

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ КАПИТАЛА: ЧЕМУ УЧИТ МИРОВОЙ ОПЫТ

© 2007 г. Н. Розанова

Финансовые рынки играют существенную роль в развитии современной экономики. Они способствуют функционированию товародвижения, облегчают взаимоотношения действующих субъектов в экономике посредством финансовых активов – денег и ценных бумаг.

Российский финансовый рынок еще очень молод, его нынешняя история начинается с 1991–1992 гг., а становление приходится на начало XXI в. По своим характеристикам – объему торгов, ликвидности, механизму движения цен, разнообразию финансовых инструментов, числу участников – он относится к развивающимся рынкам капитала. А значит, закономерности, которые выявлены для таких рынков, в той или иной степени могут проявляться и в России. Опыт исследования развивающихся рынков капитала и знание того, чем они отличаются от развитых финансовых систем, позволят избежать ловушек, связанных с особенностями формирования и функционирования финансового мира России.

В противоположность развитым рынкам развивающиеся финансовые рынки демонстрируют следующие основные черты.

Отсутствие нормального и симметричного распределения доходности и цен ценных бумаг. Вследствие колебательного движения фондовых ценностей финансовые рынки представляют собой очень рискованный способ инвестирования. Этот риск может быть адекватно учтен участниками финансового процесса в том случае, если динамика цен акций и облигаций, а также движение премии за риск в цене финансовых инструментов приобретают характер нормального стандартного (симметричного) распределения. При нормальном и симметричном распределении колебания цен вверх и вниз оказываются равновероятными, средняя доходность рынка приближается к нулю, и функционирование рынка подчиняется механизму случайного блуждания.

Как показывают многочисленные эмпирические исследования, развивающиеся рынки в отличие от развитых не характеризуются нормальным и симметричным распределением доходности цен-

ных бумаг. На них доминируют асимметрия (*skewness*) и эксцесс (*kurtosis*), величины которых для нормального и симметричного распределения должны быть равны нулю.

Впервые это явление было зафиксировано в 1998 г., когда на примере рынков Юго-Восточной Азии и Латинской Америки было убедительно продемонстрировано – графически и аналитически – отсутствие симметрии и резко выраженный скок вправо от среднего уровня фондовых индексов¹. Исследования показали, что скошенность (асимметрия) – это фундаментальная характеристика развивающегося рынка, которая, однако, представляет временное явление и постепенно убывает так, что в конце концов сходится на нет по мере развития рынка². Поэтому чем в большей степени рынок приближается к развитому, тем меньше асимметрия и эксцесс.

Как мы видим из табл. 1, на одних рынках наблюдается скошенность среднего значения индекса вправо, а на других – влево от нулевой отметки, но в целом преобладает положительная асимметрия. Значения эксцесса тоже отличны от нуля и довольно велики. Сравнение с показателями развитых рынков, представленными в табл. 2, показывает что для них характерно более симметричное распределение, приближающееся к нормальному. Скошенность и эксцесс здесь также присутствуют, но размер явления значительно меньше. Исследование премий за риск и доходности акций с помощью модели CAPM также показало отсутствие нормального распределения на развивающихся рынках³.

Преобладание правосторонней асимметрии распределения (что характерно для развивающихся рынков) означает, что дисперсия и стандартное отклонение цен и доходностей акций и облигаций завышают риск по сравнению с ожида-

¹ См.: Bekart G., Erb C., Harvey C., Viskantas T. Distributional Characteristics of Emerging Markets Returns and Asset Allocation // Journal of Portfolio Management. Winter 1998. P. 102–116.

² См.: Adcock C., Shutes K. An Analysis of Skewness and Skewness Persistence in Three Emerging Markets // Emerging Markets Review. 2005. V. 6. P. 396–418.

³ См.: Hwang S., Pedersen Ch. Asymmetric Risk Measures When Modelling Emerging Markets Equities: Evidence for Regional and Timing Effects // Emerging Markets Review. 2004. V. 5. P. 109–128.

емыми значениями. В случае левосторонней скошенности (в большей степени свойственной развитым рынкам) риск оказывается заниженным. Подобная особенность может быть объяснена тем, что инвесторы развивающихся рынков предпочитают асимметричные вложения в связи с убыванием абсолютной несклонности к риску. Агенты развивающихся рынков более склонны к риску (или, точнее, в меньшей степени рискофобы), чем участники развитых рынков. Это и понятно: фондовый рынок как экономическое явление еще не получил должного развития, и наиболее осторожные инвесторы пока обходят его стороной, в отличие от развитых рынков, участниками которых являются практически все жители страны.

Небольшая капитализация рынка. Важный показатель деятельности фондового рынка – его совокупная капитализация. Ряд исследований, включая анализ Всемирного банка, показывают, что по этому показателю развивающиеся финансовые рынки резко отстают от развитых⁴. Данные табл. 3 свидетельствуют, что даже самые малые из развитых стран, как правило, в несколько раз опережают самые большие из развивающихся рынков. С небольшой капитализацией рынка связана малая ликвидность развивающихся финансовых систем. Так, в среднем ежедневный объем торгов даже на самых крупных из них составляет всего 90–100 млн. долл., что эквивалентно сделкам, проходящим в час на Ньюйоркской фондовой бирже.

Оборот развивающегося рынка также в среднем резко отстает от оборота рынка развитого. За 1997–1998 гг. оборот (отношение совокупной стоимости торгов к средней рыночной капитализации) фондового рынка Аргентины в среднем составлял 35%, фондового рынка Мексики – 28.6, фондового рынка Индии – 5.6, а фондового рынка Малайзии – 30.9%. Для США эта цифра была равна 106.2%, для Японии – 40.3%⁵.

Небольшие количественные параметры развивающихся рынков не дают возможности проявиться общим закономерностям фондовых рынков как механизму перераспределения инвестиционных ресурсов в обществе. При недостаточной капитализации фондовый рынок обречен оставаться инструментом спекулятивных операций.

В этой связи можно выделить два типа инвестиций – краткосрочные и долгосрочные. Первые носят по преимуществу спекулятивный характер и не

Таблица 1. Характеристики индексов развивающихся рынков, 1990–2004 гг.

Страна	Асимметрия	Эксцесс
Аргентина	1.78	11.06
Бразилия	0.48	5.24
Венгрия	-0.60	2.75
Китай	0.94	2.90
Польша	0.35	1.88
Турция	0.59	1.18
Чехия	-0.09	1.11
Чили	-0.11	1.22
Южная Корея	1.25	5.93
В среднем	0.73	1.77

Источник: *Hamza O., Kortas M., L'Her J.-F., Roberge M.* International Equity Portfolios: Selecting the Right Benchmark for Emerging Markets // *Emerging Markets Review*. 2006. Article in Press. On line: www.sciencedirect.com. P. 5.

Таблица 2. Характеристики индексов развитых рынков, 1976–2001 гг.

Страна	Асимметрия	Эксцесс
Великобритания	-0.02	1.35
Германия	-0.24	1.04
Канада	-0.53	2.15
США	-0.49	2.12
Франция	-0.14	1.30
Япония	0.33	0.61
В среднем по G7	-0.53	1.32

Источник: *Salomon R., Grootveld H.* The Equity Risk Premium: Emerging vs Developed Markets // *Emerging Markets Review*. 2003. V. 4. P. 125.

воздействуют на рост. Вторые являются производительными в том смысле, что обеспечивают прирост технологии и увеличение долгосрочного выпуска. Однако долгосрочные инвестиции связаны с более высоким риском ликвидности, поскольку средства фирм на долгий срок оказываются связанными. Несовершенная финансовая система препятствует адекватному финансированию долгосрочных инвестиций, которые становятся циклическими. Это способствует усилению конъюнктурных колебаний и сопровождается более низкими в среднем темпами роста инвестиций и выпуска. Чем более развитой становится финансовая система, чем больший объем финансовых ресурсов она позволяет мобилизовать в любой момент, тем меньше оказывается риск ликвидности, долгосрочные инвестиции приобретают контрциклический характер, смягчая тем самым

⁴ См.: *Korczak P., Bohl M.* Empirical Evidence on Cross-Listed Stocks of Central and Eastern European Companies // *Emerging Markets Review*. 2005. V. 6. P. 124; *Eui Jung Chang, Lima E.J.A., Tabak B.M.* Testing for Predictability in Emerging Equity Markets // *Emerging Markets Review*. 2004. V. 5. P. 295–316; www.worldbank.org

⁵ См.: *Eui Jung Chang, Lima E.J.A., Tabak B.M.* Op. cit. P. 301.

Таблица 3. Среднегодовая капитализация фондовых бирж 2003–2005 гг., млрд. долл.

Страна	Капитализация фондового рынка
Развитые рынки	
Австрия	56.5
Греция	103.8
Ирландия	85.1
США	13451
Япония	2495
Развивающиеся рынки	
Аргентина	45.3
Венгрия	18.9
Индонезия	22.1
Мексика	91.7
Польша	37.4
Словакия	1.3
Словения	7.1
Чехия	15.5

Источник: *Korczak P., Bohl M. Empirical Evidence on Cross-Listed Stocks of General and Eastern European Companies // Emerging Markets Review. 2005. V. 6. P. 124.*

волатильность экономического цикла и увеличивая экономический рост.

Анализ данных по 60 странам за 1960–1995 гг. выявил для экономик с низким уровнем развития финансовой системы (развивающихся рынков капитала) более сильную реакцию на экзогенные шоки и более сильное негативное их воздействие, а также более высокую чувствительность структуры инвестиций (распределение инвестиций между кратко- и долгосрочными вложениями) по сравнению с теми экономиками, где имеются развитые фондовые рынки. Можно также проследить влияние фондового рынка на темпы роста отдельных отраслей экономики. На выборке из 65 стран с развитыми и развивающимися рынками за 1963–1995 гг. для трехразрядных отраслей обрабатывающей промышленности (по статистическому ежегоднику ООН) исследования показывают роль фондового рынка как фактора, улучшающего распределение капитала между отраслями. Эконометрическая проверка демонстрирует тот факт, что в развитых странах финансовый сектор ведет к увеличению инвестиций в растущих отраслях и к их сокращению в стагнирующих. Обратная зависимость наблюдается для стран с развивающимися рынками капитала. Они слишком много инвестируют в стагнирующие отрасли и слишком мало – в растущие⁶. Причина – недоста-

точные объемы деятельности развивающихся рынков, что не позволяет такой стране эффективно использовать открывающиеся инвестиционные возможности.

Высокий политический риск. В это понятие входит риск изменения политического режима, ликвидации прав собственности, потеря вследствие этого приобретенных активов без какого-либо возмещения. Политические риски связаны с неразвитостью большинства фундаментальных системообразующих экономических и финансовых институтов. Пробелы в финансовом и банковском законодательстве, неразвитость банковской системы, неэффективность налоговой службы, несоответствие национального законодательства международным нормам создают для участников финансовых рынков повышенные риски, которые не встречаются в развитых странах. К этому можно добавить также неразвитость системы полноценного регулирования финансового рынка, что создает различные и часто неадекватные рамки для деятельности “своих” и “чужих” на фондовой бирже.

Наличие политического риска может являться решающим фактором, определяющим нелинейную форму влияния фондового рынка на экономический рост страны. Менеджеры фирм, используя ресурсы фондового рынка, сталкиваются с дилеммой: диверсификация или потеря контроля над фирмой. Использование фондового рынка в качестве источника инвестиционных ресурсов позволяет диверсифицировать риск и снизить издержки привлекаемого капитала. Однако акционирование имеет и свои издержки: проблема принципала-агента между прежними и новыми собственниками; издержки участия внешних акционеров в текущих делах компании; потеря конфиденциальности. Кроме того, поскольку вознаграждение менеджеров акционерной компании зачастую зависит от ее рыночной капитализации, они могут участвовать в приобретении акций для искусственного поддержания курса за счет совокупных сбережений фирмы.

Известно, что влияние фондового рынка на объем и качество инвестиций и на экономический рост зависит от введенного им параметра γ , характеризующего относительные приоритеты менеджеров. Этот параметр показывает разницу между издержками и выгодами акционирования. При низких значениях параметра γ фирма в большей степени озабочена диверсификацией, а не сохранением контроля. При высоких его значениях решающими для фирмы становятся проблемы контроля (и конфиденциальности). В свою очередь, значения параметра γ связаны с институциональной средой страны (что определяет величину политического риска). Для развивающихся рынков с их излишней концентрацией собствен-

⁶ См.: *Wurgler J. Financial Markets and the Allocation Capital // The Journal of Finance. 2000. V. 58. P. 187–214.*

ности в одних руках и слабой юридической защитой инвесторов параметр γ приобретает высокие значения в отличие от развитых рынков, где данный показатель невелик. Соответственно, фондовый рынок будет оказывать положительное влияние на экономический рост в странах с развитыми институтами (низким политическим риском и низкими значениями параметра γ) и отрицательное – в странах с развивающимися рынками капитала (с высоким политическим риском и высокими значениями параметра γ).

Влияние макроэкономических факторов. Анализ ежемесячного индекса соответствующих бирж 22 стран с января 1992 г. по декабрь 2002 г. свидетельствует о том, что на развивающихся рынках доминируют макроэкономические факторы, в то время как на развитых ведущих индикаторами служат финансовые показатели компаний. Это *P/E* компании (отношение цены – *price* – к совокупному доходу фирмы – *earnings*), индексы цен, размер компании, величина и регулярность выплата дивидендов, стандартное отклонение цены и др.

К макроэкономическим факторам исследователь относит валютный курс, национальную ставку процента (как правило, это ставка межбанковского рынка за 1–3 месяца), уровень инфляции, темпы роста ВВП, кредитный риск государства (долг государства к ВВП), а также политическая составляющая (стабильность или нестабильность, скорость институциональных преобразований и т.д.).

Наименее значимым среди макроэкономических показателей является ставка процента. Ее статистический коэффициент равен -0.03 (приближается к нулю). Для сравнения: в среднем коэффициенты финансовых индикаторов равны 0.01 , а их значение при прочих макроэкономических показателях превышает по модулю единицу. Почему же ставка процента не играет существенной роли на развивающихся рынках?

Одна из гипотез состоит в следующем. Из-за невысокой развитости кредитного рынка компаний стран с развивающимися рынками в меньшей степени прибегают к долговому финансированию. Так, отношение долга к активам составляет у них в среднем $48\text{--}49\%$ и постоянно изменяется против стабильных $52\text{--}53\%$ для компаний развитых стран⁷.

Раз кредитный рынок мало значим для финансирования компаний, то и его индикатор – ставка

Таблица 4. Трансакционные издержки и число зарегистрированных компаний на фондовых рынках, 1998 г.

Страна	Средние трансакционные издержки, % к объему торгов	Число зарегистрированных компаний
Развитые рынки капитала		
США	23.55	8450
Япония	27.27	2416
Развивающиеся рынки капитала		
Аргентина	48.67	130
Бразилия	46.62	527
Индонезия	95.51	257
Малайзия	90.83	736
Мексика	60.98	194
Южная Корея	97.83	748

Источник: *Eui Jung Chang, Lima E.J.A., Tabak B.M. Testing for Predictability in Emerging Equity Markets // Emerging Markets Review. 2004. V. 5. P. 301.*

процента – не может оказать сколько-нибудь существенного воздействия на благосостояние фирм. Поэтому компании развивающихся рынков мало ориентируются в своей деятельности на ставку процента. Ее место как индикатора состояния экономики и стимула к изменению стратегии занимает валютный курс, колебания которого оказываются статистически значимыми для определения курса ценных бумаг.

Высокая доля инсайдерской торговли. Поскольку фондовые рынки в развивающихся экономиках и особенно в странах с переходной экономикой возникли практически на пустом месте, основными действующими лицами на них неизбежно оказывались агенты, имеющие непосредственное отношение к выпуску акций и облигаций, – инсайдеры. Преобладание инсайдерской торговли на развивающихся рынках может быть связано с высокими трансакционными издержками сделок и сравнительно небольшим числом зарегистрированных компаний. Чтобы быть в курсе того, что происходит с компанией (а следовательно, правильно инвестировать), необходимо быть инсайдером. Сопоставление трансакционных издержек и числа зарегистрированных компаний для рынков разных типов представлено в табл. 4.

Данные таблицы показывают, что для развивающихся рынков характерны небольшое число зарегистрированных компаний и существенные трансакционные издержки. Если на развитых рынках издержки, сопровождающие сделки по ценным бумагам (главным образом брокерское обслуживание и затраты времени на поиск информации), составляют не более трети стоимости обмена, то для участников развивающихся рынков

⁷ См.: *Glen J., Singh A. Comparing Capital Structures and Rates of Return in Developed and Emerging Markets // Emerging Markets Review. 2004. V. 5. P. 161–192, 176; Kargin V. Value Investing in Emerging Markets: Risks and Benefits // Emerging Markets Review. 2002. V. 3. P. 233–244; Glen J. Devaluations and Emerging Stock Market Returns // Emerging Markets Review. 2002. V. 3. P. 409–428.*

они превышают половину цены сделки, а на отдельных рынках (таких как рынки Индонезии или Южной Кореи) приближаются к совокупной стоимости фондовой торговли. В этих условиях целесообразность финансовых сделок может быть оправдана только тогда, когда агент обладает приватными сведениями, не доступными прочим участникам рынка.

Преобладание инсайдерской торговли и нежелание регулирующих органов бороться с этим явлением связаны также с высокими корпоративными рисками. Многие исследователи подчеркивают высокий уровень этих рисков на развивающихся рынках. Ущемляются права миноритарных акционеров – ограничиваются их права на доходы, возможность участия в управлении фирмой, сокращаются дивиденды или их выплаты прекращаются на неопределенный срок. К этому следует добавить избрание советов директоров без участия представителей миноритарных акционеров, недружественное в целом поведение остальных собственников, действия менеджеров по уводу активов компании в другие подразделения, распыление средств фирмы.

Все это отвлекает рядовых участников фондовых бирж от повседневного функционирования компании, создает шум, препятствующий эффективной оценке потенциальных возможностей фирмы, и мешает адекватному восприятию корпоративной стоимости. Не обладая инсайдерским видением ситуации на фирме, биржевой агент оказывается в проигрыше и вымывается с рынка. Следовательно, развивающаяся финансовая система сама порождает и закрепляет явление инсайдерской торговли.

Если доля инсайдеров чрезмерно велика, колебания цен не так велики, рынок не так резко реагирует на новости о компании. По мере эволюции фондового рынка его участники приобретают все больший торговый и аналитический опыт, улучшается прозрачность рынка. Когда новые ценные бумаги в большом масштабе оборачиваются на бирже, ликвидность рынка увеличивается. Все это приводит к размыванию доли инсайдеров. Как следствие, значимость приватной информации падает, и развивающийся рынок все в большей степени приобретает черты традиционного финансового института.

Медленное приспособление рынка к новой информации. Исходя из анализа перечисленных причин, в первую очередь наличия инсайдерской торговли, развивающиеся рынки медленно и слабо реагируют практически на любую новую информацию о деятельности компании или сектора экономики. В этом смысле они менее информационно эффективны, чем развитые биржи.

К этому следует добавить значительно меньший информационный охват необходимых для

адекватного анализа сегментов рынка, который действует на развивающихся рынках. Процедура обработки фундаментальной и текущей информации отличается крайней медлительностью как из-за отсутствия или слабости базовых сведений о компаниях и рынках, так и в силу недостаточной подготовленности рыночных специалистов. Поэтому в ценах акций в меньшей степени учитывается нужная информация.

Информационная неэффективность развивающихся рынков отражается в наличии значительной автокорреляции цен и доходности ценных бумаг – явление, которое практически полностью отсутствует на развитых рынках⁸. Тесты на автокорреляцию демонстрируют наличие положительной автокорреляции вплоть до 36 месяцев на большинстве развивающихся рынков. На некоторых присутствовала также отрицательная автокорреляция порядка 1–2 года.

Эти явления создают препятствия для эффективного использования традиционных моделей финансового инжиниринга в условиях развивающихся рынков. Возьмем наиболее распространенную теорию финансовой экономики – модель Блэка–Шоулза, составляющую основу современной методологии ценообразования опционов, фундаментальные положения которого были разработаны в начале 70-х годов. Эта модель получила широкое распространение в среде профессионалов финансового рынка в первую очередь потому, что могла давать “хорошие” оценки цен опционов. Она показывала и продолжает показывать “неплохие” результаты в условиях развитого рынка, когда тренд рынка в целом выражен достаточно четко – восходящий (“бычий” рынок), либо нисходящий (“медвежий” рынок).

Ограничения на использование модели Блэка–Шоулза проявляются тогда, когда фондовый рынок находится в состоянии неопределенности и движения цен показывают боковой тренд – резкие колебания уровней то вверх, то вниз в рамках довольно узкого коридора. В частности, об этом говорят наиболее успешные управляющие капиталом американских инвестиционных компаний⁹.

С точки зрения технического анализа развитые рынки не так часто и не так долго показывают боковые тренды. Им присущи скорее повышательные или понижительные тенденции движения как отдельных цен акций, так и фондовых индексов. Боковые тренды в этих условиях оказываются лишь небольшим эпизодом в истории рынка (длящимся обычно не более 4–5 недель за 2–3 года). Многие участники торгов эффективно

⁸ См., например: *Salomon R., Grootveld H. The Equity Risk Premium: Emerging vs Developed Markets // Emerging Markets Review. 2003. V. 4. P. 121–144.*

⁹ См.: *Швагер Д. Маги фондового рынка. М., 2004.*

переживают также краткосрочные периоды, просто обратив свои активы в деньги.

Другое дело – развивающиеся рынки, особенно недавно созданные финансовые рынки стран с переходной экономикой. Опыт функционирования подобного типа рынков выявляет неудобную для финансового инжиниринга закономерность: боковой тренд становится преобладающей формой их динамики. В качестве причины можно назвать вялую динамику развивающегося рынка и связанную с ней автокорреляцию.

В этих условиях многие модели традиционного финансового анализа и, в частности, формула Блэка–Шоулза, оказываются неэффективными и неработающими. В то же время здесь открывается поле для исследовательской работы: велика потребность всех участников финансового рынка в разработке адекватного аналитического инструментария.

Высокая волатильность рынка. Для развивающихся рынков характерны колебания цен акций в диапазоне 15.4–64.2%, в то время как для развитых рынков этот интервал составляет 18.4–37.5%¹⁰. Например, стандартное отклонение среднегодового индекса развивающихся рынков за 1991–2001 гг. равнялось 10%, а для агрегированного индекса развитых рынков – всего 5.7%¹¹. Зная средние значения доходности и риска (стандартного отклонения), можно вычислить отношение доходности к волатильности рынка (индекс Шарпа) (табл. 5).

Итак, среднегодовая доходность на развитых рынках приближается к нулю, что соответствует статистическим представлениям о нормальности подобного распределения. Стандартное отклонение также невелико. Это демонстрирует определенную скученность доходности. Как правило, отсутствуют резкие высокие и резкие низкие значения индексов. Индекс Шарпа, характеризующий меру финансового риска, показывает относительно невысокую цену риска для участников развитых рынков. Повышение риска на 1% компенсируется требованием увеличения доходности ценной бумаги всего на сотые доли процента.

На развивающихся финансовых биржах доходность может колебаться очень резко, так что в среднем ее значение существенно отличается от нуля как в положительную сторону, так и, не исключено, в отрицательную. А стандартное отклонение доходности развивающихся рынков оказывается на порядок выше, чем для развитых. Тем самым подтверждается отсутствие нормального распределения на развивающихся рынках и

Таблица 5. Волатильность и доходность развитых и развивающихся рынков, 1990–2004 гг.

Страна	Среднегодовая доходность, %	Среднегодовое стандартное отклонение биржевого индекса, %	Индекс Шарпа
Развитые рынки			
Великобритания	0.36	5.78	0.062
Германия	0.28	6.01	0.047
Канада	0.14	5.73	0.024
США	0.30	4.36	0.069
Франция	0.4	6.59	0.061
Япония	0.32	6.69	0.048
В среднем по G7	0.30	4.38	0.068
Развивающиеся рынки			
Аргентина	10.8	49.5	0.22
Бразилия	14.1	54.9	0.26
Венесуэла	6.1	51.3	0.12
Индия	3.9	28.8	0.14
Китай	-7.4	42.6	-0.17
Польша	10.4	37.4	0.28
Турция	6.3	61.1	0.10
Чехия	15.3	31.3	0.49
Чили	16.3	25.5	0.64
Южная Корея	5.8	43.5	0.13

Рассчитано по: Hamza O., Kortas M., L'Her J-F., Roberge M. Op. cit.; Salomon R., Grootveld H. Op. cit.

высокий риск, присущий данному типу финансовых систем. Поэтому индекс Шарпа тоже значителен. Увеличение риска на развивающихся рынках должно сопровождаться более существенным ростом доходности, чтобы стимулировать участников его принять.

Одно из объяснений высокой волатильности развивающегося рынка можно найти в высказываниях самих участников рынка. «Инвестирование пенсионных денег обеспечит устойчивость финансового рынка, – уверен управляющий компании “Тройка–Диалог” П. Теплухин. – Сегодня наш финансовый рынок считается очень рискованным, поскольку велика амплитуда колебаний цен на российском рынке акций. Связано это в основном с тем, что на российском рынке преобладают мелкие трейдеры, которые гоняют туда-сюда свою тысячу долларов. Они всего боятся, очень быстро распространяют слухи, и поэтому рынок сильно шатает в течение дня. Если появится, наконец, мощный институциональный инвестор, волатильность снизится»¹².

¹⁰ См.: Hamza O., Kortas M., L'Her J-F., Roberge M. International Equity Portfolios: Selecting the Right Benchmark for Emerging Markets // Emerging Markets Review. 2006. Article in Press. On line: www.sciencedirect.com. P. 12.

¹¹ См.: Kargin V. Investing in Emerging Markets: Risks and Benefits // Emerging Markets Review. 2002. V. 3. P. 234.

¹² Эксперт. № 11 (458). 21.03.2005.

Таким образом, для развивающихся рынков характерна весомая спекулятивная составляющая в трендовой динамике акций и биржевых индексов¹³. Это проявляется в том, что участники рынка остро и активно реагируют на события, которые по фундаментальным и техническим показателям не относятся к числу реально значимых. Они не могут быть причиной продолжительных ценовых изменений, а способны оказывать резкое и краткосрочное воздействие на цены финансовых инструментов, после чего они возвращаются к первоначальному значению.

Синхронность в движении цен акций. Развивающиеся рынки столкнулись с явлением, которого практически никогда не знали развитые рынки: синхронность в движении цен акций. Анализ более 10 тыс. наблюдений по 9 промышленным группам 25 стран с развитыми и развивающимися рынками за 1993–1999 гг. позволяет сделать вывод о наличии существенной синхронности в движении цен ценных бумаг, причем не только в рамках отдельных отраслевых групп компаний, но и всего рынка в целом.

Здесь возможно следующее объяснение. Особенности развивающихся рынков, в первую очередь закрытость компаний и неясность прав собственности, приводят к тому, что информация, поступающая участникам фондового рынка, содержит весьма незначительную компоненту специфических сведений о компании и в большей степени – общую макроэкономическую составляющую. Поэтому, когда изменяется макроэкономическая среда, все участники рынка способны отследить новую информацию и соответствующим образом отреагировать посредством купли-продажи ценных бумаг. Если же что-либо происходит внутри компании, то эти сведения просачиваются на рынок значительно медленнее, подвержены более существенным искажениям и в меньшей степени поддаются адекватной интерпретации. В результате большинство инвесторов предпочитают (сознательно или вынужденно) не обращать внимания на подобные информационные потоки.

С этим явлением связана и более значимая роль финансовых аналитиков на фондовых рынках развивающегося типа. Именно эти аналитики, профессионально занимающиеся отдельными компаниями, продуцируют специфическую, ориентированную на фирмы информацию. В условиях развитых рынков капитала у финансовых аналитиков нет существенных преимуществ перед институциональными инвесторами и инсайдерами. Все они обладают достаточными качественными и количественными инструментами для принятия

эффективного инвестиционного решения в условиях одинаковой информационной среды. На развивающихся рынках институциональные инвесторы и инсайдеры не обладают ни систематической информацией, ни опытом рыночного анализа. Отсюда и преимущества финансовых аналитиков.

Так, есть исследования, которые показывают на эмпирических данных развивающихся рынков наличие статистически значимой корреляции с числом аналитиков, отслеживающих конкретную акцию, объемом торгов по этой акции (положительная корреляция), волатильности цены акции (отрицательная корреляция) и рыночной капитализации соответствующей компании (положительная корреляция). Например, коэффициент синхронности движения цен акций по отношению к числу аналитиков, отслеживающих данную ценную бумагу, составил для развивающихся рынков 1.14 (t -статистика = 11.53) и для развитых рынков 0.02 (t -статистика = 3.17)¹⁴. Наличие и интенсивность мониторинга акции со стороны финансовых аналитиков увеличивает стоимость компании, особенно в странах с низким уровнем защиты прав акционеров, в том числе миноритарных.

Специфика развивающихся рынков предъявляет свои требования к исследованию данного типа финансовых институтов. По мере того как эти рынки попадают в поле зрения аналитиков, все большее число исследователей – из академической среды и участников финансовых рынков – приходят к выводу о нецелесообразности, нежелательности и даже невозможности использования традиционных методов финансовой экономики для исследования процессов, происходящих на сравнительно молодых фондовых рынках.

Аналитики из академической среды открыто выступают за модификацию традиционных исследовательских методов оценки ценных бумаг развивающихся рынков: раз они ведут себя не так, как развитые, методы их анализа должны быть скорректированы. В частности, подчеркивается принципиальная нецелесообразность и невозможность прямого использования в оценке ценообразования финансовых инструментов на развивающихся рынках методов финансового анализа, разработанных для других условий¹⁵. Большинство исследователей для анализа процессов на развивающихся рынках используют модель CAPM и ее модификации. И

¹⁴См.: Lang M., Linsk M., Miller D. Concentrated Control, Analyst Following and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least? // Journal of Accounting Research. 2004. V. 42. P. 589–623.

¹⁵См.: Hamza O., Kortas M., L'Her J.-F., Roberge M. Op. cit. P. 1–18; Bekaert G., Harvey C. Research in Emerging Markets Finance: Looking for the Future // Emerging Markets Review. 2002. V. 3. P. 429–448; Salomon R., Grootveld H. Op. cit. P. 121–144.

¹³См.: Максимов В.А., Некрасова И.В. Прогнозирование доходности инвестиций на фондовом рынке // Экономика и математические методы. 2001. № 1. С. 38–46.

вполне закономерно модель демонстрирует плохую предсказательную способность для данного типа финансовых институтов.

* * *

Таким образом, развивающиеся рынки по своим количественным и качественным характеристикам отличаются от развитых рынков. Это означает, что ни его участники, ни исследователи не могут использовать традиционные схемы финансового и экономического анализа в

применении к данному типу финансовой системы, не подвергая их существенным модификациям. Эффективность деятельности на развивающемся фондовом рынке зависит главным образом от того, насколько экономические агенты информированы о его специфике и в какой степени они могут к ней приспособиться. А чем более информированными становятся инвесторы, тем лучше они могут осуществлять свои вложения, и тем быстрее развивающийся рынок превратится в развитый.