

5.5. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД НА ФИНАНСЫ ЧЕРЕЗ ИСТОРИЮ НАУКИ

Морозов В.А., д.э.н., профессор,
кафедра философии и методологии экономики,
Экономический факультет

*Московский государственный университет
им. М.В. Ломоносова, г. Москва*

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В данной работе рассматривается эволюция взглядов на финансы, методологию изучения финансов с точки зрения макро- и микромира экономики. Выявлены определенные вопросы, возникающие в проявлениях финансовой мысли с современными научными реалиями, а также возможные пути, по которым может пойти финансовая наука, чтобы соответствовать им. В противопоставление преимущественно ставятся современные заслуги поведенческой мысли в экономике, а также их гипотеза нерациональности человека, которая ставит под некоторые сомнения утверждения отдельных ученых в области финансов за всю ее историю.

Сегодня признанных финансистов не так много, с точки зрения присуждения ведущей индивидуальной награды ученых – Нобелевской премии. Правда в 1990-х гг. премия стала наконец находить деятелей экономической мысли в области финансов, хотя с тех пор финансовая наука не сильно шагнула вперед, заметно уступая институциональной мысли и поведенческой экономике, в частности, поведенческим финансам. Нобелевскую премию по экономике считают конечной наградой, которую экономист мог получить от своих коллег. Однако комитет премии довольно часто упрекают в идеологической предвзятости в пользу неоклассики, монетаризма и свободного рынка, разработанные преимущественно американскими учеными, менее привязанными к социально-ориентированной парадигме, в том числе пост-кейнсианства, разработанной учеными из развивающихся стран. Премия по большому счету подтверждает, что экономическая наука – это только математика и измерение. Словесные положения экономистов неубедительны, что содействует новому, математическому, подходу к изучению экономических явлений в двух тесно взаимосвязанных областях: математически формализованной теории и эмпирического исследования. Подавляющий выбор комитета Нобелевской премии по содействию в продвижении формального математического анализа – это не только вопрос метода, он имеет важное значение для научного содержания и существа выдающихся вкладов.

Основная проблема построения социальных теорий на математических основах заключается в полной независимости последнего от действий человека и равнодушии к нему. Сами по себе абстрактные математические категории не учитывают реального мира, целенаправленного человеческого поведения. Смысл и последствия разнообразных действий не могут отождествляться с помощью математики в целом. Вместе с этим, формальный математиче-

ский анализ может по существу привести к эффективной потере знаний. В качестве примера можно привести исчезновение фундаментального различия между добровольным обменом и принудительными переводами, которое столь широко присутствует в предматематической вербальной экономике. Это одно измерение человеческого действия не может быть учтено математической экономикой, о чем свидетельствует, в частности, теория игр. Так называемые теории некооперативных игр, лежащие в основе этой дисциплины и обосновывающие присуждение премии Дж. Нэшу, представляются априори неприемлемыми для представления рыночного процесса. Ведь рыночные биржи по определению являются кооперативными, так как предполагают уважение к имуществу обменщиков и третьих лиц. Конкуренция между покупателями и продавцами стала представляться как торговая война и анализировалась так, как если бы речь шла о вооруженном конфликте из-за части имущества.

Аналогичным образом, введение правительством налога или нормативной нормы теперь анализируется точно так же, как если бы речь шла о мирном обмене между облагаемым налогом и налогоплательщиком. Конечным результатом является не только искажение социального сотрудничества и потеря критического понимания того, что частная собственность имеет основополагающее значение для процветания общества. Сегодня математическая экономика не является нейтральной по отношению к научным выводам, которые она делает. Что касается процесса вариации ее выводов, то математическая экономика сталкивается с фундаментальной проблемой, а именно вопросом причинно-следственной связи. Если математика равнодушна к категории причинно-следственных связей, то как тогда можно было бы установить социальный закон, т.е. окончательную причинно-следственную связь между социальными явлениями? Почти при каждом присуждении премии упоминаются эмпирические основы научной работы лауреатов. Кроме того, значительное число премий было присуждено исключительно за достижения в области эконометрики, т.е. в области статистических методов обработки данных.

Академические круги с самого начала заявляли, что экономика является эмпирической наукой, развитие которой основано как минимум на двух фундаментальных предпосылках. Одной из них является создание «теорий, отражающих реальность», так как эти теории являются формальными математическими моделями. Другой – методология, которая может быть использована для количественной оценки и тестирования теоретических отношений на основе эмпирических наблюдений. Кроме того, тестирование экономических теорий сталкивается с фундаментальной проблемой, связанной с отсутствием полного соответствия между экономическими отношениями и имеющимися данными. Это связано с тем, что основополагающие индивидуальные решения зависят от многочисленных факторов, которые невозможно учесть при разработке наших экономических отношений. Академические круги делают вывод о

том, что методы, используемые в математической статистике, затем могут быть применены для получения строгих выводов о базовых отношениях из имеющейся случайной выборки эмпирических наблюдений.

Главная премия, следовательно, способствует известности позитивизма, не называя его в принципе никогда. Люди, которые ее присуждают, де-факто отрицают возможность определения действительно универсальных экономических законов путем использования простой логики и посредством нашего телеологического понимания человеческого действия. Они также придерживаются мнения о том, что знания в области общественных наук должны приобретаться теми же методами, что и в естественных науках. Одним из последствий такого подхода к экономике является релятивизм результатов исследований, поскольку другая случайная выборка данных, полученных от других лиц или в другое время, может подтвердить различные, если не противоположные, теоретические отношения. Одна из самых фундаментальных проблем, в которой предвзятость приводит к присуждению премии, утверждающей, что она научна, – это ее отношение к истине. Единственной целью научных исследований должно быть открытие новых знаний либо путем исправления прошлых ошибок, либо путем открытия ранее неизвестных истин.

В финансовом менеджменте в прошлом веке был характерен традиционный подход, когда сосредоточивалось внимание на основных событиях финансовой жизни, а не рутинных проблемах управления. На этом этапе развитие функции финансового управления произошло в результате консолидации компаний и роста внутреннего рынка в США и Европе, вызванного строительством крупных железнодорожных сетей к началу прошлого столетия. В центре внимания финансовых менеджеров того времени прежде всего была защита компании от банкротства и содействие ее финансовому оздоровлению. Далее, до конца Второй мировой войны был в ходу так называемый традиционный подход, когда усилилась актуальность управления структурой капитала и анализ на ликвидность, методики бюджетирования и финансового оздоровления, особенно после предвоенного кризиса. После Второй мировой войны за счет быстрого экономического подъема акценты сдвинулись на внутренний контроль за дебиторской задолженностью, кредиторской задолженностью и товарно-материальными запасами. В послевоенный период основное внимание было уделено финансовым исследованиям, в ходе которых стало проявляться доминирование внутреннего менеджмента и озабоченность организационной структурой, характеризующей административный подход. Помимо мобилизации ресурсов, управление циклическими активами приобрело важное значение на этом экономическом этапе, что потребовало от фирм улучшения их организационной деятельности, и финансовое управление было вынуждено развиваться в этом аспекте. В начале второй половины XX столетия корпоративная рентабельность снижалась, а появление новых компа-

ний означало, что ресурсов стало недостаточно для традиционных фирм. Исследование капитальных затрат с целью анализа осуществимости инвестиций также приобрело важное значение, равно как и попытка углубить понимание международной экономики; пришло время искать новые рынки. Анализ жизнеспособности проекта и интернационализация как средство поиска новых инвестиционных возможностей приблизили функцию финансового управления к концепциям экономической теории. Кроме того, до второй половины XX в. исследование функции финансового управления носило нормативный характер, поскольку оно было сосредоточено на определении более совершенной инвестиционной и финансовой политики без учета влияния этой политики на стоимость компаний. Со второй половины XX в. исследования были ориентированы на взаимосвязи между финансированием и инвестиционными решениями. В тот же период два основных направления сформировали платформу современных финансов. Первый – это корпоративные финансы, второй фокусируется на портфолио и риск, а также ретроспективу исследований [5].

Говоря о конкретных вкладах ученых (нобелевские лауреаты были в основном из США, поэтому в статье развитие теории и истории финансов построено в этом ключе), следует вспомнить Ф.Э. Модильяни и М.Г. Миллера, разработавших концепцию, согласно которой стоимость компании не зависит от структуры капитала, что позволяет изучать факторы, способные повлиять на определение адекватной корпоративной структуры капитала [7]. В период 1970-х гг., связанных с нефтяным кризисом и ростом цен на нефть, был всплеск интереса к количественным моделям, которые облегчали их практическую сторону, что позволило обрабатывать широкий спектр экономических и финансовых данных. Ученый-лауреат Ю. Фама представил свою эффективную гипотезу рынка, которая стала одним из важнейших вкладов в теории финансов этого десятилетия. Гипотеза предполагает, что на эффективных рынках цены финансовых активов отражают набор имеющейся актуальной информации [8].

В 1980-е гг. в США экономический рост характеризовался бюджетным дефицитом, широким импортом европейской и японской продукции и принятием ограничительной денежно-кредитной политики. Это привело к росту международных процентных ставок, что в сочетании с снижением цен на сырьевые товары затруднило для развивающихся стран выплату кредитов, выданных в 1970-е гг., когда избыточная ликвидность в мировой финансовой системе, обеспеченная излишками государств – экспортеров нефти, побуждала международные банки предоставлять заметные финансовые средства на осуществление инвестиционных проектов развивающихся стран. В этот период наблюдались долговые моратории развивающихся стран, включая Бразилию, которая начала дефолт по своим платежам в конце 1980-х гг. Параллельно страны – экспортеры нефти стремились выкупить свои инвестиции, и международные банки оказались в совершенно неудобном положении. Таким образом, начался про-

цесс дезинтерпретации рынка, и секьюритизация стала важным инструментом превращения плохой оборотной задолженности в активы, привлекательные для рынка капитала. В этом контексте исследование рисков стало более актуальным, и выделялись исследования, связанные с фьючерсными и опционными рынками. После 1980-х гг. использование математических моделей было расширено. Математическое моделирование было использовано коммерческими и инвестиционными банками, а также институциональными инвесторами. Были разработаны новые и сложные стратегии смягчения рисков на основе производных инструментов.

К концу XX в. процессы глобализации возросли, что привело к увеличению международных потоков капитала, продукции и услуг. Процесс глобализации связан с ростом торговых потоков – товаров, услуг и международных инвестиций – на уровнях, последовательно превосходящих темпы роста производства. Поэтому интенсификация международного потока капитала, продукции и услуг привела к усилению взаимозависимости между национальными экономиками и, следовательно, к увеличению вероятности того, что экономический крах той или иной страны «качнет» другие экономики. Мы это наблюдали в конце XX столетия не только у нас, в Российской Федерации, но и в Азии, Аргентине и Мексике.

Обсуждения корпоративной этики и прозрачности также стали частыми в отношениях между компанией и другими заинтересованными сторонами. На функции финансового управления повлияли темы, связанные с корпоративным управлением и социальной и экологической ответственностью. Еще одним направлением исследований, которое приобретает все большую актуальность, является увязка поведения человека с экономическими концепциями, с тем чтобы понять влияние человеческого фактора на финансовые решения. Это поле исследований называется – поведенческие финансы. Действительно, нынешний экономический этап характеризуется растущей волатильностью рынка и волнами кредитного кризиса, что требует большего управления рисками помимо более глубокого понимания поведенческих аспектов в принятии финансовых решений и факторов, которые влияют на возникновение рыночных пузырей.

Остановившись на некоторых теоретических прорывах и значимых разработках, следует отметить следующие работы, методологически влияющие на развитие теории финансов. Нобелевский лауреат в области финансов Г. Марковиц [6] выдвинул идею о том, что инвесторы должны строить свои портфели на основе ожидаемой прибыли (желательной) и разницы в доходах (нежелательной), с тем чтобы максимизировать первое и минимизировать второе, диверсифицируя активы с уменьшенной ковариацией. Можно констатировать, что Г. Марковиц неявно способствовал нашему пониманию концепций систематического и несистематического (диверсифицированного) риска, которые впоследствии были явно изучены Шарпом. Поэтому модель Г. Марковица была важна, поскольку позволила распростра-

нить понимание того, что диверсификация портфеля – путем владения активами с пониженным уровнем корреляции (ковариации) – важна для смягчения дисперсии портфеля по отношению к ожидаемой доходности (рisku). Объединение всех активов и всех рисков позволяет выявить портфели с наибольшим уровнем доходности для определенного количества рисков из набора, содержащего все возможные портфели. Это было названо эффективной границей.

Расширением концепции Г. Марковица стала теорема портфеля Д. Тобина, который утверждал, что инвесторы выбирают ситуации, которые падают между состоянием общей ликвидности и точкой совокупного инвестирования в высоко рисковые активы. В своей работе Д. Тобин отметил, что инвесторы склонны избегать риск потери богатства своего капитала вследствие непредсказуемых колебаний цен на активы (рыночный риск), поэтому они принимают свои решения посредством объединения безрискового актива с портфелем, расположенном на границе эффективности, представленной Г. Марковицем (что приводит к теореме сепарации, когда два инвестиционных решения, принимаемых людьми являются самостоятельными). Эти решения включают:

- определение наиболее эффективного портфеля рискованных активов;
- определение доли ресурсов, выделяемых на безрисковые активы и рискованные активы.

Основной вклад теории Д. Тобина заключается в том, что наиболее эффективный портфель рискованных инвестиций является независимым от личных предпочтений в отношении риска – разница между инвестором с повышенным риском и с меньшим риском – доля безрисковых активов в своем портфеле [3].

Следует сказать несколько слов о модели ценообразования на капитальные активы – **CAPM** (разработанной Г. Марковицем и получившая дальнейшее развитие в работах Д. Трейнора, В. Шарпа, Д. Литнера, Д. Моссина). Модель ценообразования капитальных активов (**CAPM**) считает, что ожидаемая доходность поставщиками ресурса определяется безрисковой ставкой плюс ожидаемая рыночная премия за риск, скорректированная на коэффициент бета.

Такое упрощение модели Марковица позволило наблюдать тот факт, что совокупный риск активов состоит из систематического и несистемного риска, расширяющего понимание этого вопроса.

Понимание того, что систематический риск затрагивает активы, имеет чрезвычайно важное значение, поскольку это один из наиболее актуальных рисков, поскольку его нельзя смягчить путем диверсификации активов.

В. Шарп уточнил, что при наличии единой безрисковой процентной ставки для получения ресурсов или инвестирования существует точка на эффективной границе, соответствующий портфель которой будет принадлежать всем инвесторам, независимо от их личного профиля риска. **CAPM** объясняет, что суперэффективный портфель, полученный посредством комбинации безрисковых и

рискованных активов находится в точке касания между рыночной линией капитала **CML** и эффективной границей.

CML представляет собой набор комбинаций без рискованных и рискованных активов, которые будут рассмотрены всеми инвесторами, и точка, где **CML** соответствует эффективной границе, известна как портфель рынка.

С моделью **CAPM** была введена концепция бетатестирования, которая измеряет ковариацию между возвратом актива и рынком и представляет собой вклад систематического (не диверсифицированного) риска активов в риск диверсифицированного портфеля. Поэтому, в отличие от Г. Марковица, в доработанной **CAPM** прямо упоминается концепция систематического (недиверсифицированного) риска. Стоит отметить и другие модели – более прочные, чем **CAPM**, например, такую как теория арбитражного ценообразования (**APT**). Однако **APT** требует больше информации, чем **CAPM**, и, таким образом, испытывает большие трудности в получении данных. Это в свою очередь объясняет большую применимость **CAPM** к профессионалам, которые сталкиваются с проблемой оценки капитальных затрат, несмотря на критику его простоты.

В настоящее время финансовая наука должна претерпеть серьезные изменения, чтобы являться актуальной и подтверждаемой с точки зрения новых критериев оценки правдоподобности. Изменяющаяся концепция роли функции финансового управления должна рассматриваться с осторожностью и должным учетом результатов накопленных знаний и опыта. В то время как функция финансового управления изначально характеризовалась акцентом на ключевые факты финансовой жизни компании – ее целью было оградить компанию от возможности банкротства и реструктуризации путем принятия правильной финансовой и капитальной политики, так как с течением времени финансовое управление стало включать в себя концепции организационной структуры и экономической теории. Активизировалось использование все более сложных математических моделей в свете необходимости анализа растущего спектра информации, исходящей из более рискованных и неопределенных условий, главным образом благодаря прогрессу в области глобализации. Концепции риска и возвращения нашли свое отражение в разработке финансовых стратегий; особенно заслуживает внимания различие систематических и несистемных рисков в формуле **CAPM**. Мы должны также подчеркнуть важность системного управления рисками и актуальность корпоративного риск-менеджмента в современных условиях. В функции финансового управления также включен ряд дополнительных аспектов:

- бюджет, результаты и контроль за денежными потоками;
- понимание влияния инвестиционной, финансовой и дивидендной политики на стоимость компании;
- вопрос этики и прозрачности в отношениях компании с акционерами и заинтересованными сторонами.

В результате исторического процесса функция финансового управления превратилась в самостоятельную цель. Это – максимизация акционерной стоимости за счет инвестиционной, финансовой и дивидендной

политики, с постоянной оценкой факторов риска и доходности, а также капитальных затрат и баланса в отношении компании с инвесторами и другими заинтересованными сторонами в контексте корпоративного управления и социально-экологической ответственности. Следует отметить, что функция финансового управления продолжает развиваться. Проводятся исследования и изучаются новые точки зрения. Важное значение будут иметь исследования для оценки влияния социальной и экологической ответственности на стоимость акционеров. Наконец, работа, объединяющая в себе принципы классической экономической теории, исследования психологии человека и нейронауки с целью разработки новых методов, способствующих пониманию поведения человека, потребует более глубокого изучения.

Остановимся на сравнении фундаментальных финансовых теорий с новыми поведенческими теориями. В начале этого века Д. Канеман [1] был отмечен Нобелевской премией в области экономики за развитие теории перспектив, а в прошлом, 2017-м, году соответствующую награду получил его коллега Р. Талер [2].

По теории перспектив выявленный «фактический человек» существенно отличается от предполагаемого «экономического рационального человека», так как фактическое поведение инвесторов, задокументированное в экспериментальных исследованиях, значительно отличается от предполагаемого в большинстве экономических моделей. Таким образом, теория перспектив противоречит ожидаемой теории полезности в целом и классическим предположениям **CAPM** в частности [4]. Однако теория перспектив не предусматривает каких-либо ценовых моделей равновесия, которая может заменить существующие модели и в частности **CAPM**.

Принимая теорию перспектив как правильное описание поведения инвесторов, можно ли сохранить **CAPM**? Могут ли эти две парадигмы сосуществовать? **CAPM** является производной, предполагая, что инвесторы склонны к риску, что они способны максимизировать ожидаемую полезность совокупного богатства и что доходы распределены нормально с однородными ожиданиями относительно этих распределений.

Экспериментальные исследования ставят под некоторое сомнение основы **CAPM**. На основании повторных экспериментальных данных теория перспектив (ПТ) и кумулятивная теория перспектив (КТП) были разработаны в качестве альтернативы парадигме ожидаемого парадигма полезности. В то же время ПТ и КТП стали краеугольным камнем экономических исследований и основой поведенческих финансов и поведенческой экономики.

Действительно, Нобелевский комитет, который присудил премию по экономике в 2002 г. Д. Канеману, признал это. С другой стороны, **CAPM** по-прежнему является самой популярной моделью ценообразования активов, но носит противоречивый характер и подвергается критике как на теоретической, так и на эмпирической основе. **CAPM** имеет общую базу с теорией Неймана–Моргенштерна (**H-M**) в рамках ожидаемой полезности. Ожидаемая полезная структура теории фон Неймана–Моргенштерна (а также большин-

ство других экономических моделей) предполагает, что инвесторы рациональны и что они максимально увеличивают ожидаемую полезность.

Однако не все согласны с этими предположениями «рационального инвестора». В начале 1950-х гг. психологи провели эксперименты, показывающие доказательства того, что люди ведут себя так, что противоречит ожидаемой полезности теории *H-M*. В частности, при выборе альтернативных неопределенных перспектив отдельные лица, как правило, систематически искажают объективные вероятности, что может привести к выбору низших инвестиций и разрушению богатства.

В рамках *SAPM* предполагается, что все инвесторы имеют однородные ожидания. В результате в этой структуре все рискованные инвесторы, независимо от предпочтений, будут смешивать рыночный портфель с безрисковым активом. Этот результат известен как теорема разделения. Если инвесторы используют субъективное решение, то это уже не будет правдой, что все инвесторы выбирают один и тот же портфель. Значит теорема разделения и *SAPM* уже не будет отображать реальность.

Среднедисперсионный анализ, *SAPM* и теория перспектив (и кумулятивная теория перспектив) стали инновациями, благодаря которым Марковиц, Шарп и Канеман получили Нобелевскую премию в области экономики. Вместе с тем *SAPM* и ПТ, кажется, противоречат друг другу. Экспериментальные результаты показывают, что инвесторы принимают решения, основанные на изменении богатства x , а не общего богатства $w + x$, субъективно искажают вероятности и максимизируют ожидаемое значение функции. Тот факт, что инвесторы основывают решения на x , а не на $w + x$ – это достаточно, чтобы противоречить парадигме ожидаемой полезности Неймана–Моргенштерна, потому что оптимальный выбор портфеля, как правило, зависит от первоначального богатства.

В статье были рассмотрены взгляды на финансы через историю науки был рассмотрен ход финансовой мысли, а также представлены направления, за которые ученые в области финансов были удостоены высшей награды для экономистов. Помимо этого, был рассмотрен конфликт с наукой поведенческой экономики, заявляющей о нерациональности человека при принятии финансовых решений. Исходя из этого, можно сказать, что для развития финансовой науки необходимо изменить предпосылки, являвшиеся фундаментом для становления ключевых финансовых теорий – моделей и подстроить их под обновляемые реалии, которые являются в настоящее время платформой для экономической науки.

Литература

1. Канеман Д. Думай медленно... решай быстро [Текст] / Даниэль Канеман. – М. : АСТ, 2014.
2. Талер Р. Новая поведенческая экономика. Почему люди нарушают правила традиционной экономики и как на этом заработать [Текст] / Р. Талер. – М. : Эксмо, 2015.
3. Buiter W.H. James Tobin: an appreciation of his contribution to economics [Text] / W.H. Buiter // The economic j. – 2003. – Vol. 113. – Pp. F585–F631.
4. Douglass B. Economic methodology and Nobel laureates: confirmation of a methodological paradigm shift [Text] / B. Douglass // J. econ. Social. – 2012. – Vol. 71. – Pp. 1205-1218.
5. Levy H. et al. Two paradigms and Nobel prizes in economics: a contradiction or coexistence? [Text] / H. Levy, E.G. De Giorgi, T. Hens // European financial management. – 2012. – Vol. 18. – Pp. 163-182.
6. Markowitz H. Portfolio selection [Electronic resource] / Harry Markowitz // The j. of finance. – 1952. – Vol. 7 ; no. 1. – Pp. 77-91. URL: <http://www.yandex.ru/click/srjredir?from=www.yandex.ru%3>.
7. Miller M.H. The history of finance: an eyewitness account [Text] / M.H. Miller // J. of applied corporate finance. – 2000. – Vol. 13 ; no. 8-14.
8. Saito A. et al. Financial theory evolution [Text] / André Saito, Jose Savoia, Rubens Fama. – 2013.

Ключевые слова

Финансы; теория; история; критика; методология; методы.

Морозов Владимир Александрович

РЕЦЕНЗИЯ

В статье В.А. Морозова рассматриваются направления и проблемы, связанные с продвижением и обоснованием противоречащих в определенных смыслах выдвигаемых концепций и принятых теорий в области финансовой науки. Автор останавливается на ключевых вопросах методологии, где построение социальных теорий на математических основах заключается в полной независимости последнего от действий человека и равнодушия к нему. Известно, что абстрактные математические категории не учитывают реального мира, целенаправленного человеческого поведения, поэтому смысл и последствия разнообразных действий не могут отождествляться с помощью математики в целом. Кроме того, автор подчеркивает, что формальный математический анализ может по существу привести к эффективной потере знаний.

Автор зоостряет внимание на том, что в настоящее время математическая экономика не является нейтральной по отношению к научным выводам, которые она делает. Оценивая процессы вариации выводов, отмечается, что математическая экономика сталкивается с фундаментальной проблемой, а именно вопросом причинно-следственной связи. То есть математика равнодушна к категории причинно-следственных связей, в части установления социальных законов, а именно окончательной причинно-следственной связи между социальными явлениями.

Подробно проведено сравнение фундаментальных финансовых теорий с новыми поведенческими теориями, которые разработали известные зарубежные ученые. В результате проведенного исследования по теории перспектив выявленный «фактический человек» существенно отличается от предполагаемого «экономического рационального человека», так как фактическое поведение инвесторов, задокументированное в экспериментальных исследованиях, значительно отличается от предполагаемого в большинстве экономических моделей. Из изучения вопроса вытекает, что теория перспектив противоречит ожидаемой теории полезности в целом и классическим предположениям *SAPM* (модель ценообразования капитальных активов) в частности. Однако теория перспектив не предусматривает каких-либо ценовых моделей равновесия, которая может заменить существующие модели и, в частности, модель ценообразования капитальных активов.

Автор проводит аналогию в подходах к модели ценообразования капитальных активов с теорией Неймана–Моргенштерна (*H-M*) в рамках ожидаемой полезности, где они имеют общую базу. Ссылаясь на ряд проведенных междисциплинарных (психологических) экспериментов выявлены доказательства того, что люди ведут себя так, что противоречит ожидаемой полезности теории *H-M*. В частности, при выборе альтернативных неопределенных перспектив отдельные лица, как правило, систематически искажают объективные вероятности, что может привести к выбору низших инвестиций и разрушению богатства. В статье отражена история возникновения инновационных теорий, получивших научно-практическое признание, вместе с тем, течение времени подтверждает определенные методологические противоречия между средне дисперсионным анализом, *SAPM* и теорией перспектив.

Представленная В.А. Морозовым статья «Методологический взгляд на финансы через историю науки» отвечает всем необходимым требованиям для публикации в печати, в том числе в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Егоров Е.В., д.э.н., профессор кафедры философии и методологии экономики Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)

[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)