О ГИПОТЕЗАХ ИНФОРМАЦИОННОЙ РЫНОЧНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ И ИХ ПРАКТИЧЕСКОМ ПРИМЕНЕНИИ

Ю.С. АНЕСЯНЦ

Институт управления, бизнеса и права,
докторант,
344068, г. Ростов-на-Дону, пр. М.Нагибина, 33А/47

Статья посвящена проблемам оценки текущего уровня информационной эффективности рынка и отражает авторскую концепцию ее динамического изменения как когнитивного фактора.

Ключевые слова: сильная форма; умеренная форма; слабая форма; теория эффективности рынка.

Коды классификатора JEL: G11, G14, G17.

В расцвет веры в рациональность мышления была разработана совокупность коррелирующих концепций, одной из которых стала теория информационной эффективности рынка. В классической работе Ю. Бригхэма все возможные трактовки взаимоотношений информации и рынка сгруппированы в рамках трех гипотез.

Слабая гипотеза информационной эффективности рынка базируется на предположении, что в текущих рыночных ценах отражается информация только о прошлых изменениях цен. Отсюда следует вывод о том, что предугадывать цены будущих периодов — бесперспективное занятие и, соответственно, бесполезно проделывать какую-либо работу по предсказыванию цены будущего техническим или фундаментальным анализом.

Торговые стратегии, основанные на слабой гипотезе, могут быть описаны как инвестиционные, поскольку не ориентированы на прогноз, т. е. попытку предугадать будущую динамику рынка. Такие стратегии позволяют инвестору прикладывать минимальное количество сил и средств к исследованию рынка, экономят большое количество средств. Примерами подобных стратегий в той или иной степени можно считать стратегии Buy&Hold (принято переводить как «купи и держи»), применение одной из моделей портфельного инвестирования (Марковиц, Шарп и т. д.), а также диверсификацию в различных ипостасях, в том числе — и индексное инвестирование. В любом случае весь инвестиционный процесс в координатах риск/доход укладывается в прямую идеального фондового портфеля; таким образом, мерой риска для инвестиционного процесса в рамках слабой информационной теории выступает инструмент инвестирования.

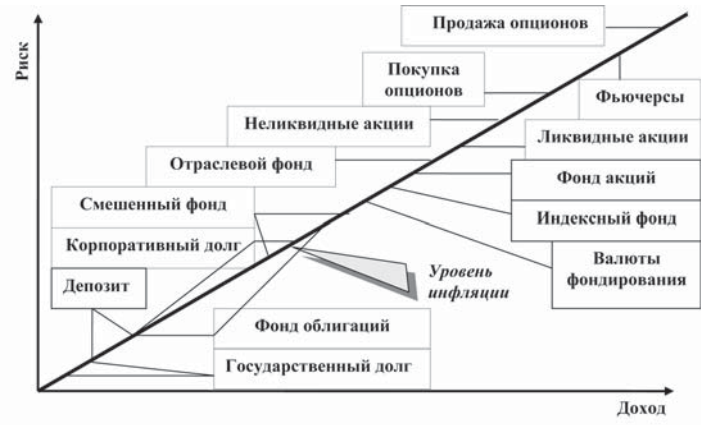


Рис. 1. *Прямая идеального фондового портфеля (идеальной ценной бумаги) с разбивкой по финансовым инструментам*

Оптимизация портфеля может проводиться методами распределения риска. По теории Марковица, покупая «дюжину акций» с разнонаправленным движением (обратной корреляцией), инвестор уходит от рыночного специфического риска каждой конкретной бумаги. Данная стратегия позволяет получить среднерыночную прибыль, закрыв позиции по акциям при прохождении определенной приемлемой точки доходности, что и является единственным и достаточным условием для получения прибыли на рынке. Данная схема инвестирования имеет недостаток, являющийся продолжением основного ее принципа, — уменьшение прибыльности портфеля размещенного методом Марковица в сравнении с инвестированием в сильно коррелируеющие активы в случае, когда общерыночный настрой позитивен и проинвестированные активы растут.

Шарп рекомендует соотносить отдельные активы не друг с другом, но с индексом, по факту, результат получается тот же, однако трудозатраты теоретически уменьшаются. Впрочем, учитывая уровень информатизации и компьютеризации, сложность подобных вычислений преувеличивать не следует.

Индексная стратегия инвестирования рекомендует покупать количество акций в соответствии с их весом в выбранном инвестором индексе. Данная стратегия позволяет получить прибыль, соответствующую дельте

© Анесянц Ю. С., 2009

изменения индекса между моментом покупки и моментом продажи. Для определения параметров портфеля достаточно знать только индекс, на котором он построен, и время входа в рынок, за одним исключением: при вводе бумаги в индекс или выводе из него какого-либо инструмента. Величина отличия портфеля от индекса тогда составит разницу между моментом ввода/вывода бумаги из состава индекса и моментом входа/выхода по позиции соответствующей бумаги.

Основным, но не единственным условием получения прибыли в рамках подобной стратегии является общий рост рынка. Это, по большому счету, и наблюдается всю его историю, а также будет наблюдаться в будущем до ближайшей рецессионной волны гиперцикла, появления которой пока никто не фиксировал, но существование которой не подвергается сомнению сторонниками волновой теории Элиота и соратниками. Отдельные аналитики склонны приравнять последнюю к текущему глобальному финансовому кризису, что получит свое подтверждение или опровержение в будущем: по оценкам автора, результатом такой волны должно стать крушение пирамиды долга США с сопутствующим ей изменением системы фондирования Центробанков и формированием нового паритета валют, их конвертации и обращения.

С точки зрения проявления слабой формы информационной эффективности на рынке может возникнуть ситуация, в которой сокращение запасов нефти в США не оказывает влияния на котировки нефти, при этом последние движутся спорадически, безотносительно к данной новости.

Умеренная форма базируется на предположении, что в движении учитывается вся доступная публике информация, что, соответственно, не позволяет ни одному рядовому участнику получать сверхнормальные доходы. Собственно доходы образуются как разница между текущими котировками, основанными на признанной информационной модели, и фундаментальной стоимостью, которая является стоимостью актива с учетом не только признанных, но всех, в том числе скрытых или косвенных, факторов ценообразования. Временной лаг является важной составляющей в рамках анализа, поскольку за аксиому принимается постепенное признание рынком скрытых пластов информации, и соответствующее этому признанию рыночное движение. В момент, когда все слои инвестиционного сообщества (в том числе «случайные инвесторы») признают фактор, он считается отыгранным и на динамику рынка влияния не оказывает. Таким образом, умеренная форма эффективности базируется на принципе ограниченного и ассиметричного знания.

Мерой риска в данном случае становится точность и качество анализа, который осложняется в условиях активного «рыночного метаболизма» (термин вводится автором как описание количества информации и уровня реакции на нее) и увеличения срочности инвестирования. Совокупность методов, подходов и терминологии умеренной формы эффективности находит свое отражение в рамках фундаментального анализа.

В рамках умеренной формы эффективности возможно получение сверхдохода (безрискового дохода), которое в рамках использования инсайдерской информации трактуется как преимущественное обладание важным информационным артефактом, который окажет влияние на рынок, будучи опубликованным. Данная возможность есть основное формализованное отличие данной формы эффективности от прочих возможностью использования инсайдерской информации, взаимодействие инсайда и рынка является важным индикатором для определения формы эффективности рынка. В случае, если владение информацией не приводит к верному прогнозированию, рыночное распределение можно рассматривать или в соответствии с теорией случайных блужданий, если рынок движется спорадически, а следовательно, базируется на слабой информационной гипотезе. В случае, если рынок предугадал информационной повод, а котировки опередили опубликование (прогнозы о характере информации были верны и отыграны), можно утверждать сильную форму эффективности.

Умеренная форма эффективности предполагает знакомство участника с основами анализа, использование умеренной формы является прогнозированием, поэтому парадигма действия трейдера данного порядка — спекуляционная. Существует два направления анализа рынка в условиях умеренной формы эффективности.

Первым направлением является дедуктивный анализ от общего к частному. Примерами подобной стратегии может являться любая система семиотически-нечетких логических моделей, модель причинно-следственных или обратных связей на основе фундаментальных макроэкономических индикаторов. Любая такая стратегия строится на предположении, что посредством открытых данных, таких как ВВП, резервирование, доходность государственных бумаг, денежные агрегаты М2, объем кредитования и прочее, путем построения связной формализованной схемы взаимовлияния индикаторов и котировок можно предсказать будущее движение цены, поскольку анализ информации позволит синтезировать искусственный инсайд: уникальное знание о непризнанной, но неизбежной на рынке направленной динамике, как результате признания выводов автора в информационной среде. Стратегия требует доступа к информации, построение модели и мониторинга, используется при широком инвестировании.

Вторым направлением анализа в условиях умеренной формы эффективности, индуктивным, является анализ финансового состояния предприятий доходным, затратным или сравнительным подходом. Данные методы направлены на узкое инвестирование в определенные активы с большой внутренней стоимостью, которая вычисляется как разность между фундаментальной стоимостью и рыночной ценой (котировкой).

Функционирование системы анализа и прогнозирования в рамках умеренной формы эффективности упирается в несколько ограничений. В первую очередь таковым является априорное признание рациональности рынка: синтезированный инсайд аналитика должен быть признан рынком в адекватной временной перспективе, а затем учтен котировками (путем направленного движения). Вторым ограничением является субъективизм аналитика, его собственного понимания влияний на рынок тех или иных индикаторов. Третьим ограничением становится необходимость относительной консервации информационного поля, поскольку в условиях временного лага процесса признания и распространения инсайда, возможно появление дополнительных, неучтенных инвестором факторов, которые могут изменить результат или сделать его невалидным.

Примером умеренной формы эффективности является прямая корреляция между запасами нефти и ее ценой на бирже, где данные об этих запасах являются сначала скрытой, а потому не влияющей на рынок информацией, а затем, в результате обнародования данных, — публичной, влияющей на цены. Процесс повышения

или понижения котировок нефти после опубликования данных трактуется как процесс признания информации рынком. Предварительное знание о размерах запасов в результате служебной или другой не связанной с прогнозированием деятельности является инсайдом, а получение таких данных на основе анализа сторонних данных — актом успешного прогнозирования в условиях умеренной формы эффективности.

Сильная гипотеза информационной эффективности рынка основывается на предположении, что в рыночных ценах отражена вообще вся существенная информация, публикуемая или нет. Согласно этой концепции совокупность рыночных агентов обладает достаточным знанием, чтобы в рамках консенсус-прогноза, а также под влиянием усредняющего фактора массовых торгов верно оценить всю информацию и учесть ее в котировках до опубликования. В некотором смысле данная форма эффективности опирается на эффективность, рациональность и равновесность рынка как экономической формации. Данное положение опровергает предположение о получении сверхдоходов инсайдерами, поскольку обладание особыми данными в рамках этой теории невозможно. С другой стороны, абсолютная рациональность рынка вводит понятие арбитража, который является использованием разницы цен одного актива на разных биржах и непременного их уравнивания в краткосрочной перспективе.

Мерой риска в рамках торговли с сильной формой эффективности является наступление несистематического риска. Основными подходами к анализу и прогнозированию в рамках сильной формы эффективности является технический анализ, т. е. анализ графиков (графический, аналитический, волновой) с целью выявления кратко и среднесрочных тенденций.

С большой долей вероятности применение только сильной гипотезы не верно, ибо практика показывает большое количество инсайдеров по всему миру, пользующихся своим преимуществом. Получение инсайдерами доходов, превышающих доходы обычных трейдеров, не подвергается сомнению и было множество раз доказано эмпирически и в суде. Примерами абсолютных адептов сильной стратегии являются технические аналитики, выводящие зависимости будущих цен на основании анализа масс данных предыдущих значений, пользующие системы автопилота (совершение сделок автоматом без вмешательства человека). Такой трейдинг возможен на краткосрочных и интрадейных горизонтах, представляет собой использование инерции рынка. Большей частью идея автопилота дискредитировала себя в прошлом, разорив собственных почитателей, таким образом сработала система естественного отбора на фондовом рынке. Производная данной системы в условиях продуктовой линейки некоторых компаний — система «черного ящика», т. е. продажи автопилота без доступа к его программному ядру, также находится под огнем критики, однако видов черных ящиков несколько, отдельные из них, использующие специфические искажения рыночной динамики, работают стабильно.

Основным ограничением в применении сильной формы эффективности является неизбежность несистематических рисков, которые априори не учитываются в ценах поскольку отсутствуют до наступления (землетрясения, убийства, аварии и т. д.). Из данного ограничения можно вывести следующее: по мере увеличения инвестиционного горизонта вероятность такого события растет, а потому долгосрочное инвестирование в рамках сильной гипотезы затруднительно. Кроме того, ограничениям является сознательное или ненамеренное искажение данных, которое мешает адекватной консенсус-оценке рынком (актуально и для умеренной гипотезы).

Примером сильной формы эффективности рынка является ситуация, в которой запасы нефти в США верно спрогнозированы рынком, котировки нефти планомерно растут с течением времени и к выходу данных о запасах остаются на достигнутых уровнях. В данной ситуации процесс учета информации происходил до появления информации, новость оказалась учтенной в котировках до опубликования вследствие верного общерыночного консенсуса. При этом необходимо учесть, что масса информационных агентов на рынке имеет совокупное мнение по большей части прогнозируемых, а особенно периодических данных. В случае, если консенсус-оценка отличается от фактического значения, котировки актива начинают стремительно меняться и, в зависимости от величины ошибки, форма эффективности может стать умеренной, с процессом стремления к равновесию в новой точке, или слабой, в случае активизации рефлексивных процессов и серьезных изменений в структуре рынка.

Большая часть инвесторов принимает за верную слабую теорию: любая попытка инвестирования без прогнозирования является, по факту, признанием слабой информационной гипотезы. Большая часть инвестиционных домов и управляющих компаний придерживаются умеренной теории и применяют фундаметальный анализ как снизу, так и сверху. Широкий класс технических аналитиков, применяющих сильную форму эффективности, сужается в условиях негативной динамики рынка, поскольку большая их часть — жертвы информационной пропаганды брокеров, а доходы систем — следствие растущего тренда.

В рамках предыдущих исследований автор пришел к выводу о допустимости применения любой из теорий в рамках индивидуальной деятельности трейдера. Принципиальным в этом отношении является выбор методов и срочности инвестирования в зависимости от признанной формы. Выбор последней зависит не столько от теоретических предпосылок, сколько от субъективных факторов: наличия временных и денежных ресурсов, установок на доходность и толерантность к риску, принцип взаимодействия на рынке, психофизические особенности трейдера, инвестиционной горизонт и другие; и объективных, к коим относятся: текущая общая динамика рынка, рыночный метаболизм, объект инвестирования, прозрачность информационного поля, уровень развития информационных технологий, операционная стоимость деятельность на бирже (комиссионные, налоги), ликвидность.

Наиболее перспективным является применение динамического подхода к рыночной динамике, с принятием по отношению к рынку той формы эффективности, которую он способен использовать в каждый отдельный момент времени. Так для стороннего инвестора, рынок, как хаотическая структура с неизвестными законами, всегда предстает как система слабой информационной эффективности, а потому верным решением является форма диверсификации инвестиций по времени и активам.

В условиях, если инвестор может определить тренд развития с помощью технического анализа, можно признать его как находящегося в условиях сильной формы. В то же время любой выявленный ранее тренд нарушается: как правило, это происходит под влиянием фундаментальных факторов (изменения информационного поля). В этих условиях, до установки нового тренда, инвестор может применить только фундаментальный анализ

в попытке определения крайних (экстремальных) рыночных значений и вернуться к техническому анализу после установки нового динамического равновесия, образовавшегося после процесса признания новых данных. Для смешанной торговли характерно использование фундаментальных факторов как поиска разворотных или пивотальных точек рынка, а технического анализа — как инструмента оптимизации трейдинга и максимизации дохода за счет динамики актива в рамках движения между пивотальными точками.

В условиях чистой торговли в рамках технического или фундаментального анализа любой переход рынка из одной формы эффективности в другую (наличие информации — возможность фундаментального, отсутствие значимой информации — возможность технического анализа) является переходом из целевой формы эффективности в слабую форму с соответствующими методами фиксирования финансового результата (хэджирование, стоп-лимитирование и т. д.).

В случае серьезного дисбаланса на рынке, ухода от равновесности в любой форме (кризисы, рыночные искажения, проблемы ликвидности, рефлексивные процессы) рынок может быть признан как имеющий слабую форму эффективности. Таким образом, эффективность рынка является понятием субъективным и зависит не столько от динамики, сколько от способности и желания трейдера динамику рынка прогнозировать. Данный подход и трактовка кажутся автору более продуктивными, чем классическое стремление трейдеров к делению общего информационного взаимодействия рынка на составляющие с попыткой утвердить одну господствующую с теоретической и практической точек зрения.