

ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ФОРМАЛИЗОВАННЫХ МЕТОДОВ АНАЛИЗА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

© 2021 Пашкеев Анатолий Викторович

аспирант Института управления, экономики и финансов
Казанский (Приволжский) федеральный университет, Россия, Казань
E-mail: avpsciencee@gmail.com

В данной статье исследуются условия, определяющие возможность применения формальных аналитических методов, разработанных для высокоэффективных развитых рынков, на российском фондовом рынке, и определены специфические особенности современного российского фондового рынка, которые должны учитываться аналитиками.

Ключевые слова: фондовый рынок, эффективность рынка, инвестиционный анализ

Совокупность формализованных методов анализа, применяемых как для краткосрочной, так и для долгосрочной оценки инструментов фондового рынка, позволяет сделать прогноз с достаточной достоверностью только при условии приближения реального рынка к стандарту эффективного фондового рынка. Реальный фондовый рынок может быть определен как эффективный в случае выполнения своей базовой функции, а именно фиксирования равновесной цены на интересующий финансовый актив. Установление такой цены позволяет рассматривать ее как соответствующую ее инвестиционной стоимости, таким образом, такая цена может служить маркером тенденций и состояния экономического состояния как отдельных отраслей и регионов, так и экономики в целом, а также являться ориентиром для нефинансовых компаний и домохозяйств.

В соответствии с гипотезой, выдвинутой Юджином Фама [4], финансовый рынок, на котором цены мгновенно и точно отражают всю совокупность информации о факторах, определяющих ее формирование и развитие, в режиме доступности для каждого из его участников, принято определять, как абсолютно эффективный фондовый рынок. На таком рынке фактически отсутствуют ценные бумаги и инструменты, стоимость которых расходится с их инвестиционной стоимостью. Однако, надо понимать, что ввиду того, что действительное положение определяется массивом общедоступной информации, любое ограничение доступа к ней может скрыть действительное положение вещей.

Таким образом, ключевым вопросом применимости формализованных методов становится

определение набора условий, приближающих или, наоборот, отдаляющих российский фондовый рынок от концепции эффективного фондового рынка.

Первым условием эффективности рынка является безвозмездность, свободный доступ к информации. На таком рынке все участники одновременно обладают равной возможностью без ограничения и дополнительных условий получать оперативную информацию о состоянии фондового рынка, макроэкономических индикаторах, политических решениях, а также о финансовом положении эмитентов ценных бумаг и существенных событиях, оказывающих влияние на их деятельность. Важным условием является отсутствие у кого-то из участников рынка возможности применять для принятия инвестиционных решений конфиденциальные сведения, недоступные другим участникам.

Ввиду того, что всегда существует часть информации ограниченного доступа (например, доступная только для конкретного перечня должностных лиц или ввиду наличия дружеских и личных контактов участников) представленное требование невыполнимо. Кроме того, вся совокупность общедоступной информации поступает заинтересованным участникам рынка в разное время и в разном объеме. Таким образом, степень информационной эффективности фондового рынка будет в большей степени определяться целым перечнем внеэкономических, нерыночных факторов: от законодательно закрепленных требований к объему, срокам и порядку раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка и от правоприменительной практи-

ки регулирования использования инсайдерской информации.

На практике информационная эффективность рынка поддерживается частично за счет ориентирования мелких участников рынка, имеющих ограниченный доступ к оперативным информационным ресурсам и низкие аналитические возможности, на аналитические оценки и действия крупных участников, которым доступен больший круг информации, в том числе, инсайдерской, и которые получают ее быстрее и с меньшими искажениями. С одной стороны, такая специфическая система «информационной поддержки» мелких инвесторов упрощает для них процесс принятия инвестиционных решений, но при этом рынок становится для них еще менее прозрачным, что создает для профессионалов рынка дополнительные возможности по манипулированию ценами [1]. До некоторой степени эту проблему в перспективе могли бы снять системы и базы данных, основанные на искусственном интеллекте, но пока существующая каскадная система перетока информации оставляет окно возможности для маневров, основанных на информации.

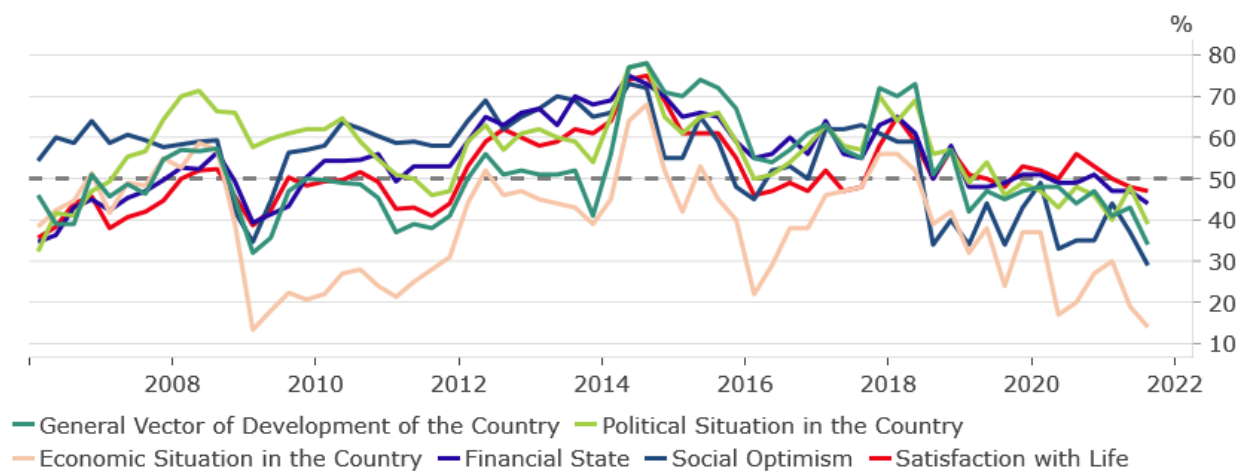
Вторым условием является, на наш взгляд, наличие у различных групп инвесторов однозначной оценки поступающей информации, а применение стандартных формализованных методик оценки и прогнозирования позволяют на основании идентичных исходных данных прийти всем участникам рынка к одинаковым выводам. Невыполнение данного условия на реальном рынке приводит к тому, что в одно и то же время одни участники рынка идентичные финансовые активы переоценивают, а другие — недооценивают. Складывается непростая ситуация отсутствия единой признаваемой всеми справедливой инвестиционной стоимости ценной бумаги, к которой и должна была бы стремиться ее рыночная цена.

Таким образом, в отличие от эффективно-го, на реальном рынке не существует единого вектора силы, определяющего приближение текущей рыночной цены ценной бумаги к ее справедливой стоимости. Фактически реальная динамика рынка подвержена влиянию разнонаправленных векторов. Каждый из них по отдельности отражает определенную оценку, прогноз и настроение группы участников, а векторная сумма определяет общий характер и динамику рыночной цены.

Проблема российского рынка усиливается еще и тем, что по большинству компаний, представленных на фондовом рынке, отсутствуют достоверные аналитические данные в достаточном объеме за длительный период времени (либо компании были недавно созданы/реорганизованы, либо данные за предшествующие периоды не слишком достоверны в силу специфики ведения бухучета). В связи с этим, применение даже стандартизированных методик может привести к различным выводам у профессиональных участников.

Третье условие — недопущение ситуации, когда целенаправленные действия одного из участников могут повлиять на рынок в целом, то есть один из участников может единолично контролировать рыночные цены или существенно влиять на их движение. На эффективном финансовом рынке финансовые возможности всех остальных участников несоизмеримо больше, чем каждого отдельного участника рынка. При этом для большинства торгуемых на Московской бирже ценных бумаг емкость рынка и ликвидность (объем торгов, количество сделок) слишком малы, поэтому рынок слишком сильно подвержен влиянию крупных игроков. Так, в декабре 2021 года лишь около половины представленных на Московской бирже акций имели объем торгов, превышающий 1 млн. руб. в день, а более, чем для четверти акций объем торгов был менее 200 тыс. руб. в день. При этом для каждой из 20 наиболее ликвидных акций ежедневный объем торгов превышал 1 млрд. руб. [3]

Как уже было отмечено выше, на российском рынке определенно существует проблема доступности к необходимой для принятия квалифицированных решений участников фондового рынка информации, что в условиях слабого правового контроля способствует тому, что крупные игроки, по сути, генерируют и контролируют основные информационные потоки. На практике зачастую даже на наиболее массовых и емких рынках может вполне сложиться ситуация кратковременной консолидации такого объема финансовых ресурсов у одного участника, что его действия смогут оказать существенное воздействие на динамику равновесной цены. С учетом психологических факторов, вызывающих распространение настроений среди участников рынка, данное воздействие может многократно усиливаться. Так, Индексы социальных настроений (Рис. 1) вернулись к уровням, которых не



Source: Macrobond, Russia Public Opinion Research Center, Saxo Bank Strategy & Research

Рис. 1. Индекс социальных настроений в России

было со времен большой рецессии 2009 года, а доля россиян, считающих экономическое положение страны позитивным, не превышает 14% [2].

Таким образом, ни одно из перечисленных выше условий эффективности фондового рынка не выполняется, т.е. российский рынок не демонстрирует условий, определяющих ни форму слабой, ни средней, ни сильной эффективности. Необходимо обратить внимание на то, что динамика российского рынка неизменно на протяжении десятилетия демонстрирует сильную подверженность влиянию целой совокупности факторов, приводящих к резким ценовым скачкам, но одновременно не отражающих прямую тенденции самого рынка. К таким условиям можно отнести достаточно частые форс-мажорные ситуации, связанные с нерыночными факторами (политические решения, санкции, изменения законодательства и т.п.), которые резко «ломают» динамику рыночных цен. При всем при этом, степень приближения реального рынка к эталону эффективности вполне поддается оценке.

С позиции инвестиционного анализа приближение рынка к уровню категории «эффективного фондового рынка» является важным, поскольку для проведения инвестиционного анализа агрегируется и систематизируется информация, поступающая с рынка. Соответственно, расчеты, проведенные на ее основе, будут точными с позиции характеристики инвестиционной привлекательности обращающихся на нем финансовых активов и инструментов. Эффективный рынок демонстрирует динамику под

воздействием в первую очередь общедоступных, поступающих непрерывным потоком в режиме реального времени данных, а учитываемые в оценке факторы можно оценить с помощью математических алгоритмов, т.е. движение цены прогнозируемо и осуществляется под воздействием известных большинству аналитиков и инвесторов причин и событий. Это позволяет сделать заключение о том, что именно эффективность рынка во многом предопределяет точность прогнозирования на нем.

На эффективном рынке изменение цены финансового актива происходит при поступлении ключевой информации, мгновенно передаваемой всем заинтересованным участникам, а не в момент формирования информационного события. Такая информация оказывает незамедлительное влияние на цены, которые в любой момент времени соответствуют инвестиционной стоимости ценных бумаг, соответственно, получение прибыли (с учетом рискованности вложений в каждый конкретный финансовый актив) в размере, превышающем нормальный уровень, невозможно.

Таким образом, в случае принятия гипотезы об эффективности фондового рынка в качестве ключевой, мы получаем ситуацию, при которой применяемые его участниками формальные методы инвестиционного анализа, в конечном счете не приведут к получению дохода выше его нормального уровня. Однако, даже в случае принятия условия, что рынок является абсолютно эффективным, применение на практике инвестиционного анализа позволяет участникам определить состав и структуру инвестиционного портфеля в зависи-

мости от целей, задач и даже предпочтений каждого конкретного инвестора [1].

Применение на практике большинства формализованных аналитических моделей, описывающих поведение рынка ценных бумаг требует принятия допущения представленных выше законов функционирования эффективного фондового рынка. При этом участники фондового рынка не должны исключать ту совокупность факторов, которые не принимаются в расчёт в случае признания фондового рынка эффективным. Если отбросить эти факторы, то могут не только ухудшиться условия инвестирования, но и полностью нивелироваться финансовый результат инвестиционной деятельности (например, при наличии издержек или потерь, связанных с ликвидацией позиций).

В случае, если мы ориентированы на ведение операций на финансовых рынках, определяемых как развивающиеся (с незначительными оборотами и ограниченным кругом участников), то необходимо принять во внимание факт наличия у некоторых из участников рынка инсайдерской информации или ограниченности у участников рынка доступа к получению всей необходимой информации. Именно такие условия и определяют возможность оказания давления отдельных участников или их групп на поведение рынка в целом, соответственно, игнорирование этого факта нецелесообразно.

Таким образом, при принятии инвестиционных решений на основании результатов инвестиционного анализа, проводимого при допущении, что фондовый рынок является эффективным, необходимо исходить из позиции, что реальное поведение рынка не соответствует идеальному поведению в условиях полной эффективности, а это требует дополнительной итерации с целью корректировки на величину предполагаемого отклонения.

Так, например, если на относительно эффективном рынке ценная бумага, недооцененность которой выявлена аналитическим путем, автоматически признается привлекательной для инвестирования независимо от уровня недооцененности, то на реальном рынке ценная бумага может быть недооценена в течение неограниченно продолжительного периода времени в связи с постоянным действием факторов, прямо не связанных с фондовым рынком, в том числе субъективных. Иными словами, на недостаточно эффективном рынке цена ценной бумаги может не стремиться в кратко- и среднесрочной перспективе к ее справедливой инвестиционной стоимости, а во многих случаях эта стоимость вообще не может быть однозначно определена. В полной мере принятие решений на основании инвестиционных методик анализа возможно в российских условиях только для небольшого круга высоколиквидных ценных бумаг.

Библиографический список

1. Кох И.А., Гарипов А.Н., Сабиров Б.А., Апаков А.А. Использование фундаментальных мультипликаторов при формировании инвестиционного портфеля физическими лицами // Казанский экономический вестник. 2021. № 2 (52). С. 78–83.
2. На этот раз все будет иначе. URL: <https://www.finam.ru/analysis/forecasts/na-etot-raz-vse-budet-inache-20211005-133513/>
3. Официальный сайт Московской биржи [электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.moex.com/>
4. Юджин Фама Ф., и Кеннет Р. Френч. Модель ценообразования капитальных активов: теория и доказательства // Журнал экономических перспектив. 2004. № 18 (3), С. 25–46.