

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ИНФОРМАЦИОННОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

Анотація. Розглянуто теоретичні основи забезпечення інформаційної ефективності фондового ринку України. Визначено значення інформаційної ефективності для забезпечення рівних умов ведення бізнесу для всіх суб'єктів ринку. Надано визначення інсайдерської інформації другого виду.

Ключові слова: ліквідність, інсайдерська інформація, фондовий ринок, інформаційна ефективність, інертність ринку.

Summary. The theoretical foundations of information efficiency of the stock market of Ukraine. Determined value information efficiency to ensure equal business conditions for all market players. The definition of insider information of the second type.

Key words: liquidity, insider information, stock market, informational efficiency, market inertia.

Постановка проблеми. Одной из важнейших характеристик состояния фондового рынка является его ликвидность, которая зависит от устойчивости спроса на ценные бумаги на рынке, связанного с инвестиционной привлекательностью и надежностью ценных бумаг. Именно низкая ликвидность является главной проблемой фондового рынка Украины.

Говоря о низкой ликвидности отечественного фондового рынка, следует выделить основную причину такой ситуации, заключающуюся в незаинтересованности отечественных предприятий в привлечении инвестиций через организованный фондовый рынок, так как данный механизм слишком дорог. Как следствие, у потенциальных инвесторов (не спекулянтов) отсутствуют стимулы для приобретения украинских акций. Для выхода из сложившейся ситуации необходима государственная поддержка в развитии фондового рынка, которая должна выражаться не только в создании эффективного механизма регулирования деятельности участников рынка, но и в обеспечении условий, при которых привлечение капитала через фондовый рынок станет для отечественных предприятий более выгодным, чем обычное банковское кредитование.

Актуальность исследования связана с тем, что фондовый рынок является важнейшим элементом развития рыночного хозяйства любого государства, тем механизмом, который обеспечит привлечение свободных денежных средств домохозяйств в реальный сектор экономики. Фондовый рынок — индикатор «здоровья» всей экономики и достаточно четко реагирует и оценивает экономические действия правительства страны. Однако в Украине развитие фондового рынка идет достаточно медленно. Прогнозы на это год по росту капитализации и ликвидности не оправдались. Так, объем биржевых торгов составил 147 млрд. грн., в то время как в прошлом году он составлял около 163 млрд. грн. Фондовый рынок Украины так

и остался «облигационным», объем торгов в 65 % всего оборота приходился на облигации, а это более 95 млрд. грн. Акциями продано на 18,5 млрд. грн. (13 %). Эмиссии ценных бумаг сократились с 45,5 млрд. грн. до 32 млрд. грн., или на 29,67 % [4].

При этом абсолютно необоснованно такая ситуация оценивается как стабильная. Данное положение объясняется, на наш взгляд отсутствием связи фондового рынка с украинской экономикой. Те процессы, которые происходят в экономике, абсолютно не заметны в динамике фондового рынка. Более того, отечественный рынок оценивается как «инсайдерский» и, соответственно, непрозрачный, допускающий возможность игры не по правилам, что для любого инвестора будет тревожным сигналом [2; 3].

Соответственно, доверие к фондовому рынку Украины остаётся низким, возможности осуществлять сделки по приобретению ценных бумаг также остаются достаточно экзотическим вариантом инвестирования. Другим сдерживающим фактором остаётся низкий уровень дивидендов отечественных эмитентов, что также снижает привлекательность фондового рынка. Соответственно, украинские домохозяйства, а их потенциал оценивается в десятки миллиардов долларов, отчуждены от фондового рынка. В результате в стране наблюдается дефицит свободных денежных средств, ставки кредитов остаются одними из самых высоких в мире, что в конечном счёте сдерживает и без того достаточно медленное развитие экономики и социальной сферы Украины. На основании вышеизложенного сформулируем основную проблему исследования, а именно: невозможность фондового рынка Украины аккумулировать денежные средства и перераспределять их в экономике на справедливых условиях.

Чтобы решить сформулированную проблему, необходимо обеспечить доступность информации. При совершенной конкуренции информация в полном объёме известна всем участникам рынка.

© К. А. Малышенко, 2013

В таких условиях рыночная цена уже отреагировала на её содержание и сформирована абсолютно объективно. Исходя из этого, никто не сможет «обыграть» рынок и получить сверхдоходность. Таким образом, устранение вышеуказанной проблемы на практике невозможно без обеспечения информационной эффективности рынка.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемы развития и регулирования фондового рынка привлекали внимание многих специалистов, о чем свидетельствует значительное количество научных публикаций, посвященных этой теме. Среди отечественных ученых, занимавшихся исследованием этой проблемы, следует назвать А. Барановского, И. Бланка, М. Денисенко, А. Калины, В. Клименко, Д. Лукьяненко, И. Лютого, А. Мозгового, В. Опарина, И. Павленко, Г. Терещенко и др. Кроме того, вопросам информационной эффективности рынка были посвящены работы Э. Фамы, Б. Л. Болдта, Х. Л. Арбита, Е. Д. Элтон, М. Д. Грубера, В. Х. Бивера и многих других авторов [4].

Вместе с тем остались нерешенными ряд теоретических и методических проблем. Прежде всего, необходимо выяснить значение информационной эффективности для развития фондового рынка, определить теоретические основы информационной эффективности, в первую очередь критериев эффективности/неэффективности, разработать методические подходы к анализу информационной эффективности в условиях несовершенной отечественной системы раскрытия информации.

Изложение основного материала. Чтобы решить первую задачу, необходимо более детально выяснить значение информационной эффективности. Без прозрачности рынка, справедливых условий осуществления сделок, отсутствия внешних влияний отечественный рынок ценных бумаг не станет привлекательным для инвесторов, а эффективность рынка является тем индикатором, который показывает его развитость и соответствие мировым стандартам. Информационная эффективность рынка неразрывно связана и является необходимым условием общеэкономической эффективности распределения ресурсов в экономике. Условием экономически эффективного (оптимального по Парето) распределения является равенство выгод от использования ресурсов их альтернативной стоимости.

Таким образом, фондовый рынок как один из важнейших элементов экономики способствует эффективному распределению финансового капитала внутри экономики, что невозможно без его информационной эффективности. Данное положение обуславливает необходимость и значимость оценки уровня информационной эффективности фондовых рынков, в особенности тех, которые ещё формируются. Отслеживая динамику изме-

нений информационной эффективности, можно определить эффективность всей государственной политики в области финансов и фондового рынка в частности. Следовательно, уровень информационной эффективности и динамику его изменения можно использовать как достаточно объективный критерий развития фондового рынка.

Решение второй задачи сводится к следующему. Исходя из теоретического положения об информационной эффективности как скорости и точности, с которой цены реагируют на новую информацию, можно сформулировать поисковый вопрос, а именно: к какому типу рынка относится фондовый рынок Украины — к эффективному или неэффективному?

Информационно эффективный — тот рынок, на котором стоимость актива полностью отражает информацию, касающуюся данного актива. Следовательно, необходимо уточнить, что информационная эффективность в данном случае касается только конкретного актива (акции, облигации и др.) или же всех активов. Очевидно, что сходные активы будут реагировать схожим образом, однако, если изменяется какой-либо фундаментальный фактор, касающийся только акций, например нефтеперерабатывающих компаний (это может быть прогноз добычи, открытие новых месторождений и др.), то, собственно, акции предприятий, не связанных с нефтепродуктами, практически не будут затронуты.

Соответственно, политические или государственные финансово-экономические решения затрагивают деятельность всех компаний данной страны без исключений (например, выборы, новый налоговый кодекс и др.). Таким образом, при оценке информационной эффективности необходимо ограничиться только факторами, имеющими общеэкономическое значение.

Кроме того, цены одних активов (ликвидных) могут реагировать на одни события, а цены других могут оставаться без изменений, что несколько усреднит значение индекса биржи, но не должно нарушить общей тенденции. Поэтому влияние таких факторов должно иметь действительно «фундаментальное» значение. Кроме того, имеющиеся данные о проведенных исследованиях свидетельствуют, что проверку информационной эффективности проводили на ликвидных активах, что априори нарушает чистоту исследования. Отсюда следует, что для оценки информационной эффективности рынка (а не отдельного актива, как это предлагается во всех исследованиях) необходимо использовать только индексы биржи (в нашей стране это индекс ПФТС и Украинской биржи как наиболее развитых торговых площадок). Определим, что применение для исследования именно индексов биржи будет наиболее объективно.

На следующем этапе необходимо выяснить, какое изменение индекса можно считать значимым. Значимое изменение индекса определяется статистически, как превышающее обычную флюктуацию (характеризующее любое колебание или любое периодическое изменение), то есть случайные отклонения от среднего значения биржевого индекса.

Определим основные моменты исследования информационной эффективности:

1. Ограничиваемся только факторами, имеющими общеэкономическое значение.
2. Исследуем изменение только биржевых индексов под влиянием общеэкономических факторов.
3. Значимым изменением индекса считаем изменения, превышающие флюктуации.
4. Последующая форма эффективности включает предыдущую (то есть сильная форма включает и среднюю, и слабую, а средняя — слабую).

Прежде чем перейти к вопросу определения критериев информационной эффективности рынка, определимся со структурой и источниками поступления той информации, которая будет использоваться в анализе. Назовём условно данную систему полем информационного воздействия. В данную систему, на наш взгляд, должны войти три крупных составляющих элемента:

- 1) историческая информация;
- 2) общедоступная информация актуального характера;
- 3) инсайдерская информация.

Историческая информация включает в себя прошлую рыночную информацию: цены, объемы торгов и другую рыночную информацию.

Общедоступная информация актуального характера — вся информация, получаемая из всех официально доступных, публичных источников, а также нерыночная информация по дивидендным выплатам, экономические и политические новости, отчёты и прогнозы правительства и др.

Инсайдерская информация — несущественная публично раскрытая служебная информация компании, которая в случае её раскрытия способна повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг компании. Сюда можно отнести: информацию о готовящейся смене руководства и новой стратегии, о подготовке к выпуску нового продукта и к внедрению новой технологии, об успешных переговорах о слиянии компаний или идущей скупке контрольного пакета акций; материалы финансовой отчётности, прогнозы, свидетельствующие о трудностях компании; информация о тендерном предложении (на торгах) до его раскрытия публично, список аффилированных лиц и т. д. [5].

Если в отношении двух первых типов информации особых замечаний нет, то в отношении инсайдерской информации необходимо сделать некоторую оговорку. А именно: как видно из

определения, инсайдерской называют служебную информацию компании. Выше было определено, что будут исследованы изменения только биржевых индексов под влиянием общеэкономических факторов. Соответственно, в данном случае инсайдерская информация не относится к общеэкономическим факторам. Инсайдерская информация, по приведенному определению, вообще не способна существенно повлиять на биржевой индекс, так как касается только одной компании. Для решения данного противоречия предлагаем выделить инсайдерскую информацию второго типа.

Инсайдерская информация второго типа — информация о возможных перестановках в правительстве, проекты каких-либо законов, касающихся юридических и экономических условий ведения бизнеса в стране, политические решения, проекты подписания крупных государственных контрактов, условия межгосударственных соглашений и договоров, слухи о вступлении в какие-либо ассоциации и союзы и прочая информация, составляющая экономическую государственную тайну. Именно данный вид информации будет использоваться для проверки гипотезы информационной эффективности с целью выделения информационной асимметричности, то есть ситуация на рынке, при которой информация доступна только некоторым, а не всем участникам рынка. В нашей стране данная ситуация вполне возможна, а если учесть количество акций, используемых для расчёта биржевых индексов (например, индекс ПФТС — всего 20 предприятий), и негласных олигархических объединений («семей»), которых насчитывается в Украине всего шесть, то влияние инсайдерской информации второго типа будет значительным. Графически данную систему можно представить следующим образом (рис. 1).

Данная схема базируется на диаграмме Эйлера-Венна «базовые» операции над множествами, а именно: описывает ситуацию, когда одно множество включено в другое множество (аналог — расширение предметной области). Как видно из приведенной схемы, вся информация (как инсайдерская, так и общедоступная) с течением времени переходит в разряд исторической (переход показан стрелочками на рисунке).

Таким образом, инсайдерская информация (второго типа) имеет наибольшее влияние на изменение индекса, так как радикально меняет представление о рынке и повышает волатильность (размах колебаний цен активов).

Общедоступная информация при осуществлении публикации имеет более ровное воздействие, так как большинство инвесторов её уже знают и могут спланировать не только свои действия, но и спрогнозировать действия других участников рынка. При этом наблюдается обычная волатильность (2–4 % в день).

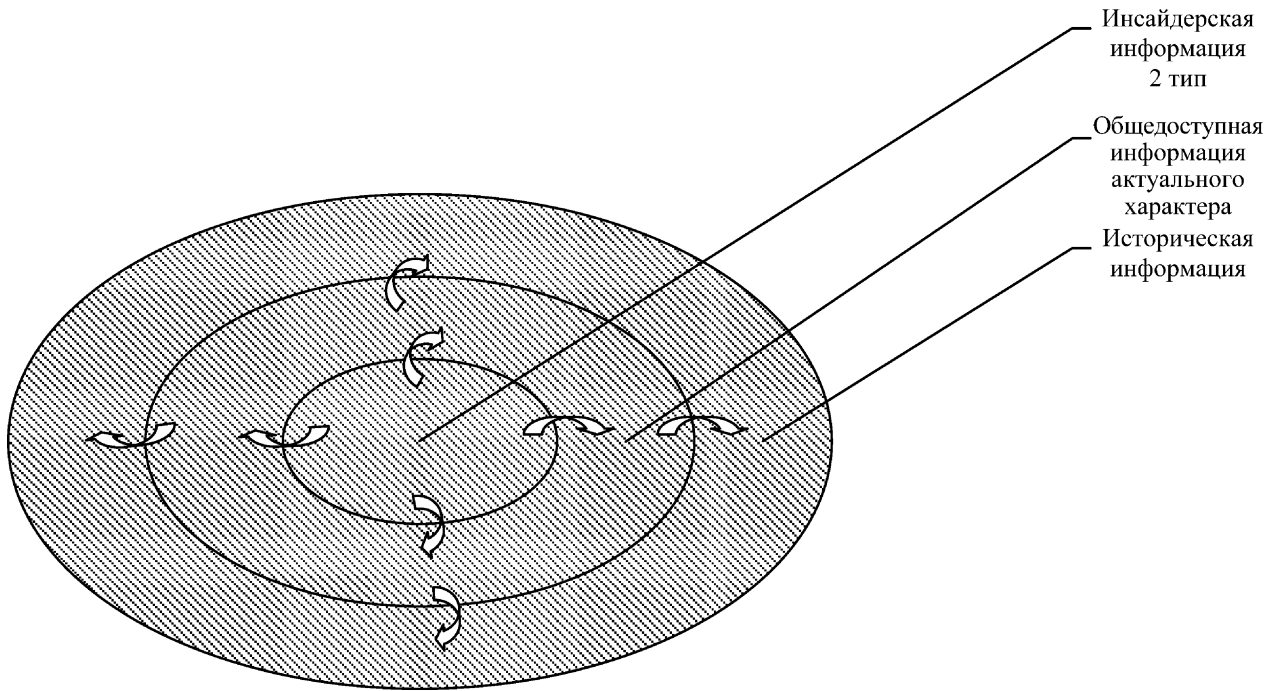


Рис. 1. Поле информационного воздействия

Историческая информация особого влияния не имеет, но может быть использована для статистического наблюдения с целью построения долгосрочной стратегии. На её основе определяется историческая волатильность — как среднее квадратическое отклонение индекса, то есть обычная флуктуация.

Последним важным вопросом, касающимся информации, является понятие инертности рынка и связанное с ним явление «памяти рынка». Для элиминирования данного влияния в построение статистической модели исследования возможные повышения индекса, вызванные «памятью рынка», будут устранены путём снижения его веса, при отсутствующих событиях в данный день и наблюдаемых ранее в данный день недели. Для проверки инертности сопоставление события и индекса необходимо проводить с некоторой сдвижкой, а именно на 1, 2, ... 5 дней. Дальнейшую сдвижку сроков события по отношению к дневному значению индекса проводить бессмысленно.

По третьей задаче необходимо отметить следующее. Роль государственных органов, регулирующих фондовый рынок, должна сводиться к обеспечению информационной эффективности. Так, программа развития фондового рынка до 2015 года в Украине содержит достаточно много рекомендаций и задач, направленных на повышение ликвидности. Однако ликвидность — это производная от информационной эффективности, и, соответственно, повысить её без коренной перестройки системы информирования практически нереально. Нельзя заставить работать инвесторов, в особенности иностранных, не создав тех информационных основ, которые используются на зарубежных рынках. Это касается прежде все-

го раскрытия информации об эмитенте, т. е. наличия в свободном доступе полной и правдивой информации о его финансово-экономической деятельности. Кроме того, необходим анализ фундаментальных факторов, однако информационной основы для его проведения или нет, или её представление носит несистемный характер [6]. В итоге инвестор вынужден принимать решение в условиях неполной, неправдивой, а, следовательно, ассиметричной информации, когда продавец ценной бумаги более информирован, чем покупатель об её истинной стоимости.

В итоге теоретическое значение определения информационной эффективности фондового рынка остаётся достаточно актуальным. Как отмечалось ранее, информационная эффективность — это тот индикатор, который покажет эффективность проводимых преобразований в области экономики и финансов в стране. С её помощью можно будет оценить, как реагирует фондовый рынок на управленческие решения государства на различных этапах его развития, и понять — эффективен он или нет и какова динамика этого показателя. Информационная эффективность имеет определяющее значение при оценке эффективности проведения государственных реформ в области фондового рынка. Чем выше форма эффективности, тем эффективнее политика. В этом заключается значение данного исследования, так как достичь высшей формы практически невозможно, но увеличение эффективности по сравнению с предыдущим периодом можно использовать как объективный индикатор развития фондового рынка.

Выводы и перспективы использования результатов исследования. Исследование изменения инфор-

мационной эффективности позволит использовать её как индикатор эффективности работы правительства в данной области. Кроме того, расширено понятие инсайдерской информации, а именно выделена инсайдерская информация второго типа.

Важность данного вопроса для отечественного рынка заключается в базовом характере проблем его неэффективности и низкой ликвидности, вместе с тем чёткой границы как информационной эффективности, так и ликвидности фондового рынка в целом не существует. Для ответа на данный вопрос разработаны теоретические подходы к проверке информационной эффективности с учётом экономических реалий отечественного фондового рынка. Данные особенности заключаются, прежде всего, в недостаточности информации фундаментального характера и самой практики её представления в СМИ, а именно её бессистемный и фрагментарный характер в сравнении с развитыми капиталистическими странами. Дальнейшие исследования направлены, прежде всего, на практическую оценку информационной эффективности фондового рынка Украины и создание адекватной информационной системы фундаментальных

показателей с учётом отечественной практики раскрытия информации.

Литература

1. НКЦБФР представила итоги работы фондового рынка и его регулятора [Электронный ресурс] / Финансовая компания «ФинТайм». — Режим доступа : <http://www.fin time.com.ua/news>.
2. Шевченко П. Фондовый рынок контролює інсайдер? / П. Шевченко // Фондовый рынок. — 2011. — № 18. — С. 6–7.
3. Денков Д. Депутати оголосили війну інсайдерам / Д. Дэнков // Фондовый рынок. — 2011. — № 7. — С. 6–7.
4. Fama Eugene. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work / Eugene Fama // Journal of Finance. — 1970. — № 25. — P. 383–417.
5. Инсайдерская информация. Википедия [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://ru.wikipedia.org/wiki/>.
6. Кравчук І. С. Макроекономічні аспекти фундаментального аналізу ринку цінних паперів / І. С. Кравчук, В. Д. Юхимчук // Фондовый рынок. — 2011. — № 23. — С. 9–11.