

08.00.01

У743

Контрольный

эксперимент

На правах рукописи

Усачев Михаил Алексеевич

**ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ЭФФЕКТИВНОМ  
ФОНДОВОМ РЫНКЕ В ТРАНСФОРМИРУЕМОЙ  
ЭКОНОМИКЕ**

Специальность 08.00.01 – «Экономическая теория»

Автореферат  
диссертации на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук

Уч/ Усачев М.А.

Челябинск

2002

Работа выполнена на кафедре экономической теории и мировой экономики Южно-Уральского государственного университета

Научный руководитель –

доктор экономических наук,  
профессор Бархатов В.И.

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук,  
профессор Антонюк В.С.,  
кандидат экономических наук,  
Карабинцев Д.А.

Ведущая организация –

Российская экономическая академия  
им. Г.В. Плеханова, кафедра «Экономическая теория».

Защита состоится « 26 » декабря 2002 г., в 16.00, на заседании диссертационного совета К 212.296.01 при Челябинском государственном университете по адресу: 454021, г. Челябинск, ул. Молодогвардейцев, 70-б, ауд. 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Челябинского государственного университета.

Автореферат разослан « \_\_\_\_ » ноября 2002 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета  
кандидат экономических  
наук, доцент



Ребреш Л.А.

## I. Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Институциональные преобразования в трансформируемой экономике России предполагают создание и развитие новых институтов рыночной экономики, среди которых особое место занимает формирование фондового рынка, как механизма мобилизации ресурсов финансовых рынков и их трансформации в ресурсы реального сектора.

Выполнение присущих фондовому рынку функций, главной из которых является перераспределительная, ставится в зависимость от эффективности работы механизмов ценообразования, т.е. от выполнения общерыночных функций. Становление и развитие российского фондового рынка происходит в условиях высокой неопределенности, связанной с неизвестностью основополагающих принципов и вектора развития социально-экономических отношений в трансформируемой экономике, что приводит к деформациям механизмов ценообразования. Таким образом, фондовый рынок в трансформируемой экономике России является недостаточно эффективным инструментом мобилизации ресурсов финансовых рынков и их трансформации в ресурсы реального сектора, с искаженными механизмами ценообразования, требующий формирования адекватных институциональных форм.

Все выше перечисленные проблемы являются актуальными и требуют дополнительного исследования.

**Степень разработанности проблемы.** В диссертационном исследовании рассматриваются подходы решения проблемы ценообразования на фондовые ценности в научных трудах зарубежных и отечественных ученых таких, как Ч. Доу, Дж. М. Кейнса, Б. Грэхэма, Д. Додда, Г. Марковица, У. Шарпа, Дж. Линтнера, М. Фридмена, И. Фишера, Дж. Мута, Р. Лукаса, Т. Сарджента, Р. Барро, М. Кендолла, Г. Робертса, Е. Фома, Б. Малкиела, К. Эрроу, Дж. Стиглица, Дж. Акерлофа, С. Ле Роя, Р. Портера, Р. Шиллера, Трахтенberга И.А., Солюса Г.П., Красавиной Л.Н., Шенаева В.Н., Мусатова В.Т., Михайлова Д.М., Миркина Я.М., Баринова Э.А. и других в соответствии с этапами развития финансового рынка в странах с рыночной экономикой. Использование основных положений проанализированных теорий представляется необходимым и возможным для целей исследования механизма ценообразования

на российском фондовом рынке в трансформационной экономике. Это тем более актуально, что становление и развитие российского фондового рынка в 1990-е гг. происходило по подобию западных рынков, при доминировании западных участников.

Впервые проблема ценообразования была рассмотрена в работе Ч. Дуо (1900 г.), который при определении цены особое внимание обращал на соотношении спроса и предложения на средства производства и конечную продукцию. По его мнению, именно соотношение спроса и предложения на товарных рынках определяли спрос и предложение на фондовы е ценности, а вместе с тем и их равновесную цену.

Позднее проблеме ценообразованием уделял внимание в своих работах Дж. М. Кейнс (1930-е гг.). В своей теории Кейнс объяснял формирование цены на фондовые ценности соотношением ожидаемой («конвенциональной») и фактической ставок процента . В то же самое время в своих работах Бен Грэхэм и Дэвид Додд установление цены на фондовую ценность ставили с зависимостью ожиданий инвесторов на счет ее внутренней стоимости и от риска, связанного с ее владением. В 1959 г. Г. Марковицем была предложена модель ценообразования на фондовые ценности, в рамках которой принципы теории общего экономического равновесия, поэтому ключевым в процессе установления цены на фондовую ценность являлась его ожидаемая полезность, определяемая как соотношение риска и доходности. Таким образом, цена на фондовые ценности задавалась соотношением спроса и предложения на них, а также величиной риска и капитализированной доходностью фондовой ценности . Позднее У. Шарп и Дж. Линтнер дополнили предыдущие изыскания в области ценообразования Г. Марковица введением безрисковой фондовой ценности и классификации риска на систематический (диверсифицируемый) и несистематический (недиверсифицируемый). Шарп и Линтнер высказали предположение, что цена на фондовые ценности устанавливается участниками на основе соотношения ожидаемой доходности и систематического риска. Представитель школы монетаристов М. Фридмен (1982 г.) установление цены на фондовые ценности связывал со спросом на деньги и ожидаемой доходности фондовых ценностей по сравнению с ожидаемой доходностью денег.

Таким образом, ведущие экономисты различных экономических школ при решении проблемы ценообразования на фондовы ценности главный акцент делали на анализе поведения инвестора на фондовом рынке, который стремился обеспечить равновесие в своем инвестиционном выборе при определенных зависимостях между ожидаемыми доходностью и риском ценных бумаг.

Особый этап исследования проблем ценообразования связан с научными работами Дж. Мута, Р. Лукаса, Т. Сарджента, Р. Барро (1960-е – 1970-е гг.), которые установление цены на фондовые ценности связывали с ожидаемой доходностью и риском, однако, в отличие предыдущих экономистов считали установление прогнозов на основе рациональных ожиданий путем анализа всей доступной информации. Дальнейшее развитие теории рациональных ожиданий побудило специалистов в области денежной теории и финансов М. Кендолла (1953 г.), Е. Фома, Б. Малкиела (1980-е гг.) разработать теорию эффективных финансовых рынков, согласно которой цены на фондовые ценности устанавливались на основе рациональных ожиданий, зависящих от доступной информации. В зависимости от информационного множества выделяют три степени информационной эффективности: слабую, полустрогую и строгую.

Развитие финансового рынка, усложнение его инфраструктуры, появление новых разновидностей фондовых ценностей привело к тому, что механизм ценообразования находится во взаимосвязи и взаимодействии со сложившейся оценкой полезности информации и ее влияния на установление цены на фондовую ценность. Особенности организации торговли фондовыми ценностями и склонность к монополизации информации отдельными участниками порождает несовершенство конкуренции на рынке, следствием которой является дискриминация в ценах. Возникает ситуация нарушения общерыночного равновесия, особенно на финансовых рынках с заведомо асимметричной информацией.

Особенности российского фондового рынка, тенденции его развития привели к тому, что возникло несоответствие механизмов ценообразования на фондовые ценности и ожиданиями участников фондового рынка относительно способности выполнять рынком традиционные функции в социально ориентированных рыночных экономиках.

Возникло достаточно противоречивая ситуация. На фондовом рынке России отдельные элементы получили достаточно высокую степень развития (например, инфраструктура), но вследствие недостаточных институциональных преобразований в экономике России не возникла целостная структура фондового рынка, что не позволяет выполнять весь набор функций присущих фондовым рынкам западных стран. Все вышеназванное искажает принципы ценообразования на фондовые ценности.

Вследствие недостаточных институциональных преобразований фондовый рынок через формирование цены не столько выполняет функцию перераспределения и мобилизации капитала, сколько его роль сводится к функции закрепления прав собственности на реальный капитал посредством титулов собственности – ценных бумаг, а также инструмента для извлечения спекулятивного дохода. Предназначение спекуляции, как феномена, необходимого для нормального функционирования рынка, способствующего справедливому ценообразованию и удовлетворению потребностей участников рыночных отношений в выравнивании цен в пространстве и времени, оказалось подменено в России «спекуляцией ради спекуляции», не выполняющей никаких иных функций, кроме извлечения прибыли от колебаний котировок ценных бумаг. Возникает спекулятивная игра трейдеров, преследующих спекулятивные мотивы, на основе которых происходит извлечение прибыли из колебания котировок ценных бумаг, что не создает предпосылок справедливого ценообразования, позволяющего мобилизовать и концентрировать инвестиционные ресурсы, эффективного перемещать с финансовых рынков в реальный сектор экономики России. На процесс ценообразования оказывает влияние микро- и макроэкономическая ситуация, особенно в послекризисный период. После 1998 года возникли иные предпосылки совершенствования механизма ценообразования, заключающееся в особенностях послекризисного состояния фондового рынка России, обеспечивающих благоприятные условия для институциональных преобразований: наличие развитой инфраструктуры, достаточного количества «выпущенных, раскрученных и имеющих историю» ценных бумаг крупных российских предприятий, а вместе с тем, крайне низкой их стоимостью.

Отмеченное явилось основанием выбора темы диссертационного исследования.

Основной целью диссертационного исследования является разработка механизма ценообразования, позволяющего российскому фондовому рынку выполнять его основные функции – перераспределительную и страхования – с учетом институциональных преобразований и связанных с ними условий, факторов формирования цен на фондовые ценности.

Цель диссертационного исследования определяет необходимость решения следующих задач:

- проанализировать существующие в истории экономической теории концепции ценообразования, проследить их эволюцию, проанализировав усложнение взглядов по мере становления и развития финансовых отношений;
- раскрыть сущность механизма ценообразования в условиях различной степени информационной эффективности фондового рынка;
- оценить степень информационной эффективности российского фондового рынка и провести сравнительный анализ с рынками развитых стран;
- определить факторы информационной асимметрии и проанализировать их влияние на институциональные параметры фондового рынка России;
- разработать модель влияния факторов на механизм ценообразования, на ее основе определить политику макроэкономического регулирования, направленной на совершенствование механизма ценообразования.

**Объектом исследования** диссертационной работы выступает фондовый рынок, как совокупность институциональных форм в трансформируемой экономике.

**Предметом диссертационного исследования** выступают экономические отношения между участниками фондового рынка в процессе формирования равновесной цены на фондовые ценности для получения максимального инвестиционного эффекта.

**Теоретическая и методологическая основы исследования.** Диссертационная работа базируется на теории методологии, изложенных в фундаментальных трудах зарубежных ученых в экономической теории и теории финансов по проблемам ценообразования на фондовые ценности, теории процента и денег, теории общего экономического равновесия, а также практические положения исследований отечественных и зарубежных экономистов по

проблемам определения степени информационной эффективности фондовых рынков и особенности ценообразования на них. Обоснование теоретических положений и аргументация выводов осуществлялись автором на основе применения таких методов научного познания, как структурного, факторного, сравнительного анализа. На различных этапах работы применялись статистические, расчетные и графические инструменты исследования. Применение совокупности перечисленных методов к цели и задачам исследования обеспечивает возможность применения системного подхода.

**Информационную базу исследования** составили материалы и статистические данные Государственного комитета статистики, Центрального банка РФ, Федеральной комиссии по ценным бумагам РФ, Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы, статистическая информация отечественных и зарубежных информационных агентств и специалистов, фактологический материал, содержащийся в отечественной и зарубежной литературе и другие источники.

**Наиболее существенные научные результаты, полученные автором диссертации и их научная новизна.**

1. Уточняются понятия «цена на фондовую ценность» и «ценообразование на фондовы ценности на фондовом рынке». Под «ценой на фондовую ценность» понимается стоимость контракта на основе обмена текущего потребления в пользу будущего с учетом средней степени информационной эффективности фондового рынка. Цена на фондовую ценность формируется в процессе ценообразования. Таким образом, под «ценообразованием на фондовы ценности на фондовом рынке» понимаются механизмы установления равновесной цены на фондовы ценности субъектами в процессе сбережения и инвестирования с учетом всей доступной информации, где фондовый рынок выступает институциональной средой.

2. Уточняется сущность понятия «асимметрия информации» влияющая на механизмы ценообразования на фондовы ценности на фондовом рынке и связанная с негативными процессами, обусловленными наличием для участников рисков, в связи с неосведомленностью заключающих контракт сторон о действиях друг друга после заключения контракта или с наличием значительных издержек получения информации о подобных действиях.

Таким образом, под «асимметрией информации» понимается неравномерность в распределении информации между участниками фондового рынка, выраженная негативными процессами, обусловленными наличием для участников рисков, в связи с неосведомленностью заключающих контракт сторон о действиях друг друга после заключения контракта или с наличием значительных издержек получения информации о подобных действиях. Раскрывается совокупность факторов, связанных с асимметрией информации, оказывающих влияние на формирование цены на фондовы ценности. К таким факторам относят стабильность макроэкономической среды, развитость финансовых и кредитных институтов-участников фондового рынка, уровень диверсификации финансового рынка, наличие капитализированной сети промышленных и высокотехнологичных компаний, система производства и распространения информации.

3. Проведена оценка взаимосвязи степени информационной эффективности фондового рынка с механизмами ценообразования на фондовые ценности с учетом особенностей российского фондового рынка. Анализ результатов оценки свидетельствует о соответствии принципов ценообразования модели случайного блуждания на российском фондовом рынке, т.е. выполняются условия ценообразования соответствующие слабой форме гипотезы информационной эффективности фондового рынка. Установлено, что имеющиеся особенности российского фондового рынка в существенной степени модифицирует поведенческие алгоритмы рациональных инвесторов, связанные с точностью прогноза будущих цен на фондовые ценности на фондовом рынке в трансформируемой экономике. Разница между точностями рациональных ожиданий инвесторов на развитом фондовом рынке и фондовом рынке в трансформируемой экономике оказывается достаточно для того, чтобы радикально изменить поведение инвесторов.

4. Предложена и классифицирована совокупность макроэкономических факторов с обоснованием их выбора в модели арбитражного ценообразования. Это фундаментальный (экономический) фактор как валовой внутренний продукт и спекулятивные факторы: индекс потребительских цен, валютный курс, цены государственных ценных бумаг, индекс РТС. Определено влияние факторов на формирование цены на фондовые ценности, наибольшее влияние из которых в основном принадлежит спекулятивным факторам таким, как индекс потребительских цен, цены государственных ценных бумаг и валютный курс.

5. Разработаны направления государственного регулирования механизмов ценообразования на российском фондовом рынке, основными из которых являются направления совершенствования институциональных параметров фондового рынка таких, как монетизация, насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, концентрация денежных ресурсов и рынка, спрос на корпоративные ценные бумаги, структура акционерного капитала и пр.

**Научная и практическая значимость исследования.** Научная значимость заключается в следующем. На основе исследования теоретических изысканий зарубежных ученых в области ценообразования на фондовую ценности уточнено определение ценообразование на рынке ценных бумаг. Уточнено понятие информационной асимметрии. Определена зависимость степени информационной эффективности рынка ценных бумаг от факторов информационной асимметрии. Предложен алгоритм повышения информационной эффективности российского фондового рынка в рамках концепции государственного регулирования отраслей экономики.

Практическая значимость состоит в том, что полученные результаты проведенного исследования могут быть использованы в научных и практических разработках с целью анализа информационной эффективности и совершенствования механизмов ценообразования на российском фондовом рынке с целью обеспечения стабильного функционирования фондового рынка и превращения его в эффективный механизм мобилизации и перераспределения ресурсов в экономике. Выводы диссертационного исследования могут быть использованы при формировании государственной концепции развития фондового рынка, разработке деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения исследования докладывались и обсуждались на конференции «XXI Российская школа по проблемам науки и технологий» (г. Миасс, 2001 г.), на 3-й Международной конференции-выставке «Российский финансовые институты» (г. Москва, 2000 г.), на 2-й Международной научной конференции студентов и молодых ученых (г. Самара, 2001 г.), на 4-м Всероссийском экономическом форуме студентов и молодых ученых «Экономические и социальные преобразования в России: опыт и проблемы», на республиканских научно-практических

конференциях «Россия на пути реформ: XXI век – камо грядеши?», «Россия на пути реформ: подводя итоги XX столетия», «Россия на пути реформ: основные парадигмы развития общества» в Уральском социально-экономическом институте Академии труда и социальных отношений (г. Челябинск, 2000 – 2002 гг.), а также на 52-й научно-технической конференции Южно-Уральского государственного университета (г. Челябинск, 2000 г.).

Материалы диссертационного исследования внедрены в учебный процесс Южно-Уральского государственного университета и использованы при преподавании студентам специальностей «Государственное и муниципальное управление», «Финансы и кредит» и «Национальная экономика». Результаты исследования используются в преподавании на факультетах «Экономика и управление», «Коммерция», «Международный» и «Финансово-экономический» Южно-Уральского государственного университета таких учебных курсов, как «Экономическая теория» (раздел «Рынок факторов производства»), «Макроэкономика» (разделы «Формирование рынков»), «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» (раздел «Экономическая сущность рынка ценных бумаг»), «Финансовые технологии» (раздел «Рынок корпоративного контроля»), «Организация деятельности и техника операций финансовых институтов» (раздел «Организация торговли цennymi бумагами»), «Институциональная экономика» (раздел «Институты фондового рынка»).

Некоторые разработки настоящего диссертационного исследования использовались в научном исследовании «Проблемы трансформации форм собственности и институциональные реформы в транзитивной российской экономике» (№ темы 1.06.12; № государственной регистрации 01.200105140), финансируемом из госбюджетных средств, а также при разработке научно-практического исследования «Ценообразование на эффективном фондовом рынке в трансформируемой экономике» в рамках гранта, прошедшего конкурсный отбор Министерства образования РФ и Администрации Челябинской области по «Программе поддержки научного творчества молодежи в вузах Челябинской области» 2002 года.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 7 печатных работ общим объемом 2,58 п.л. авторского текста, в которых содержатся основные положения настоящего исследования, кроме того, разделов учебных и методических пособий общим объемом 8,25 п.л.

**Структура и объем работы.** Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, списка литературы и приложений. Исследование выполнено на 124 страницах основного текста, содержит 11 рисунков, 27 таблиц, 4 приложения. Библиографический список содержит 181 источник, в том числе 31 на иностранном языке.

## **II. Структура и основное содержание работы**

Во введении аргументирована актуальность темы диссертационного исследования. Отражена степень разработанности проблемы в экономической литературе, определена цель и поставлены задачи. Раскрыты научная новизна и предмет защиты. Отмечены научная и практическая значимость работы, её апробация и практическое использование результатов исследования.

В первой главе «Теория и методология ценообразования на эффективном фондовом рынке» исследованы содержание и роль фондового рынка в системе механизма мобилизации ресурсов финансовых рынков и их трансформации в ресурсы реального сектора, исследованы концептуальные подходы к ценообразованию на фондовые ценности. Исследованы механизмы ценообразования на фондовых рынках различной степени информационной эффективности.

Во второй главе «Ценообразование в трансформируемой экономике» исследована степень информационной эффективности российского фондового рынка. Проведен сравнительный анализ информационной эффективности российского и американского фондового рынка с целью оценки степени информационной эффективности первого по отношению ко второму. На основе анализа сделана попытка объяснения установления цены на фондовые ценности через призму поведения инвестора на рынке различной степени эффективности. Изучено содержание информационной асимметрии и ее влияние на структуру фондового рынка и на механизмы ценообразования. Показана связь, характеризующая влияние факторов информационной асимметрии на механизм ценообразования на российском фондовом рынке. На основе теории арбитражного ценообразования (АТР) разработана регрессионная модель ценообразования на акции российских эмитентов, установлена зависимость ожидаемой цены фондовых ценностей от фундаментальных и спекулятивных факторов.

Предложены механизмы государственного воздействия на рассмотренные отрасли и фондовый рынок с целью повышения эффективности механизма ценообразования.

**В заключении** представлены основные выводы и рекомендации по регулированию механизмов ценообразования путем воздействия государственной политики на рассмотренные отрасли и фондовый рынок.

### **Основные защищаемые положения исследования, и их краткая характеристика.**

1. Уточнены такие понятия, как «цена на фондовую ценность» и «ценообразование на фондовую ценности на фондовом рынке». Рассмотрены концептуальные подходы экономистов в определении ценообразования на фондовую ценности и на основе анализа существующих теоретических подходов к концепции ценообразования определена концепция,ложенная в основу настоящего исследования.



Рис. 1. Функции фондового рынка

Создание и развитие новых институтов рыночной экономики, среди которых особое место занимает формирование фондового рынка, как эффективного механизма мобилизации ресурсов финансовых рынков и их трансформации в ресурсы реального сектора. Эффективность механизма ценообразования

на фондовом рынке обуславливает качество выполнения фондовым рынком его функций, основными из которых являются информационная, регулирующая, коммерческая, перераспределительная и страхования (рис. 1).

Анализ различных подходов к проблеме ценообразования на фондовом рынке показал, что в зависимости от этапов развития фондового рынка акценты в исследовании проблем ценообразования смещаются от изучения влияния на цены фондовых ценностей макроэкономических факторов (ставка процента, риск и доходность) в сторону изучении информационных качеств институциональной среды – фондового рынка.

Проанализированные теории имеют определенные недостатки, в чем-то оказываются узки и не универсальны, представляется необходимым использование каждой из них для объяснения ценообразования на фондовые ценности.

Это позволило выделить из проанализированных концепций теорию эффективных финансовых рынков, как наиболее точно характеризующей состояние фондового рынка в современных условиях, согласно которой цены на фондовые ценности устанавливаются на основе рациональных ожиданий, зависящих от всей доступной информации. В зависимости от информационного множества выделяют три степени информационной эффективности: слабую, среднюю и сильную.

Соответствие информационного множества определенной степени эффективности фондового рынка и, соответственно, механизму ценообразования приведено на рис. 2.

Анализ и синтез существующих положений позволил автору дать комплексное определение понятий «цена» и «ценообразование на фондовом рынке на фондовые ценности». Под «ценой на фондовую ценность» понимается стоимость контракта на основе обмена текущего потребления в пользу будущего с учетом средней степени информационной эффективности фондового рынка. Цена на фондовую ценность формируется посредством ценообразования. Таким образом, под «ценообразованием на фондовом рынке на фондовые ценности» понимается механизм установления равновесной цены на фондовые ценности на базе всей доступной информации путем обмена фондовых ценностей и финансовых ресурсов, в основе которого лежат отношения между

субъектами в процессе сбережения и инвестирования, где рынок ценных бумаг выступает институциональной средой. Данное определение учитывает новое качество взаимодействия субъектов на фондовом рынке в трансформируемой экономике.

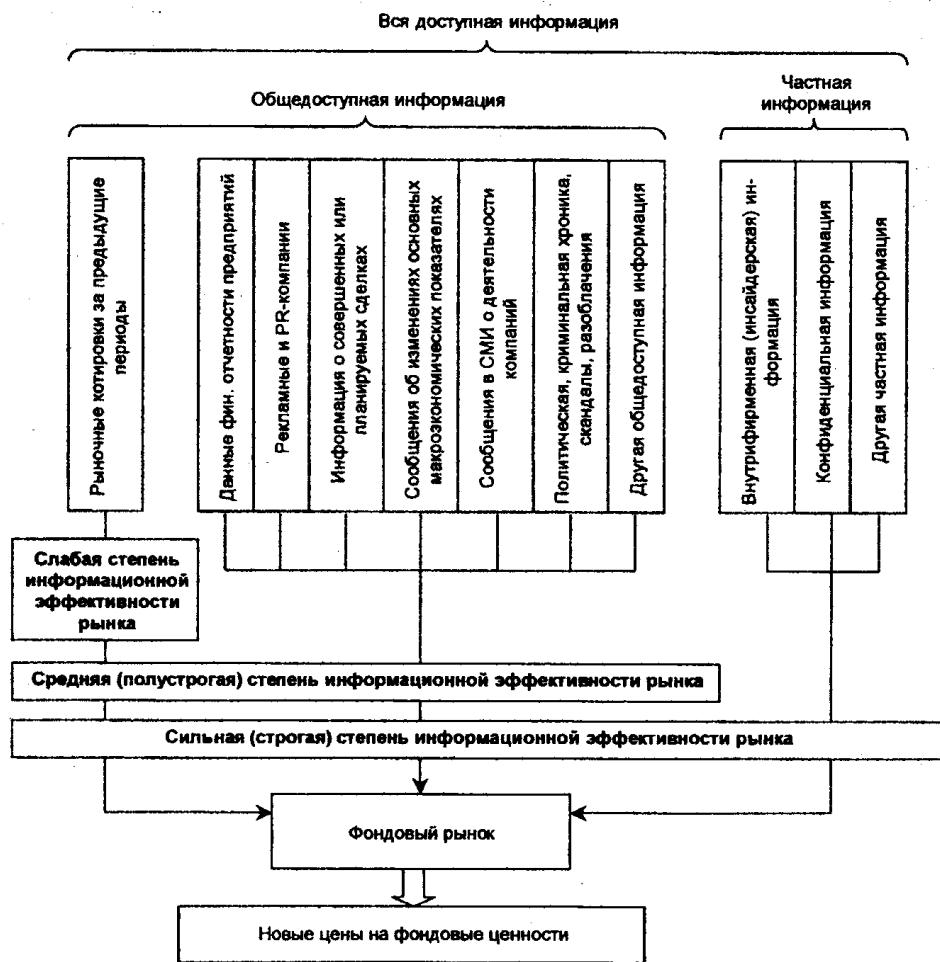


Рис. 2. Взаимосвязь информационного множества фондового рынка и механизма ценообразования

2. Уточняется сущность понятия «асимметрия информации» влияющая на механизмы ценообразования на фондовыe ценности на фондовом рынке, связанная с негативными процессами, обусловленными наличием для участников рисков, в связи с неосведомленностью заключающих контракт сторон о действиях друг друга после заключения контракта или с наличием значительных издержек получения информации о подобных действиях. Раскрывается совокупность факторов, связанных с асимметрией информации, оказывающих влияние на формирование цены на фондовыe ценности.

Развитие фондового рынка, усложнение его инфраструктуры, появление новых разновидностей фондовых ценностей привело к тому, что механизм ценообразования находится во взаимосвязи и взаимодействии со сложившейся оценкой информации, ее полезности и влияния на установление цены на фондовые ценности. Особенности организации торговли фондовыми ценностями в российской экономике и склонность к монополизации информации отдельными участниками порождает несовершенство конкуренции на рынке, следствием которой является дискриминация в ценах. Ситуация усиливается с появлением асимметрии информации, результатом чего является нарушение общерыночного равновесия.

Вследствие недостаточных институциональных преобразований фондовый рынок в российской экономике через формирование цены не столько выполняет функцию перераспределения и мобилизации капитала, сколько его роль сводится к функции закрепления прав собственности на реальный капитал посредством титулов собственности – ценных бумаг, а также инструмента для извлечения спекулятивного дохода. Особенности российского фондового рынка, тенденции его развития привели к тому, что возникло несоответствие механизмов ценообразования на фондовые ценности и ожиданиями участников фондового рынка относительно способности выполнять рынком традиционные функции в социально ориентированных рыночных экономиках. Ставновление и развитие российского фондового в условиях трансформации экономики представляет собой его приспособление к постоянно меняющимся экономическим условиям.

Анализ тенденций позволил автору выявить факторы и определить условия асимметрии информации на российском фондовом рынке, влияющие на

эффективность механизма рыночной саморегуляции, в том числе установление равновесных цен на фондовы ценности. К факторам асимметрии информации, оказывающих влияние на формирование цены на фондовы ценности относятся: стабильность макроэкономической среды, развитость финансовых и кредитных институтов-участников фондового рынка, уровень диверсификации финансового рынка, наличие капитализированной сети промышленных и высокотехнологичных компаний, система производства и распространения информации.

Установлено, что российский фондовый рынок характеризуется следующими условиями асимметрии информации, влияющие на установление цен на фондовы ценности на фондовом рынке (рис. 3):

- во-первых, в нестабильности макроэкономической среды (сочетание искусственного дефицита денег в экономике, высокие процентные ставки и сверхтяжелый для экономики налоговый пресс);
- во-вторых, в слабой развитости финансовых и кредитных институтов-участников фондового рынка (например, сокращение численности и одновременная сверхконцентрация денежных ресурсов, операторов и инфраструктурных организаций фондового рынка в Москве, ослабленная способность отрасли ценных бумаг к привлечению денежных средств в регионах и последующему направлению в них инвестиций из-за крайне слабого развития региональная инфраструктура рынка);
- в-третьих, в низком уровне диверсификации финансового рынка, характеризуемого полным отсутствием некоторых фондовых инструментов, в частности, опционов;
- в-четвертых, в отсутствии хорошо капитализированной сети промышленных и высокотехнологичных компаний, основной причиной которого в России видится в создании оптовой структуры собственности, основанной на доминировании крупных корпоративных собственников вместо более раздробленной и розничной структуры (это ведет к преимущественно долговому характеру российского фондового рынка, жестко ограниченному в объемах и ликвидности);



Рис. 3. Влияние факторов асимметрии информации на механизм ценообразования на фондовые ценности

- в-пятых, в неэффективной работе институтов производства и распространения информации, характеризуемая наличием издержек в виде риска возможных потерь для иностранных и отечественных инвесторов и более высокой стоимости заимствований.

Анализ факторов и условий асимметрии информации позволил автору дать комплексное определение «асимметрии информации». Под информационной асимметрией понимается неравномерность в распределении информации между участниками фондового рынка, выраженная негативными процессами, обусловленными наличием для участников рисков, в связи с неосведомленностью заключающих контракт сторон о действиях друг друга после заключения контракта или с наличием значительных издержек получения информации о подобных действиях.

Таким образом, эффективность механизма формирования цен на фондовую ценности будет зависеть от нейтрализации асимметрии информации в трансформируемой экономике России в целом, и на фондовом рынке в частности.

3. Проведена оценка взаимосвязи степени информационной эффективности фондового рынка с механизмами ценообразования на фондовую ценность с учетом особенностей российской экономики. Оценка взаимосвязи степени информационной эффективности российского фондового рынка с установлением цены на фондовую ценность показала, что российский фондовый рынок имеет слабую степень информационной эффективности.

Проверка гипотезы о статистической независимости текущих доходов по акциям российских предприятий от доходов предыдущих периодов (соответствие принципов ценообразования на фондовом рынке модели случайного блуждания) с помощью автокорреляционного анализа показала, что значение автокорреляции существенно отличается для разных этапов развития рынка (табл. 1).

Таблица 1.  
Значения автокорреляции индекса РТС за период 1994 – 2002 гг.

Год	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Значение авт-корреляции	0,112	0,275	0,024	0,005	-0,056	-0,012	-0,012	0,005	0,009

Неэффективность российского фондового рынка на начальных этапах его развития в 1994 – 1995 гг. можно объяснить характерной, для периода зарождения фондовой торговли, высокой чувствительностью цен акций к любым внешним воздействиям (особенно политическим). Установление цен на акции происходило путем «нащупывания» их равновесного уровня. Рынок, таким образом, не являлся информационно-эффективным даже в слабой форме гипотезы.

Тенденция уменьшения значения автокорреляции с 1996 г. объясняется появлением на рынке большого числа новых участников и увеличением числа ценных бумаг, с которыми совершались реальные сделки, значительно более развитой инфраструктурой, более доступной информация о сделках с акциями, формированием высокопрофессиональных участников, накопивших опыт работы с цennymi бумагами. В целом, начиная с 1996 г. меньшая предсказуемость котировок наиболее ликвидных акций свидетельствует о достижении российским фондовым рынком информационной эффективности в слабой ее

форме. Кроме того, подтверждается вполне логичная гипотеза о том, что с улучшением инфраструктуры и ростом профессионализма инвесторов должна совершенствоваться и информационная эффективность рынка.

Однако анализ эффективности рынка в полустрогой форме на примере денежных аукционов подтвердил зависимость реакции цен акций на событие от свойств исследуемого рынка. В частности, выявлена отчетливая взаимосвязь между характеристиками ценовой динамики в связи с приватизационными аукционами и уровнем развития (ликвидностью) рынка ценных бумаг соответствующего предприятия.

Анализ полученных результатов свидетельствует о том, что на российском фондовом рынке выполняется соответствие принципов ценообразования модели случайного блуждания, то есть выполняются условия ценообразования соответствующие слабой форме гипотезы информационной эффективности фондового рынка. В этой связи, можно предположить, что развивающийся финансовый рынок российского типа едва ли будет информационно эффективным в сопоставлении с развитыми рынками, например, американским или европейским.

Результаты анализа информационной эффективности российского фондового рынка по сравнению с развитыми финансовыми рынками (на примере американского, NYSE) показал, что информационная эффективность российского фондового рынка, измеренная в терминах инвестиционного фильтра на два порядка ниже информационной эффективности американского рынка. Это, по мнению автора, связано с чрезвычайно малой глубиной и малым числом участников российского фондового рынка.

Установлено, что данное обстоятельство в существенной степени модифицирует поведенческие алгоритмы рациональных инвесторов, связанные с точностью прогноза будущих цен на фондовые ценности на фондовом рынке в трансформируемой экономике. Результат сравнения качества рациональных ожиданий на российском и американском фондовом рынке показал, что в отношении направлений отклонения цен прогноз на сравниваемых рынках в основном совпадает. Однако на уровне оценки значений на конкретную дату, то есть на количественном уровне – наблюдаются значительные различия. Следовательно, точность рациональных ожиданий на российском рынке не

отличается качественно от точности ожиданий на информационно более совершенном рынке, и глубокие различия обусловлены количественной разницей: с одной стороны, более половины совпадений на информационно эффективном рынке, а с другой стороны, существенно менее половины – на развивающемся рынке.

Разницы между точностями рациональных ожиданий инвесторов на американском и российском рынке оказывается достаточно для того, чтобы радикально изменить их поведение.

На развитом рынке рациональные инвесторы в качестве коллективного субъекта рынка, даже если и ошибаются в прогнозе на будущий период и устанавливают в текущем периоде «неправильную» цену, установленная таким образом цена в среднем недостаточно сильно искажает доходность в будущем периоде. Поведение инвесторов остается стабильным в соответствии с установленной в текущем периоде ценой. В трансформируемой экономике России на развивающемся высокодоходном и высокорискованном фондовом рынке цена ошибки при «неправильном» установлении цены текущего периода слишком велика, что является результатом неверного прогноза цены будущего периода. Таким образом, не особенно большой количественной разницы в точности рациональных ожиданий оказывается достаточно для того, чтобы рациональные инвесторы приступили к поиску дополнительных источников информации на развивающемся рынке. Таким образом, усложнение поведения рационального инвестора, можно признать особенностью ценообразования в трансформируемой экономике.

Перечисленные особенности становления и развития российского фондового рынка приводят к противоречивой ситуации, когда на фондовом рынке отдельные элементы получили достаточно высокую степень развития (например, инфраструктура), но вследствие недостаточных институциональных преобразований в экономике России не возникла целостная структура фондового рынка, позволяющая выполнять весь набор функций присущих фондовым рынкам западных стран, что искажает принципы ценообразования на фондовые ценности.

4. Предложена и классифицирована совокупность макроэкономических факторов с обоснованием их выбора в модели арбитражного ценообразования. Разработаны направления государственного регулирования механизмов ценообразования на российском фондовом рынке.

Предложена и классифицирована совокупность макроэкономических факторов с обоснованием их выбора в модели арбитражного ценообразования (АТР) таких, Это фундаментальный (экономический) фактор валовой внутренний продукт (GDP) и спекулятивные факторы: индекс потребительских цен (CPI), валютный курс (EXR), цены государственных ценных бумаг (GKO1Y), индекс РТС (RTS). Осуществлена классификация факторов на фундаментальные (экономические) и спекулятивные (рис. 4), основным признаком которой явилось наличие влияния изменения фактора на выпуск фирм в длительном периоде и краткосрочные предпочтения инвесторов.

Для изучения влияния факторов была построена следующая модель АТР с нормативно предопределенными факторными переменными (1):

$$P_i = \alpha_i + \beta_i^{(1)} GKO1Y_i + \beta_i^{(2)} EXR_i + \beta_i^{(3)} GDP_{t-40} + \beta_i^{(4)} RTS_i + \beta_i^{(5)} CPI_{t-60} + \varepsilon_i, \quad (1)$$

где  $P_i$  – временный ряд цены  $i$ -й акции;  $\alpha_i$  – нефакторный член разложения;  $\varepsilon_i$  – случайные погрешности.

Определена концепция государственного регулирования ценообразования на ценные бумаги на фондовом рынке, в основе которой лежит создание предпосылок развития экономики в целом и регулирования основных отраслей народного хозяйства (к которым относятся энергетика, нефтегазовый сектор, телекоммуникации, машиностроение и металлургия), а также нейтрализации факторов асимметрии информации на фондовом рынке.

В результате расчетов определено влияние факторов на формирование цены на ценные бумаги некоторых эмитентов в различных отраслях. Дальнейший анализ результатов зависимости цен фондовых ценностей на российском фондовом рынке позволил сформулировать концепцию государственного регулирования механизмов ценообразования на фондовые ценности опосредованно через создание благоприятных условий инвестирования в отрасли российской экономики.

В регулировании нефтегазовой промышленности предлагается смягчить государственный контроль путем поэтапной отмены ограничений на оптовые цены на энергоносители.

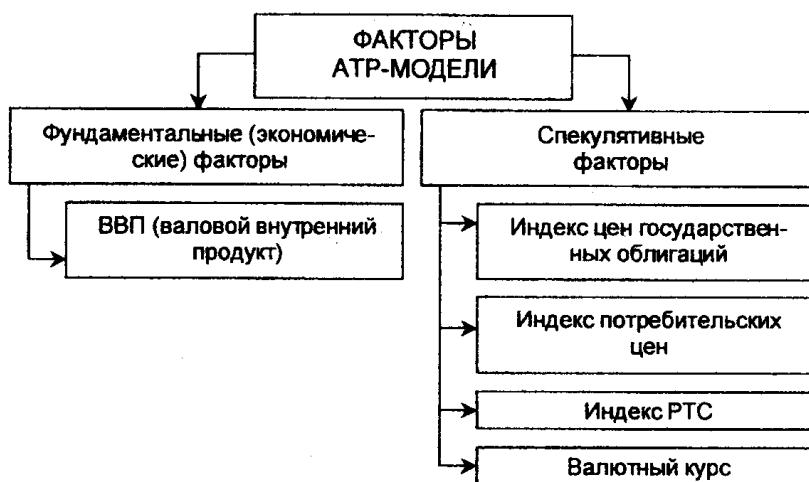


Рис.4. Классификация факторов ценообразования АТР-модели для российского фондового рынка

В регулировании электроэнергетического сектора экономики предлагается:

- во-первых, освободить тарифы от государственного контроля, согласовав этот шаг с соответствующей поддержкой потребителей;
- во-вторых, разрушить дискриминационные барьеры для отдельных групп инвесторов (миноритарных и иностранных);
- в-третьих, поскольку сектор электроэнергетики обладает наибольшей рыночной ликвидностью своих активов, особенно необходимо повысить доходности по акциям этой отрасли по отношению к альтернативным инструментам (ГКО/ОФЗ).

При регулировании сектора телекоммуникаций следует учитывать особую неустойчивость поведения активов предприятий данной отрасли. Причины такой неустойчивости автором не выявлены, но можно предположить, что

они заключаются в том, что в данном секторе (в отличие от прочих) более существенным является дивидендный доход на акции. Соответственно, именно акции этой отрасли в наибольшей степени контролируются не портфельными, а стратегическими инвесторами. Поэтому более рациональным будет разукрупнение отрасли с целью повышения конкуренции и эффективности предприятий данной отрасли.

Металлургическая промышленность и машиностроение демонстрируют тенденцию к ослаблению зависимости от экономических факторов и значимую зависимость от спекулятивных. Это доказывает, что инвесторы не рассматривают вложения в данные отрасли промышленности как способные приносить операционные доходы и потому имеющие лишь портфельное значение. С этой точки зрения текущий период, когда альтернативные инструменты оказываются существенно более прибыльными, является очень удобным для национализации значительной части собственности металлургической промышленности и машиностроения, ибо выкуп собственности возможен по низкой цене. Обеспечение платежеспособного государственного заказа на продукцию этих отраслей промышленности и дешевого кредита под государственные гарантии, вероятно, способно привести к росту производства в металлургической промышленности и машиностроении существенно быстрее, чем поступление инвестиций, которое крайне маловероятно в данный период.

В рамках совершенствования ценообразования на фондовые ценности, как одной из важнейших общерыночных функций фондового рынка, предлагаются ряд мер, необходимых для функционирования рынка как эффективного инструмента мобилизации инвестиционных ресурсов и их перераспределения в реальный сектор экономики:

- рост монетизации ВВП при удержании умеренной инфляции, стимулирующей экономический рост;
- рост насыщенности хозяйственного оборота цennymi бумагами при устойчивости рынка (то есть повышение уровня капитализации фондового рынка);
- снижение концентрации денежных ресурсов в Москве;
- снижение налоговой нагрузки и налоговое стимулирование развития рынка корпоративных ценных бумаг;

- смена направленности бюджета в сторону инвестиционной;
- усиление надзора за рисками финансовых институтов и их реструктуризация;
- поддержка спроса на корпоративные ценные бумаги;
- более жесткое регулирование валютного курса в безналичном обороте с целью ограничения влияния роста денежного предложения на курс рубля и темпы инфляции;
- усиление защиты внутренних инвесторов;
- содействовать созданию в России объемного рынка корпоративных долговых ценных бумаг;
- содействовать изменению структуры собственности путем формирования мелкой массовой структуры акционерного капитала;
- снижение уровня концентрации рынка на операциях небольшой группы акций его крупнейших участников;
- содействие развитию российского фондового рынка с позиций конкуренции с другими рынками ценных бумаг, путем создания в Москве международного финансового центра.

Это принесет быстрый положительный эффект и приведет к экономическому росту, основанному на аккумулировании дополнительного капитала за счет фондовых ценностей.

Таким образом, в результате проведенного исследования можно утверждать, что совершенствование механизма ценообразования предполагает качественное и количественное изменение институтов фондового рынка. Между тем, очевидно, что данные изменения в трансформируемой экономике России не могут произойти без своевременного и адекватного регулирования со стороны государства.

### III. Работы по теме диссертации

1. Усачев М.А. Эволюция взглядов на содержание рынка ценных бумаг и ценообразование на нем в экономической литературе // Теоретические и практические проблемы развития экономики России: сборник научных трудов / Под ред. В.И. Бархатова. – Челябинск: Изд. ЮУрГУ, 2002. 1,28 п.л. – С. 354 – 370.
2. Усачев М.А. Влияние трендовых стратегий на фондовый рынок // Материалы докладов Всероссийской научно-практической конференции «Россия на пути реформ: основные парадигмы развития общества»: сборник научных трудов. – Челябинск: УрСЭИ АТиСО, 2001. 0,13 п.л. – С. 78 – 80.
3. Усачев М.А. Особенности корпоративного управления российскими акционерными обществами // Материалы докладов XXI Российской школы по проблемам науки и технологий: сборник научных трудов. – М.: РАН, 2001. 0,7 п.л. – С. 131 – 141.
4. Усачев М.А. Эффективность рынков капитала в российской экономике // Материалы докладов «Россия на пути реформ: подводя итоги ХХ столетия»: сборник научных трудов. – Челябинск: УрСЭИ АТиСО, 2001. 0,16 п.л. – С. 103 – 105.
5. Усачев М.А. Особенности корпоративного управления российскими акционерными обществами // Материалы докладов XXI Российской школы по проблемам проектирования неоднородных конструкций: сборник научных трудов. – Миасс, 2001. 0,1 п.л. – С. 122.
6. Усачев М.А. Особенности реструктуризации предприятий в России // Материалы научно-практической конференции «Социально-экономические проблемы региона в ХХI столетии»: сборник научных трудов. – Челябинск: УрСЭИ АТиСО, 2002. 0,1 п.л. – С. 39 – 40.
7. Усачев М.А. Рынок капитала и его эффективность в российской экономике // Материалы докладов 2-й Международной научной конференции студентов и молодых ученых: сборник научных трудов. – Самара, 2001. 0,1 п.л. – С. 127.
8. Усачев М.А. Анализ подходов изучения состояния рынка ценных бумаг // Материалы докладов 4-го Всероссийского экономического форума студентов и молодых ученых «Экономические и социальные преобразования в России: опыт и проблемы»: сборник научных трудов. – СПб., СПГУЭиФ (Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов), 2001. 0,1 п.л. – С. 135 – 136.
9. Финансы предприятия: учебное пособие / Под ред. В.И. Бархатова (соавт.). – Челябинск, 2002. 1,19 п.л. – С. 11 – 29.
10. Прогнозирование и планирование в условиях рынка: учебное пособие / Под ред. В.И. Бархатова (соавт.). – Челябинск, 2001. 2,14 п.л. – С. 61 – 94.
11. Экономический анализ: учебное пособие / Под ред. В.И. Бархатова (соавт.). – Челябинск, 2002. 2,94 п. л. – С. 62 – 108.
12. Финансовые технологии: учебное пособие / Под ред. В.И. Бархатова (соавт.). – Челябинск: Изд. ЮУрГУ, 2002. 1,4 п.л. – С. 24 – 55.