

**В ЗАЩИТУ  
ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО  
АНАЛИЗА:  
КРИТИКА ГИПОТЕЗЫ  
ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА**

*Ф. ШОСТАК*

главный экономист Ord Minnett Jardine  
Fleming Futures, Сидней, Австралия

Перевод А. КУРЫШЕВОЙ

---

Представленные в данной работе взгляды являются авторскими и не обязательно представляют идеи Ord Minnett Jardine Fleming Futures. Автор выражает благодарность за полезные комментарии двум анонимным рецензентам.

Работа опубликована в Review of Austrian Economics (1997. V. 10. № 2. P. 27–45).

---

© The Mises Institute, Auburn,  
Alabama, Mises.org., 2002

**Ш**ИРОКУЮ поддержку получила идея о том, что рынки финансовых активов всегда полностью отражают всю доступную и релевантную информацию и что выявление новой информации происходит фактически мгновенно (обзор и критику соответствующей литературы см. в [9]). Такой образ мышления известен также как гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis, EMH). Она тесно связана с гипотезой рациональных ожиданий (Rational Expectations Hypothesis, REH), которая утверждает, что рыночные агенты по крайней мере так же хорошо могут прогнозировать изменение цен, как любая модель, предложенная ученым, который изучает финансовые рынки и располагает всей доступной информацией [2]. Точка зрения, согласно которой каждый является таким же хорошим предсказателем, как и любая модель, подразумевает, что эти прогнозы не отображают систематические изменения. Другими словами, подобные прогнозы верны в среднем [2]. Согласно EMH, все участники рынка, используя доступную информацию, достигают прогноза «рациональных ожиданий» относительно гарантированной в будущем прибыли от ценных бумаг, и эти прогнозы полностью отражаются в ценах, наблюдаемых на финансовых рынках. Изменение курса ценных бумаг будет обусловлено информацией, которую нельзя предсказать каким-то систематическим образом. Другими словами, стоимость активов реагирует только на неожиданную часть любой информации, в то время как ожидаемая часть уже заложена в ценах. Таким образом, если Центральный банк повысит ставку на 0,5% и если рыночные агенты ожидали такого поведения, то эффект этого ожидания отразится на курсовой стоимости цен-

ных бумаг до того, как Центральный банк повысит ставку.

Следовательно, когда Центральный банк повысит ставку на 0,5%, это повышение никак не отразится на курсе ценных бумаг. Стоит, однако, Центральному банку поднять ставку на 1% вместо ожидаемых рыночными агентами 0,5%, и курс ценных бумаг отреагирует на такое повышение.

Эффективность рынка означает, что частный инвестор не может перехитрить рынок, осуществляя торговлю на основе имеющейся информации. Применение ЕМН разрушительно для фундаментального анализа, так как подразумевает, что анализ прошлых данных мало чем поможет, потому что какую бы информацию этот анализ ни предоставлял, она уже содержится в значении курса ценных бумаг. Сторонники ЕМН утверждают, что если прошлые данные не содержат никакой информации для прогнозирования будущих цен, то, следовательно, не имеет смысла обращаться к фундаментальному анализу. Сделает свое простая тактика произвольной покупки и держания. Один из первых последователей ЕМН, сделавший этот подход общедоступным, — Бартон Г. Малкьел.

«Теория предполагает, что рынок возникает для того, чтобы реагировать на информацию о частных вложениях и экономике в целом настолько быстро, что никакая методика выбора портфеля — ни технический, ни фундаментальный анализ — не может превзойти стратегии простой покупки и хранения разнообразных ценных бумаг» [7, р. 194].

Соответственно, Малкьел утверждает, что «обезьянка с завязанными глазами, метающая дротики в листки с финансовой информацией, могла бы осуществить выбор портфеля с таким же успехом, что и специалисты, тщательно производящие отбор» [7, р. 194].

## ИМЕЕТ ЛИ СМЫСЛ ПОДХОД, ИСПОЛЬЗУЕМЫЙ ЕМН?

Главная проблема, связанная с ЕМН, заключается в том, что она предполагает, что все рыночные агенты приходят к прогнозу *рациональных ожиданий*. Это, однако, означает, что у всех участников рынка одинаковы ожидания дохода от ценных бумаг в будущем. Но если ожидания агентов гомогенны, почему тогда возникает торговля? В конце концов, торговля предполагает наличие гетерогенных ожиданий. На этом и играют «быки» и «медведи». Покупатель ожидает повышения курса ценных бумаг, в то время как продавец — падения курса. Даже если допустить, что современные технологии могут обеспечить равный доступ к новой информации для всех рыночных агентов, все равно останется множество вариантов интерпретации новостей. Подход ЕМН предполагает, что участники рынка обладают одинаковыми знаниями. Прогнозы рыночных агентов относительно курса ценных бумаг сосредоточены вокруг *истинной* ценности с отклонениями от произвольно распределенной *истинной* ценности, при предположении, что прибыль и убыток — случайные феномены. Это также означает, что поскольку в среднем каждому известна *истинная* внутренняя ценность, то никому не нужно будет учиться на прошлых ошибках, потому что ошибки эти случайны и, следовательно, любой анализ окажется бесполезным. Однако если все индивиды располагают разными знаниями, то эти различия повлияют на индивидуальный прогноз. Успех или провал предсказаний об изменении курса ценных бумаг не будет чисто случайным, как утверждает ЕМН, а должно быть соотнесено с индивидуальным знанием каждого. По словам Ганса-Германна Хоппе, «если бы знание одного было идентичным знанию другого, ни у кого не было бы необхо-

димости общаться. То, что люди общаются, доказывает необходимость признания неидентичности их знаний» [3].

Другая важная проблема, заложенная в подходе ЕМН, состоит в предположении о том, что любая стратегия «покупай-и-держи» хороша в той же мере, что и любая другая, и что на финансовых рынках нет простора для предпринимательской деятельности. По этому поводу Е.К. Пасуа-мл. писал: «Так как ЕМН — это версия теоремы о нулевой прибыли в ситуации конкурентного равновесия в традиционной теории фирмы, то очевидно, что слабые места ЕМН сходны с теми недостатками, которые имеют место в теориях долгосрочного конкурентного равновесия, в которых все внимание уделяется исключительно равновесному исходу, в то время как предпринимательская деятельность, породившая это равновесие, игнорируется» [9, р. 95–96].

Подход ЕМН, кроме того, создает впечатление, что фондовая биржа может существовать отдельно от реального мира. Однако фондовая биржа не функционирует *сама по себе*. Вот почему вложения в ценные бумаги должны рассматриваться как инвестиции в бизнес, а не просто как вложения в ценные бумаги. Перед тем как стать инвестором в бизнес, индивид занимается предпринимательской деятельностью. Другими словами, он распоряжается своим капиталом таким образом, чтобы обеспечить потребителю удовлетворение самых насущных потребностей. Это означает, что для предпринимателя основным критерием для вложения капитала является применение его в тех сферах деятельности, где осуществляется производство самых необходимых потребителю товаров и услуг. Именно эти усилия, направленные на удовлетворение первостепенных потребностей потребителей, являются источником прибыли, и только они руководят предпринимателями. Относительно этого Людвиг фон Мизес писал: «Сделки на фондовых биржах не созда-

ют ни прибыли, ни убытков, а только являются итогом прибыли и убытков, возникающих в процессе торговли и производства. Эти прибыли и убытки — результат общественного одобрения или неодобрения осуществленных в прошлом инвестиций — проявляются на фондовой бирже. Оборот на фондовой бирже не воздействует на общество. Наоборот, именно реакция общества на обычную ситуацию, когда инвесторы систематизируют производственную деятельность, предопределяет структуру цен на рынке ценных бумаг. В конечном счете как раз потребительское отношение влияет на увеличение курса одних акций и падение других» [8, р. 520].

Справедливо ли утверждать, что прошлая информация полностью заложена в ценах и, следовательно, несущественна? В конце концов, релевантная информация для участников рынка ценных бумаг включает причины, которые вызывают изменения в реальных данных. Сомнительно, может ли продолжительность и сила действия различных причин быть учтена участниками рынка. К примеру, ожидаемое понижение Центральным банком процентной ставки, которое считается старой информацией и, в соответствии с ЕМН, не произведет никакого эффекта, в действительности приведет в движение циклический процесс бума с последующей депрессией. Точно так же различные причины, однажды приведенные в движение, изначально воздействуют на реальный доход лишь нескольких индивидов. С течением времени, однако, действие этих причин распространяется на более широкий спектр индивидов. Очевидно, эти изменения реальных доходов индивидов повлекут за собой изменения в соответствующих ценах активов. Следовательно, утверждать, что каким-то образом рынок быстро объединит все будущие изменения, которые произойдут по различным настоящим причинам, не объясняя нам, как это происходит, — зна-

чит уклоняться от ответа. Необходимо осознать, что рынки охватывают частных вкладчиков, которым требуется время для того, чтобы понять воздействие различных причин на реальные события и на стоимость финансовых активов. Даже если отдельная причина была ожидаема рынком, это вовсе не означает, что она была понята и, соответственно, просчитана. Трудно вообразить, что действие отдельной причины, начинающееся с нескольких индивидов и распространяющееся через некоторое время на многих индивидов, может быть оценено и понято немедленно. Для этого необходимо, чтобы участники рынка могли сразу же оценить реакцию потребителей и просчитать ответную реакцию на данную причину. Это, разумеется, должно означать, что участники рынка должны не только знать предпочтения потребителей, но и то, как эти предпочтения будут изменяться. Однако потребительские предпочтения не могут быть выявлены прежде, чем потребитель сделает выбор.

Если принять подход ЕМН и таким образом допустить, что рынок всегда находится в равновесии, тогда не останется места для каких-либо консультативных служб по инвестированию, к примеру. Любой, кто принимает во внимание советы инвесторам, должен считать неравновесие — или, если уж на то пошло, неэффективность — само собой разумеющимся. Само существование консалтинговой индустрии является явным отказом от ЕМН.

### **ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ ПРИБЫЛЬ СЛУЧАЙНЫМ ФЕНОМЕНОМ?**

Сторонники ЕМН утверждают, что основная идея их подхода состоит в том, что сверхприбыль не может быть отражена в общедоступной информации. Они утверждают, что любой успешный способ получения прибыли должен быть в конечном счете самоустрашимым. На этом фоне некоторые из защитников

ЕМН высказывают сомнения в адрес анализа статистических данных, который применяется для установления контроля над курсом ценных бумаг. Фактически, эти сторонники ЕМН даже утверждают, что автоматические действия шимпанзе, метающей дротики, вполне могут служить заменой предпринимательской деятельности. Другими словами, этот подход предполагает пассивность и отказ от активных поисков лучших возможностей.

Итак, действительно, прибыль как таковая не может быть устойчивым явлением. Однако причины этого вовсе не те, на которые указывает ЕМН. Прибыль возникает тогда, когда предприниматель обнаруживает, что стоимость определенных производственных факторов ниже потенциальной стоимости продукта, который эти факторы, однажды использованные, могли бы создать. Видя это несоответствие и действуя в этом направлении, предприниматель устраняет разницу, т.е. исключает возможность получения прибыли. Согласно Мюррею Н. Ротбарду, «каждый предприниматель, таким образом, выступает инвестором процесса, потому что он надеется получить прибыль, то есть потому, что он полагает, что рынок недооценил и недостаточно капитализировал факторы производства по сравнению с будущим доходом от них» [12, р. 466].

Признание существования потенциальных прибылей означает, что предприниматель располагает особыми знаниями, которых у других людей нет. То, что существуют эти уникальные знания, означает, что прибыль не есть результат случайных событий, как утверждает ЕМН. Чтобы предприниматель получил прибыль, он должен заняться планированием и изучить потребительские предпочтения. Следовательно, получают прибыль те предприниматели, кто преуспевает в прогнозировании будущих потребительских предпочтений.

Планирование и исследования не могут гарантировать получение прибыли.

Различные непредвиденные события могут разрушить прогнозы предпринимателя. Ошибки, которые влекут за собой убытки, являются неотъемлемой частью рыночной экономики, управляют процессом распределения ресурсов в переменной окружающей среде в зависимости от того, что диктует потребитель. Неопределенность — это часть сферы человеческой деятельности, которая заставляет индивидов занимать активные позиции, а не пассивно подчиняться, как подразумевает ЕМН. ЕМН рассматривает акт инвестирования наравне с азартной игрой в казино. По словам Людвига фон Мизеса, однако, распространенное заблуждение — считать прибыль предпринимателя вознаграждением за риск, который он принимает на себя. Это взгляд на предпринимателя как на азартного игрока, который вкладывает деньги в лотерею, взвесив благоприятные шансы выиграть приз против неблагоприятных шансов потери ставки. Это мнение проявляется наиболее ярко при описании сделки на фондовой бирже как разновидности азартной игры.

Вслед за этим Мизес говорит: «каждое слово в этом рассуждении ложно. Владелец капитала не выбирает между большим риском, меньшим риском и безопасным инвестированием. Самим механизмом рыночной экономики он принужден вкладывать свои средства таким образом, чтобы удовлетворить самые острые нужды потребителей в наибольшей степени».

Затем Мизес добавляет: «капиталист никогда не выбирает те капиталовложения, где, согласно его представлениям о будущем, опасность потерь будет минимальной. Он выбирает те капиталовложения, из которых он надеется извлечь максимально возможную прибыль» [8, р. 809–810].

ЕМН изображает фондовую биржу как азартное заведение, обособленное от реального мира. Однако Мизес возражает, что «успех или провал вложений в

выбранные акции, облигации и другие виды активов зависит в конечном счете от тех же факторов, которые предопределяют успех или провал вкладываемого рискованного капитала. Здесь не наблюдается ничего похожего на независимость от превратностей рынка» [8, р. 810].

Далее — о том же: «Анализ рынка ценных бумаг не может отменить прошлого действия и не может как-то повлиять на ограниченность конвертируемости капитала. Что он может — так это предотвратить дополнительные инвестиции в отрасли и предприятия, в которые, согласно мнению исследователей, капитал помещать не следует. Он указывает особое направление, в котором развивается тенденция, преобладающая в рыночной экономике, — расширение выпуска выгодной продукции и ограничение невыгодной. В этом смысле фондовая биржа оказывается просто в фокусе рыночной экономики, становится основным средством превращения прогнозируемого потребительского спроса в силу, руководящую бизнесом [8, р. 517–518].

Вопреки принятому образу мышления, «предпринимательская прибыль не является “вознаграждением”, которое покупатели выплачивают продавцу, обслужившему их лучше других медлительных посредственностей; она выступает результатом стремления покупателей предложить более высокую цену по сравнению с другими, в равной степени спешащими приобрести долю продукта, предложение которого ограничено» [8, р. 300].

## СПРАВЕДЛИВОСТЬ СТАТИСТИЧЕСКОЙ ВЕРИФИКАЦИИ ЕМН

Предполагаемая правильность ЕМН основывается на многочисленных статистических проверках, которые вроде бы должны выявлять справедливость ЕМН. Эти проверки опираются на предположение, что доходы от инвестированного

капитала последовательно независимы и что их вероятностное распределение не изменяется с течением времени. Что такое вероятность? Вероятность события обозначает отношение числа произошедших событий к общему числу попыток. К примеру, вероятность того, что монета упадет «орлом» вверх, составляет 50%. Это не означает, что, если подкинуть монету 10 раз, то обязательно 5 из них монета упадет «орлом» вверх. Однако если эксперимент повторять много раз, то вероятнее всего половина упадет «орлом». Чем больше количество попыток, тем больше вероятность приближается к действительности.

Или, скажем, установлено, что в определенном регионе вероятность возгорания деревянных домов составляет 0,1. Другими словами, на основе опыта заключили, что в среднем 1% деревянных домов сгорит. Это не означает, что в этом или в следующем году процент сгоревших домов составит ровно 1. Каждый год эта цифра может меняться. Однако через некоторое время будет подсчитано среднее значение — 1%.

Эта информация, в свою очередь, может быть преобразована в стоимостное значение убытков, наносимых огнем, посредством установления страховой премии на случай пожара. Владельцы деревянных домов могут решиться на создание страхового фонда, т.е. каждый владелец деревянного дома должен сделать вклад, который составит определенную долю суммы, необходимой для того, чтобы возместить убытки, нанесенные огнем. Отметим, что страховка на случай пожара существует только потому, что нам известна вероятность возникновения пожара, а также потому, что количество владельцев деревянных домов достаточно для того, чтобы разделить стоимость повреждений между собой таким образом, чтобы страховая премия не оказалась чрезмерной. В этом смысле владельцы деревянных домов все являются членами отдельной груп-

пы или класса, подверженного риску пожара. Нам известно, что в среднем 1% членов этой группы столкнется с огнем. Однако мы не знаем точно, кто это будет. Для существования страховой премии очень важно, чтобы члены группы были однородны по отношению к определенному явлению.

Если, однако, мы имеем дело не с гомогенными уникальными случаями, то их следует трактовать как дифференцированные группы, и очевидно, что здесь нельзя будет объединить средства на случай риска, хотя нам по-прежнему известна вероятность риска. В этом случае предпринимательскую деятельность следует рассматривать как не подлежащую страхованию. Она уникальна и имеет свои особенности, и невозможно вычислить вероятность этой деятельности. (Как мы уже убедились, определение вероятности опирается на предположение, что мы имеем дело с определенными повторяющимися событиями. Если, однако, событие не является повторяющимся, то никакая его вероятность не может быть вычислена.) Таким образом, доход от частных инвестиций специфичен и уникален. Он возникает как результат уникальной и неповторимой предпринимательской деятельности. Прибыль возникает всякий раз, когда предприниматель обнаруживает, что стоимость определенных производственных факторов меньше стоимости конечного продукта. Как только он начинает что-то делать в этом направлении, он устраняет потенциал для будущей прибыли. Чтобы предприниматель получил прибыль снова, ему следует заняться другим видом деятельности. Также ни один предприниматель не может знать, какие идеи у него родятся в будущем.

Если бы предпринимательскую деятельность как таковую можно было повторить и вычислить вероятность получения прибыли, то предприниматели были бы не нужны. В конце концов, предприниматель — это личность, кото-

рая направляет свою деятельность на выявление потребительских предпочтений. Предпочтения эти, однако, никогда не могут быть постоянными. Сегодня потребитель предпочитает определенный продукт, на следующий день он переключает свое внимание на другие товары и услуги. Это, конечно, исключает любую возможность вычисления вероятности. Предположение, что такая вероятность может быть установлена, как утверждают приверженцы ЕМН, является абсурдным, так как описывает оно не мир живых людей, реализующих свободу выбора, а мир механизмов с известными качествами и характеристиками, машин, никогда не изменяющих своих предпочтений и служащих объектом случайных ошибок и неудач. По Мизесу, «предприниматели действуют не как члены определенного класса, а как личности. Ни один предприниматель ничуть не беспокоится по поводу судьбы всего предпринимательства. Предпринимателю как индивидуальности безразлично, что происходит с другими людьми, которых различные теории, согласно определенным характеристикам, причисляют к тому же классу, что и его. В реальности существует только прибыль, которую получает эффективный предприниматель» [8, р. 299].

Статистические проверки ЕМН, создающие впечатление, что вероятность получения дохода от капиталовложений можно определить, ошибочны. Эти проверки основываются на статистических данных о прибыли, а затем делается наивный вывод, что среднее значение этих прибылей будет так же актуально в будущем. Допустим, в первый год доход от предпринимательской деятельности составил 10% от инвестиций, во второй год — 15%. В третий год — 1%, в четвертый год — 2%. Среднее значение этих прибылей составит 7%. Здесь мы вычислили среднестатистическое значение прибыли. Это, однако, никоим образом не означает, что мы можем оп-

ределить вероятность тем же способом, что и при вычислении риска пожара или при эксперименте с монеткой. Деятельность каждого человека как таковая уникальна, и ее нельзя анализировать, применяя те же методы, что и при анализе объекта. Следовательно, исторические данные, неправильно представляемые как последовательность временных периодов, являются, фактически, выражением негомогенных частей информации. Всякий наблюдаемый факт является уникальным, неповторяющимся событием, вызванным конкретной индивидуальной реакцией. Это, в свою очередь, означает, что для того, чтобы исторические факты имели смысл, нужно тщательно изучить их, но не с помощью математических и статистических методов, а посредством понимания основной идеи и того, как это возникло.

### ЧТО СТОИТ ЗА РЕЗКИМИ КОЛЕБАНИЯМИ КУРСА НА БИРЖЕ?

19 октября 1987 г. промышленный индекс Доу-Джонса упал на 22%. Многие последователи ЕМН были сбиты с толку. Какое рациональное объяснение столь резкого снижения этого показателя за один день могла предложить ЕМН? Андрей Шлейфер и Лоренс Х. Саммерс писали: «Согласно ЕМН — по крайней мере, согласно ее традиционной формулировке — 19 октября 1987 г. произошел обвал биржи и всего остального рынка» [14].

Некоторые другие специалисты пришли к похожему заключению, сделав вывод, что крах фондовой биржи, произошедший в октябре 1987 г. за один день, невозможно было объяснить в рамках фундаментального анализа. Это мнение позже подтверждалось в интервью, взятых Робертом Шиллером у маклеров, проявлявших активность во время октябрьского краха [13]. Сторонники ЕМН, однако, утверждали, что крах могли спровоцировать несколько важных сообще-

ний. В начале октября Конгресс грозился ввести налог на слияние, что сделало бы процесс слияния чрезмерно дорогим и могло бы положить конец буму слияния [7, р. 218]. Также министр финансов Джеймс Бейкер в октябре заявил, что будет способствовать дальнейшему снижению курса доллара, тем самым увеличив риск для иностранных инвесторов, а также испугав посредством этого отечественных инвесторов.

Специалисты, чувствовавшие, что ЕМН не дает адекватного объяснения масштабным движениям цен, которые длятся месяцами или даже годами, приступили к разработке альтернативных теорий. Новые теории предлагали поправки к ЕМН, допускавшие резкие колебания цен, получившие название мыльных пузырей [1]. Эти теории признавали возможность того, что наблюдаемые значения курсов ценных бумаг не всегда остаются равновесными. Большинство из этих теорий мыльных пузырей приписывали значительные колебания цен необычному или нерациональному поведению инвесторов. Причиной такого поведения, по их словам, является психология. Так, согласно новым теориям, изменение вкусов, причуд, а также неустойчивое и непостоянное настроение инвесторов могли привести мыльный пузырь в движение [6]. Попытки объяснить значительные колебания курса посредством меняющегося настроения создавали впечатление, что инвесторы — машины, механически реагирующие на эти настроения. Однако действия инвесторов сознательны и целенаправленны. Не существует какой-либо таинственной силы, принуждающей инвесторов провоцировать резкие колебания цен, отклоняющие их от равновесия; причина этому — только в сознательных действиях инвесторов. Как это возможно? В свободно развивающейся рыночной экономике ошибки предпринимателя порождают стимулы к их исправлению. Предположим, при прочих равных условиях, что в производство то-

вара *A* было вложено слишком много капитала, а в производство товара *B* — слишком мало. Эффект чрезмерного инвестирования производства товара *A* должен понизить прибыль от его продажи, так как излишек товара *A* можно реализовать только по ценам, которые ниже издержек. С другой стороны, эффект недостаточного инвестирования производства товара *B* поднимет его цену выше издержек, таким образом увеличив прибыль. Очевидно, это повлечет переток капитала от товара *A* к товару *B*, т.е. если инвестирование слишком интенсивно в одном направлении и недостаточно — в другом, то придут в движение противодействующие силы выравнивания [10, р. 5]. По этому поводу Ротбард писал, что «общая экономическая теория учит нас, что спрос и предложение всегда стремятся к рыночному равновесию и что, следовательно, цены продуктов, также как и цены требуемых факторов производства, всегда стремятся к некоей равновесной точке [11, р. 23].

Если имеют место резкие и продолжительные колебания стоимости активов, должен существовать механизм, разрушительный для функционирующей рыночной экономики. Согласно Мизесу, этот механизм приводится в действие денежной политикой Центрального банка [8, р. 538–586]. Проблемы начинаются, как только чиновники Центрального банка пытаются улучшить работоспособность свободной рыночной экономики. Как мы уже видели, в свободной рыночной экономике, развитию которой ничто не препятствует, ошибки порождают стимулы к их устранению. Эти стимулы, однако, исчезают, как только Центральный банк начинает «вспрыскивание» денег, посредством этого искусственно понижая процентные ставки ниже уровня, диктуемого потребительскими предпочтениями. В свободной рыночной экономике процентные ставки отражают временные потребительские предпочтения. Реагируя на процентные ставки, предпри-



ниматели, фактически, придерживаются потребительских указаний. Как только процентные ставки на финансовых рынках понижаются искусственно, они перестают отражать временные предпочтения потребителей. Это, в свою очередь, означает, что предприниматели, среагировав на процентные ставки на финансовых рынках, совершат ошибки, т.е. будут действовать вопреки желаниям потребителей. Пока политика искусственного снижения процентной ставки остается в силе, для предпринимателя не существует способов или средств узнать, что он совершает ошибку. Напротив, по мере того, как эта политика усиливается, она порождает кажущиеся доходы и видимость благосостояния. Чем длиннее период искусственного снижения процентной ставки, тем в большем масштабе будут распространяться ошибки, т.е. неподчинение предпринимателей, выполняющих волю потребителей. То, что предприниматели не придерживаются указаний потребителя, обнаруживается тогда, когда Центральный банк начинает стягивать денежные средства. В этом отношении Мизес писал: «Необходимо осознать, что экономический кризис возникает в результате демократического процесса развития рынка. Потребители проявляют недовольство использованием предпринимателем производственных факторов». Далее Мизес утверждает, что «как только кредитная экспансия прекращается, эти ошибки становятся очевидными. Позиция потребителей принуждает бизнесменов заново приспособлять свою деятельность к наиболее эффективному способу удовлетворения потребностей. Именно этот процесс ликвидации ошибок, совершенных в период бурного развития, и приспособления к желаниям потребителей и называется депрессией» [8, р. 505].

Теория цикла деловой активности Мизеса показывает, что искусственное снижение процентных ставок является поводом для ожиданий бурной деятель-

ности и высоких прибылей в секторе товаров производственного назначения. Это, в свою очередь, будет способствовать выделению денежных средств больше на промышленные товары, чем на потребительские. Это поднимет биржевой курс компаний, производящих товары производственного назначения, по отношению к курсу компаний, занимающихся производством потребительских товаров. Если снижение процентной ставки — единичное событие, в дальнейшем не поддерживаемое Центральным банком, то рыночная процентная ставка повысится. В ответ на это биржевой курс компаний, производящих промышленные товары, снизится, в то время как у компаний, производящих потребительские товары, — относительно повысится. Если, однако, Центральный банк цепляется за свой расплывчатый денежный фонд, это усилит рост курса предприятий, производящих промышленные товары, по отношению к курсу предприятий, производящих потребительские товары. «Впрыскивание» денег Центральным банком, которое в дальнейшем частично усиливается резервными банками, неизбежно повышает стоимость всех активов, включая курс акций. Всякий раз, как Центральный банк резервирует свой денежный запас, на фондовой бирже начинается депрессия. Масштаб депрессии предопределяется размахом предшествующего бума, т.е. размерами предшествовавшего рынка «быков» и слияния сбережений. Таким образом, чем дольше существовал рынок «быков», тем серьезнее будут совершаемые ошибки и тем жестче будет депрессия (т.е. рынок «медведей»). Если слияние сбережений расширяется, жесткость депрессии будет смягчена. Если, однако, слияние сужается, период рынка «медведей» может затянуться и быть ожесточеннее. Таким образом, австрийская, или мизесовская, теория цикла деловой активности предоставляет разумное обоснование резких колебаний курса ценных бумаг.

## ЗНАЧЕНИЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

Так как в действительности различные причины могут оказывать продолжительное влияние на реальные события, мы можем сделать вывод, что на финансовых рынках равновесие невозможно. Это, в свою очередь, обеспечивает возможность получения прибыли исходя из анализа исторических данных, с помощью которого происходит оценка будущих тенденций изменения стоимости курса ценных бумаг. Если, однако, это можно осуществить, почему тогда хорошие аналитики не становятся предпринимателями и не начинают работать на себя? Хорошая осведомленность еще не означает, что человек обладает предпринимательскими способностями. Предприниматель — это личность, готовая посмотреть в лицо неопределенности, присущей рынку, и обладающая умением это сделать [12, р. 501]. Предприниматель определяет свою деятельность, полагаясь на собственные суждения. Согласно Мизесу, «предпринимательскую оценку невозможно купить на рынке. В том-то и дело, что предпринимательские идеи, приносящие прибыль, не приходят на ум остальному большинству. Источником прибыли является не точное предвидение как таковое, а предвидение, которое лучше, чем у других. Награду получают только диссиденты, не позволяющие ввести себя в заблуждение ошибками, которые допускает большинство. Источник прибылей — забота о будущих потребностях, которой все остальные пренебрегают» [8, р. 871].

Чтобы сформировать оценку, предприниматель также должен принять в расчет статистические данные. Их интерпретация может стать ценным вкладом в процесс принятия решений. Однако именно его собственное видение будущих потребительских предпочтений повлияет на то, стоит ли связываться с той или иной сопряженной с риском дея-

тельностью. Различные консультационные службы, состоящие из экономистов и аналитиков-фундаменталистов, обязаны своим стремительным разрастанием в значительной степени вмешательству государства и Центрального банка в экономику. Оценка последствий этого вмешательства требует специальной подготовки и навыков, которых у многих предпринимателей может не оказаться. Обладание этими способностями, однако, вовсе не означает, что экономист или аналитик в состоянии делать точные прогнозы. Но эти исследования могут представлять ценность для предпринимателей. Экономисты, являющиеся последователями Мизеса, утверждают, что его праксеологический подход предлагает эффективное средство для правильного анализа [4, р. 41]. К примеру, Йорг Гвидо Халсманн пишет: «Согласно Мизесу, экономика — наука, состоящая из *априорных* предположений о действительности. На его взгляд, эти предположения выводятся из условий деятельности и формулируются логическим путем. Каким бы ни был продукт правильного неторопливого рассуждения, продолжающейся дискуссии, он должен быть справедливым в реальности» [5].

Праксиологический анализ, не предполагая точного предсказания будущих событий, концентрируется именно на логической структуре человеческой деятельности. По словам Хоппе, «[пока] я не могу предсказать, какие цели я могу достичь в будущем, какие средства я сочту подходящими для достижения этих целей и от каких других возможных поступков я откажусь, чтобы поступить так, как я в действительности поступлю (мои альтернативные издержки); все же я могу предсказать, что, пока я что-то вообще делаю, существуют и цели, и средства, и выбор, и издержки; другими словами, я могу определить общую, логическую структуру каждого моего поступка, прошлого, настоящего и будущего [3, р. 65].

Всякий раз, когда Центральный банк искусственно понижает процентные ставки, праксиологический подход дает нам право утверждать, что результатом такого искусственного понижения будет циклический бум с последующей депрессией. Праксиология, однако, не может дать нам представления о степени суровости цикла. Можно сказать, что праксиологический подход — связующее звено между реальностью и теоретическим объяснением, предупреждающее появление теорий, оторванных от действительности. Он может успешно выполнять эту задачу, будучи основан на неопровержимой аксиоме, что люди действуют сознательно и целенаправленно. Все это, однако, не гарантирует точных предсказаний. При прочих равных условиях можно оценить возможные последствия определенной государственной политики с помощью аппарата праксиологии. Таким образом, если даже равенство всех прочих условий никогда не выполняется, аналитик может высказать здравую мысль относительно отдельной меры правительства или Центрального банка. Пройдет время, и экономисты, занимающиеся прогнозированием и владеющие праксиологическими навыками, превзойдут своих коллег, не знакомых с этим подходом [4, p. 42].

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Главные недостатки ЕМН сходны с недостатками теории долгосрочного поведения в условиях конкуренции, которые фокусируют внимание исключительно на результатах равновесия, игнорируя предпринимательскую деятельность, которая порождает эти результаты. ЕМН создает впечатление, что существует разница между инвестициями на фондовой бирже и инвестициями в бизнес. Однако фондовая биржа не функционирует *сама по себе*. Успех или провал инвестиций в ценные бумаги зависит в конечном счете от тех же факто-

ров, которые определяют успех или провал любого бизнес-проекта.

Статистические проверки, которые якобы оправдывают подход ЕМН, основаны на неверном методе и не дают возможности понять, что главная причина нестабильности на финансовом рынке — денежная политика Центрального банка.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Blanchard O., Watson M.* Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets. Crisis in the Economic and Financial Structure / Ed. by P. Watchel. Lexington, Mass.: Lexington Books, 1982.
2. *Brock H.W., Frankel J.A.* Review of the Efficient Market Hypothesis // Strategic Economic Design. November, 1991.
3. *Hoppe H.-H.* On Certainty and Uncertainty, or: How Rational Can Our Expectations Be? // Review of Austrian Economics. 1997. V. 10. № 1. P. 49–78.
4. *Hoppe H.-H.* Praxeology and Economic Science. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1995.
5. *Hulsmann J.G.* Knowledge, Judgment, and the Use of Property // Review of Austrian Economics. 1997. V. 10. № 1. P. 23–48.
6. *Kortian T.* Modern Approaches to Asset Price Formation: A Survey of Recent Theoretical Literature. Research Discussion Paper 9501. Reserve Bank of Australia, March 1995.
7. *Malkiel B.G.* A Random Walk Down Wall Street. N.Y.: W.W. Norton, 1985.
8. *Mises L. von.* Human Action. Chicago: Contemporary Books, 1963.
9. *Pasour E.C. Jr.* The Efficient-Market Hypothesis and Entrepreneurship // Review of Austrian Economics. 1989. V. 3. P. 97–105.
10. *Reisman G.* The Government Against the Economy. Ottawa, Ill.: Jameson Books, 1985.
11. *Rothbard M.N.* Economic Depressions: Their Cause and Cure // The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1996.
12. *Rothbard M.N.* Man, Economy, and State. Los Angeles: Nash, 1962. V. 2.
13. *Shiller R.J.* Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence. Cambridge, Mass.: NBER Working Paper № 2446, 1987.
14. *Shleifer A., Summers L.H.* The Noise Trader Approach to Finance // Journal of Economic Perspectives. 1990. V. 4. № 2. P. 19–33.