



Ольга Хмыз

доцент, канд. экон. наук

ОСНОВНЫЕ ТЕОРИИ СОСТОЯНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Можно ли с достаточной степенью вероятности предсказать изменение цен фондовых инструментов? Множество аналитиков специализируются на прогнозировании трендов, предлагая свои дорогостоящие и не всегда правильные советы инвесторам. Улучшить ориентацию на рынке поможет знание основных теорий «поведения» ценных бумаг, позволяющих прогнозировать рыночные показатели.

ВВЕДЕНИЕ

Считается, что первые попытки объяснить закономерности и спрогнозировать курсы ценных бумаг начали предприниматься только в начале XX в.¹ Французский математик Л. Башелье, анализируя рынок государственных ценных бумаг, указал на непредсказуемость изменения цен финансовых инструментов, следующих законам «случайных блужданий», т. е. на последующее изменение цены не влияют предыдущие ценовые результаты. Однако на рынке работают и «законы справедливой игры», следовательно, дополнительная прибыль спекулянтов от краткосрочных сделок должна равняться нулю. Эти результаты не получили признания. В 1930–1940 гг. теории случайных блужданий цен уделялось очень мало внимания, а Дж. М. Кейнс даже отрицал позитивную роль фондовых бирж для экономики страны.

Только в середине 1950–1960-х гг. постулаты теории «случайных блужданий» были приняты научным сообществом, поскольку к подобным выводам пришли сразу несколько экономистов: М. Кендалл, М. Осборн, С. Александер, П. Самуэльсон. На основе этих выводов была пересмотрена природа ценных бумаг, особенности взаимодействия их цен с информацией о них и разработана теория эффективного рынка. До сих пор теории оцениваются неоднозначно, известные экономисты придерживаются полярных точек зрения.

Неотъемлемую составную часть инструментария инвестиционного анализа составляют различные теории движения рыночного курса акций — теории состояния рынка ценных бумаг (*Market Theories*), используя которые, специалист может определить оптимальный момент покупки или продажи данных ценных бумаг. Рассмотрим основные моменты самых известных теорий.

ТЕОРИЯ ДОУ

Теория Доу (*Dow Theory*) является одной из самых ранних попыток описания рынков. Она считается классической. Именно на ее основе развивались все методы технического анализа. Ее создал в 1900 г. Чарлз Доу (*Charles Dow*), который вместе с Эдвардом Джонсом основал *Dow Jones Company* и газеты *The Wall Street Journal*. Через 2 года Доу умер, но его теория не теряет своей популярности и актуальности. С течением времени его последователи дорабатывают, совершенствуют и расширяют теорию. В 1929 г. наступает ее звездный час, когда эксперты *The Wall Street Journal* в № 23 того же года предсказывают наступление резкого и значительного спада курса акций, что позже приведет к биржевому кризису. К сожалению, их прогноз сбывается, из-за чего теория Доу привлекает внимание широкой общественности.

¹ Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 200; Китанов Н. Нова книга за акциите и борсата. София: АРТ-ГРАФИК, 2000. С. 293.

Конечно, и ранее участники рынка замечали однонаправленность движений курсов ценных бумаг и редкие появления разнонаправленных трендов. Тем не менее отсутствовал инструмент для измерения направления движения. В конце XIX в. Ч. Доу сложил курсы акций промышленных и железнодорожных компаний и разделил полученную сумму на количество использованных для подсчета компаний. Считается, что именно тогда стали рассчитываться первые индексы — промышленный (*Dow-Jones Industrial Average*) и железнодорожный (*Dow-Jones Railroad Average*) индексы Доу—Джонса.

Теория Доу гласит, что значимая тенденция фондового рынка должна быть подтверждена аналогичным изменением промышленного и транспортного индексов Доу—Джонса.

Для точного установления вида тенденции необходимо однонаправленное движение двух индексов: промышленного Доу—Джонса (*DJIA*) и транспортного Доу—Джонса (*DJTA*). То есть за таким пониманием стоит утверждение, что больший спрос на продукцию связан с ее транспортировкой до рынка, и это влияет на рост транспортного индекса. Уменьшение спроса сопровождается уменьшением перевозок и падением значений транспортного индекса.

Коротко основные принципы теории Доу можно обобщить следующим образом²:

1. Индекс учитывает все.

2. На рынке существуют 3 тренда.

Для рынка, описываемого представительным индексом, характерны заметные тенденции. Важнейшими являются главный и вторичные тренды — полные тренды, длящиеся не менее 1 года и изменяющие цены не менее чем на 20%. Движения главного и вторичного трендов разнонаправленны, поэтому главный тренд периодически прорывается вторичным трендом. В результате происходит коррекция, или реакция (когда главный тренд достигает пика). В свою очередь вторичный тренд (как и главный) состоит из большого числа малых и незначительных колебаний.

3. Главный тренд (полное движение) продолжается длительное время — свыше 1 года (до нескольких лет). Когда новый пик главного тренда и уровень новых коррекций превышают предыдущие максимальные значения, появляется рынок «быков», при наличии противоположных тенденций — рынок «медведей».

4. «Реакция» рынка, прерывающая главный тренд, т. е. вторичный тренд, длится сравнительно недолго. Обычная продолжительность вторичного тренда составляет от 1/3 до 2/3 последнего движения в

сторону главного тренда. Основная проблема при определении возникновения и направлений трендов — выбор точки отсчета и позиционирование. Фактически все зависит от мнения аналитика, т. е. в данном случае очень высок субъективизм.

5. Малые тренды представляют собой бессмысленные движения. Поскольку малые тренды коротки (обычно они длятся от 6 дней до 3 нед.), образуемые ими промежуточные тенденции, состоящие из последовательности трех различных малых трендов, не имеют особого значения.

6. Основные фазы тренда — «бычий» и «медвежий» рынки. В свою очередь главный тренд обычно состоит из 3 фаз:

- после окончания продолжительного падения, в период неустойчивости рынка, большинство профессиональных участников не проводят крупных сделок и в целом торгуют неактивно, что приводит к падению объемов рынка. Когда они посчитают, что возможность дальнейшего падения отсутствует и паника закончилась, начинают осторожно покупать акции — сначала акции преимущественно крупных компаний, а затем и малых. Рынок начинает расширяться и увеличиваться в объемах;

- во время второй фазы осуществляются операции покупки начинают множество операторов, поскольку перспектива роста очевидна. В этот период устойчиво растут объемы продаж, цены и ликвидность;

- в течение третьей фазы на рынок выходят широкие слои инвесторов, поскольку средства массовой информации активно пропагандируют сделки. Профессиональные участники рынка начинают продавать им ценные бумаги. Объемы рынка уменьшаются, начинается паника и происходит обвал рынка. Подобные движения характерны для рынка «быков».

На рынке «медведей» наблюдаются противоположные движения. «Медвежий» тренд также состоит из 3 фаз, начинающихся по окончании тренда «быков», когда профессиональные участники уходят с рынка, а доходы падают. В течение второй фазы наиболее активны спекулянты, провоцирующие дополнительную панику. Во время третьей фазы из рынка выходят практически все участники — и нуждающиеся в денежных средствах владельцы бумаг, и продававшие на падающем рынке, поскольку в это время можно реализовать только убыток. Обычно «медвежий» тренд прекращается еще до появления всех негативных новостей, которые уже не воздействуют на рынок. В этот момент начинается первая фаза роста.

7. На рынке информация подтверждается:

- информация, полученная с помощью двух индексов, должна подтверждаться. Если сигнал получен только от одного индекса, не стоит принимать его во внимание. Необходимо указание как минимум еще одного индекса, чтобы можно было говорить об изменении тренда;

- тренд должен подтверждаться соответствующими объемами. Когда цены двигаются по направлению главной тенденции, торговая активность растет, и наоборот. Иными словами, если объем торговли не подтверждает тренд, то он не существует, или имеет иное направление, или еще не определился;

- при анализе репрезентативными являются только цены на закрытие. Поскольку концепция основана на долгосрочных движениях, дневные колебания не влияют на результаты;

- тренд действителен до получения разворотных сигналов. Часто инвесторы упускают время, что особенно важно на выходе, поскольку может привести к значительным убыткам. Поэтому данный постулат теории Доу наиболее спорный. Для сглаживания конфликта необходимо применять ее параллельно с другими методами прогнозирования, в том числе психологическими и техническими.

ТЕОРИЯ СООТНОШЕНИЯ ПОДЪЕМА И СПАДА, ИЛИ ТЕОРИЯ «ШИРИНЫ РЫНКА»

В рамках одного рабочего дня на бирже наблюдается понижение курсов одних акций и повышение курсов других. Цель теории повышения и падения, или теории соотношения подъема и спада (*the Advance-Decline Theory*), — провести сопоставление между количеством акций, цены на которые упали, и количеством акций, цены на которые повысились. Результат этого сопоставления служит для идентификации рыночных тенденций, поскольку отражает общее направление динамики рынка.

Также данная теория называется теорией «ширины рынка» (*Breadth of the Market*), поскольку анализируется доля акций, участвующих в динамике конъюнктуры рынка. Рынок считается широким, когда цены 2/3 котированных на бирже акций в течение торговой сессии показывают однонаправленное движение. Тенденции при наличии «широкого рынка» более значимы и обычно длительнее, чем на узком, ограниченном рынке — из-за участия большего числа инвесторов. Поэтому индексы «ширины рынка» также называют индексами подъема/спада.

² Фондовый рынок / Под ред. Н. И. Берзона. М.: Вита-Пресс, 1999. С. 238–241.

Принимаем, что в списке данной биржи фигурирует 1000 акций. В рамках одного рабочего дня цена 510 из них увеличилась, 309 — снизилась, а 181 — осталась неизменной. Для вычисления отношения используется следующая формула:

$$По = \frac{Чай - Час}{Очка},$$

где По — процентное соотношение между количеством акций, цены на которые увеличились, и количеством акций, цены на которые уменьшились; Чай — число акций, цены которых выросли; Час — число акций, цены которых снизились; Очка — общее число котируемых акций (акции из списка биржи).

В нашем примере соотношение равно

$$\frac{510 - 181}{1000} = +30\%,$$

т. е. в данном случае количество акций с выросшей стоимостью больше, чем число акций со сниженными ценами, что и определяет положительное значение отношения.

Наличие ряда растущих положительных процентов (или серии процентов со знаком «+») свидетельствует о проявлении восходящей тенденции (*Uptrend*) и о рынке, характеризующемся покупкой крупных пакетов акций (*Bull Market*).

Если мы изменим число акций с уменьшающейся и увеличивающейся стоимостью, то

$$\frac{510 - 181}{1000} = \frac{-329}{1000} = -30\%.$$

Процент получился отрицательный, что свидетельствует о спаде на рынке. Ряд уменьшающихся отрицательных процентов является доказательством длительной тенденции понижения курса акций. Увеличивается объем продаж (*Bear Market*).

Если во время одной из данных тенденций появятся цифры, отклоняющиеся в обратном направлении, то они принимаются как индикатор, предсказывающий предстоящее изменение на рынке.

ТЕОРИЯ ВРЕМЕННО ПРОДАННЫХ АКЦИЙ, ИЛИ ТЕОРИЯ СУММЫ (ДОЛИ) «КОРОТКИХ» ПРОДАЖ АКЦИЙ

Эта теория имеет прямое отношение к продаже и покупке акций, взятых в займы у брокера. Инвестор продает бумаги по действующей в настоящий момент рыночной цене и остается с открытой позицией (*Open Position*). Он выжидает удобный момент, чтобы купить их обратно, но по более низкой цене, чтобы закрыть (ликвидировать) позицию (*Close the Position*).

Цель теории временно проданных акций, или теории суммы (доли) «коротких» продаж акций (*Short Interest Theory*), — установление числа акций, которые проданы, но все еще не выкуплены обратно (*Short Interest*) для возвращения их законным владельцам.

«Короткая», или срочная, продажа без покрытия — продажа не принадлежащих продавцу ценных бумаг или товарно-сырьевых фьючерсов. Основные причины подобных действий:

- игры на ожидаемом падении цен;
- защита прибыли при открытии «длинной» позиции.

Если продавец впоследствии сможет выкупить указанные акции по более низкой цене, он получит прибыль, при росте цен он понесет убыток.

Наличие большого числа проданных «коротких» акций принимается как индикатор того, что предстоит обратная скупка акций. Она начнется, когда инвестор придет к выводу, что цена проданных им акций упала до уровня, при котором их покупка и закрытие позиции выгодны. Со своей стороны, увеличенный спрос, результат обратного выкупа, приведет к росту цен акций и установлению активного рынка (*Bull Market*).

Разновидность применения данной теории — переброска открытой позиции из одного года на другой с целью избежания обложения дохода налогом с продаж в предыдущем году. На инвестиционном жаргоне эта операция называется «короткая продажа против сейфа» (*Selling Short Against the Box*). Фактически сделка осуществляется с акциями, которые на самом деле принадлежат продавцу, когда они переданы на ответственное хранение (*Safekeeping*) в банк или депозитарий или положены в «сейф» (*Box*), т. е. когда они фактически отсутствуют. Предполагается, что бумаги, необходимые для осуществления сделки (покрытия обязательств), взяты в кредит, как и при любой «короткой» продаже. Причины подобных действий — невозможность своевременного изъятия бумаг или даже нежелание продавца сознаваться в своей причастности к бумагам и, конечно, защита капитальной прибыли (*Capital Gain*), поскольку налог переносится на долгосрочную капитальную прибыль (*Long-Term Gain*) — на следующий налоговый год.

ТЕОРИЯ НЕПОЛНОГО КОЛИЧЕСТВА АКЦИЙ

Теория неполного количества акций (*The Odd-Lot Theory*) опирается на посту-

лат, что при осуществлении операций с акциями существуют два основных метода их группировки:

- в полные группы по 100 акций (*Round Lots или Normal Trading Unit*);
- в неполные группы — от 1 до 99 акций (*Odd-Lots*)³.

При использовании полных групп коммиссионные, которые выплачивают инвесторы, ниже, чем в неполных группах. В частности, дифференцированные коммиссионные за неполный лот устанавливаются произвольно. Обычно для акций они составляли 1/8 пункта (12,5 цента на акцию). Это является одной из причин, из-за которой профессиональные инвесторы вкладывают свои деньги в группы только по 100 акций, поскольку, например, при приобретении 100 акций компании XYZ по 70 долл. заплатит 700 долл. и коммиссионные, а при приобретении 50 акций — 70,5 долл. за акцию и коммиссионные.

Операции с неполными лотами осуществляют специализированные дилеры (*Odd-Lot Dealers*). Они приобретают полные лоты, дробят их и перепродают неполные лоты розничным брокерам. В свою очередь розничные брокеры продают неполные лоты мелким клиентам. При этом с неопытных инвесторов взимается обычная коммиссионная и специальная наценка — дифференцированная коммиссионная за неполный лот. Поэтому специалисты Нью-Йоркской фондовой биржи оказывали брокерам — членам биржи особую услугу — объединение неполных лотов.

Операции с неполными лотами осуществляют большинство брокеров, работающих с розничными клиентами. Они получают дополнительную компенсацию, устанавливаемую произвольно, но в среднем она составляет 1/8 пункта (12,5 цента) на одну акцию (помимо обычного коммиссионного вознаграждения).

Покупка паев с количеством акций от 1 до 99 присуща мелкому и неопытному инвестору, который чаще всего не располагает необходимыми средствами для покупки полного лота⁴. С помощью этой теории анализируется поведение именно таких акционеров. Исследуется число купленных и проданных акций в неполных группах, включая и продажи акций с использованием «короткой» позиции. Обычно инвесторы, заключающие сделки с неполными лотами, остро реагируют на спады и пики рыночных котировок. При достижении рынком «дна» (низшего значения) число «коротких» продаж неполных лотов максимальное, и наоборот.

⁴ Ему можно порекомендовать обратиться к общему фонду банковского управления или стать членом паевого инвестиционного фонда.

³ Необходимо отметить, что сделки с не пользующимися спросом акциями обычно осуществляются с полными лотами в 10 акций.

Аналитики интересуются соотношением между объемом купленных и проданных акций в неполных группах. Оно вычисляется путем деления количества купленных акций на количество проданных акций. Увеличение этого процента означает увеличение покупок, а уменьшение говорит об увеличении продаж.

Подобным образом исчисляется и соотношение взятых займы и проданных акций (*Odd-Lot Short Sales*) относительно общего объема проданных акций (*Total Odd-Lot Shares Sales*). Соотношение рассчитывается, например, на основе статистических данных Нью-Йоркской фондовой биржи и называется также индикатором продаж неполных лотов (*Odd-Lot Selling Indicator*).

Анализ поведения группы мелких акционеров имеет особое значение при определении рыночной стратегии остальных участников рынка ценных бумаг. Профессиональные участники рынка наблюдают за количеством проданных и выкупленных акций в полных группах, в том числе и продажей бумаг с использованием «короткой» позиции.

Вычисляется индекс неполного числа акций (*Odd-Lot Index*), отражающий соотношение между продажами и покупками неполных групп. Используется следующая формула:

$$Cп = \frac{\text{продажи неполных групп}}{\text{покупки неполных групп}},$$

где *Cп* — отношение продаж к покупкам неполных групп (*Odd Lot Sales Ratio*).

Уменьшение значения соотношения (рост покупок — знаменателя) воспринимается как сигнал о предстоящем окончании повышения цен (*End of a Bull Market*) и установлении противоположной тенденции, увеличение соотношения (рост продаж — числителя) — как знак о предстоящем окончании падения цен (*End of a Bear Market*) и наступлении тенденции роста. Особое значение для анализа имеет точное определение поворотных моментов увеличения и уменьшения соотношения.

Разновидность индекса — отношение между проданными «короткими» акциями в неполных группах (*Odd-Lot Short Sales*) к общему размеру продаж в неполных группах (*Total Odd-Lot Sales*). Формула для вычисления имеет следующий вид:

$$Cпкa = \frac{\text{«коротки» продажи неполных групп}}{\text{валовые продажи неполных групп}},$$

где *Cпкa* — отношение между проданными «короткими» акциями в неполных группах к общему размеру продаж в неполных группах (*Odd-Lot Short Sales Ratio*).

Принято, когда это соотношение достигает 4%, ожидать окончания тенденции спада и начала повышения цены акций. В этом случае, как и в предыдущей формуле, считается, что мелкий инвестор усиленно продает (в данном случае взятые займы акции) в момент, предшествующий нарастанию их цен.

Существует еще одна разновидность формулы:

$$Cпа = \frac{\text{Паз}}{\text{Очпа}},$$

где *Cпа* — отношение проданных акций (взятых займы у брокера) к общему числу проданных акций; *Паз* — проданные акции (взятые займы у брокера); *Очпа* — общее число проданных акций.

Увеличение соотношения указывает на наличие большого числа проданных акций, которые после возможного спада своей цены будут скуплены инвесторами, т. е. динамика показателя продаж неполных лотов движется в направлении, противоположном таковой показателя «коротких» продаж членов Нью-Йоркской фондовой биржи.

Согласно утверждениям приверженцев теории неполного числа акций, мелкий инвестор допускает ошибки в оценке рынка, и это чувствуется особенно явно в моменты перед наступлением изменений в движении курса. Люди данной категории активно покупают, когда рынок находится в «верхней фазе» (*Market Tops*), и продают при достижении самой низкой точки (*Market Bottoms*). Поэтому специалисты советуют совершать действия, обратные поступкам инвесторов этой группы. Когда они покупают, вы должны продавать, и наоборот.

ГИПОТЕЗА СЛУЧАЙНОГО ДВИЖЕНИЯ, ИЛИ ТЕОРИЯ «ХОДЬБЫ НАУГАД»

Гипотеза случайного движения, или теория «ходьбы наугад» (*Random Walk Hypothesis*⁵), была предложена французским математиком Луи Башелье (*Louis Bachelier*) в 1900 г. К ней вновь вернулись в начале 1960-х гг., когда сторонники технического анализа стали массово ее опровергать, утверждая, что графики прошлых котировок позволяют прогнозировать будущие изменения цен.

Гипотеза случайного движения рыночных цен акций, по сути, состоит из двух подгипотез следующего содержания:

- достижение доходности данной акции — статистически независимая величина, и отношение ее значения в данный период к доходности в следующий период равно нулю;

- распределение доходности в течение всех периодов идентично. Например, шанс получить 50% прибыли будет одинаковым для каждого из периодов.

Другими словами, будущие математические значения курса любой из акций нельзя предсказать, используя данные о прошлых движениях, поскольку значения определяются по принципу случайного выбранных чисел. Следовательно, прошлые котировки фактически абсолютно бесполезны для прогнозирования будущих колебаний цен. Котировки просто отражают реакцию рынка на случайную информацию.

Согласно этой гипотезе каждая акция имеет внутреннюю стоимость (*Intrinsic Value*), основывающуюся на ожиданиях инвесторов относительно размера ее будущей доходности. Рыночная цена акции — беспристрастный оценщик этой стоимости, отражает последнюю информацию, затрагивающую состояние компании — эмитента ценных бумаг и перспективы ее дальнейшего развития. Все последующие изменения цены акции — случайные колебания около присущей ей стоимости, которые не зависят от минувших изменений.

По утверждениям приверженцев этой теории, использование данных о движении курса в минувший период не может помочь при определении вероятных рыночных цен акций в будущий период. Однако это утверждение не надо абсолютизировать, поскольку речь идет только о чисто статистической, а не экономической гипотезе. Данные о фактическом движении рыночных цен показывают, что, кроме случайных отклонений, наблюдаются повторы тенденций минувших периодов.

ТЕОРИЯ ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА

Теория эффективного рынка (*Efficient Market Theory*) — современная финансовая теория, согласно которой данный рынок считается эффективным, если цены на нем быстро реагируют на определенную информацию. Способность этого рынка к быстрой реакции является условием поддержания его равновесия.

Основы теории эффективного рынка заложил Е. Фама⁶, который утверждал, что цены эффективного рынка в полной мере отражают всю доступную информацию. Также согласно теории допускается:

- отсутствие издержек при осуществлении операций с ценными бумагами;
- доступность массива важной информации при низких издержках ее получения любым участником рынка;

⁵ В переводе *Random Walk* означает случайное движение, которым в статистике и математике обозначают движение изменяющихся величин (переменных) в течение определенного периода. Также встречается перевод случайное блуждание.

⁶ Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. 1970. Vol. 25. Iss. 2. May.

• одинаковое понимание участниками рынка влияния информации на цены.

Следовательно, признание фондового рынка эффективным фактически указывает на его инвестиционную пригодность для внутренних индивидуальных инвесторов.

Существуют два вида рыночной эффективности:

- рабочая (*Operationally*), которая проявляется в плавной работе рынка ценных бумаг и своевременной обработке поступающих поручений;

- информационная (*Informationally*), при которой рыночные цены ценных бумаг быстро реагируют на новую информацию.

Предмет теории эффективного рынка (второй вид) — информационная эффективность. Е. Фама сформулировал и практически обосновал критерии для разграничения следующих ее форм:

- 1) слабой (*Weak Form Efficiency*);
- 2) средней (*Semi-Strong Form Efficiency*);
- 3) сильной (*Strong Form Efficiency*).

При слабой форме эффективности последовательные изменения цены акции не зависят один от другого (т. е. от прошлой ценовой информации), поскольку цены меняются в соответствии с теорией случайных блужданий, что делает бесполезным прогноз будущего движения с помощью анализа истории рынка. Отсюда следует, что и технический анализ неприменим, особенно с точки зрения «зарабатывания денег». Практика показала, что торговые и инвестиционные стратегии, разработанные на основе прошлой информации о ценах и доходности бумаг не позволяют длительное время «переигрывать рынок»⁷. Слабая форма рыночной эффективности отождествляется с гипотезой случайного движения, которую мы уже рассмотрели.

Предполагается, что если количество операций с ценными бумагами за определенный период времени (день, неделю и др.) достаточно велико, а изменения цен — это совокупность независимых переменных, то частота таких изменений имеет форму нормального распределения. Для доказательства постулата Фама рассчитал показатели последовательной корреляции изменения натуральных логарифмов цен акций компаний, входящих в промышленный индекс Доу—Джонса для периодов в 1, 4, 9 и 16 дней. Далее он сравнивал размер отклонения полученных значений коэффициентов последовательной корреляции по правилу «двух сигм».

В соответствии с теорией эффективного рынка отклонение полученного коэффициента корреляции от нуля менее чем на два стандартных отклонения указывает на нормальное ценовое распределение, когда ве-

личины меняются непредсказуемо и независимо от их размеров в предыдущие периоды. Фама показал практически нулевую корреляцию колебаний цен финансовых инструментов в исследуемые периоды. То есть зависимость между их изменениями отсутствовала. Такие же результаты получили М. Кендалл, С. Александер, Б. Грэм и др.

В конце 1980-х гг. А. Лоу и А. Маккинли откорректировали теорию о слабой форме эффективности. Эмпирические исследования акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, выявили существенную корреляцию их цен за день и неделю. Особенно это подтверждала динамика акций компаний с малой капитализацией. К. Френч и Р. Ролл указали на автокорреляцию цен акций в течение торгового дня, а Р. Шиллер и Л. Саммерс — на высокий уровень отрицательной корреляции в долгосрочном периоде.

По мнению сторонников теории эффективного рынка, текущие цены не всегда соответствуют внутренней стоимости. Такое расхождение называется «рыночный шум». Однако для рынка свойственна автонастройка, поэтому для формирования эффективного рынка необходимы рациональные инвесторы, объективно оценивающие стоимость ценных бумаг, а для этого в свою очередь нужны информационная прозрачность и действенность механизма устранения искусственных информационных аномалий. Кроме того, не следует забывать, что аномальное поведение инвесторов на рынке может компенсироваться. Достижению равновесия также способствуют арбитражеры. Поэтому стоимость каждой ценной бумаги стремится к ее фундаментальному значению (равному текущей чистой стоимости будущих денежных потоков, дисконтированной по фактору риска).

Рыночная эффективность имеет среднюю силу, если цены этого рынка полностью и в любое время отражают всю публичную (общедоступную) информацию (*Public Information*), которая включает:

- отчеты, публикуемые в газетах и финансовой прессе;
- различные правительственные публикации;
- всевозможную информацию, передаваемую по телевидению и радио, и др.

Согласно теории при средней эффективности рыночные цены отражают публичную информацию, включая все данные о рынке, оказывающие влияние на принятие инвестиционного решения. Эта форма эффективности проявляется в быстром реагировании цен финансовых инструментов на новую информацию: об эмитентах, корпоративных событиях или акциях. Нередко

сразу после получения новой информации, например объявления о корпоративном событии, возникают ценовые аномалии, которые довольно быстро (практически в течение торгового дня) адаптируются к ней.

Эффективность рынка имеет сильную форму, если цены данного рынка полностью и в любое время отражают всю информацию — и публичную (общедоступную), и частную (*Private*). Частная, или внутренняя информация (*Inside Information*), состоит из полученных от правительственных служащих или членов корпорации данных, которые не являются достоянием широкой общественности. Обычно это ответы на вопросы, обсуждавшиеся во время совещаний управляющих советов фирм и руководства правительственных и финансовых институтов. Это дает возможность максимизировать доходы лицам, располагающим более широким спектром или более полной (точной) информацией.

При сильной эффективности рыночные цены своевременно отражают и частную информацию. Однако нормы бизнес-этики не поощряют использование информации этого вида для извлечения прибыли и достижения «победы» над рынком (*Beat the Market*).

В целом гипотеза эффективного рынка гласит, что рыночные цены отражают ожидания, восприятия и знания всех инвесторов, поэтому искать недооцененные акции или прогнозировать изменение тренда бесполезно. Любое новое изменение отражается на ценах акций, и бороться с рынком невозможно. Вряд ли профессиональные участники рынка ценных бумаг эффективнее используют рынок, чем инвесторы, выбирающие акции из доступных списков (например, из газет).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Нет хороших или плохих теорий. Множество экономистов анализировали торговые стратегии и теории состояния рынка ценных бумаг. В целом их вывод состоит в следующем: с учетом расходов на финансовых посредников в долгосрочном периоде результаты инвестирования хуже, чем при тактике «покупай и держи». Какая или какие из теорий будут выбраны, зависит целиком и полностью от восприятия и точки зрения соответствующего аналитика. Выдвижение одной теории в ранг единственной и лучшей было бы ошибкой. Каждая теория содержит рациональные моменты, и использование именно сочетания нескольких теорий может привести к максимальной точности при составлении прогноза будущего. ■

⁷ То есть получать доходность выше среднерыночной.