Каваленя, Леонид Николаевич. Методы оценки информационной эффективности фондовых рынков : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Каваленя Леонид Николаевич; [Место защиты: Гос. ун-т Минфина России].- Москва, 2012.- 128 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/1715

**Введение к работе**

**1. Актуальность темы диссертационного исследования**

Информационная эффективность фондовых бирж является обязательным

условием для осуществления оптимального перераспределения капитала.

Возможность объективной оценки информационной эффективности

ценообразования необходима экономическим агентам для принятия

инвестиционных решений, а органам государственного регулирования для

выработки мер, направленных на улучшение рыночной инфраструктуры. В

этой связи задача разработки и совершенствования методов количественной

оценки информационной эффективности фондовых рынков имеет

исключительно важное значение. Необходимость разработки таких методов

подтвердилась в период глобального финансового кризиса 2008 - 2011 г.

Особую актуальность теме исследования придает беспрецедентный рост роли фондовых рынков в экономическом развитии современных стран. На протяжении трех последних десятилетий глобальный финансовый сектор развивается быстрее остальной экономики. Объемы спекулятивных транзакций стали многократно превышать объемы физического производства товаров и услуг. Теоретическим обоснованием «нормальности» такого положения вещей является Гипотеза эффективного рынка (ГЭР). Но за пятьдесят лет своего существования, теория так и не дала ответа на главный вопрос, который ставят перед ней все практики: **насколько** точно современные рынки отражают в своих котировках фундаментальную информацию об активах? Чтобы ответить на этот вопрос требуется введение *количественных мер,* которые бы численно характеризовали информационную эффективность ценообразования и *позволяли сравнивать рынки между собой.*

Однако, несмотря на высокую практическую значимость, прогресс в количественном описании информационной эффективности «некризисного» рынка практически отсутствует. На текущий момент (январь 2012 г.) нет ни одной общепринятой меры информационной эффективности ценообразования, получившей достаточное практическое применение. Это обусловливает необходимость совершенствования существующих и разработки новых

методов количественной оценки информационной эффективности фондовых рынков.

**Степень разработанности темы исследования.**

Наибольший вклад в развитие всего направления анализа информационной эффективности фондовых рынков внесли П. Самуэльсон и Ю. Фама, сформулировавшие концепцию Гипотезы (Теории) эффективного рынка и первые предложившие методы ее верификации. Экономические модели, объясняющие фундаментальные причины возможной рыночной неэффективности, предложили Дж. Стиглиц, Ф. Блэк (модели информационной асимметрии) и Д. Канеман (нерациональность участников). Анализом информационной эффективности фондовых рынков с точки зрения соответствия эволюции котировок моделям ценообразования, занимались У. Шарп, Р. Мертон, К. Грэнжер. Существенный вклад в это направление внесли также С. Росс, Р. Шиллер, Б. Малкиел, Э. Ло, А. Тиммерман, Г. Роберте, М. Песаран и другие.

Особую роль в развитии инструментов количественной оценки рыночной эффективности сыграли: М. Кендалл, Б. Мандельброт, Д. Сорнет, Э. Петере, Р. Мантенья, X. Стенли. Их работы стали эталонными по верификации гипотезы о случайном блуждании котировок, сформировав тем самым направление проверки «слабой» формы эффективности.

В 2000-е годы стали появляться работы, показывающие принципиальную возможность обоснованного научного прогноза рыночных кризисов. Так, представители школы фундаментального анализа, Р. Шиллер и П. Кругман, выявили неизбежность обвалов фондового рынка США в 2001 и 2008 годах в результате «схлопывания» пузырей dot.com-ов1 и необеспеченных ипотек. Прогностическую силу показала модель рыночных крахов Д. Сорнете. На ее основе, почти за год до реальных событий, рядом авторов был составлен прогноз о начале «второй волны» глобального финансового кризиса в августе -сентябре 2011 г.

. - термин, который применяется по отношению к компаниям, чья бизнес-модель целиком основывается на работе в рамках сети интернет.

Самостоятельное направление в оценке информационной эффективности сформировали специалисты по высокочастотной биржевой динамике М. Дакорогна, У. Мюллер, и Р. Олсен. Указанные авторы предложили использовать в качестве «статистического носителя» информационной эффективности цен bid-ask спред и волатильность котировок.

Несмотря на наличие ряда фундаментальных достижений, полученных в рамках изложенных подходов, ни один из них не получил достаточного практического применения в качестве меры информационной эффективности фондовых рынков.

Среди отечественных ученых следует выделить работы Б. Алехина, Н. Берзона, М. Дубовникова, В. Евстигнеева, Я. Миркина, Н. Старченко, Р. Энтова, в которых рассматриваются вопросы диссертационного исследования.

**Цели и задачи исследования.**

**Целью** исследования является теоретическое обоснование и разработка предложений по совершенствованию методов оценки информационной эффективности фондовых рынков. Цель обусловила постановку и решение следующих основных **задач:**

1. Оценить возможность введения в рамках ГЭР количественных мер информационной эффективности ценообразования.
2. Систематизировать существующие подходы по количественному анализу рыночной эффективности. Выявить их достоинства и недостатки.
3. Предложить новые подходы к анализу информационной эффективности ценообразования, которые были бы свободны от недостатков существующих мер.
4. Провести оценку уровня эффективности российского фондового рынка в период с 2000 по 2011 год.

**Предмет исследования** - биржевые котировки финансовых активов. **Объект исследования** - количественные меры информационной эффективности ценообразования на фондовых рынках.

**Теоретической и методологической базой исследования** послужили работы зарубежных и российских ученых по финансовой теории, теории инвестиций и эконометрике. В качестве исследовательского аппарата применялись методы экономического анализа, математической статистики, теории вероятностей, анализа временных рядов. Обработка исходной информации и моделирование производилось с использованием пакетов прикладных программ MSExcel 2010, SPSS 17.0, Fractan 4.4, Selfis 1.0, Smile 1.1, AnyLogic 6.0.

**Информационная база исследования.** В эмпирической части работы использованы данные динамики цен 238 акций, котировавшихся на ММВБ в 2000 - 2011 г.г., официальная бухгалтерская отчетность крупнейших эмитентов российского рынка за 2000 - 2011 г.г., отчеты 130 паевых инвестиционных фондов (ПИФов) за 2007 - 2010 г.г. При исследовании долгосрочной зависимости и нелинейной динамики котировок использовались высокочастотные данные внутридневной динамики.

**Положения, выносимые на защиту:**

1. Подход к оценке рыночной эффективности, состоящий в выявлении рыночных участников, инвестиционные стратегии которых не соответствуют модели поведения рационального инвестора на эффективном рынке.
2. Предложен метод выявления информационной асимметрии между рыночными участниками.
3. Предложен метод выявления торговли риск-нерациональных инвесторов.
4. Осуществлена оценка долговременной зависимости изменений логарифмов цен акций для 28 крупнейших компаний России в 2000 - 2011 г.г. на основе вычисления параметра Харста (Н).
5. Обоснована возможность прогнозирования цен акций российского рынка на основе модели фрактального блуждания Леви.
6. Доказано присутствие на российском рынке инвесторов, влияние которых на ход торгов сопоставимо со всеми остальными участниками.
7. Выявлен рост информационной эффективности российского фондового рынка на протяжении 2000-2007 г.г. Начиная с 2007 по настоящее время российский фондовый рынок эффективен в средней форме (по К.Грэнжеру).
8. Доказано наличие на ММВБ положительной зависимости между размером капитализации эмитента и уровнем информационной эффективности его котировок.
9. Доказана низкая транспарентность российских эмитентов. Анализ вариации показателей капитализации и чистой прибыли компаний показал, что у рыночных участников не было информации, необходимой для построения долгосрочных прогнозов даже по крупнейшим эмитентам.

**Научная новизна результатов исследования** заключается в обосновании нового подхода по оценке информационной эффективности фондовых рынков, состоящего в выявлении рыночных участников, инвестиционные стратегии которых не соответствуют модели поведения рационального инвестора на эффективном рынке. В исследовании доказывается возможность и экономическая интерпретируемость результатов такого анализа. В рамках данного подхода в работе предложены:

1. Метод выявления информационной асимметрии между рыночными участниками, основанный на оценке параметров функции распределения тикового времени между сделками для каждого из участников торгов (стр. 98 - 108).
2. Метод выявления торговли риск-нерациональных инвесторов, основанный на оценке параметров функции распределения доходности единичной сделки инвестора (стр. 108 - 118).

Кроме того, некоторые результаты, полученные в исследовании, обладают

элементами научной новизны:

1. Осуществлена оценка параметра Харста (Н) для 28 крупнейших компаний

России. Применение 6 различных методов позволило получить

несмещенную оценку Н. (стр. 80-86)

2. Предложена методика расчета и обосновано прменение параметра **п** («горизонт рыночного прогноза») в качестве количественной меры относительной информационной эффективности биржевых котировок финансовых активов, (стр. 54-57) **Теоретическая и практическая значимость.**

Результаты, полученные автором в данном диссертационном исследовании,

могут быть применены:

1. Фондовыми биржами для разработки индикаторов информационной эффективности котировок.
2. Министерством финансов Российской Федерации и Федеральной службой по финансовым рынкам России для разработки мер по повышению эффективности российского фондового рынка.
3. Юридическими и физическими лицами, осуществляющими портфельные инвестиции на ММВБ, либо использующими ее котировки для оценки стоимости ценных бумаг.

**Соответствие темы диссертации паспорту научной специальности.** Работа выполнена в соответствии с пунктами 6.4. «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг», 6.6. «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли», 6.7. «Государственное регулирование фондового рынка», 6.8. «Методология оценки доходности финансовых инструментов» паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Достоверность результатов исследования** достигнута на основе использования теоретических работ ведущих отечественных и зарубежных ученых, официальных статистических данных и современных приемов и методов научного исследования.

**Апробация результатов исследования.**

Основные результаты исследования нашли отражение в трех опубликованных работах общим объемом 1,5 п. л. в изданиях, рекомендуемых ВАК РФ. Работа «Новая количественная мера информационной эффективности

фондовых рынков», подготовленная на основе п. 3.1. настоящего диссертационного исследования, заняла третье место на «Национальном конкурсе научных и инновационных работ молодых ученых по теоретической и прикладной экономике», проводимом РАН и фондом «Финансы и развитие» в 2011г.

Работа «Оценка информационной эффективности фондовых рынков на основе анализа операций инвесторов», подготовленная на основе п. 3.1. и п. 3.2. настоящего диссертационного исследования, представлена на «Конкурс на соискание премии им. профессора Б.Л. Овсиевича», проводимом СПб ЭМИ РАН и фондом «Алферовский фонд» в 201**1** г.