

ГИПЕРРАЦИОНАЛЬНОСТЬ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА КАК ПОКАЗАТЕЛЬ НЕДОСТАТОЧНОГО УРОВНЯ ЕГО РАЗВИТИЯ

ЗОТОВА АЛЛА ИВАНОВНА,

*кандидат экономических наук, профессор,
Южный федеральный университет,
e-mail: aizotova@sfnu.ru*

НЕКРАСОВА ИННА ВЛАДИМИРОВНА,

*доцент кафедры «Финансы и кредит»,
Южный федеральный университет,
e-mail: nekrasova@mail.ru*

В статье анализируется эффект гиперрациональности российского фондового рынка. Раскрывается сущность и причины индуцированной динамики российского фондового рынка.

Ключевые слова: гиперрациональность фондового рынка; справедливая цена; размер капитализации; волатильность; находящиеся в свободном обращении акции; самосбывающиеся пророчества.

The article deals with affect of hyper rationality of Russian stock market in comparison with American and signals influence of American stock-market on of the Russian market dynamics.

Keywords: hyper rationality of stock market; fair market price; size of capitalization; volatility; free float; self-fulfilling prophecies.

Коды классификатора JEL: K22, N20, G10.

Основное отличие современного российского рынка от развитого заключается в том, что на развитом рынке текущие колебания котировок происходят вокруг некоторого интуитивно общепризнанного «справедливого» значения, так что это значение может быть положено в основу определения справедливой рыночной цены бизнеса. На российском рынке текущие колебания цен лишены такого значения инвестиционной стоимости.

Таким образом, допускается ситуация, когда общественно признанная «справедливая рыночная оценка» отсутствует или, точнее, когда рынок ведет себя так, как если бы она отсутствовала. Сам этот тезис может служить фундаментальным объяснением существования микро- и мезосерий доходности (сверхдоходности).

Возникает логический замкнутый круг в финансовой системе, где объективные процессы складываются под определяющим воздействием массовых субъективных ожиданий. Справедливая цена отсутствует, поскольку рынок формирует свои ожидания на основе экстраполяции, т.е. предсказуемости поведения субъектов рынка. Поскольку, справедливая цена практически отсутствует, то экстраполирующее поведение, соответствующее спекулятивному равновесию¹, оказывается

¹ В своей знаменитой «Общей теории занятости, процента и денег» Дж.М. Кейнс сравнивает ситуацию спекулятивного равновесия с газетным конкурсом красоты, в ходе которого читатели оценивают красоту манекенщиц по снимкам в газете, а премию получает тот, чья оценка оказывается ближе всего к

наиболее выигрышным и поэтому на практике преобладает, и данный феномен сам себя воспроизводит,

Ни капитализация сама по себе, ни даже ликвидность не являются такими уязвимыми звеньями, потому что их рост сочетается и с рынком, основанным на спекулятивном равновесии, и с эффективным рынком, требующим классического равновесия рациональных ожиданий. Возвратимся, однако, к понятию справедливой цены. Ее строгое определение гласит, что справедливая цена — это цена, с которой продавец и покупатель соглашаются свободно, когда ни тот, ни другой не находятся в стесненных обстоятельствах, влияющих на их выбор. Вместе с тем в отношении справедливой цены возможны, в свою очередь, два случая.

В первом случае на рынке работает закон единой цены, который гласит, что существует единственная цена финансового инструмента, если дано распределение его доходности, т.е. ожидаемая стоимость формируется единственным образом, включая в себя ожидаемые приросты курсовой стоимости (если на рынке господствует спекулятивное равновесие) или ожидаемые приросты курсовой стоимости и капитализированные дивиденды, а также поправку на конечную продажную стоимость (если на рынке господствуют классические рациональные ожидания).

Во втором случае — и это случай неэффективного рынка и дискриминации источников информации — нет единого распределения ожидаемых приростов цены и доходов из прибыли эмитента, а значит, у задачи «найти справедливую цену» имеется более чем одно решение. В условиях множественности справедливой оценки она перестает быть истинной ценностью, о которой шла речь выше, даже если аналитики способны произвести агрегирование информации. На практике такого агрегирования обычно не происходит, поскольку ситуация дискриминируемых источников представляется участникам рынка самостоятельной ценностью и поддерживается ими.

Рациональным обычно называется ожидание, ошибка которого стремится к нулю. Существует множество типов рационального прогноза, и преобладание каждого данного типа привязано к уровню неэффективности соответствующего рынка. Ограниченно рациональные участники рынка используют исторические данные, достаточные для получения приемлемого прогноза (т.е. средства технического анализа).

Простейший линейный способ получения прогноза — экстраполяция, которую можно формульно представить в виде авторегрессионного уравнения. Этот тип прогноза является гиперрациональным ввиду его прямолинейности — «ожидаемое значение доходности как функция известных значений».

Такой способ был характерен для американского рынка с середины 50-х по середину 70-х гг. Он стал достоянием прошлого в эпоху рейгановской реформы рынка ценных бумаг (которая, в свою очередь, последовала за институциональной перестройкой фондового рынка в 70-е гг.). Этот же тип характерен по большей части для современного российского рынка. На современном развитом рынке акций работает рациональность других типов. Ведущим среди них является механизм САРМ, т.е. «ожидаемое значение доходности как функция отклонения от равновесного уровня», а не просто функция прошлых значений. Во-вторых, это целое семейство методов, основанных на когнитивном диссонансе, или психологическом поведении инвесторов (так называемые, поведенческие теории). Эти методы лишь косвенно основываются на прошлых значениях доходности, они не столь прямолинейны, поэтому их можно назвать рациональными.

«истинной», т.е. усредненной (*Keynes 1936, 156*). При этом участники начинают выдавать не свою собственную оценку красоты, а стремятся угадать будущую среднюю. Подобного рода поведение изучается в теории аукционов.

На эмпирическом уровне отличие современного российского рынка от развитого проявляется в эффекте своего рода гиперрациональности отечественного рынка по сравнению с американским. Это означает, что рациональные ожидания будущей доходности на российском рынке служат эффективным торговым правилом (а именно, правилом выбора знака позиции — длинной либо короткой), а на американском — нет.

Согласно исследованиям сотрудников НАУФОР совместно с Центром развития фондового рынка, агентством Ernst and Young и Thomas Murray, российский рынок обнаруживает черты гиперрациональности, в то время как развитый американский рынок, остается, скорее, «иррациональным»².

Доказательством вышесказанного является наличие следующих зависимостей. В рамках проведенного исследования были взяты два индекса — ММВБ10 будет представлять Россию, а S&P500 — США. Эти индексы были выбраны потому, что российский представляет крупнейшую отечественную торговую площадку, а американский является наиболее представительным.

Российский рынок скорректирован по валютному курсу Банка России, оба индекса представлены в долларовом выражении. Рассчитаны их ежедневные приросты как первые разности натуральных логарифмов и оценены авторегрессионные уравнения с однодневным запаздыванием. В российском случае скользящим массивом послужит пяти —, а в американском — однонедельный период. Полные массивы охватывают отрезок времени с 2004 по 2010 гг., календари совмещены.

Результат эксперимента над российскими данными отражен на рисунке 1, а над американскими — на рисунке 2.

Графики показывают, что рациональные ожидания работают на российском рынке почти всегда, в то время как на американском — почти всегда наблюдается противоположная картина. Если на российском рынке побеждает торговое правило «знак позиции на завтра соответствует знаку ожидаемого сегодня завтрашнего значения», то на американском преобладает правило «знак позиции на завтра противоположен знаку завтрашнего значения, ожидаемого сегодня».

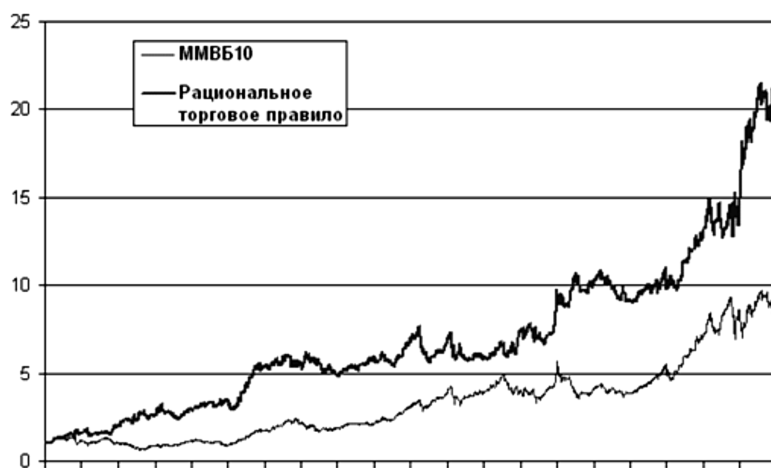


Рис. 1. Результаты эксперимента для российского фондового рынка

Источник: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

² См.: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

Гиперрациональность означает, что конъюнктурные колебания подпитывают себя, проявляя инерционный характер, что формирует среду принятия решений на рынке, ту среду, в которой складываются массовые субъективные ожидания ограниченно рациональных участников рынка — ожидания, становящиеся *self-fulfilling prophecies* (самосбывающимися пророчествами). Это можно рассматривать как весьма сильное, хотя и косвенное, свидетельство того, что на рынке отсутствует интуитивно признаваемая большинством игроков справедливая цена.



Рис. 2. Результаты эксперимента для американского фондового рынка

Источник: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

Отдельного внимания заслуживает тема индуцированной динамики рынка. Иными словами, рынок не только оказывается гиперрациональным, т.е. обнаруживает признаки волатильного поведения, но и обрабатывает при этом преимущественно информацию о мировом рынке, а не об отечественной экономике. По результатам исследования, с 2008 г. и, по крайней мере, по 2010 г., российский рынок можно смело называть информационным придатком американского³.

Более сложный анализ выявляет определяющую роль сигналов с американского рынка на динамику российского. Так, например, метод CAPM не работает для прогнозирования цен российских акций, если пользоваться российскими эквивалентами «безрисковой цены» и «рыночной корзины», однако начинает работать, когда в качестве этих переменных берутся американские (Рубцов 2008). Поведение американского рынка влияет также на выбор участниками российского рынка сравнительно более рискованных инвестиционных стратегий.

Важное значение, для понимания гиперрациональности российского фондового рынка, имеет оценка, нейтральная в отношении риска.

Данная оценка означает попытку показать, имеется ли связь между текущей ценой акции и некоторой величиной, которую мы смогли бы принять за эквивалент, т.е. «справедливой» рыночной оценкой (*fair market price*) бизнеса.

Если колебания котировок не связаны со «справедливой» ценой, то, очевидно, соотношение между текущей ценой и наилучшей «справедливой оценкой» бу-

³ См.: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 г.). (www.naufor.ru).

дет отличаться более или менее короткими сериями, по крайней мере, несколько раз изменяя знак своих средних на протяжении года (случай российского рынка). И наоборот, если на рынке существует связь между текущей ценой и наилучшей «справедливой оценкой», то явных серий быть не должно, средняя величина «премии», т.е. относительного превышения «справедливой оценки» над текущей ценой, будет почти постоянной (случай американского рынка).

Для начала уточним определение справедливой цены. Текущая (приведенная) оценка, нейтральная в отношении риска, будущей стоимости акции лучше, по мнению аналитиков, подходит для исполнения функций эквивалента «справедливой цены (оценки бизнеса)», чем приведенная оценка на основе дисконтированного бесконечного потока дивидендных выплат. Дивиденды на практике в большинстве случаев играют незначительную роль для принятия текущих инвестиционных решений.

В мире, нейтральном по отношению к риску, все акции приносят одинаковую — условно-безрисковую доходность. Предполагается, что эквивалентом справедливой цены служит максимальная оценка, нейтральная в отношении риска, при заданном горизонте инвестирования и эмпирически данных значениях средней фактической прошлой рыночной доходности и волатильности.

Максимизация производилась с однодневным сдвигом на протяжении периода времени с 2004 по 2010 гг. путем варьирования негауссовского («канемановского») параметра бета. В роли обобщенного финансового инструмента выступали следующие индексы: S&P500 — для американского рынка и ММВБ10 — для российского. Текущая цена всякий раз принималась за единицу. Фактическая средняя доходность и волатильность оценивались на основе скользящего трехмесячного базисного периода. Горизонт инвестирования был принят равным шести месяцам, он не должен сильно отличаться по продолжительности от базисного периода (который, в свою очередь, не должен быть слишком длинным, чтобы учитывать конъюнктурные изменения).

Превышение справедливой оценки над текущей ценой в относительном выражении накапливалось с нарастающим итогом. Извилистость полученной кумулятивной кривой покажет, имеются ли серии, т.е. существует ли связь между справедливой оценкой и рыночной котировкой (кривая приближается к прямой, серии почти отсутствуют — связь есть, кривая извилиста, серии явно присутствуют — связь крайне слаба).

Кумулятивная кривая относительных превышений представлена на рис. 3 и 4. На рис. 3 отражена американская ситуация, на рисунке 4 — российская.

В американском случае наблюдается очевидная прочная взаимосвязь между текущими котировками и эквивалентом справедливой оценки. Это соответствует отмечаемой в литературе зависимости премии за контроль при слияниях и поглощениях от динамики рыночных цен акций. Точнее говоря, волны слияний и поглощений следуют за волнами отклонений котировок от «справедливой стоимости» (в качестве которой нередко выступает фундаментальная стоимость).

В российском случае картина противоположная — эквивалент справедливой оценки не имеет устойчивой привязки к текущим котировкам. Оптимальные значения в американском случае в среднем составляют 0,171, а в России их средняя величина равна 1,25, т.е. в то время как в Америке в поведении инвесторов наблюдается преимущественно эффект Канемана — Тверского⁴, в России преобладает феномен массового поведения.

⁴ Асимметричности значения, придаваемого людьми возможным рискам и возможным выгодам, исследования показывают, как меняется выбор человека в зависимости от формулировки вариантов, даже если при этом смысл вариантов остаётся неизменным.

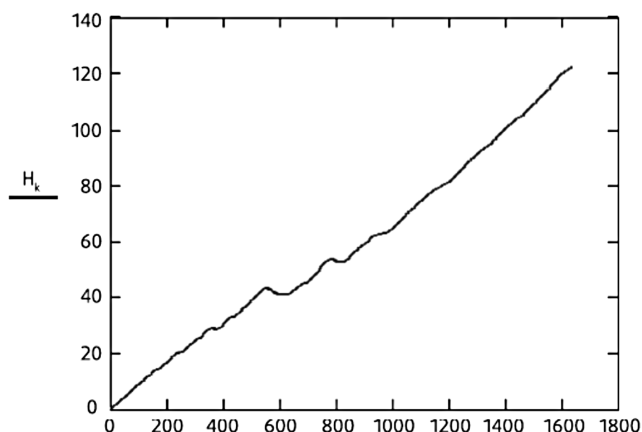


Рис. 3. Кумулятивная кривая относительных превышений американского рынка

Источник: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

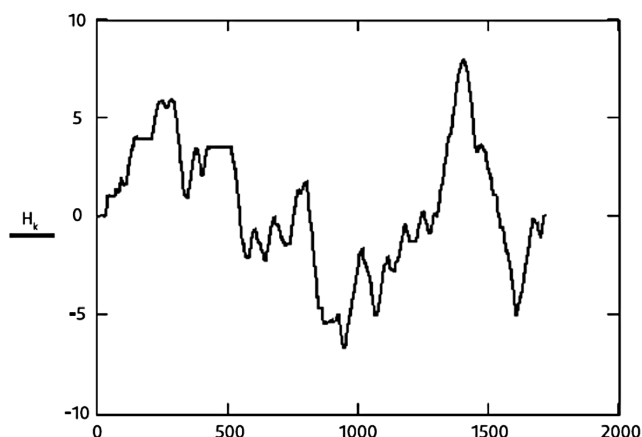


Рис. 4. Кумулятивная кривая относительных превышений российского фондового рынка

Источник: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

Проварьировав величину горизонта инвестирования наряду с параметром, можно также оценить оптимальную срочность вложений — ту, при которой текущая безрисковая оценка оказывается максимальной. Оцененная таким образом оптимальная величина горизонта инвестирования составляет в среднем 32 месяца на американском рынке против шести месяцев на российском. При всей условности оценки справедливой стоимости через риск-нейтральный эквивалент, качественный вывод о различии горизонтов инвестирования, максимизирующих полезность, на развитом (американском) и развивающемся (отечественном) рынках весьма немаловажен. Он указывает на одну из фундаментальных причин относительно невысокого горизонта инвестирования на российском рынке.

Отечественный рынок не позволяет оценить инвестиционную привлекательность бумаг не спекулятивного характера. На таком рынке прибыль приносят портфельные стратегии, основанные на экстраполяции параметров распределения доходности. Например, из семейства стратегий, максимизирующих соотношение Шарпа.

$$Ш_{эм} = \frac{ar_M - ar_f}{\sigma_M} \quad (1)$$

где $Ш_{эм}$ — коэффициент Шарпа;
 ar_M — средняя безрисковая доходность;
 ar_f — среднерыночная доходность;
 σ_M — рыночный риск.

Это существенное отличие от развитого (американского) рынка. Масса инвесторов оказывается, тем самым, заинтересована в поддержании неэффективности, обеспечивающей «долгую память» рынка.

Таким образом, в заключении можно сделать следующие выводы, согласно которым отечественный рынок:

- ◆ перерабатывает преимущественно информацию, непосредственно не связанную с национальными эмитентами;
- ◆ не привязывает текущую рыночную цену акций к их справедливой оценке;
- ◆ не порождает стимулов для сравнительно более долгосрочного инвестирования;
- ◆ поддерживает поведенческие стратегии, закрепляющие неэффективный характер динамики рынка в целом.

На этом фоне рост капитализации как таковой, а равно повышение отношения цены к чистой прибыли, все это не свидетельствует о зрелости рынка.

Помимо сказанного, необходимо отметить, что эффективным рынок может стать лишь в случае осуществления комплекса мер, непосредственно направленных на формирование рынка корпоративного контроля (рынка слияний и поглощений). Важнейшая предпосылка этого — существенный рост доверия массового инвестора к национальному рынку ценных бумаг, прежде всего рынку акций, а также повышение free float (т.е. повышение доли акций, находящихся в свободном обращении на рынке). Рынок корпоративного контроля требует воплощения в конкретных институциональных формах и ограничениях.

Среди институциональных форм укажем на фонды прямых инвестиций как на родовую форму (которая, безусловно, нуждается в спецификациях применительно к конкретным случаям). Из ограничений отметим недопустимость контроля со стороны менеджеров, т.е. важность разграничения менеджмента и собственности.

Недавно поднявшаяся в странах с финансовыми системами англосаксонского типа волна критики по отношению к фондам прямых капиталовложений должна оцениваться в системном контексте. А именно, соглашаясь с тем, что такие фонды могут вести к снижению уровня прозрачности корпоративного управления, мы можем сделать, тем не менее, выбор в их пользу, если признаем, что системная эволюция отечественной финансовой системы требует форсированного развития рынка корпоративного контроля.

ЛИТЕРАТУРА

Лансков П., Гусов О. и Лансков Д. (2007). Неидеальные черты фондового рынка России // *Рынок ценных бумаг*. № 17.

Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до (2020 года). (www.naufor.ru).

Рубцов Б.Б. (2008). Фондовый рынок США // *Портфельный инвестор*. № 3.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. N.Y.: Harcourt Brace Publ.