Евстигнеев Владимир Рубенович. Поведение институциональных портфельных инвесторов на американском и российском рынках акций (Сравнительный анализ) : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 342 c. РГБ ОД, 71:04-8/162

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Поведение портфельного инвестора на развитом и развивающемся рынках акций

1.1. Портфельный инвестор как центральная фигура исследования. Интересы портфельного инвестора и развитость фондового рынка

1.2. Проблема специфичности национального рынка акций и его отличие от состояния эффективного рынка. Инвестиционные стратегии как наиболее общее и точное выражение степени эффективности рынка

Краткие выводы 89

Глава 2. Сравнительная эффективность инвестиционных стратегий на американском и российском рынке акций

2.1. Место российского сегмента в системе мирового фондового рынка 93

2.2. Фильтры, правила «stop loss» и поведение инвестора 1Ю

2.3. Минимизирующая и максимизирующая стратегии - их относительная эффективность

2.4. Особые случаи нестандартных инвестиционных стратегий и особенности формирования рыночного портфеля

2.5. Алгоритмы инвестиционного поведения и механизм переработки информации

Краткие выводы 146

Глава 3. Проблема скрытых рисков на американском и российском фондовых рынках

3.1. Проблема измерения портфельного риска 172

3.2. Риск рыночного портфеля (индекса) на американском и российском рынке. Издержки игры (лотереи) как специфическая мера скрытых рисков

3.3. Страховая премия за риск в случае различных инвестиционных стратегий на развитом и развивающемся рынке

3.4. Эволюция скрытых рисков, имманентных портфелям на эффективной границе американского и российского рынков, в 1999-2001 гг.

Краткие выводы 231

Глава 4. Роль сигналов с американского рынка в формировании стратегий инвесторов на российском рынке

4.1. Финансовая глобализация - новый контекст принятия решений на фондовом рынке

4.2. Динамика российского рынка акций как функция американских фондовых индексов

4.3. Роль американского рынка в формировании предпочтений инвесторов на российском рынке

Краткие выводы 306

Заключение. Общие выводы зі3

Приложение 319

Библиография 323

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертации

Настоящее исследование посвящено специфике российского национального фондового рынка в контексте мирового фондового рынка. Под фондовым рынком, если не оговорено иное, здесь и далее подразумевается фондовый рынок в узком смысле, т.е. рынок акций, преимущественно обыкновенных (не привилегированных), который отличается большим своеобразием. Высокая капитализация и ликвидность фондового рынка способствуют решению таких задач, как:

эффективное размещение и управление финансовыми активами, что позволяет оздоровить финансовую среду и существенно снизить риски, создав тем самым мощный канал привлечения инвестиций с мирового рынка в национальную экономику, в том числе в её реальный сектор;

обеспечение кредитной экспансии, т.е., в конечном счёте, обеспечение кредитной поддержки инвестиционной активности (эту задачу многие годы не удаётся решить иными способами, без радикального повышения капитализации отечественного рынка обыкновенных акций);

привлечение капиталовложений в компании-эмитенты - как, прежде всего, благодаря действию механизма, описанного нобелевским лауреатом Джеймсом Тобином, так и напрямую, путём выпуска акций;

обеспечение эффективного механизма внутрикорпоративного управления, ориентированного на универсальный критерий эффективности - рост рыночной стоимости пакетов акций в руках акционеров.

В настоящее время, однако, то значение, которое рынку обыкновенных акций приписывают в обществе, очень занижено - в глазах общественности отечественный фондовый рынок остаётся не более чем тренажёром для финансистов. Тем не менее эта ситуация нисколько не изменяет объективной важности рынка акций. Значимость развитого рынка акций для экономики

огромна, и этим отчасти обусловлен выбор темы диссертационного исследования.

Слово «отчасти» появилось в предыдущем абзаце не случайно. Для исследователя во всяком случае не менее, а зачастую более весомым фактором выбора сюжета служит собственно теоретический интерес. И в этом отношении с фондовым рынком едва ли может соперничать какая-либо иная научная область. Во-первых, проблематика рынка акций обеспечена, пожалуй, наиболее утончённым теоретическим инструментарием во всём семействе экономических дисциплин, а во-вторых, эта проблематика наиболее содержательна, поскольку позволяет затрагивать такие вопросы, которые связаны с концептуальными основаниями всего современного экономического знания. Единство теоретического и практического интереса и заставляет нас обратиться к избранной проблеме - к проблеме места российского рынка акций в системе мирового фондового рынка, проблеме соотношения центра и окраины этого рынка.

Попытка ответить уже на самый общий вопрос об особенностях периферийного сегмента мирового фондового рынка подводит нас к необходимости сузить задачу, т.е. определить - а что такое, собственно говоря, особенности рынка? Где их искать и как их измерить? Сужая задачу, мы неизбежно должны взглянуть на рынок глазами конкретного экономического субъекта, потому что только так мы сможем эффективно выявить существенные черты в бесконечном богатстве фактов, относящихся к работе рынка акций.

В качестве такого специфического субъекта мы выделяем институционального портфельного инвестора, показывая, что его интересы в пределе объективно совпадают с интересами реформирования национального фондового рынка. А поскольку стратегии поведения портфельного инвестора строятся на основе арбитражных возможностей, предоставляемых любыми отклонениями рынка от эффективного состояния, то оказывается, что специфи-

ку рынка можно удовлетворительно описать в терминах инвестиционных стратегий портфельного инвестора. Такова наша исходная позиция.

Определившись с главным действующим лицом исследования, мы должны, далее, определиться и в отношении вопроса о том, какой конкретно рынок будет в нём представительствовать от лица «мирового рынка», т.е. выступать как его актуальный центр, по отношению к которому только и возможно зафиксировать специфику периферийного сегмента - российского рынка.

В настоящем исследовании выбор исполнителя на роль центра мирового рынка не станет неожиданным - в этом качестве выступит национальный фондовый рынок США. Если в предположении, что национальный американский рынок - это и есть центральная область мирового рынка акций, присутствует натяжка, то очень небольшая. В самом деле, на американский рынок приходится порядка 50% совокупной капитализации мирового рынка акций, в то время как на российский на рубеже веков приходилось, округлённо, 0,125%, т.е. в 400 раз меньше. Одновременно с точки зрения российского капитала в его движении из периферии к центру мирового рынка таким центром естественно оказывается именно американский рынок. Так, если в 1995-

1. гг. российский капитал, вывозимый за рубеж / не возвращённый из-за рубежа, вкладывался главным образом в Германию и Великобританию, то в
2. г. 77,8%, а в 1999 г., после резкого роста вывоза капитала в посткризисных условиях, уже 81,7% его было инвестировано на американском рынке , играющем роль центра.

1 См. *Liuhto К.*«Russia Takes Part in the Globalization *via*Her Investments Abroad» *I*Paper Presented at the International Conference «Post-Communist Economic Growth» Held by the Institute for the Economy in Transition, Moscow, 20-21.III.2002. P. 19. В статье говорится преимущественно о российских прямых иностранных капиталовложениях, однако в данном случае важнее общее на-

Необходимо сломать существующие у широкой общественности, а также в академических кругах предубеждения против профессионального сообщества портфельных инвесторов, без которого невозможен рост капитализации отечественных компаний (его важность начинает постепенно восприниматься как ценность даже отечественной политической элитой - неслучайно проблема недостаточной капитализации российских эмитентов была упомянута в Послании президента Российской Федерации Федеральному собранию в апреле 2002 г.), снижение рисков в национальной финансовой системе, а значит, устойчивая инвестиционная деятельность и повышение уровня потребления / качества жизни. Цель и задачи диссертационного исследования

Коль скоро без полноценно функционирующего профессионального сообщества портфельных инвесторов не может быть достигнута высокая капитализация российских компаний, соответствующая их возможностям, отражающая перспективы роста и тем самым способствующая производственным капиталовложениям, а также не может быть создан высоко ликвидный -и, следовательно, способный амортизировать кризисные колебания конъюнктуры - национальный фондовый рынок, отсюда *цель*исследования заключается в выявлении и системном анализе различной природы фондового рынка в «центре» и на периферии мировой экономики, механизмов его поведения, в анализе тех специфических проблем и рисков, под воздействием и в процессе решения которых формируются инвестиционные стратегии в «центре» и на периферии.

Для достижения поставленной цели необходимо решить основные задачи исследования. Перед нами будут стоять следующие четыре задачи:

правление вывоза капитала, свидетельствующее о расстановке приоритетов российского делового сообщества.

во-первых, показать, что описание рынка в терминах стратегий портфельного инвестора может служить необходимым и достаточным для характеристики особенностей национального рынка акций;

во-вторых, продемонстрировать, что, с одной стороны, российский периферийный фондовый рынок как система отличается от развитого рынка не столь сильно, как это принято полагать, в существенных моментах приближаясь к «нормальному» состоянию, однако, с другой стороны, оптимальные инвестиционные стратегии и механизмы принятия инвестиционных решений на российском и мировом рынке существенно различны;

в-третьих, количественно и качественно оценить «видимые», т.е. непосредственно наблюдаемые, и скрытые, «невидимые» риски на развитом мировом рынке акций, который представлен американским национальным рынком, и на периферийном российском рынке, а также предложить некоторые нетрадиционные методики оценки скрытых рисков;

в-четвёртых, установить зависимость преобладающих типов динамики периферийного российского рынка обыкновенных акций от состояния мирового рынка (представленного национальным американским рынком акций), показать, как зависит избыточная доходность инвестиционных портфелей, образуемых в соответствии с той или иной стратегией, от поведения американских фондовых индексов, выяснить, каков механизм принятия инвестиционных решений, индуцированный мировым рынком.

В работе исследуются существенные различия в спецификации и результативности преобладающих портфельных инвестиционных стратегий в «центре» и на периферии мирового рынка акций. Затем мы переходим к вопросу о сложности механизма принятия инвестиционных решений.

Далее логика анализа приводит нас к одной из важнейших проблем переходной экономики. Это проблема рисков - непосредственно наблюдаемых и скрытых, «невидимых», которые подлежат косвенной оценке, но при фор-

мировании решений портфельными инвесторами играют едва ли не ведущую роль.

Наконец, нам предстоит исследовать центр и отечественный периферийный сегмент рынка в единой связке - рассмотреть, как поведение мирового (американского) рынка акций влияет на сравнительную эффективность - а значит, относительную привлекательность - инвестиционных стратегий, формирующих ситуацию на российском рынке обыкновенных акций. Объект и предмет исследования

Мы можем теперь сформулировать, что является объектом и что -предметом настоящего исследования. *Объектом*исследования является поведение международного портфельного инвестора, выстраивающего различные эффективные инвестиционные стратегии на мировом и периферийном рынке, и различный характер динамики рынка акций в «центре» и на «периферии».

*Предметом*настоящего исследования являются:

существенные различия в оптимальных инвестиционных стратегиях на мировом (американском) и периферийном (российском) рынке акций;

различие типов неэффективности мирового и периферийного рынка и, соответственно, различия в механизмах принятия инвестиционных решений;

явные и скрытые риски на периферийном рынке, их качественные и количественные отличия от инвестиционных рисков на мировом (американском) рынке акций, а также технологии оценки стоимости скрытых рисков;

воздействие сигналов, поступающих с мирового (американского) рынка, на формирование наиболее привлекательных стратегий, а значит, и преобладающих типов инвестиционного поведения на российском рынке акций.

Разработанность вопроса в литературе и позиция автора

На сегодняшний день в мире существует обширная литература по проблемам эффективности фондового рынка и, в частности, богатая литература

по той отрасли науки о финансах, которая, начиная по крайней мере с первой половины 80-х годов, плодотворно занимается изучением специфики различных типов рынков, включая новые финансовые рынки. В основе направления лежат труды Г.Марковица, У.Ф.Шарпа, Дж.Тобина, К.Эрроу, Дж.Маршака, С.А.Росса, Р.Ролла, Дж.Пратта, Ю.Фамы и пр. В российской литературе проблематику диссертации разрабатывали Р.М.Энтов, А.Д.Радыгин, А.В.Захаров, Я.М.Миркин, Б.Б.Рубцов, А.И.Буренин, А.В.Бухвалов, А.З.Астапович, и др.

Вместе с тем анализ в этой литературе сосредотачивается почти исключительно на отклонениях, «недоработках» развивающегося фондового рынка, его отступлениях от требований информационно эффективного рынка - финансовой проекции рынка свободной конкуренции. В настоящем исследовании предпринята - насколько известно автору, впервые в отечественной литературе - попытка описать периферийный и мировой рынки акций как специфические системы со своими цельными иерархиями инвестиционных стимулов и предпочтений, различные способы организации рынка. Показано, что рыночная среда определённого типа задаёт приоритеты инвесторов.

В экономической литературе большое внимание уделяется исследованию типов поведения портфельных инвесторов. Автор настоящей работы попытался, воспользовавшись результатами, полученными в литературе по инвестиционному поведению, описать в терминах инвестиционных стратегий специфику различных типов макроэкономического объекта «фондовый рынок», связав организацию инвестиционного поведения на микроэкономическом и макроэкономическом уровнях. Особое внимание было обращено при этом на институциональных портфельных инвесторов, которым в российской литературе - в отличие от мировой - внимания уделяется недостаточно (либо, во многих случаях, не уделяется вовсе). Методы исследования

Исследование выполнено на стыке нескольких направлений современной экономической науки, прежде всего теории финансов и теории мировой экономики, и основано на методах, развитых такими дисциплинами, как:

теория эффективного рынка и её модификация - теория ценообразования на рынке фондовых (капитальных) активов;

теория оценки финансовых рисков;

теория рационального выбора и её модификация - теория принятия решений в условиях неполной (асимметричной) информации;

теория ограниченной (связанной) рациональности;

теория экономики переходного типа.

При проверке выдвигаемых гипотез автор широко пользуется методом вычислительного эксперимента и виртуальной имитации поведения инвестора. Научная новизна

Научно-теоретическая новизна проведённого исследования определяется следующими моментами, которые в целом соответствуют поставленным выше задачам и предмету исследования и структурно отражают их:

во-первых, было получено системное описание развитого и периферийного фондового рынка в терминах инвестиционных стратегий и строго доказано существование качественных типологических различий в механизмах поведения этих рынков; было также показано, что российский рынок обыкновенных акций находится по своим системным признакам гораздо ближе к мировому рынку, а значит, и к идеальному «нормальному» состоянию, чем принято обычно полагать;

во-вторых, была продемонстрирована и строго обоснована связь между типами инвестиционного поведения на развитом и периферийном рынке акций и сложностью принятия инвестиционных решений, при этом сложность механизма принятия решений получила однозначную количествен-

ную характеристику; эта характеристика, различная для разного типа рынка, может сама по себе рассматриваться как исчерпывающая характеристика развитости / периферийности рынка;

в-третьих, показано, что определяющая роль в формировании инвестиционных ожиданий - и, следовательно, резких массовых реакций рынка, вызывающих как чрезмерно оптимистические периоды роста, так и необоснованно, с точки зрения внешнего наблюдателя, пессимистические кризисные периоды - принадлежит непосредственно не наблюдаемым, скрытым рискам, которые на периферийном рынке многократно превосходят величину скрытых рисков на мировом рынке, однако на протяжении длительных отрезков времени могут компенсироваться исключительно высоким уровнем ожидаемой номинальной доходности; были предложены некоторые методы стоимостной оценки скрытых рисков;

в-четвёртых, установлено, что информация, поступающая с мирового фондового рынка, оказывает существенное направленное, т.е. не компенсированное на длительных периодах, воздействие на динамику избыточной доходности основных стратегий портфельного инвестора, подавляя одни стратегии и поддерживая другие, и в результате формирует на периферийном российском рынке акций предпочтения в пользу относительно более рискованных инвестиционных стратегий.

Практическая значимость

Практическая значимость исследования определяется следующими моментами:

во-первых, достигнуто более полное, системное понимание природы пе  
риферийного рынка портфельных инвестиций, черт его сходства и разли  
чия с мировым (развитым) рынком, что позволяет формулировать и вы  
страивать комплексную политику регулирования национального фондово  
го рынка; результаты исследования представляют интерес как для денеж-

ных властей и регуляторов рынка, так и для саморегулирующихся организаций профессиональных участников национального рынка акций;

во-вторых, результаты исследования могут быть использованы в учебных курсах по финансовым дисциплинам, давая комплексное представление о фондовом рынке в терминах теории эффективного рынка, теории рационального выбора и теории риска. Некоторые результаты были использованы автором при подготовке ряда разделов учебника «Экономика» для высших учебных заведений (отв. ред. - А.Н.Нестеренко и др., первое издание - Москва: "Проспект", 1998 г.; второе издание - 2001 г.), а также при формировании спецкурса «Мировая финансовая система» на факультете Master of Business Administration Международного университета в Москве в 2002 г.;

в-третьих, полученные результаты позволяют выстраивать эффективные инвестиционные стратегии, специфичные для периферийного фондового рынка и результативные на таком рынке в условиях экономики переходного типа, что может быть использовано в целях самофинансирования академической науки путём создания специализированных консультационных подразделений по оказанию на рыночной основе услуг в области управления инвестиционными портфелями и / или управляющих компаний.

Апробация результатов и публикации по теме исследования

Апробация результатов исследования осуществлялась автором в виде публикации печатных трудов, а также в публичных выступлениях. Результаты исследования в основном были опубликованы автором в двух индивидуальных монографиях, а также главах в коллективных монографиях и академических журнальных статьях совокупным объёмом около 65 печатных листов. Кроме того, результаты исследования апробированы в 15 докладах и выступлениях автора на международных и российских академических конфе-

ренциях и семинарах, а также в двух подготовленных им аналитических материалах.

Идеи автора получили отклик в академической печати. По итогам наукометрического исследования, проведённого в рамках проекта «Российский экономический барометр» (научный руководитель - С.П.Аукуционек, ИМЭМО РАН, отчёт см. «Вопросы экономики», № \_, 200\_ г.), диссертант по совокупному вкладу в научную экономическую литературу за 90-е годы входит в число первых 25 авторов, публиковавшихся в российской академической печати. Структура и объём работы

Диссертация состоит из четырёх глав, соответствующих основным задачам исследования, а также введения, заключения и библиографии. Общий объём работы составляет около 16 авторских листов, включая 69 рисунков. В диссертации имеется 14 таблиц, содержащих результаты выполненных автором экспериментальных расчётов. Библиография насчитывает порядка 300 источников, на преобладающую часть которых имеются ссылки в тексте диссертации.

## Портфельный инвестор как центральная фигура исследования. Интересы портфельного инвестора и развитость фондового рынка

Прежде чем приступить к исследованию интересов портфельного инвестора, необходимо, как представляется, определиться в своём отношении к событиям на американском рынке акций в первой половине - середине 2002 г. Резкий спад на нём многие в России восприняли с облегчением, а иные и с нескрываемым торжеством - дескать, «наконец-то». Такое отношение обусловлено двумя причинами. Первая из них коренится в политико-мировоззренческой области и связана с объёмом и стилем американского присутствия в мире, которое, если напрямую и не затрагивает российских интересов, невольно воспринимается как возможная и вероятная опасность. Эту сторону злорадного отношения к фондовому кризису 2002 г. можно понять и даже отчасти принять.

А вот вторая причина имеет профессиональную природу, и уж тут-то солидарность вовсе неуместна. Дело в том, что исключительно важная роль рынка акций, его динамики для экономики современного типа требует нового, непривычного большинству российских экономистов понимания экономического механизма - требует признания того, что современная развитая экономика принадлежит не к индустриальному, а к информационному обществу. Такая экономика отличается прежде всего способностью превращать в ликвидность непосредственно информацию, минуя многие традиционные посредствующие звенья. Механизмом, дающим общественно обоснованную однозначно определённую стоимостную оценку информации, служит фондовый рынок.

Разговоры о «спекулятивном пузыре» применительно к современной продвинутой экономике неуместны и попросту нелепы - достаточно вспомнить, что в США, к примеру, экономика, основанная на фондовом рынке, обеспечила беспрецедентную по продолжительности эпоху экономического роста с 1982 г. на протяжении по меньшей мере 18 лет. Стоимостная оценка информации, выражаясь в росте капитализации рынка акций, становится в современной экономике системным средоточием её механизма, обеспечивая масштабный рост платёжеспособного спроса со стороны домашних хозяйств и кредитоспособности институциональных субъектов, что оборачивается ростом потребления и накопления, щедро питающим не в последнюю очередь реальный сектор.

Кризис 2002 г. не «обнаруживает ложную основу» современной высокоразвитой экономики, как того бы многим хотелось, а выявляет уязвимые сегменты её основы. Финансовый фундамент современной экономики делается от этого в конечном счёте прочнее и жизнеспособнее. Благодаря кризису, как можно ожидать, существенно снизится уровень шума, искажающего полезную информацию (такого, как двусмысленная отчётность и недобросовестный аудит), а значит, повысится эффективность фондового рынка в его основной функции - в функции генератора обоснованной стоимостной оценки информации. Недооценка системной роли фондового рынка теперь, когда от его подъёма зависит, пожалуй, успех российских экономических преобразований в целом, означала бы для российского экономиста профессиональную безответственность.

Определение объектов экономической науки, их содержание и содержание связанных с ними проблем в решающей степени зависит от того, с чьей точки зрения мы смотрим на эти объекты. В самом деле, ведь само выделение ограниченных моментов общественного континуума в качестве экономического объекта условно и задано целями наблюдателя и требованиями той традиции теоретизирования, которую он разделяет2. Даже когда речь идёт о, казалось бы, вполне объективных предметах, таких как финансовый рынок, всё равно спецификация и объём фактов, определение и охват процессов, существенных для исследования, - всё это не является инвариантом, но требует чёткого определения субъекта, для которого эти факты и процессы значимы.

Поэтому, приступая к исследованию российского фондового рынка как периферийного сегмента мирового финансового рынка, мы немедленно оказываемся перед вопросом - с точки зрения какого субъекта мы рассматриваем рынок? Таким субъектом, специфичным именно для фондового рынка в его узком понимании, т.е. для рынка акций, выступает главным образом портфельный инвестор3. Эта идея нуждается, однако, в некотором пояснении.

## Место российского сегмента в системе мирового фондового рынка

В предшествующей главе мы говорили о том, что периферийность национального рынка акций может пониматься в двух смыслах, или двух измерениях - в смысле удалённости от предельного (идеального) состояния рынка, эффективного в информационном отношении, что является специфическим финансовым эквивалентом рынка совершенной конкуренции, и в смысле удалённости от мирового рынка, представителем которого выступает американский фондовый рынок. При этом утверждалось, что эти два понимания периферииности синонимичны, т.е. «центр» мирового рынка расположен существенно ближе, чем «окраины», к эффективному состоянию. Попробуем теперь эмпирически определить меру периферииности российского рынка обыкновенных акций. Начнём со второго аспекта - соотношения «центра» и «периферии» мирового рынка - и попытаемся получить наглядное выражение такого соотношения.

Для этого возьмём представительную выборку индексов национальных рынков развитых и развивающихся стран, а также стран с экономикой переходного типа. Кроме того, воспользуемся средневзвешенными индексами, представляющими мировую экономику в целом, а также мировую экономику за исключением США. Всего наша выборка будет включать в себя до 50 индексов. Для того, чтобы обеспечить однотипность методики расчёта индексов по всем рынкам, воспользуемся данными из одного и того же авторитетного источника. В нашем случае это будут ежедневные значения индексов MSCI (Morgan Stanley Capital Indices) за период с января 1999 г. по декабрь 2001 г. Рассчитав стандартным способом ежедневные значения доходности этих индексов, расположим все национальные рынки и мировой рынок на диаграмме так, чтобы каждому рынку соответствовала одна точка, полностью определённая двумя измерениями - риском, или волатильностью, по горизонтальной оси и нормой доходности по вертикальной оси. Средняя доходность и волатильность берутся на всём периоде и являются «мгновенными», т.е. не приведены к годовому выражению.

## Проблема измерения портфельного риска

Если бы потребовалось указать на какой-то один, решающий параметр, от которого зависят структура источников привлечения финансовых ресурсов, институциональная структура денежно-финансового рынка и иные основополагающие характеристики финансовой системы, то в качестве такого параметра, безусловно, следовало бы указать на категорию риска.

Риск связан с неполнотой и недоступностью информации, или по крайней мере с ограниченной доступностью бесплатной информации. Более того, механизм создания и преодоления риска, т.е. ограничения и раскрытия информации, лежит в основе рационального (в широком понимании) поведения экономических субъектов, поскольку, с одной стороны, обладание закрытой, частной информацией повышает рыночную ценность данного субъекта, а с другой стороны, - со стороны его партнёров и контрагентов, - доступ к част Q"7 ной информации снижает их издержки . И именно в финансовом секторе ценность информации выступает особенно выпукло, её стоимость поистине огромна которой последовательно проводит ту идею, что обман лежит в основе преобладающих стратегий экономического поведения.

Сравним ситуацию выбора, который стоит перед фирмой реального сектора, участвующей в производственном процессе, и ситуацию выбора, в которой находится портфельный инвестор. В первом случае выбор качественно различных объектов вложения капитала ограничен технологически, а цена.

Но что такое, собственно, риск в общепринятом финансовом понимании? Как правило, если воспользоваться терминологией, усвоенной в первой главе, под риском подразумевается неопределённость исхода лотереи, т.е., к

качественно близких объектов эффективно сближается на конкурентном рынке. Следовательно, нулевая неопределённость выбора, т.е. полнота информации, лишь немного способна повысить конечную отдачу инвестиций, осуществлённых сейчас. Во втором случае - на рынке портфельных инвестиций - выбор между качественно различными объектами тождественен выбору между количественно различными ценами. Постановка вопроса о «конкурентном сближении цен» здесь лишена смысла. Поэтому будущая доходность полностью определяется выбором объекта инвестирования, при том, что на высоко ликвидном рынке этот выбор почти абсолютно свободен. Зависимость от прошлого минимальна, а зависимость от неопределённости выбора, т.е. от полноты информации, - максимальна. Вследствие этого стоимость информации на фондовом рынке во много раз - а зачастую на много порядков - выше, чем в реальном секторе. К примеру, точный выбор (совершенно - отметим - невозможный) одной из шести наиболее торгуемых обыкновенных акций на Московской межбанковской валютной бирже в начале февраля 2002 г. принёс бы уже через полтора крайне, в целом, неблагоприятных месяца более 30% чистой прибыли в рублёвом исчислении, в то время как лидер рынка - инвестиционный фонд «Пионер первый» - получил за тот же период порядка 8-9% чистого прироста стоимости по программе инвестирования в отечественные акции. Разница результата в расчёте на 100 (1000, 10 тыс. и т.д.) рублей, инвестированных в начале февраля, и даёт представление об относительной стоимости информации. Идеальный случай знания лидера каждого следующего торгового дня принёс бы на том же отрезке времени сотни процентов чистого прироста стоимости инвестиционного портфеля. примеру, любое распределение вероятности результатов инвестиционного проекта - скажем, снова обращаясь к терминологии из первой главы, любая информационная структура, - в которой вероятность ни одного исхода не равна единице и вероятность хотя бы некоторых исходов не равны нулю. Иначе говоря, коль скоро мы имеем дело не с детерминистским, а с вероятностным характером процесса, мы имеем дело с риском. Таково принимае 99 г мое по умолчанию определение риска , и нам его здесь будет достаточно. Теперь мы можем рассмотреть, каким же именно образом риск управляет финансовой структурой.

Посмотрим вначале на финансовую структуру в узком смысле, под которой понимается обычно соотношение собственных и привлечённых - упрощая, будем считать, что «привлечённые» означает «заимствованные» -средств в финансировании инвестиционных проектов. Взглянем на рис. 3.1.1. По вертикальной оси на нём отложены значения процентной ставки, по горизонтальной - объём привлечённых ресурсов. Линия DDr - это кривая спроса на кредитные ресурсы в условиях неопределённости (ограниченной доступности информации о проекте для кредиторов), линия DE - кривая спроса в