

Анкудинов А.Б.
к. ф-м.н., доцент
Лебедев О.В.
ассистент,
Казанский федеральный университет, Казань

ИНФОРМАЦИОННАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ РОССИЙСКОГО РЫНКА КАПИТАЛА

Экономической теорией постулируется, что на рынке в условиях совершенной конкуренции рыночный агент не может рассчитывать на систематическое получение сверхприбыли, то есть прибыли сверх нормы на рынке с учетом риска (устойчивым источником получения сверхприбыли на конкурентном рынке являются лишь экономические ренты, своего рода искусственные ограничители конкуренции). Все это в полной мере справедливо и по отношению к рынку капитала, с тем лишь отличием, что возможности эксплуатации экономических рент на нем существенно ограничены. То есть на эффективных финансовых рынках систематическое получение прибыли выше среднерыночной с учетом риска инвестирования крайне затруднительно.

Обращаясь к академическим исследованиям в тестировании уровня информационной эффективности российского финансового рынка, отметим, что результаты весьма неоднозначны. Имеются эмпирические результаты, как демонстрирующие эффективность отечественного рынка по крайней мере в слабой форме [2; 4; 7], так и утверждающие о его неэффективности даже в слабой форме [3; 9]. Обзор исследований эффективности российского рынка капитала представлен в таблице 1. В целом, и на развитых рынках академических оппонентов концепции информационной эффективности достаточно, на развивающихся же критика еще жестче. Мы сознательно оставляем без комментариев оценку степени эффективности российского рынка капитала экспертами отечественных инвестиционных компаний в виду очевидного конфликта интересов.

С нашей точки зрения, российский рынок сегодня находится на пути к эффективности в средней форме, поскольку в условиях формирующейся институциональной среды и слаборазвитой инфраструктуры финансового рынка, цены на финансовые активы могут иметь систематические отклонения в какую-либо сторону от их внутренней стоимости. Что же касается слабой формы эффективности, то мы предельно скептически к инструментарию технического анализа.

Информационная эффективность рынка капитала зависит от ряда институциональных, правовых и культурных условий:

- к институциональным условиям следует отнести институциональную среду, обеспечивающую достоверность и доступность раскрываемой компаниями информации, а также представляющую инструменты верификации раскрываемой информации; эффективные рынки капитала требуют прозрачности процедур подготовки и формирования финансовой отчетности, которая должна подтверждаться независимым аудитом.

- правовыми условиями выступают требования правовой защиты прав миноритарных акционеров; институционально должны, во-первых, гарантироваться права миноритарных акционеров на получение достоверной и релевантной информации о фундаментальной стоимости компании, во-вторых, обеспечиваться защита миноритарных акционеров от возможных сделок с заинтересованностью или прямого воровства со стороны инсайдеров;

- культурные условия предполагают формирование высокого уровня «контрактного» доверия в экономике; персональное доверие, базирующиеся на

личных социальных связях индивидов недостаточно для эффективного функционирования публичных рынков капитала.

Таблица 1

Обзор исследований эффективности российского финансового рынка

Исследования	Методика	Выводы
Исследование степени эффективности российского фондового рынка [7]	- статистика Дарбина-Уотсона; - Z – статистика; - метод Ирвина; - регрессионный анализ, где в качестве независимых переменных были использованы лагированные значения приращений индекса РТС	Рынок эффективен в слабой форме
Путь к экономическому равновесию и эффективность финансовых рынков [4]	Анализ линейных корреляций инкрементов (приращений) цены со сдвигом	Рынок эффективен в слабой форме (близок к случайному блужданию)
Показатель фрактальности Херста как мера относительной рыночной эффективности [6]	Анализ самоподобия (фрактальности) рыночных колебаний	Рынок близок к эффективности в слабой форме
Эволюция формы эффективности российского рынка [2]	Автокорреляционный анализ, анализ событий и оценка эффективности паевых инвестиционных фондов	Рынок эффективен в слабой, но не в средней форме
Методология оценки измерения информационной эффективности фондового рынка [9]	Модели стохастической волатильности	Рынок неэффективен в слабой форме
Проблемы оценки эффективности фондового рынка [3]	Анализируют торговые стратегии пакета прикладных программ «Metastock», которые используются специалистами по техническому анализу	Рынок неэффективен в слабой форме
Анализ информационной эффективности российского фондового рынка [2]	Анализ динамики цен на акции за 30 дней до и в течение 30 дней после момента передачи пакета акций, ранее находившегося в государственной собственности, в частные руки	Рынок неэффективен в средней форме
Эффективность рынка корпоративных облигаций [8]	Сравнение эффективности активного управления фондами облигаций с пассивным держанием эталонных индексов облигаций	Рынок корпоративных облигаций близок к средней форме эффективности

Отметим, что концепция рыночной эффективности кристаллизовалась из более ранних работ, свидетельствующих о случайном блуждании цен на акции. Концепция рыночной эффективности тесно связана с проблемой моделирования финансовых рядов, в рамках которого финансовые ряды аппроксимируются через использование стохастических распределений.

Определение рыночной эффективности очень схоже с классическим описанием состояния высококонкурентного реального рынка, приводимым в учебниках по макроэкономике. Из этого следует, что ожидаемая доходность активов

будет равна альтернативным издержкам инвестирования в данные активы, иными словами, рыночная цена есть непредвзятая оценка фундаментальной стоимости. Результаты тестирования отечественного рынка капитала достаточно противоречивы, мы же придерживаемся позиции, согласно которой отечественный рынок эффективен по крайней мере в слабой форме эффективности.

Сделанные выше выводы относительно уровня эффективности отечественного финансового рынка имеют непосредственное отношение к созданию акционерной стоимости: признание по крайней мере слабой формы рыночной эффективности позволяет в целом исключить возможности создания стоимости на основе использования исторических данных, сколь бы искусным оно не было. Значение должны иметь лишь фундаментальные факторы стоимости. С другой стороны, отсутствие информационной эффективности в средней форме затрудняет выявление факторов (драйверов) стоимости, делая необходимым применение для этой цели методов эмпирического анализа.

Литература

1. Буклемишев О. В., Малютина М. С. Анализ информационной эффективности российского фондового рынка // Экономика и математические методы. – 1998. – № 3. – С. 77-90.

2. Дяденко Г. В. Эволюция формы эффективности российского рынка // Финансы. – 2008. – № 4. – С. 76-81.

3. Золотарев В. С., Алифанова Е. Н. Проблемы оценки эффективности фондового рынка // Финансы. – 2008. – № 2. – С. 71-75.

4. Леонидов А. Путь к экономическому равновесию и эффективность финансовых рынков: взгляд физика // Вопросы экономики. – 2009. – № 11. – С. 82-89.

5. Лимитовский М., Нуреев С. Эффективен ли российский рынок акций? // РЦБ. – 2005. – № 8. – С. 44-46.

6. Ляскин С. В. Показатель фрактальности Херста как мера относительной рыночной эффективности // Управление корпоративными финансами. – 2009. – №3. – С. 186-195.

7. Наливайский В. Ю., Иванченко И. С. Исследование степени российского фондового рынка // РЦБ. – 2004. – № 15. – С. 46-48.

8. Петросян Н. Э. Эффективность рынка корпоративных облигаций // Финансовый менеджмент. – 2007. – № 1. – С. 98-107.

9. Федорова Е. А., Гиленко Е. В. Методология оценки измерения информационной эффективности фондового рынка // Финансы и кредит. – 2008. – № 33. – С. 32-40.