

Нагапетян Артур Рубикович

аспирант кафедры финансов и кредита,
младший научный сотрудник
лаборатории менеджмента и систем управления
Школы экономики и менеджмента
Дальневосточного федерального университета

Пахмутов Виктор Николаевич

магистрант кафедры финансов и кредита
Школы экономики и менеджмента
Дальневосточного федерального университета

**ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ
ОСНОВЫ ПРОБЛЕМЫ
ПОРТФЕЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ
В ОБЛАСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ
В УСЛОВИЯХ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ**

Аннотация:

В статье представлена эволюция и современное состояние теоретико-методологических основ проблемы портфельной политики в области ценных бумаг в условиях развивающихся рынков. В своей работе авторы предлагают к рассмотрению теоретические подходы к выявлению механизма возникновения деформаций ценообразования, их идентификации и преодоления. Осуществлена попытка не только создать теоретическое описание проблемы деформаций ценообразования, но и предложить возможные методологические подходы к конструированию и оценке финансовых инструментов и соответствующего институционального оформления для увеличения устойчивости как развивающихся, так и развитых финансовых рынков.

Ключевые слова:

гипотеза эффективного рынка, модель ценообразования капитальных активов, арбитражная модель ценообразования, арбитраж, деформации ценообразования, поведенческие финансы, разнообразие.

Nagapetyan Arthur Rubikovich

PhD student, Finance and Credit Department,
Junior Research Associate,
Management and Management Systems Laboratory,
School of Economics and Management,
Far Eastern Federal University

Pakhmutov Viktor Nikolayevich

Applicant for a Master's Degree,
Finance and Credit Department,
School of Economics and Management,
Far Eastern Federal University

**THEORETICAL
AND METHODOLOGICAL
FOUNDATION OF
THE SECURITIES PORTFOLIO
POLICY IN THE EMERGING
MARKET CONDITIONS**

Summary:

The article presents the history and the current state of the theoretical and methodological foundation of the securities portfolio policy in the emerging market conditions. The authors consider the theoretical approaches to the price distortion mechanism, identification and overcoming of price distortions. The authors not only give the theoretical description of the price distortion, but also suggest possible methodological approaches to the design and assessment of the financial instruments and the corresponding institutional framework in order to enhance the stability of both developing and developed financial markets.

Keywords:

efficient market hypothesis, model of capital assets pricing, commercial pricing model, commercial court, price distortion, behavioral finance, diversity.

Развитие основных теоретических концепций, определяющих подходы к конструированию и оценке финансовых инструментов и соответствующего институционального оформления для увеличения устойчивости как развивающихся, так и развитых финансовых рынков к деформациям ценообразования и кризисным явлениям, наблюдается с середины XX в. и продолжается по сей день.

Научная новизна работы в концептуальном контексте представляется в интерпретации естественно-научных законов, описывающих потенциальные состояния взаимозависимых и взаимосвязанных элементов – субъектов (людей – как базового источника разнообразия в гуманитарных дисциплинах) и субъектностей (экономических институтов, корпораций, первичных ценных бумаг, производных ценных бумаг) как в контексте их самодостаточности, так и системных эффектах, синергетических волнах, возникающих в процессе развития эндогенного автономного саморегулирования их потенциальных надсистем – финансовых рынков, их системообразующих субъектов и регуляторов (институционального оформления). От уже существующих данная интерпретация отличается деформацией ценообразования как эндогенной проблемы «разнообразие элементов» (ключевым идентификатором деформаций представляется возможность явных арбитражных операций) и введением понятия неявных арбитражных операций как механизма преодоления предпосылок возникновению деформаций ценообразования.

Новизна работы в контексте предлагаемых методик представляется в предложении комплекса мер (инструментальных, институциональных, для «элементов рынка» и институтов регулирования) по реформированию функциональных и регулятивных механизмов финансовых рынков, отличающихся от уже существующих учетом в процессах конструирования, оценки финансовых инструментов, а также институциональным администрированием (рисков существования предпосылок возникновения деформаций), позволяющим усилить уровень эндогенного, автономного саморегулирования рыночных надсистем.

Мы считаем, что формирование проблемы должно происходить на уровне философии, философии науки и предметной области. В строгой форме мы определяем проблему как единство, пересечение или предельную границу между наблюдаемыми причинно-следственными конструктами.

В общем виде, на уровне философии, нами рассматривается проблема «разнообразия элементов» при их системном единстве. Речь идет о законах, описывающих потенциальные состояния взаимозависимых и взаимосвязанных элементов как в контексте их самодостаточности, так и системных эффектах, синергетических волнах, возникающих в процессе развития эндогенного автономного саморегулирования их потенциальных надсистем.

На уровне философии экономики мы сформулируем проблему как «недоработанность доступного экономического потенциала развития ввиду неоптимального распределения доступных ресурсов». Необходимо уточнить наши позиции констатацией отсутствия у авторов предельного определения понятия «оптимальное распределение доступных ресурсов» – впрочем, как и «реализация доступного экономического потенциала» в предельной форме. Однако, пользуясь методом математической индукции, можно констатировать следующее: если в момент $t(0)$ существует комбинация распределения ресурсов, отличная от комбинации по умолчанию, имеющая более высокий уровень реализации экономического потенциала развития по сравнению с уровнем по умолчанию, то, следовательно, комбинация распределения ресурсов по умолчанию признается неоптимальной по сравнению с альтернативной комбинацией.

Наконец, позвольте сформировать ключевую проблему в контексте финансовой экономики, вызвавшую необходимость настоящих исследований. Проблема видится нам в существовании деформаций ценообразования. Под деформациями ценообразования мы понимаем нарушение основной теоремы формирования цен на активы, предполагающей отсутствие возможностей для арбитража, существования положительного линейного правила ценообразования, определяющегося существованием оптимального спроса, который предъясняется каким-либо участником хозяйственного процесса [1]. Используя представленный выше подход к формированию проблемы, а именно проблемы как единства между наблюдаемыми причинно-следственными конструктами, дадим соответствующую интерпретацию нашего финального представления проблемы.

В данном случае в качестве причинных конструктов выступают существующие поведенческие аномалии как на уровне отдельных элементов – субъектов и субъектности (в предельной форме можно представить в том числе вопрос о целевой функции жизни), – так и на уровне эндогенного автономного саморегулирования самой надсистемы, институционального оформления общества, что на уровне философии есть результирующее воздействие разнообразия в условиях неполной интеграции гармонии природы в законы общественного социально-экономического бытия. В качестве следствий выступают в первую очередь неоптимальное распределение доступных ресурсов и недоработанность доступного экономического потенциала, т. е. складывающиеся комбинации цен являются важнейшими ориентирами распределения ресурсов.

Впервые систематическое моделирование ценообразования финансовых инструментов в контексте портфельного анализа при осуществлении финансовых инвестиций было детально представлено Марковицем в 1952 г. [2]. Предложенная им модель формирования инвестиционных портфелей вводила новый критерий оценки эффективности инвестиций с точки зрения количества единиц доходности на единицу риска. В ходе дальнейшего развития данных идей были выявлены два основных метода регулирования показателей доходности – риска портфеля, а именно диверсификация и включение в портфель безрисковых активов. Если на микроуровне речь шла об интересах отдельно взятых экономических агентов, то на макроуровне решался вопрос о формировании единой модели функционирования финансовых рынков [3; 4]. Но прежде чем таковые были предложены, получила свое развитие «Гипотеза эффективного рынка», понятийный аппарат которой был разработан Робертсом и Фамой в 1967 г. и 1970 г. соответственно [5].

Согласно данной гипотезе, информационная эффективность финансового рынка как способность автономно учитывать вновь поступающую информацию при ценообразовании активов является необходимым и достаточным условием оптимального распределения ограниченных финансовых ресурсов в экономике (согласно критерию «доходность – риск»). Уже в условиях рассмотрения эффективного рынка были предложены «Модель ценообразования капитальных активов» (1964 г., Шарп) и «Арбитражная модель ценообразования» (1976 г., Росс) [6; 7]. Далее,

по мере развития математического инструментария, разрабатывались модели, описывающие механизмы ценообразования различных финансовых активов. Например, модель оценки опционов, предложенная Блэком и Шоулзем в 1976 г.

Однако начиная с 1970-х гг. получили развитие альтернативные взгляды, интерпретирующие процессы, происходящие на финансовых рынках. Во многом это было связано с тем, что фундаментальная предпосылка рациональности экономических агентов, которая являлась необходимым условием для подтверждения «Гипотезы эффективного рынка», не всегда подтверждалась на практике. Данная гипотеза могла иметь место и в условиях небольшого количества рациональных агентов, однако в 1978 г. появилась концепция ограниченной рациональности Саймона, а затем, в 1979 г., «Теория перспектив» Канемана и Тверски, которые практически поставили под сомнение возможность выделения рациональных агентов при моделировании экономических процессов [8]. Многие авторы предпринимали попытки предложить теории, которые бы примирили фундаментальные противоречия в указанных выше моделях. На наш взгляд, серьезный потенциал имеет модель адаптивного рынка, предложенная в 2004 г. Ло и основанная на эволюционном подходе к экономическим взаимодействиям.

Еще в 80-е гг. XX в. создатель «Арбитражной модели ценообразования» утверждал, что большая часть современной финансовой теории построена на явном или неявном использовании в доказательствах истинности экономических суждений теоретической концепции о достижении состояний, в которых отсутствуют возможности для арбитража. На сегодняшний день механизмы в теории арбитража являются ключевыми при рассмотрении любых финансовых процессов [9].

Более всего от деформаций ценообразования страдают развивающиеся финансовые рынки, т. к. уровень доверия к рынку считается обратно пропорциональным уровню существующих деформаций ценообразования. Следовательно, выявление механизмов возникновения деформаций ценообразования и предложение действенных инструментов их идентификации и преодоления посредством как предложений по конструированию и оценке финансовых инструментов, так и соответствующего институционального оформления позволит значительно увеличить устойчивость развивающихся и развитых финансовых рынков к деформациям ценообразования и кризисным явлениям.

На основе вышесказанного, считаем необходимым:

1. Существенный пересмотр подходов к конструированию и оценке финансовых инструментов и соответствующего институционального оформления для увеличения устойчивости как развивающихся, так и развитых финансовых рынков к деформациям ценообразования и кризисным явлениям. Это будет способствовать росту доверия со стороны инвесторов, более оптимальному распределению доступных ресурсов и, как следствие, достижению более высокого уровня реализации доступного экономического потенциала [10; 11].

2. Осуществление попытки интерпретации естественно-научных законов, описывающих потенциальные состояния взаимозависимых и взаимосвязанных элементов (люди, экономические институты, корпорации, первичные ценные бумаги, производные ценные бумаги) как в контексте их самодостаточности, так и системных эффектах, синергетических волнах, возникающих в процессе развития эндогенного автономного саморегулирования их потенциальных надсистем – финансовых рынков, их системообразующих субъектов и регуляторов (институционального оформления) [12; 13].

3. Построение комплексной функциональной модели, интерпретирующей деформации ценообразования как эндогенные проблемы «разнообразия элементов» (ключевым идентификатором деформаций представляется возможность явных арбитражных операций), и введение понятия неявных арбитражных операций как механизма преодоления предпосылок возникновения деформаций ценообразования.

4. Разработку инструментария (в том числе соответствующего программного обеспечения) по выявлению предпосылок возникновения деформаций ценообразования, а также соответствующих инструментов и алгоритмов их преодоления; тестирование полученных моделей, инструментов и алгоритмов на данных финансовых рынков развивающихся и развитых стран [14; 15].

5. Формирование комплекса мер (как инструментальных, так и институциональных, как для самих «элементов рынка», так и для институтов регулирования) по реформированию существующих функциональных и регулятивных механизмов финансовых рынков, позволяющих усилить уровень эндогенного, автономного саморегулирования рыночных надсистем на основе построенных моделей и выявленных взаимосвязей [16; 17].

Мы уверены, что приоритетами исследований в мировой и отечественной науке сегодня и в будущем будут попытки обобщения и интеграции концепции «разнообразия» в философию социологии и экономики (в том числе в финансовой экономике), поиск детерминант ее природы, возможных эндогенных проблем, механизмов их идентификации и преодоления [18; 19].

Сформированный комплекс мер по реформированию существующих функциональных и регулятивных механизмов финансовых рынков позволит усилить уровень эндогенного, автономного саморегулирования рыночных надсистем.

Ссылки:

1. Ross S.A. The arbitrage theory of capital asset pricing // *Journal of Economic theory*. 1976. № 13 (3). P. 341.
2. Markowitz H.M. Portfolio Selection // *Journal of Finance*. 1952. № 7 (1). P. 77.
3. Лазарев В.А., Кривелевич М.Е. Интеграция транспортных пространств России и АТР на примере Приморского края // *Современные проблемы науки и образования*. 2013. № 6.
4. Лазарев В.А., Кривелевич М.Е. Финансовая трансформация в АТР: разработка вариантов российского участия // *Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право*. 2014. № 1 (30).
5. Fama E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // *Journal of Finance*. 1970. № 25. P. 383.
6. Ross S.A. Ibid.
7. Sharpe W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk // *Journal of Finance*. 1964. № 19. P. 425.
8. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk // *Econometrica*. 1979. № 47 (2). P. 263.
9. Рубинштейн Е.Д., Нагапетян А.Р. Развитие современной портфельной теории: неявный арбитраж в контексте идентификации предпосылок возникновения деформаций ценообразования // *Теория и практика общественного развития*. 2015. № 12.
10. Кривелевич М.Е., Останин В.А. Монетарная политика : учебное пособие. Владивосток, 2015.
11. Кривелевич М.Е. Интеграция российского фондового рынка в АТР // *Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право*. 2012. № 2 (26).
12. Глухов В.В., Останин В.А., Рожков Ю.В. К дискуссии об экономической природе и сущности человеческого капитала // *Известия Иркутской государственной экономической академии*. 2014. № 4.
13. Останин В.А., Рожков Ю.В. Шансы инновационного предпринимательства: проблемы методологии познания и оценки // *Сибирская финансовая школа*. 2014. № 1.
14. Останин В.А. Инновации в региональном развитии : монография. Владивосток, 2007. 148 с.
15. Останин В.А., Рожков Ю.В. О различиях в оценке неопределенности и риска хозяйственной деятельности и предпринимательства // *Экономика и предпринимательство*. 2014. № 12. Ч. 3.
16. Нагапетян А.Р. Гипотеза единой модели финансовых рынков. Контрциклическое регулирование // *Экономика и управление: современное положение : материалы и доклады IV международной молодежной научной конференции (Самара, 22–23 ноября 2012 г.)*. Самара, 2012.
17. Нагапетян А.Р., Рубинштейн Е.Д. Предпосылки возникновения деформаций ценообразования в контексте развития современной портфельной теории // *Теория и практика общественного развития*. 2015. № 11.
18. Fama E.F. Ibid.
19. Рубинштейн Е.Д., Нагапетян А.Р., Урумова Ф.М. Развитие современной портфельной теории: деформации ценообразования и арбитраж // *Вестник Института экономики РАН*. 2015. № 3.

References:

1. Ross, SA 1976, 'The arbitrage theory of capital asset pricing', *Journal of Economic theory*, no. 13 (3), p. 341.
2. Markowitz, HM 1952, 'Portfolio Selection', *Journal of Finance*, no. 7 (1), p. 77.
3. Lazarev, VA & Krivelevich, ME 2013, 'Integration of transport spaces of Russia and the Asia-Pacific region on an example of Primorye Territory', *Modern problems of science and education*, no. 6.
4. Lazarev, VA & Krivelevich, ME 2014, 'Financial Transformation in Asia Pacific: develop options for Russian participation', *Asia-Pacific region: the economy, politics, law*, no. 1 (30).
5. Fama, EF 1970, 'Efficient capital markets: a review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, no. 25, p. 383.
6. Ross, SA 1976, 'The arbitrage theory of capital asset pricing', *Journal of Economic theory*, no. 13 (3), p. 341.
7. Sharpe, WF 1964, 'Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk', *Journal of Finance*, no. 19, p. 425.
8. Kahneman, D & Tversky, A 1979, 'Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk', *Econometrica*, no. 47 (2), p. 263.
9. Rubinstein, ED & Nagapetyan, AR 2015, 'The development of modern portfolio theory: an implicit arbitration in the context of identifying the prerequisites of deformations', *Pricing theory and practice of social development*, no. 12.
10. Krivelevich, ME & Ostanin, VA 2015, *Monetary policy: a tutorial*, Vladivostok.
11. Krivelevich, ME 2012, 'Integration of the Russian stock market in the Asia-Pacific', *Asia-Pacific region: the economy, politics, law*, no. 2 (26).
12. Glukhov, VV, Ostanin VA & Rozhkov, YV 2014, 'For discussion of the economic nature and essence of human capital', *Proceedings of the Irkutsk State Economic Academy*, no. 4.
13. Ostanin, VA & Rozhkov, YV 2014, 'The chances of innovative business: problems of methodology of knowledge and evaluation', *Siberian School of Finance*, no. 1.
14. Ostanin, VA 2007, *Innovation in regional development: monograph*, Vladivostok, 148 p.
15. Ostanin, VA & Rozhkov, YV 2014, 'Differences in the assessment of uncertainty and the risk of economic activity and enterprise', *Economy and Entrepreneurship*, no. 12, p. 3.
16. Nagapetyan, AR 2012, 'The hypothesis of a single model of financial markets. Countercyclical regulation', *Economics and Management: Current status: materials and reports of the IV International Youth Scientific Conference (Samara, 22-23 November 2012)*, Samara.
17. Nagapetyan, AR & Rubinstein, ED 2015, 'Background of deformities pricing in the context of the development of modern portfolio theory', *Theory and Practice of Community Development*, no. 11.
18. Fama, EF 1970, 'Efficient capital markets: a review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, no. 25, p. 383.
19. Rubinstein, ED, Nagapetyan, AR & Urumova, FM 2015, 'The development of modern portfolio theory: strain pricing and arbitrage', *Bulletin of the Institute of Economics*, no 3.