, специализирующиеся на экспериментах, пытаются моделировать экономическое поведение в лабораторных условиях. В сфере моделирования финансовых пузырей тоже кое-что сделано. Так, интересный эксперимент был проведен в лаборатории Калифорнийского технологического университета в середине 1990-х годов. Авторы эксперимента создали рынок некоего актива (ценной бумаги), который они специально для этого изобрели. Торги шли 15 периодов. Актив характеризовался следующими параметрами: владелец ценной бумаги получал 24 цента дивидендов в конце каждого из 15 периодов, или 3,6 доллара, если бумага была у него на руках все время. Нетрудно рассчитать справедливую цену такой бумаги: 3,6 доллара в самом начале торгов, 3,36 – по окончании 1-го периода, и т.д., 0 – по окончании 15-го периода. Были запущены торги, и на них фиксировались цены спроса и предложения и цены сделок, которые помечали на графике. Они зафиксировали следующее: вплоть до 14-го раунда цена держалась на уровне 3,5 доллара за бумагу. Таким образом, авторы эксперимента смоделировали самый настоящий пузырь. Когда участников торгов спросили, почему они покупали бумаги по таким ценам, большинство ответили так: “Я знал, что цена слишком высока, но я думал купить бумагу, получить дивиденды пару раз, а потом продать следующему”. Это и есть теория большого дурака» [Camerer, 1997].

Как бы то ни было, обстоятельства могут сложиться таким образом, что в результате корректной оценки рациональными переоцененности конкретного рынка и соответствующих действий (при этом, как показано выше, не важно, были ли это изначально покупки или шорты, которые впоследствии были закрыты) пузырь может раздуться еще больше. Так, например, произошло во второй половине 1980-х годов, когда многие профессионалы поняли, что японский рынок акций переоценен. Ларри Нил усмотрел признаки «рационального пузыря» в росте цен «Компании Южных морей» в июне 1970 года [Neal, 1990]. Другой ученый [Bates, 1991], исследовав динамику рынка фьючерсов на индекс S&P 500, предположил, что в ретроспективе крах 1987 года представляется схлопыванием рационального пузыря.

Сторонники бихевиористской теории, и не только они, весьма убедительно обосновали, что хуже поддаются арбитражу невоспроизводимые (низковоероятностные) ситуации, так как

в них риски гораздо труднее оценить, а следовательно, желающих заниматься арбитражем меньше. В случае если какое-либо явление является уникальным, а не регулярным, и коррекция может занять более длительное время. Это еще одна из причин, почему мы каждый раз обнаруживаем пузыри в принципиально новой сфере – за японскими акциями последовал Интернет.

Если Бланшар и Уотсон считают, что игра в экстраполяцию недавнего поведения акций в будущее может носить сознательный, то есть рациональный, характер, то бихевиористы, которые говорят о подобном эффекте, находят, как им и должно, другую причину – иррациональность инвестора. Они полагают, что люди грешат тем, что недооценивают события, произошедшие в далеком прошлом, по отношению к событиям в недавнем прошлом. Это одна из известных бихевиористских аномалий, «открытая» Каннеманом и Тверски. Люди переоценивают репрезентативность недавних событий, что в применении к фондовому рынку означает, что они могут прогнозировать дальнейший рост, если рынок шел вверх в последнее время. Парадокс ситуации состоит в том, что люди становятся более уверенными в будущей положительной динамике, если повышательный тренд наблюдается уже длительное время: предшествовавшее ему падение успевает почти полностью стереться из памяти. Именно в этот момент они начинают делать ставки на дальнейший подъем рынка, тогда как в это же время с точки зрения стоимостного анализа акции скорее всего переоценены, нежели недооценены, и нужно продавать.

Об этом эффекте предупреждают многие исследователи, не обязательно бихевиористы. Так, Марк Фабер пишет что «чем дольше растут цены на какие-либо активы, тем вероятнее, что кульминацией будет инвестиционная мания и рост цен станут считать постоянным» [Faber, 2008, p. 123, 134]. Дэвид Дреман утверждает: «Создается социальная реальность. Мнения сходятся и становятся “фактами”. Эксперты превращаются в зажигателей толпы (дословно cheerleaders – девушки из команды поддержки при профессиональных спортивных клубах. – Е.Ч.), которые одобряют события и сопровождают толпу дальше» [Dreman, 1998, p. 370–371].

Выше мы описали, какие существуют объективные рыночные ограничения на арбитраж. Но помимо этого есть еще и институциональные ограничения, которые не менее сильны. Под институциональными ограничениями я понимаю простую вещь – стимулы, которые действующая система задает менеджерам.

Что касается руководства компаний, то мощнейшим стимулом подгонять котировки является все большее распространение схем вознаграждения, предусматривающих предоставление опционов руководству компаний, особенно характерное для американского рынка. По мнению Майкла Дженсена (Michael Jensen) – ведущего исследователя данных схем из числа ученых, занимающихся корпоративными финансами, проблема опционных схем не в том, что они не работают, а в том, что они работают слишком хорошо<sup>15</sup>. Владение опционами стимулирует менеджеров раздувать котировки акций компаний всеми мыслимыми и немыслимыми способами, в том числе путем подкрашивания отчетности. А подкрашивание отчетности в последние годы облегчилось за счет распространения деривативов.

В статье «Просто скажите “нет” Уолл-стрит» Дженсен и Фуллер объясняют, чем еще помимо коллапса и потерь инвесторов опасно вздутие котировок. Стратегия «котировки любой ценой» приводит не только к тому, что в итоге они падают, но и к тому, что разрушается реальная стоимость компании. Дженсен и Фуллер приводят пример телекоммуникационной компании Nortel, которая в 1997–2001 годах для поддержания своих растущих котировок вынуждена была приобретать другие компании. Инвесторы ожидали от нее роста, а рост можно было обеспечить только за счет новых поглощений. В результате Nortel купила за этот период 19 компаний, потратив на все 32 млрд долларов, большинство

<sup>15</sup> См. его статью «Как опционы вознаграждают менеджеров за разрушение стоимости («How Stock Options Reward Managers for Destroying Value») и статью, написанную им в соавторстве с главой группы Monitor Джозефом Фуллером (Joseph Fuller), «Просто скажите “нет” Уолл-стрит» («Just Say No to Wall Street»).

из которых были списаны. Правда, во многих случаях она расплачивалась не живыми деньгами, а своими переоцененными акциями, так что реальный ущерб от этих приобретений трудно оценить.

Механизмов вздувания котировок менеджерами – множество. Один из них – выкуп акций с рынка самими компаниями (share repurchases). Согласно Роберту Бреннеру, в 1994–1998 годах компании использовали на выкуп собственных акций 509 млрд долларов – это чистые затраты, то есть с учетом выкупа собственных акций в ходе слияний и поглощений и за минусом новых средств, привлеченных от IPO. На это было потрачено около 50% всего привлеченного долга. Таким образом, выкупы акций сыграли фундаментальную роль в раздувании пузыря на фондовом рынке [Brenner, 2002, p. 147–148, 150–151].

Если речь идет об управляющих деньгами, то они могут строить инвестиционные стратегии, руководствуясь в первую очередь желанием сохранить свое рабочее место, и такие решения не всегда правильны с точки зрения пайщика фонда. Такой подход может вести к использованию стратегий, которые не позволяют много потерять или дают возможность уменьшить ответственность за потери, не сильно беспокоясь о том, как это влияет на возможность выигрыша.

Серьезную проблему создает прижившаяся практика оценки результатов менеджером по сравнению со средними показателями. Как говорит Мегги Махар в своей книге «Бык! История бума и краха» («Bull! A History of the Boom and Bust») – серьезном исследовании недавнего интернет-пузыря: «Если бы взорвался весь сектор интернет-акций, а управляющий потерял, скажем, только 15% клиентских денег, его бы ни в чем не обвинили, если бы индекс потерял 15% или больше» [Mahar, 2004, p. 295]. Вот комментарий одного из управляющих фондами: «Ты можешь быть прав и быть с толпой – это замечательно... Ты можешь быть прав и быть один – тогда ты герой. Ты можешь быть неправ и быть с толпой, что не так уж и плохо. Когда убытки у всех, твой убыток не причиняет вреда твоей карьере. Или ты можешь быть неправ и быть против толпы – тогда ты идиот» [Там же, p. 225].

В научной литературе все больше распространяется идея о том, что профессиональным управляющим деньгами может быть выгодно держаться центра стаи: если инвестиции эксцентричны, то при проигрыше управляющему пощады не будет. «Народная мудрость гласит, что лучше со всеми потерять, чем выиграть в одиночку» [Scharfstein, Stein, 1990]. В конце 1990 годов сложилась ситуация, когда управляющий фондом не мог себе позволить не владеть акциями интернет-компаний [Mahar, 2004, p. 299].

Дэвид Шарфштейн (David Scharfstein) и Джереми Стейн (Jeremy Stain) в известной статье «Стадное поведение и инвестиции» («Herd Behavior and Investment») уверяют, что именно стадностью можно объяснить крах 1987 года. Накануне краха многие думали, что рынок перегрет, однако акции продавать не спешили. Что, если они продадут, а акции еще вырастут в цене? Тогда их по головке не погладят. Если же акции упадут, то потеряют все. Если крах не мог предвидеть никто, то и с управляющим ничего не случится. В модели, предложенной этими авторами, управляющие деньгами принимают инвестиционные решения, думая о том, что тем самым они посылают рынку сигнал о своей квалификации. Рынок не различает квалификацию менеджеров, которые могут быть «умными» и «тупыми». Теоретически рынок мог бы оценивать квалификации менеджеров по конечному результату, но только теоретически – нужно долго ждать, плюс имеет место фактор случайности. Гораздо проще, говорят Шарфштейн и Стейн, оценить квалификации управляющих по действиям. Действия менеджеров, которые принимают «правильные» решения, должны быть одинаковы, ведь они призваны отражать одну и ту же «правду». Того, кто действует в противоход, скорее признают управляющим с низкой квалификацией. Кроме того, плохая квалификация провалившегося менеджера выявляется только в том случае, если он был оригинален. Если же он действовал как все, то его профнепригодность остается незамеченной. В результате за «толпой» могут последовать не только плохие менеджеры, но и специалисты выше среднего уровня.

На мой взгляд, это очень похоже на правду для ситуаций, когда горизонт оценки

менеджеров краткосрочный. А в большинстве случаев он таковым и является – результаты деятельности взаимных фондов оцениваются ежеквартально, а это слишком короткий промежуток времени, чтобы сыграла долгосрочная стратегия инвестирования в противоход (*contrarian*). Полная аналогия с короткими продажами переоцененных акций – когда-то рынок упадет, но до этого можно успеть пойти ко дну. И здесь мы наблюдаем то же самое: управляющий может быть и прав, но его могут уволить быстрее, чем выяснится, прав ли он. И как мы сейчас увидим, его могут уволить, даже если его правота подтвердится!

Около 77% управляющих фондами преследуют стратегию моментум-трейдинга [Grinblatt, Titman, Wermers, 1995], и она дает лучшие результаты, чем альтернативные стратегии (исследовался период 1975–1984 годов).

Аналогично стадное поведение может наблюдаться и в действиях аналитиков. Наличие влияния аналитиков, делающих прогноз или дающих оценку первыми, на тех, кто делает это позднее, и тенденции усреднять рекомендации задокументировано, например, в [Welch, 2000]. В этой работе показано, что тенденция стремления к консенсусу сильнее во времена растущего рынка; иными словами, во время бычьего рынка рыночная информация хуже агрегируется, и отдельная новость может иметь большое влияние. (Автор признает, что объяснений тому, почему поведение выглядит более стадным во время рынка быков, экономическая наука пока не предложила.) Объяснение возможных причин стадного поведения аналитиков приводится, например, в [Hong, Kubik, Amit, 2000]. В этой работе показано, что менее опытные аналитики меньше отклоняются от консенсуса, чем более опытные, и, видимо, по этой причине риск потери работы в результате плохого прогноза для неопытного аналитика выше. Еще одна идея, высказанная в [Klein, 1990], связана с тем, что никто из аналитиков не хочет, например, быть первым провозвестником плохих новостей (негативного прогноза по компании), так как это может настроить против него менеджмент<sup>16</sup>.

Причина бычьих настроений аналитиков инвестиционных банков – в косвенном, но очень ощутимом давлении со стороны банка. Мегги Махар, также уверяющая, что «у каждого, кто избирает умные разглагольствования на финансовые темы, есть очень внятный мотив, чтобы стать быком» [Mahar, 2004, p. 306], приводит пример главного рыночного стратега банка Warburg, Гейл Дудак (Gail Dudack). Она была одной из немногих, публично высказывавшихся о том, что пузырь должен был лопнуть. При этом Дудак понимала, что ничем хорошим для карьеры это не закончится. Ей принадлежат слова: «Быть медведем плохо для карьеры и для того, чтобы заводить себе новых друзей» [Там же, p. 306]. За свои публичные заявления о переоценке интернет-акций она была обвинена в непатриотичности и уволена из телевизионного шоу, посвященного инвестициям. Тот факт, что Дудак была права, не сделал ее более популярной даже после коллапса акций. Вместо этого осенью 2000 года, через шесть месяцев после того, как было объявлено о слиянии ее банка с Pain Webber, Дудак была уволена [Там же, p. 312]. А пузырь лопнул в марте.

На этом я хотела бы закончить рассказ о финансовых теориях, объясняющих возникновение пузырей на фондовом рынке и других рынках инвестиционных активов. Логическим продолжением темы является рассказ о факторах, способствующих надуванию финансового пузыря, и его признаках. На эту тему см. мою статью [Чиркова 2010б] или книгу [Чиркова 2010а].

### Список литературы

1. Чиркова Е.В. Анатомия финансового пузыря. М.: Кейс, 2010а.
2. Чиркова Е.В. Анатомия финансового пузыря // Экономическая политика. 2010б. № 1.
3. Abreu, D., and Brunnermeier, M. (2003), Bubbles and Crashes, *Econometrica*, 71(1) (2003).

<sup>16</sup> Это относительно старая работа. Принятие закона Сарбейнса-Оксли, по идее, должно было ослабить данный эффект, так как, согласно закону, все аналитики имеют теперь равный «доступ к телу» менеджеров компаний, которые они анализируют.

4. Baruch, B. (1993), *My Own Story*. Buccaneer Books; Cutchogue N.Y.
5. Bates, D. (1991), *The Crash of '87: Was It Expected? The Evidence from Options Markets*, *Journal of Finance*, 46(3) (1991).
6. Blanchard, O., and Watson, M. (1982), *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets* / P. Wachtel. *Crises in the Economics and Financial Structure*. Lexington Books; Lexington.
7. Camerer, C. (1997), *Taxi Drivers and Beauty Contests*, *Engineering and Science*, 1 (1997).
8. D'Avolio, G. (2002), *The Market for Borrowing Stock*, *Journal of Financial Economics*, 66(2–3) (2002).
9. Dreman, D. (1997), *Psychology and the Stock Market*. Amacom; N.-Y.
10. Faber, M. (2008), *Tomorrow's Gold. Asia's Age of Discovery*. CLSA Books; Hong Kong.
11. Flood, R. Garber, P. (1980), *Market Fundamentals vs. Price Bubbles: The First Tests*, *Journal of Political Economy*, 88(4) (1980).
12. Fuller, J. Jensen, M. (2002), *Just Say No To Wall Street*, *Journal of Applied Corporate Finance*. 14(4) (2002).
13. Grinblatt, M. (1995), Titman, Sh. Russ, W. *Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior*, *American Economic Review*. 75(5) (1995).
14. Hong, H., Kubik, J., and Solomon, A. (2000), *Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts*, *RAND Journal of Economics*, 31(1) (2000).
15. Jensen, M. (2001), *How Stock Options Reward Managers for Destroying Value*, *Harvard NOM Research Paper*, 04–27 (2001).
16. Kindleberger, Ch. (1989), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Basic Books; N.Y.
17. Klein, A. (1990), *A Direct Test of the Cognitive Bias Theory of Share Price Reversals*, *Journal of Accounting and Economics*, 13(2) (1990).
18. Lamont, O., and Thaler, R. (2003), *Can the Market Add and Subtract? Misspricing in Stock Market Carve-Outs*, *Journal of Political Economy*, 111(2) (2003).
19. Mahar, M. (2004), *Bull! A History of the Boom and Bust*. Harper Collins Publishers; N.Y.
20. Neal, L. (1990), *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. – Cambridge University Press; Cambridge, UK.
21. Scharfstein, D., and Stein, J. (1990), *Herd Behavior and Investment*, *American Economic Review*, 80(3) (1990).
22. Shiller, R. (2005), *Irrational Exuberance*. Broadway Books; N.Y.
23. Tirole, J. (1982), *On the Possibility of Speculation under Rational Expectations*, *Econometrica*, 50(5) (1982).
24. Welch, I. (2000), *Herding Among Security Analysts*, *Journal of Financial Economics*, 58(3) (2000).