

Владислав ХВОСТЕНКОкандидат економічних наук,
викладач кафедри фінансів,
Харківський національний економічний університет**Максим БАБИЧ**

Харківський національний економічний університет

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ЯК БАЗОВИЙ ІНСТРУМЕНТ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

Проаналізовано сутність теорії інформаційної ефективності та визначено ступінь дієвості останньої на фондовому ринку України.

Ключові слова: фондовий ринок, аналіз, ціноутворення, теорія інформаційної ефективності.

Ринок цінних паперів України знаходиться у процесі свого становлення. Перша вітчизняна фондова біржа з'явилася в 1991 році [12], у той час, як, наприклад, у США перші біржі почали утворюватись наприкінці XVIII сторіччя [25, с. 145]. Зауважимо, що фондовий ринок є інструментом, що дозволяє акумулювати та перерозподіляти грошові потоки між усіма його учасниками. Саме тому його ефективне функціонування є пріоритетним завданням у контексті економічного розвитку країни. Фондовий ринок – складний механізм, що складається із сукупності методів і засобів впливу на певні процеси. Одним із таких процесів є ціноутворення, у ході якого встановлюється справедлива вартість на активи, що котируються на ринку цінних паперів України.

У економічній літературі недостатньо висвітлені теоретичні та прикладні аспекти проблеми процесу ціноутворення на фондовому ринку. Важливою частиною теоретичного здобутку аналізу останнього є такі теоретичні концепції ціноутворення, як: теорія катастроф, запропонована К. Зіманом [26], теорія формування вартості капітальних активів (У. Шарп) [24], теорія арбітражного ціноутворення (С. Росс) [23], теорія раціональних очікувань учасників ринку (Д. Мут) [22], теорія інформаційної ефективності ринку (Ю. Фама) [19]. Особливий науково-практичний інтерес викликає теорія інформаційної ефективності ринку [19].

Вагомий внесок у розробку концепції ефективних ринків зроблено Ю. Фамою [19]. Його попередниками були Л. Башельє [14, с. 21-86], Ч. Доу [21], А. Ковелс [16, с. 309-324]. Подальшого розвитку концепція набула в працях Р. Болла, Ф. Брауна, У. Шарпа. У вітчизняній економіці її розглядали О. Литнев [5], П. О. Сидоренко.

Попре те, невирішеним є питання адаптації теорії ціноутворення для ринку цінних паперів України.

З огляду на це, метою роботи є формування теоретичних засад та практичних рекомендацій з розвитку фондового ринку України.

Для досягнення мети поставлено і вирішено наступні завдання:

1) досліджено теорії ціноутворення на фондовому ринку;

2) обрано для практичного застосування адаптовану

до українського фондового ринку теорію ціноутворення;

3) сформувано гіпотезу, що український фондовий ринок інформаційно-ефективний;

4) відібрано інформацію, що має глобальний вплив на ринки капіталів України;

5) проаналізовано зміну вартості цінних паперів, що котируються на українській біржі;

6) надано рекомендації щодо розвитку фондового ринку.

Об'єктом дослідження є процес ціноутворення вартості цінних паперів, що обертаються на ринку капіталів.

Предметом дослідження є теорія інформаційної ефективності.

За результатами історичного аналізу узагальнено основні етапи розвитку теорії інформаційної ефективності. Дані наведено у табл. 1.

На основі даних табл. 1 інформаційно-ефективним ринком запропоновано розуміти такий, на якому вся наявна інформація відразу і повністю відбивається в ціні активу і внутрішня вартість акцій повністю збігається із ринковою. Важливою характеристикою ефективності ринку є швидкість адаптації вартості цінних паперів до нової інформації. Концепція ефективного ринку заснована на лінійній парадигмі, відповідно до якої кожна економічна подія викликає лінійну пропорційну реакцію, тобто утворюються певні причинно-наслідкові зв'язки [6], як наслідок, ціни на фінансові активи завжди відповідають фундаментальним чинникам, які лежать в основі ціноутворення. Систематизація основних постулатів теорії інформаційної ефективності наведено на рис. 1.

За результатами аналізу встановлено, що частина наведених постулатів не відповідає дійсності. По-перше, на фондовому ринку є зовнішні чинники, наприклад, комісія депозитарію, винагорода брокера, податок з доходів фізичних осіб та інше. По-друге, частина учасників фондового ринку не обізнана в основах фундаментального та технічного аналізу, відповідно, рішення про купівлю/продаж активів приймаються ірраціонально. З огляду на це, Ю. Фамою запропоновано розрізняти три форми інформаційної ефективності [18]:

- 1) слабка форма інформаційної ефективності;
2) помірна форма інформаційної ефективності;

3) сильна форма інформаційної ефективності.

Таблиця 1. Етапи розвитку теорії інформаційної ефективності

| Автор | Рік | Внесок |
|-------------------------------|------|--|
| Луї де Башельє [14] | 1900 | Перші теоретичні припущення, які лягли в основу теореми ефективного ринку. Башельє порівняв спекуляції на біржі із грою в кості, стверджуючи, що майбутні цінові рухи не залежать від тих, що були в минулому, і є тільки два можливих результати: зростання цін або зниження цін, кожне з однаковою ймовірністю |
| Ч. Доу [21] | 1902 | Ч. Доу стверджував, що: «Ціни акцій швидко реагують на будь-яку нову інформацію. Це стосується не лише фінансових і економічних показників, але і будь-якої новини взагалі» |
| А. Ковелс [16] | 1929 | Ковелс припустив, що професійні інвестори загалом були не в змозі перевершити ринок. Це твердження пізніше стало одним із постулатів теорії інформаційної ефективності. |
| Ю. Фама [19] | 1965 | Висунув твердження, що ринок ефективний, якщо він «швидко адаптується до нової інформації» |
| Дж. Стігліц, С. Гроссман [20] | 1980 | Зроблено припущення: якщо вся доступна інформація відбивається в поточних ринкових цінах, то жоден учасник не має достатньо стимулів, щоб придбати інформацію, на основі якої встановлюються ціни |
| М. Бічей [15] | 2000 | Виявлено, що процесу поширення ринкової інформації притаманна раціональність. Актуальні новини не ігноруються, а систематичні помилки аналізу та прогнозування не допускаються. |

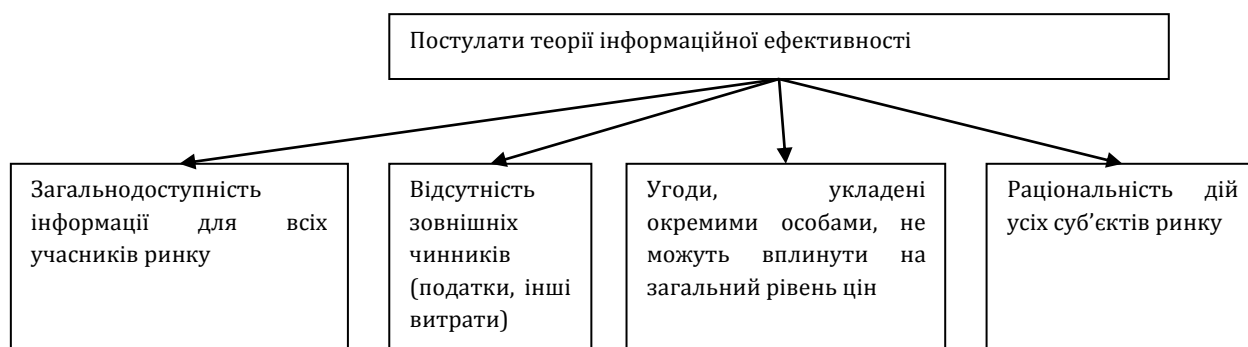


Рис. 1. Постулати теорії інформаційної ефективності [4]

Слабка форма інформаційної ефективності означає, що вся інформація, яка містилася в минулих змінах цін, повністю відображена в поточних ринкових цінах. На основі слабкої форми ґрунтується технічний аналіз, в якому вартість активів аналізується на основі динаміки ціни та кількості укладених угод за певний період часу.

Помірна форма інформаційної ефективності припускає, що поточні ринкові ціни відображають не тільки зміни цін у минулому, але також і всю іншу загальнодоступну інформацію. Будь-яка нова загальнодоступна інформація знаходить відображення в ціні в день свого опублікування.

Сильна форма інформаційної ефективності ринку передбачає, що будь-яка нова інформація не просто надходить на ринок, а робить це миттєво – практично одразу вона знаходить відображення в рівні цін. Тому рівність ринкової ціни акції та її внутрішньої вартості дотримується в будь-який момент часу. У таких умовах стає неможливим отримати дохідність вище ринкової норми [5]. На думку авторів, на розвинених фондових ринках світу, існування цієї форми неможливе. Доказом є приклад найуспішнішого інвестора сучасності Уоррена Баффета, який упродовж багатьох років «переграє ринок» [7].

Незважаючи на наявність декількох недоліків, теорія широко застосовується на практиці. Встановлено, що оцінка фінансових активів на основі цього підходу більш розповсюджена, ніж технічний аналіз [5].

На нашу думку, основною перевагою цієї теорії є

можливість прогнозувати майбутню вартість активів, застосовуючи інформацію, що має з'явитися. Нами висунуто гіпотезу, що український фондовий ринок інформаційно-ефективний.

У роботі в якості інформаційного фону взято парламентські вибори. Результати статистичних досліджень [10] вказували на високу ймовірність перемоги на виборах «керуючої партії». Автори припускають, що ця інформація є вагомю та має знайти відображення у всіх сферах діяльності країни, особливо вона має глобальний вплив на ринки капіталів України.

Для підтвердження гіпотези було проаналізовано всі акції ринку заявок української біржі (39 акцій) та всі акції ринку котирувань української біржі (213 акцій).

Оскільки перші угоди купівлі/продажу на українській біржі були укладені 26 березня 2009 року [11], а останні парламентські вибори відбулися 2 квітня 2007 року, цю залежність проаналізовано вперше. У дослідженні запропоновано аналізувати активи за наступними критеріями:

- 1) зміна вартості активів;
- 2) кількість укладених угод за цінним папером у відповідний день;
- 3) зміна вартості акцій упродовж місяця.

Із проаналізованих цінних паперів було обрано ті, вартість яких зросла більше, ніж ринок загалом, кількість укладених угод за якими була вище середньої за період та ціна яких на кінець аналізованого періоду була не нижчою, ніж 25-26 жовтня.

Згідно із встановленими критеріями було відібрано 9 підприємств, чії акції котируються на ринку заявок, та одне підприємство із ринку котирувань. Ураховуючи необ'єктивне зростання вартості цінних паперів (економічне зростання, підвищені показники прибутку

компаній), на зростання вартості акцій вплинула інформація про високу ймовірність перемоги на виборах «керуючої партії». Результати аналізу зображені на рис. 2.

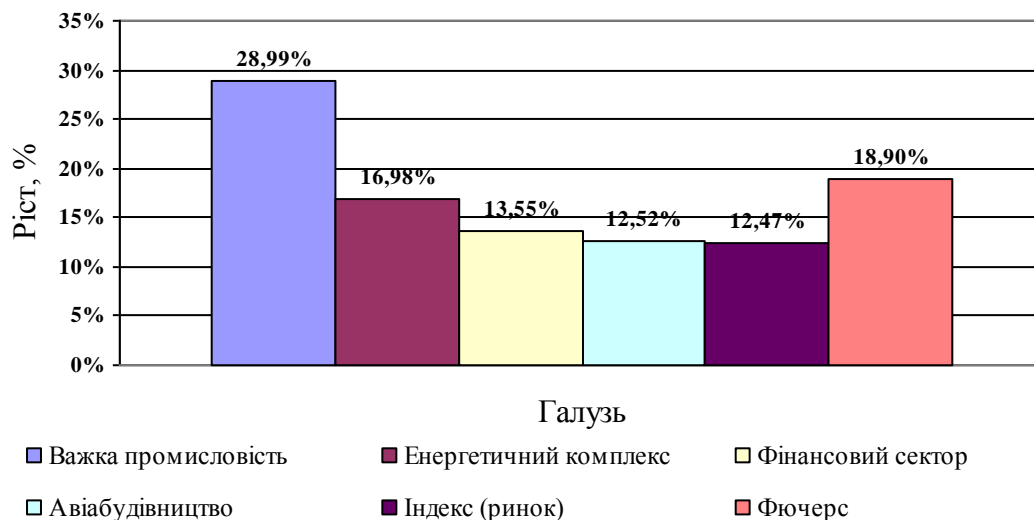


Рис. 2. Розмір зміни вартості активів

Згідно із даними рис. 2, встановлено, що акції підприємств важкої промисловості та металургії в середньому зросли на 28,99%, відносно високе значення цього показника обумовлено різким зростанням вартості акцій «Дружківського машинобудівного заводу». Акції підприємств енергетичного комплексу в середньому зросли на 16,98%. Власником контрольних пакетів цих акцій є держава. До фінансового сектору потрапили акції лише «Райфайзен банк Аваль», тому що інші не відповідали встановленим критеріям. Офіційним власником 96,36% акцій є австрійський банк «Raiffeisen International Bank-Holding». Акції галузі авіабудівництва репрезентовані також одним підприємством – «Мотор Січ» – офіційних даних щодо власників немає. Зростання вартості цих акцій майже відповідало зростанню ринку загалом. Усі інші акції ринку заявок залишилися майже незмінними у вартості.

Доцільно зазначити, що найбільше зростання показали активи, які є власністю держави та провладних осіб [8; 9; 13]. З огляду на це встановлено, що вартість активів на українському ринку чутлива до виходу інформації. Те ж можна сказати і про світові фондові ринки. Але, на відміну від розвинених ринків, український – низько ліквідний, і тому навіть несуттєві продажі на основі негативної інформації можуть спричинити суттєве зниження вартості цінних паперів. Наприклад, зниження вартості активів у період з 03.05.2012 р. по 07.06.2012 р. на 40% відбувалося при середньому обсязі кількості укладених угод, за аналогічних умов сталося зниження в період з 17.09.2012 р. по 25.10.2012 р. майже на 30%.

Важливу роль сьогодні відіграє інформація та знання [17, с. 168]. Інформація розповсюджується надто швидко та вона не завжди є достовірною. В Україні відсутнє ефективно функціонуюче нормативно-правове забезпечення для контролю розповсюдження інформації. Це несе ризики для наступних учасників фондового ринку:

1) довгострокові інвестори (отримання збитків, зниження доходності);

2) емітенти (зниження ринкової вартості підприємства).

Авторами запропоновано заборонити розміщення неперевіреної інформації. Також рекомендовано створити інтернет ресурси, офіційні бюлетені, в яких інформацію матимуть змогу розміщувати тільки емітенти та тільки про свої підприємства. Це дасть змогу знизити маніпуляцію ринком. Запропоновано доповнити Закон України «Про інформацію» [2] встановленням адміністративного покарання за розповсюдження недостовірної інформації. Інсайдерська інформація регулюється ст. 44, 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3]. Необхідно доповнити цей закон наступним:

1) уведенням переліку інсайдерів (керівництво НБУ, керівництво всіх державних служб і відомств, керівники підприємств, організатори торгівлі, професійні учасники фондового ринку, аудиторів, рейтингові агентства, вторинні інсайдери);

2) встановленням заборони укладання угод інсайдером особисто або через третіх осіб;

3) визначення інсайдерської інформації доповнити наступним: «інформація, що не є публічно відомою та стосується одного чи більше емітентів цінних паперів»;

4) увести покарання у вигляді штрафу або відкликання банківської ліцензії для банків, що проводять інвестиційну діяльність на фондовому ринку України з використанням інсайдерської інформації.

Окрім удосконалення нормативно-правової бази, доцільно розвивати інститути спільного інвестування. Згідно із Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» ці фонди не провадять діяльності з коротких продажів [1]. Такі організації володіють значними грошовими коштами і їх вкладення в цінні папери спрямовані на довгострокову перспективу зростання. З огляду на це, вихід необ'єктивної, недостовірної інформації не впливає на вибір цінних паперів. Таким чином, удосконалення нормативно-правової бази та розвиток ІСІ дасть змогу знизити негативний ефект від

розповсюдження недостовірної інформації.

У роботі досліджено теорію інформаційної ефективності та сформовано гіпотезу, що український фондовий ринок є інформаційно-ефективним. Для доведення гіпотези відібрано інформацію, що має глобальний вплив на ринки капіталів України та проаналізовано зміну вартості цінних паперів, що

котируються на українській біржі. За результатами аналізу надано рекомендації щодо розвитку фондового ринку.

Перспективою дослідження є подальше вивчення та аналіз, на більш тривалому відрізку часу і із урахуванням більшої кількості глобальної інформації, теорії інформаційної ефективності.

Список літератури

1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди [Електронний ресурс] : закон України № 2299-III від 15. 03. 2001 (зі змінами і доповненнями). – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.
2. Про інформацію [Електронний ресурс] : закон України № 2657-XII від 02. 10. 1992 (зі змінами і доповненнями). – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.
3. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України № 3480-IV від 23. 02. 2006 (зі змінами і доповненнями). – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.
4. Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс [Текст] : В 2-х томах / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; [Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева]. – СПб: Астрель-СПб, 2001. – 669 с.
5. Лытнев, О. Основы финансового менеджмента – курс лекций / Олег Лытнев [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://books.efaculty.kiev.ua>.
6. Суторміна, В. М. Финанси зарубежных корпораций [Текст] : підручник / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
7. Шредер, Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира [Текст] / Э. Шредер. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 800 с.
8. Бізнес ресурс UBR [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://br.ubr.ua>.
9. Інформаційне агентство УНІАН [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.unian.net>.
10. Кореспондент [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://korrespondent.net>.
11. Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua>.
12. Українська фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrse.kiev.ua>.
13. SMIDA [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua>.
14. Bachelier, L. (1900 a), "Théorie de la spéculation" [Text] / L. Bachelier // Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure. – № 3(17). – P. 21–86
15. Beechey, M. The Efficient Markets Hypothesis: A Survey [Text] / M. Beechey, D. Gruen, J. Vickrey // Reserve Bank of Australia. 2000. – P. 3.
16. Cowles, A. Can stock market forecasters forecast? [Text] / A. Cowles // Econometrica. – 1933. – №1(3). – P. 309-324.
17. Dordick, H. S. The Information Society: A Retrospective View [Text] / H. S. Dordick, G. Wang. – C. : Sage Publications, 1993. – 168 p.
18. Fama, E. Random walks in stock prices [Text] / E. Fama // Financial Analysts Journal. – 1965. – №21(5). – P. 55-59.
19. Fama, E. The behavior of stock market prices [Text] / E. Fama // Journal of Business. – 1965. – №38 (1). – P. 34-105.
20. Grossman, S. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets [Text] / S. Grossman, J. Stiglitz // American Economic Review. – 1980. – № 70. – P. 393-408.
21. Murphy, J. J. Technical Analysis of the Futures Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications [Text] / J. J. Murphy. – М. : «Альпина Паблишер», 2011. – 616 p.
22. Muth J. F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements [Text] / J. F. Muth // Econometrica. – 1961. – №29. – P. 315-335.
23. Ross S. The arbitrage theory of capital asset pricing [Text] / S. Ross // Journal of Economic Theory. – 1976. – №13(3). – P. 341-360.
24. Sharpe W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk [Text] / W. F. Sharpe // Journal of Finance. – 1964. – №19 (3). – P. 425-442.
25. Wyckoff, P. Wall Street and the stock markets: A chronology [Text] / P. Wyckoff. – N. Y. : Hopkinson and Blake, 1972. – 145 p.
26. Zeeman, E. C. Catastrophe Theory. Selected Papers [Text] / E. C. Zeeman. –MA. : Addison-Wesley Pub. Co, 1977. – 675 p.

РЕЗЮМЕ

Хвостенко Владислав, Бабич Максим

Теоретические основы информационной эффективности как базовый инструмент ценообразования на фондовом рынке

Проанализирована сущность теории информационной эффективности, а также степень ее действенности на украинском фондовом рынке.

RESUME

Khvostenko Vladyslav, Babych Maksym

Theoretical basis of information efficiency as a basic tool in the stock market pricing

The essence of the theory of information efficiency is analyzed. The degree of its effectiveness on the Ukrainian stock market is considered in the article.

Стаття надійшла до редакції 01.02.2013 р.