

Для цитирования Иваницкий В. П., Татьянников В. А. Информационная асимметрия на финансовых рынках. Вызовы и угрозы // Экономика региона. — 2018. — Т. 14, вып. 4. — С. 1156-1167

doi 10.17059/2018-4-8

УДК: 336.11, 336.74, 336.76, 336.012.33

JEL: E50, E52, G12, G14, G20

В. П. Иваницкий, В. А. Татьянников

Уральский государственный экономический университет (Екатеринбург, Российская Федерация; e-mail: vat55@mail.ru)

## ИНФОРМАЦИОННАЯ АСИММЕТРИЯ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ: ВЫЗОВЫ И УГРОЗЫ<sup>1</sup>

*В статье анализируются противоречия, сложившиеся на современном фондовом рынке. Рынки становятся все более волатильными, что создает условия для манипулирования ценами при использовании отдельных финансовых инструментов. Институциональное регулирование не решает этих проблем и сводится, в конечном итоге, только к неэффективному контролю за рынками со стороны регуляторов и поиску новых вариантов разбалансирования рынков — со стороны экономических агентов. Авторы вводят в терминологию и обосновывают понятие «доминирующий экономический агент». Появление доминирующих экономических агентов рассматривается через призму нестабильности мировой финансовой системы и доступ этой категории участников рынка к уникальным информационным технологиям, а возможности использования в своих интересах принципа несимметричности информации придают еще большую волатильность (изменчивость), в первую очередь, финансовому рынку и его инструментам. Повышенная волатильность привлекает на финансовый рынок все новых экономических агентов, среди которых роль доминирующих только возрастает. На рынке складывается такое неустойчивое равновесие, когда любое конкурентное преимущество из локального может превратиться в ключевое. Авторы исследовали взаимовлияние и взаимопроникновение постулатов теории эффективных финансовых (фондовых) рынков и теории асимметричности информации. Гипотеза исследования базируется на экспертных оценках и практике обращения финансовых инструментов и подтверждает, что уровни эффективности фондовых рынков, связанные с поступлением новой информации стираются по причине субъективного поведения на них доминирующих экономических агентов. Доказать, что действия доминирующих экономических агентов приводят через высокую волатильность финансовых инструментов и отдельных сегментов рынка к манипулированию им, не представляется возможным в рамках действующих регуляторных норм. Но и нельзя отрицать, что чрезмерная волатильность отдельных финансовых активов создает проблемы по ускорению рыночных трансформаций и институциональных преобразований в экономике России. Результаты исследования имеют теоретическую и практическую значимость и могут быть использованы как при разработке и реализации мероприятий в области регулирования финансового рынка, так и при анализе низкой активности населения в инвестиционном процессе. В сложившихся условиях авторы рекомендуют только пассивные стратегии управления активами, базовыми в которых являются инструменты с фиксированной доходностью, при применении которых инвестору нет необходимости отслеживать динамику изменения их цен, а влияние информационной асимметрии сведено к минимуму. Авторами предложена и обоснована современная трактовка инвестиционного риска, где наряду с рыночной доминантой введена поведенческая составляющая, в основе которой лежит не только психология поведения агента на рынке, но и возможность использования доминирующими экономическими агентами асимметрии информации на финансовых рынках.*

**Ключевые слова:** модернизация философии финансов, доминирующий экономический агент, поведенческие финансы, инсайдерская информация, механизм информационной асимметрии, манипулирование ценами

### Введение

Мировая валютная система прошла несколько этапов своего развития. Если первая (парижская, с 1867 г.) базировалась на золоте

как единственной форме мировых денег (золотомонетный стандарт), то последняя (действующая Ямайская с 1976 г.) — на демонетизации золота, на системе плавающих валютных курсов в условиях свободного рынка. Вся история классической и ранней неоклассиче-

<sup>1</sup> © Иваницкий В. П., Татьянников В. А. Текст. 2018.

ской теории финансов, фундаментом для исследования которой был промышленный капитал, стала противоречить своим постулатам в эпоху спекулятивного капитала. Необходимо признать, что остановка в развитии теории финансов в ее классическом направлении произошла в конце XX в., а в последние 20–30 лет развитие получили, в основном, современные теории поведенческих финансов — это множество достаточно узких ответвлений монетарной политики, основанной исключительно на спросе и предложении денег, или, шире, — финансовых активов. Множество разновидностей поведенческих финансов — это объяснение невозможности выявить общие закономерности современных финансов, это теоретико-игровая трактовка индивидуальных, часто просто неповторимых, действий экономических агентов на финансовом рынке. Безусловно, можно выделить особенные характеристики поведения экономических агентов, но систематизировать их и предложить стройную теорию в виде постулатов, закономерностей, математических моделей в данном случае невозможно. В этом заключается одна из основных проблем нестабильности современных финансов, выражающаяся в повышенной волатильности большинства обращающихся на рынке активов. Повышенная волатильность привлекает на финансовый рынок все новых экономических агентов, среди которых роль доминирующих только возрастает. На рынке складывается такое неустойчивое равновесие, когда любое конкурентное преимущество из локального может превратиться в глобальное [1, с. 146], ключевое.

Главное направление финансовой теории связано с функционированием рынков капитала, предложением финансовых активов и способами их оценки. Характеристики финансовых инструментов меняются во времени, зависят от воздействия факторов неопределенности и последующего развития событий на рынках [2, с. 15].

### **Теоретические аспекты современных финансов**

Классическая и неоклассическая теория эффективных фондовых рынков базируется на принципах совершенной конкуренции, результатом следования которым является нулевая прибыль на товарном рынке или нулевая доходность идеально диверсифицированного портфеля по Г. Марковицу, в основе которого лежит методика формирования инвестиционного портфеля, направленная на оптимальный

выбор активов, исходя из требуемого соотношения «риск — доходность» [3].

Эффективный рынок — это рынок совершенной конкуренции экономических агентов, который предполагает, что не будет сговора между покупателями (как и между продавцами), издержки будут минимизированы, а круг участников будет достаточно широким и каждый из них имеет равный и свободный доступ к имеющейся информации. При этих условиях цена будет отражать ее стоимость. Но практика вносит коррективы, Е. Ф. Авдокушин и В. С. Сизов на основании исследования утверждают, что в настоящее время нарушается принцип совершенной конкуренции на глобальных рынках, появляется новая диктатура — диктатура глобальных рынков [4, с. 9]. Здесь уже действуют нерыночные механизмы, защититься от них можно лишь переходом на новую ступень развития финансового рынка, вполне вероятно, что эта ступень будет связана с заменой монетарного курса и появлением одновременно с этим нового пула мировых резервных валют. В формирующемся многополярном мире это будет, скорее всего, корзина валют (например «азиатская» или «евразийская») вместо одной доминирующей и встроенной в монетарную модель.

Закон больших чисел, действующий на рынках совершенной конкуренции, не позволяет его участникам (число которых предельно большое) получить экономическую выгоду, потому что объем операций (сделки) каждого экономического агента чрезмерно мал в сравнении с совокупным спросом и предложением на рынке.

Именно такой подход предполагает сделать один-единственный вывод: цены на рынках справедливые, а действия всех экономических агентов рациональные [5, с. 108].

Но в реальности ситуация несколько иная, и ее очевидность стала наиболее ярко проявляться в условиях плавающих валютных курсов и абсолютной фетишизации денег. Встроенная в экономическую модель развития общества монетарная политика все дальше отклоняется от теории классических финансов. Наступило время осмысления современных финансов, выяснения, не тормозят ли они развитие мировой экономики.

Классическая теория финансов, как и ранняя неоклассическая, как характерная черта функционирования промышленного капитала все дальше стала отходить от своей сущности с вхождением мировой экономики в стадию развития спекулятивного капитала, теорети-

ческой базой которого является монетаризм, именно его отождествляют с современной неоклассической теорией финансов. Ямайская валютная система плавающих курсов стала катализатором появления на финансовом рынке множества спекулятивных инструментов — производных от базовых активов, которые очень редко выполняют свои непосредственные функции (хеджирование активов), а в большинстве случаев превратились в самостоятельные высоковолатильные финансовые инструменты. Для спекулятивных инструментов не так важен экономический базис (появление множества криптовалют не обусловлено никакими экономическими активами), как возможность проведения огромного числа транзакций с минимальными издержками, которые никаким образом не связаны с процессом создания стоимости финансового актива. Если принципиальная разница между классической и ранней неоклассической теорией финансов состояла в том, чтобы обозначить, куда смещены ориентиры ее воздействия — на государственные финансы или на финансы хозяйствующих субъектов, то современная монетарная (нередко ее называют неоклассической) политика основывается исключительно на спросе и предложении денег (финансовых активов). Такой подход неизбежно привел к появлению различных новых форм денег и финансовых инструментов, роль которых, в основном, замкнулась на поддержании их ликвидности и высокой волатильности.

В этой связи вполне оправдано появление теории поведенческих финансов как одной из ветвей развития неоклассической теории. Под поведенческими финансами будем понимать финансовую деятельность индивида (экономического агента).

Люди, компании (экономические агенты) далеко не всегда действуют рационально, поэтому господствовавшие среди экономистов в течение долгих десятилетий теории рационального выбора и эффективных рынков нуждаются в серьезной корректировке.

В 2017 г. Нобелевская премия по экономике присуждена за изучение экономического поведения и за понимание того, какую роль психология играет в экономике. Лауреатом стал американец Р. Талер. Талер разработал теорию «умственных счетов», объясняющую, как люди принимают финансовые решения, создавая в своем уме несколько отдельных счетов и ориентируясь на более частные последствия, а не на совокупный эффект.

На товарном рынке все эти вопросы давно уже регулируются олигополиями, которые в своих интересах, опираясь на умонастроения потребителей, могут путем манипулирования ценами и ложного представления о рациональности поведения самого экономического агента добиться ожидаемого экономического эффекта и получения прибыли.

Компании (экономические агенты) научились зарабатывать на иррациональности потребителей. Одна и та же бутылка минеральной воды в дорогом отеле стоит больше, чем рядом в кафе или супермаркете, потому что это соответствует представлению людей о справедливом ценообразовании.

Философия финансов в качестве основной проблематики ставит задачу поиска смыслов и закономерностей развития экономики и ее финансов. Индивидуализация множества смыслов позволяет обозначить и решать те их них, которые выгодны экономическим агентам в данный момент. Избирательный (поведенческий) подход не решает задачу комплексно, в целом он не направлен на обеспечение стабильности финансового рынка. Такой подход позволяет оправдать состояние только своего «умственного» счета. Теория «умственных» счетов Р. Талера еще больше отдаляет нас от выявления новых общих закономерностей развития экономики и финансов в современных условиях, она порождает множество индивидуальных смыслов, частных решений. В каждом частном случае применительно к конкретному экономическому агенту это неплохо, но такой подход может лишь объяснить текущее положение, а также то, что уже было в прошлом, но не дает видения будущего. Происходящий в мире возврат к повышению статуса национальных экономик — это, конечно, шаг назад, ответ на то, что не найден ответ на вопрос, что ждет мировую экономику за горизонтом завершения этапа ее глобализации.

### **Финансовые рынки в условиях информационной асимметрии**

На финансовом рынке отрицание теории эффективных рынков выглядит более драматично. Так как на открытых финансовых рынках ценообразование активов построено исключительно на спросе и предложении, действия экономических агентов могут быть сначала направлены на повышение волатильности рынка (эта тенденция сохраняется уже многие десятилетия, в текущий момент наиболее яркий пример — котировки биткоина (рис.) и других криптовалют). Только за три месяца (де-

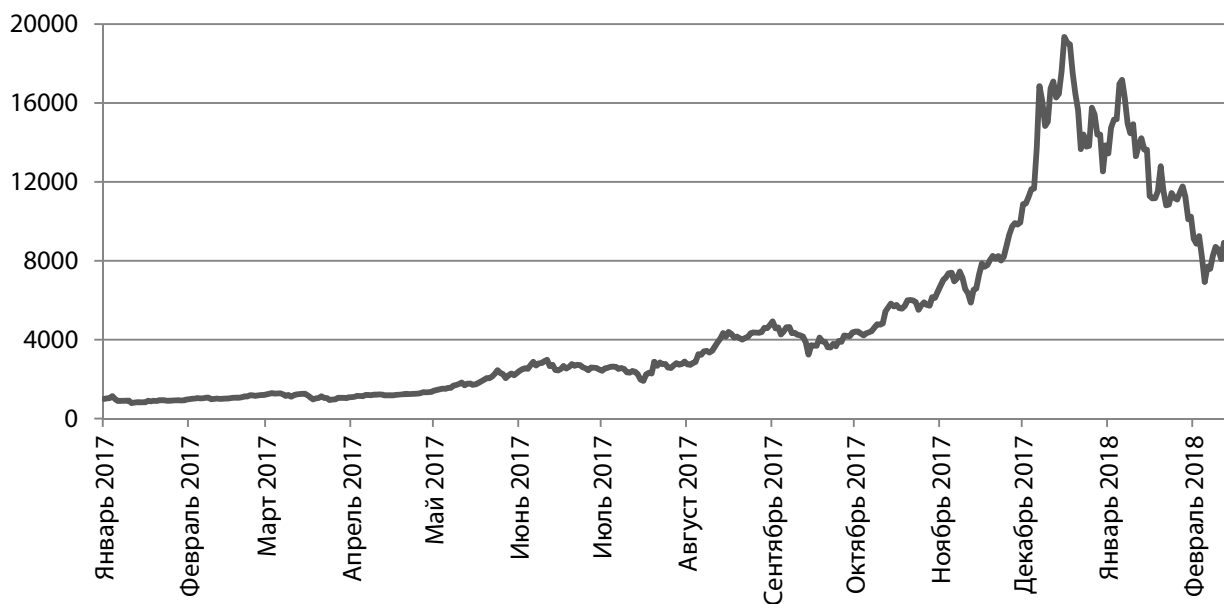


Рис. Динамика изменения стоимости биткоина за 2017–2018 гг.

кабрь 2017 г. — февраль 2018 г.) цена биткоина изменилась в три раза. Такая волатильность не имеет никакого экономического смысла, при такой волатильности можно оправдать любые действия экономических агентов как защитные и справедливые, никак не связанные с манипулированием рынком. Но и нельзя исключать, что при появлении новой информации будут предприниматься действия со стороны экономических агентов, направленные на субъективное, выгодное им (агентам) изменение цен.

Конечно, такой эффект систематически не происходит, поэтому трудно доказать использование внутренней информации в корыстных целях. Но сигнал такой на финансовом рынке есть, можно не просто вести речь об экономическом агенте, а использовать более точный термин — доминирующий экономический агент.

На финансовом рынке существует несколько форм ценовой эффективности [6, с. 668]. Для настоящего исследования интерес представляет наиболее высокая форма. Уточним, что сильная форма ценовой эффективности фондового рынка, по Г. Робертсу, — это такое состояние рынка, при котором цены отражают не только доступную информацию, но и всю информацию, которая может быть получена в результате исследования перспектив компании и экономики в целом. Логично предположить, что такая особенная информация никак не может одновременно принадлежать всем экономическим агентам, то есть данная информация не является равнодоступной. Появление доминирующего эконо-

номического агента в данной связи вполне объяснимо. Но если это признать, то налицо будет факт использования инсайдерской информации, что может привести к манипулированию ценами и (или) рынком, а может и не привести (в этом и состоит искусство технологии совершения операций), так как останется только эффект повышенной волатильности актива.

В основе торговли финансовыми активами лежит поступление все новой информации, которая движет цены [7]. Порой это выглядит несколько абсурдно, если информации новой нет, то ее надо придумать из постоянно поддерживаемой нестабильности финансовых рынков, макроэкономических показателей. В этом кроется опасность текущего момента. Ведение информационных «войн» подрывает основы любых рынков. Представляет интерес суждение В.Д. Миловидова по исследуемой проблеме: «Финансовый рынок и есть по сути, рынок информации, где оценивается степень ее полноты (риск) и степень достоверности (неопределенность)» [8]. Безусловно, неопределенность связана с появлением новой информации, но неопределенность не может строиться на принципе ее недостоверности. Степень полноты информации, действительно, связана с риском, так как инвестиционный риск — это неопределенность, скорректированная во времени на полноту информации о происходящих на рынке событиях. Математически — это вероятность отклонения величины фактического дохода от ожидаемого: чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот [9, с. 31].

Одними из ключевых участников финансовых рынков являются финансовые посредники. Существует точка зрения, больше относящаяся к банкам как финансовым посредникам, что в основе их деятельности постоянно присутствует информационная асимметрия, то есть неравномерное распределение информации между субъектами операции (сделки). Она сводится к тому, что коммерческий банк не знает полной информацией о заемщике и несет дополнительные кредитные риски [10, с. 44].

Но, если на товарном рынке эта погоня за информацией (новыми технологиями или, наоборот, поиск проблем у компаний) оправдана с позиции фактора конкурентоспособности, рентабельности деятельности экономического субъекта, то для фондовых (финансовых) рынков — это путь признания использования инсайдерской информации и получения отдельными экономическими агентами сверхприбыли. Асимметрия информации — явление негативное, именно оно нарушает работу рыночного механизма объективного ценообразования. Вместе с тем, существует точка зрения, что асимметрия информации — явление объективное и от ее уровня зависит информационная состоятельность рынка. В данном случае авторы рассматривают теорию эффектов асимметрии информации, которая может приводить рынки к их неэффективности и даже разрушению, так и придавать рыночной динамике благоприятные характеристики [11]. Для финансового рынка такой вариант неприемлем. Что значит благоприятные характеристики финансового рынка? Или другая крайность — неэффективность и его разрушение? В обоих случаях — это манипулирование рынком и ничего более.

Чаще всего асимметрия информации проявляется на развивающихся рынках капитала [12], где действия доминирующих экономических агентов достаточно небольшими объемами покупок (продаж) могут изменить рынок от «благоприятного» до «разрушенного».

В определенной степени можно констатировать факт, что финансовые рынки все более удаляются от своих постулатов. Давно на современных рынках нет «невидимой руки Смита», неслучайно вводится все большее государственное регулирование на них. В частности, эффективность фондовых рынков ассоциируется больше с их стабильностью, снижением рисков по операциям с финансовыми инструментами, нередко все это происходит в ущерб равносному ценообразованию.

Информационная асимметрия — это не что иное, как одна из причин нарушения равновесия ценообразования финансовых активов.

В условиях нестабильности финансовых рынков слишком большой акцент поставлен на институциональное регулирование, и практически игнорируется поддержание эффективности самого фондового рынка. Только регулирование не может на себя взять роль создания и поддержания эффективного рынка. Само институциональное регулирование несет много опасностей, неслучайно государственное регулирование нередко связывают только с эффективным контролем рынков. А это уже явно противоречит самой рыночной экономике.

Безусловно, никаких абсолютных рынков в настоящее время нет, чем больше теория неoinституционализма (воздействие на рынков как самих финансовых институтов (экономических агентов), так институтов регулирования) проникает на фондовый рынок, тем дальше уходит неоклассическая теория рыночного равновесия, в основе которой лежит концепция эффективной экономики.

Складывается ситуация, в которой деятельность финансовых спекулянтов может приводить к появлению значительных положительных или отрицательных значений показателя нормальной доходности как реакции на текущие новости, которые имеют краткосрочные последствия [13, с. 18]. Если на рынках нет повышенной волатильности финансового инструмента, то он не представляет экономического интереса для его участников. Искусственное поддержание повышенной волатильности актива требует постоянного появления новой информации на рынке, создает условия для манипулирования ценами.

Воздействие на рынок экономических агентов и лежит в основе поведенческих финансов. Теория шумовой торговли делит трейдеров на «информационных», торгующих с прибылью и «шумовых», терпящих убытки. Теория «оптимистического искажения» показывает, что люди по-разному могут оценивать один и тот же объект в зависимости от того, находится он в их собственности или нет. «Эффект консерватизма», заключающийся в предпочтении оставаться при своем прошлом мнении, невзирая на поступление новой информации и многие подобные жизненные ситуации, связанные с психологией поведения. Люди поддаются сиюминутным соблазнам, что объясняет неспособность многих заниматься финансовым планированием и сберегать на старость. Это серьезная проблема — эмоции и настрое-

ние на рынке. Исходя из теории информационной асимметрии следует признать, что на рынке всегда есть доминирующие экономические агенты, например, модная в текущий момент технология торговли — автоследование, которая придает этому доминирующему (ведущему) экономическому агенту дополнительную волатильность актива за счет шлейфа следующих его алгоритму подписантов на стратегию. Стратегия может быть длительное время успешная для ведущего, но на счетах многих подписантов результат может быть несколько хуже, чем у доминирующего экономического агента. Все это внешне похоже на доверительное управление денежными средствами, но договора доверительного управления нет. Значит, и нет ответственности за выполнение заранее заданной инвестиционной декларации, нет специального отдельного счета доверительного управления. Нельзя признать такие действия (автоследование) и классическим брокерским обслуживанием на фондовом рынке. Но у инвесторов есть спрос довериться доминирующему экономическому агенту, потому что наглядная картина доходности впечатляет и эмоции подталкивают к участию.

#### **Методология ограничения информационной асимметрии на финансовых рынках**

Задача по формированию класса инвесторов решается в России чрезвычайно трудно. Грубейшие ошибки на старте создания рынка ценных бумаг в России, связанные с проведением приватизации в условиях галопирующей инфляции, разгулом компаний-пирамид, привели к полному недоверию населения к одному из ключевых институтов финансирования рыночной экономики — фондовому рынку. Число инвесторов в России практически не меняется десятилетиями, а если учитывать только активных, совершающих более одной сделки в месяц, то их число колеблется в настоящее время в интервале 80–100 тыс. клиентов.<sup>1</sup>

Эффективность российского фондового рынка в этой части вызывает очень много вопросов. С таким числом инвесторов свою главную задачу — обеспечить финансирование экономики в целях поддержания среднемирового экономического роста, фондовый рынок выполнить не сможет. В России крайне низкое количество эмитентов акций, представленных на организованном внутреннем рынке.

Мировой финансовый рынок за последние двадцать лет попадал в множество кризисов. Неслучайно на фоне нерешенных проблем на финансовых рынках появляются совершенно конъюнктурные теории, например, «теория бестрендовых рынков». Если к валютным рынкам такая терминология (теорией это назвать нельзя) может быть применима ввиду определенной цикличности их поведения, то ее применение к рынку производных финансовых инструментов, и тем более, к фондовому рынку ставит окончательный крест на их привязанности к реальным активам. Придание фондовому рынку, его основным инструментам — акциям и облигациям, бестрендового ценообразования окончательно ставит вопрос о бессмысленности выполнения им (рынком) основной функции — финансирования экономики (мобилизация ресурсов и их распределение). О какой эффективности фондовых рынков можно будет говорить, если они будут совершенно оторваны от деятельности хозяйствующих субъектов [14, с. 138].

В этой связи следует признать, что информационная асимметрия нивелирует преимущества, которые несет секьюритизация (одна из форм привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами) для эмитентов и инвесторов в условиях эффективного рынка и равной доступности открытой информации. Отрицательное воздействие информационной асимметрии на финансовый результат привлечения капитала объективно присутствует, она ограничивает конкуренцию и приводит к неэффективному функционированию мирового финансового рынка. Негативное влияние информационной асимметрии на развивающиеся рынки только усиливается, их повышенная волатильность это объясняет [15].

Объем операций на бирже с акциями составляет 2,4 % от объема операций с инструментами денежного рынка и 2,8 % от объема операций на валютном биржевом рынке (табл. 1).<sup>2</sup>

Последние несколько лет наблюдается постоянное снижение количества компаний, чьи ценные бумаги котируются на бирже: 314 компаний в 2014 г., 309 — в 2015 г., 230 компаний на 31.03.2017 г. и 220 — на 01.01.2018 г.<sup>3</sup>

Причинами данного снижения можно назвать следующие факторы:

<sup>2</sup> НАУФОР Российский фондовый рынок: 2017. X Уральская конференция НАУФОР. Отчет. 2017.

<sup>3</sup> ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. URL: // <http://moex.com/> (дата обращения: 20.04.2018).

<sup>1</sup> ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. URL: <http://moex.com/> (дата обращения: 20.04.2018).

Таблица 1

## Капитализация рынка акций российских эмитентов

Период	Группа «Московская биржа», млрд руб.*	ВВП, млрд руб.**	Капитализация/ВВП, %
2014	23156,6	79199,7	29,2
2015	28769,1	83387,2	34,5
2016	37822,8	85917,8	44,0
2017	36427,1	92081,8	39,6

\* по: ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 20.04.2018).

\*\* по: Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. URL: // <http://www.gks.ru> (дата обращения: 15.04.2018).

Таблица 2

## Динамика количества компаний, прошедших процедуры IPO и SPO, привлеченных сумм с 2007 по 2017 гг.\*

Показатель	Процедура	Количество компаний, прошедших процедуры IPO и SPO, и привлеченные суммы по годам										
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Сумма, млн долл. США	IPO	37770	2579	1535	5133	7653	3210	3218	952	510	750	1968
	SPO	367	2197	7064	692	7288	6432	5828	319	746	1360	2656
Кол-во компаний, шт	IPO	37	8	5	17	27	8	8	1	4	3	4
	SPO	3	8	7	5	11	5	9	1	4	4	8

\* Информационно-аналитический портал PREQVECA [Электронный ресурс]. URL: <http://www.preqveca.ru>. (дата обращения: 15.03.2018).

- финансовые кризисы 2008 г. и 2014 г.;
- изменение законодательства в отношении требований к компаниям, ценные бумаги которых котируются на бирже;
- нежелание российских компаний иметь публичный статус;
- низкая ликвидность рынка;
- недоверие населения к фондовому рынку;
- недостатки процедуры IPO (первичного предложения ценных бумаг инвесторам).

В связи со снижением количества компаний на самом рынке заметно и снижение количественных показателей рынка IPO. Динамика числа компаний, проводивших публичное размещение акций, и сумма привлеченных денежных средств представлены в таблице 2. По данным, представленным в таблице, видно, что происходит резкое снижение двух основных характеристик рынка IPO: привлеченной суммы и количества самих размещений.

Следует отметить, что до конца 2014 г. российские компании предпочитали проводить IPO на зарубежных площадках: Лондонской бирже (London Stock Exchange — далее LSE) и американской бирже, специализирующейся на акциях высокотехнологичных компаний (Nasdaq). Начиная с 2015 г. российским компаниям пришлось перестраивать свою политику и для многих эмитентов возможность размещения акций за рубежом стала закрыта. Политическая нестабильность мировых экономических отношений только способствовала усилению проблемы снижения стоимостных показателей российского рынка IPO.

В этих условиях государству (Центральному Банку РФ как мегарегулятору) практически невозможно преодолеть негативное влияние информационной асимметрии; попытки в 2014 г. остановить девальвацию национальной валюты не привели к положительному результату. Мнение о том, что минимизация асимметрии информации в результате государственного регулирования информационного обеспечения рынка возможна [16] — ошибочно, его невозможно реализовать на практике в условиях открытости финансовых рынков. Следует признать, что асимметрия информации на финансовом рынке — источник нестабильности в экономике РФ [17], вариантов решения данной проблемы немного, наиболее эффективный в долгосрочном плане — укрупнение финансового рынка и повышение его конкурентоспособности в мире.

В результате проведенного исследования можно сделать два вывода:

1. Уменьшается число компаний, чьи акции обращаются на биржевом фондовом рынке, что может перерасти в тенденцию.

2. Российские компании не желают выходить на рынок IPO, что приведет к дальнейшей стагнации самого фондового рынка, вследствие чего и к нарушению его ключевой функции — привлечение капитала.

Поведенческие финансы будут модернизироваться постоянно, соблазн получить сверхприбыль безграничен, но необходимо отдавать себе отчет, что единственным ориентиром для подавляющего большинства инвесторов может

быть только безрисковая процентная ставка. Таким образом, диапазон доходности находится в интервале от нуля, как трактует классическая теория, предпринимательского (делового) риска до безрисковой процентной ставки.

Неслучайно структурированные финансовые продукты, появившиеся на рынке в условиях его повышенной неопределенности, как раз дают ответ на уровень доходности в этом диапазоне, более жестко очерчивая именно беспроигрышную ситуацию. Такой перечень структурированных финансовых продуктов получил название «продукты с полной защитой капитала». Неполная защита капитала предусматривает заранее заданную минусовую доходность при неблагоприятном движении цен актива за счет большего риска инвестора, связанного с большим процентом участия в распределении прибыли от открытия позиции на срочном рынке. На одной чаше весов небольшая минусовая доходность, если защитная позиция проигрышная, на другой — повышенная доходность за счет исполнения опциона в большем объеме. Безусловно, при движении рынка в благоприятном направлении доходность может быть существенно выше безрисковой ставки за счет участия в распределении прибыли. Но она все равно будет ограничена в связи с затратами на открытие защитой позиции и потери стоимости опциона (премии) в связи с его исполнением. С таким результатом необходимо согласиться и принять его, так как основная цель структурированного финансового продукта — это защита от неблагоприятного движения цен хеджируемого актива.

Для массового инвестора единственной целевой установкой на финансовом рынке может быть использование инструментов с фиксированной доходностью — с одной стороны, депозитные вклады и (или) банковские сертификаты, с другой, государственные и (или) корпоративные облигации, здесь влияние информационной асимметрии гораздо ниже ввиду относительной предсказуемости изменения цен на такие активы.

Инвестирование в облигации предполагает возможность достаточно точной оценки ожидаемой доходности [18, с. 33], что делает их востребованными для консервативных инвесторов, которых подавляющее большинство. Освобождение купонного дохода по корпоративным облигациям от налога на доходы физических лиц, номинированным в рублях и эмитированным в период с 1 января 2017 г. по 31 декабря 2020 г. (по государственным ценным бумагам эта льгота действует), позволяет на-

селению не только получить достаточно высокую доходность по инвестициям, но и реально включиться в финансирование экономики страны. В ближайшие 3–5 лет доходность по индивидуальным инвестиционным счетам, наполненным государственными и корпоративными облигациями, будет оставаться в пределах 10–12 % годовых, тогда как доходность по вкладам будет стремиться к 5–6 % годовых и ниже.

Пассивные стратегии управления активами останутся наиболее востребованными, особенно в условиях стабилизации мировой экономики, в этом ряду стоят и индексные биржевые фонды [19, с. 28; 20, с. 12; 21, с. 14], наполненные инструментами с фиксированной доходностью (государственные облигации, еврооблигации, облигаций крупнейших мировых корпораций), когда инвестору нет необходимости отслеживать динамику изменения их цен, а влияние информационной асимметрии происходит многократно реже, чем по отдельным активам, входящим в расчет индекса такого биржевого фонда.

Теории Г. Марковица, У. Шарпа, С. Росса и др. направлены на такое балансирование портфеля (диверсификация, теория оценки активов, арбитражная теория ценообразования), при котором финансовый результат направлен на достижение нулевой доходности в условиях идеального портфеля совершенно некоррелируемых между собой активов. В реальности такой вариант мало кого устраивает, поэтому модели поведения экономических агентов индивидуализируются по риск-профилю инвестора, но они никогда не могут быть универсальными, они всегда будут построены на принципе несправедливости. Выигрыш одних всегда имеет проигрыш других, и этот выигрыш, надо признать, основан на иррациональных действиях отдельных экономических агентов, поэтому его нельзя систематически повторять и следовать как заранее заданному алгоритму.

В силу признания неэффективности финансовых рынков инвесторы должны помнить, что кто-то знает больше и этим обязательно воспользуется.

В микроструктуре финансовых рынков для измерения информационной асимметрии используются последовательные торговые модели, основанные на дисбалансе потока заявок. Проведенный экспертами анализ индикатора токсичности потока заявок, скорректированный на условия высокочастотных торгов, показал отрицательную корреляцию с торговой интенсивностью, положительную — с ин-



дексом волатильности, дневным объемом. Поэтому данный индикатор отражает не асимметрию информации, а волатильность объемов [22]. Это важный вывод в поисках причинно-следственной связи воздействия между асимметрией на финансовых рынках и возросшей волатильностью ценообразования активов на них, но вопрос остается открытым — волатильность не может быть нейтральной по отношению к потоку информации.

Какую модель поведения примет экономический агент — это его субъективный выбор. Моделей может быть множество — в основе лежит склонность к риску, а это не что иное, как влияние психологии экономического агента на принятие экономического решения, но у доминирующего экономического агента решение принимается далеко не на основе психологии, а на основе новой информации, где именно асимметричность играет немаловажную роль.

### Заключение

Современная глобализация не привела к стабильности мировую экономику, поведение доминирующих экономических агентов, в том числе транснациональных корпораций, нарушает равновесное ценообразование активов. Поиск новых подходов к развитию теории современных финансов остается в достаточно узком русле — поведенческие финансы, именно с ними связана в большей степени асимметрия информации на финансовых рын-

ках, следствием которой является волатильность активов.

Повышенная волатильность финансовых рынков создает повышенную неопределенность в принятии решений экономическими агентами. Глобальная конкуренция порождает новую диктатуру — диктатуру доминирующих экономических агентов.

Монетарная политика все больше входит в противоречие с классическими теоретическими постулатами ценообразования, особенно финансовых активов, что побуждает ученых приступить к смелым и многообещающим исследованиям теоретических проблем, связанных с асимметрией информации на финансовых рынках [23–25]. Такая перспектива порождает решение некоторых трудных проблем финансовой теории — проблем, связанных как с обилием аномалий, встречающихся на рынках капитала, так и с основными характеристиками мировой финансовой архитектуры.

Авторами представлено и обосновано состояние теоретических и практических финансов, сделана оценка предложений в области инвестирования на финансовых рынках с учетом того, что инвестиционный риск — это всегда рыночная неопределенность, скорректированная на полноту информации о происходящих на рынке событиях, но для отдельных экономических агентов корректировка информации в ценах может наступить чуть раньше — это и есть не что иное, как проявление информационной асимметрии на финансовых рынках.

### Список источников

1. Татьянаников В. А., Александров С. А. Инновационные финансовые инструменты. Поведенческий подход // Инновационное развитие денежно-кредитной и финансовой систем в условиях пространственно-экономических трансформаций / под науч. ред. В. П. Иваницкого, М. С. Марамыгина : М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т, — Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2016. — 257 с.
2. Финансы : пер. с англ. / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена; науч. ред. академик РАН Р. М. Энтов; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — 2-е изд. — М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. — XIV. — 450 с.
3. Markowitz H. M. Portfolio Selection // The Journal of Finance. — 1952. — Vol. 7. — No. 1 (March). — Pp. 77–91.
4. Глобализация и международная экономическая интеграция / под ред. проф. Е. Ф. Авдокушина, проф. В. С. Сизова; ВСЭИ. — М. : Магистр; Инфра-М, 2015. — 320 с.
5. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. — М. : Инфра-М, 2014. — XII. — 1028 с.
6. Иваницкий В. П., Александров С. А. Формирование поведенческих финансов как закономерный этап эволюции модели человека в экономике // Экономика региона. — 2017. — Т. 13, вып. 3. — С. 658–672. — doi 10.17059/2017-3-2.
7. Sewell M. The Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence // International Journal of Statistics and Probability. — 2012. — Vol. 1. — No 2. — P. 164–178.
8. Миловидов В. Д. Асимметрия информации, или «симметрия заблуждений» // Мировая экономика и международные отношения. — 2013. — № 3. — С. 45–53.
9. Балабанов И. Т. Риск-менеджмент. — М. : Финансы и статистика, 1996. — 192 с.
10. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. — СПб. : Питер, 2014. — 384 с.
11. Ясинский Ю. М., Тихонов А. О. Асимметрия информации. Смещенные риски и типы макроэкономической динамики // Экономика и математические методы. — 2009. — Т. 45. — № 3. — С. 114–128.

12. Тагаров Б. Ж. Асимметрия информации на рынке капитала и её последствия // Известия Иркутской государственной экономической академии. — 2014. — № 1. — С. 14–18.
13. Окунь С. А. Инвестиционные и спекулятивные факторы ценообразования на биржевом рынке акций : автореф. дисс. ... канд. экон. наук. — Краснодар, 2015. — 25 с.
14. Татынников В. А. Генезис современного фондового рынка // Инновационное развитие денежно-кредитной и финансовой систем в условиях пространственно-экономических трансформаций / под науч. ред. В. П. Иванецкого, М. С. Марамыгина : М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. — Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2016. — 257с.
15. Матросов С. В. Информационная асимметрия как фактор риска для института секьюритизации активов на мировом финансовом рынке // Вестник Академии права и управления. — 2015. — № 40. — С. 110–115.
16. Manylich M. I. Major premises for overcoming manifestation of asymmetry in financial markets // Экономика: реалии времени. — 2015. — № 5 (21). — С. 142–148.
17. Дубовик М. И. Асимметрия информации на финансовом рынке — источник нестабильности в экономике РФ // Публичные и частные финансы в инновационной экономике. Мат-лы междунар. науч.-практ. интернет-конф., 2017. — 292 с. — С. 79–86.
18. Маршалл Д. Ф., Бансал В. К. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям : пер. с англ. — М. : Инфра-М, 2008. — 1051 с.
19. Abner D. J. The ETF handbook: how to value and trade exchange-traded funds [Text], Second edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2016. — 368 p. — ISBN 978-1119193906.
20. Madhavan A. N. Exchange-traded funds and the new dynamics of investing. Oxford: Oxford University Press, 2016. — 288 p. — ISBN 978-0190279394.
21. Mezziani A. S. Exchange-traded funds. Investment practices and tactical approaches. USA: Palgrave Macmillan, 2016. — 406 p.
22. Чуприянов М. В. VPIN как мера ликвидности, волатильности и информации в биржевой динамике цен // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. — 2016. — Т. 3. — № 2. — С. 125–152.
23. Феофанов Д. А. Асимметрия информации на финансовых рынках // Стратегии бизнеса. — 2014. — № 2. — С. 115–118.
24. Кириленко Ю. П. Воздействие информационной асимметрии на развитие финансового рынка // Проблемы управления финансами в государственном и корпоративном секторах экономики. Мат-лы III междунар. конгр. молодых ученых по проблемам устойчивого развития. — М. : Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2017. — 252 с. — С. 88–92.
25. Нагапетян А. Р. Асимметрия в динамике односторонних коэффициентов чувствительности активов к рыночным изменениям в контексте управления риском портфеля ценных бумаг // Общество. Политика, экономика, право. — 2016. — № 5. — С. 97–102.

### Информация об авторах

**Иванецкий Виктор Павлович** — доктор экономических наук, профессор, кафедра финансовых рынков и банковского дела, Уральский государственный экономический университет; Scopus Author ID: 6506831154 (Российская Федерация, 620144, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, e-mail: nvp@usue.ru).

**Татынников Василий Аркадьевич** — кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансовых рынков и банковского дела, Уральский государственный экономический университет (Российская Федерация, 620144, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, e-mail: vat55@mail.ru).

For citation: Ivanitsky, V. P. & Tatyannikov, V. A. (2018). Information Asymmetry in Financial Markets: Challenges and Threats. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 14(4), 1156-1167

**V. P. Ivanitsky, V. A. Tatyannikov**

Ural State University of Economics (Ekaterinburg, Russian Federation; e-mail: vat55@mail.ru)

### Information Asymmetry in Financial Markets: Challenges and Threats

*The article analyzes the contradictions that have developed on the modern stock market. Markets are becoming more volatile, which creates conditions for manipulating prices on individual financial instruments. The institutional regulation does not solve these problems and, ultimately, is limited to an ineffective control over the markets by regulators and the search for new options for economic imbalances by economic agents. We introduce the terminology and justify the notion of «dominant economic agent». The emergence of dominant economic agents is viewed through the instability of the global financial system, through the access of this category of market participants to unique information technologies, when the opportunities to take advantage of information asymmetry give even greater volatility (variability), primarily, to the financial market and its instruments. Increased volatility attracts new economic agents to the financial market. The role of the dominant economic agents is only increasing. Such an unstable equilibrium develops on the market, when any competitive advantage from a local one can turn into a key one. We investigated the mutual influence and interpenetration of the postulates of the theory of effective financial (stock) markets and the theory of asymmetric information. The hypothesis of the research is based on expert assessments and the practice of financial instruments circulation. Furthermore, the hypothesis confirms that the levels of stock markets efficiency*

associated with the receipt of new information are erased due to the subjective behaviour of the dominant economic agents. It is not possible to prove that the actions of the dominant economic agents, through the high volatility of financial instruments and individual market segments, lead to the manipulation of the market within the framework of the existing regulatory standards. However, it is undeniable that an excessive volatility of certain financial assets creates problems for accelerating market transformations and institutional changes in the Russian economy. Under current conditions, we recommend solely passive asset management strategies, where fixed-income instruments are basic, and the investor does not need to track the dynamics of changes in their prices, and the effect of information asymmetry is minimized. We have proposed and justified a modern interpretation of investment risk. This interpretation suggests taking into account not only the market dominant, but also the behavioural component. This component is based on the psychology of the agent's behaviour on the market, and also on the asymmetry of information on the financial markets that dominate economic agents. The results of the study have theoretical and practical significance and can be used both in the development and implementation of measures in the field of financial market regulation, as well as in analyzing the low activity of the population in the investment process.

**Keywords:** modernization of the philosophy of finance, dominant economic agent, behavioural finance, insider information, information asymmetry mechanism, price manipulation

## References

1. Tatyannikov, V. A. & Aleksandrov, S. A. (2016). Innovatsionnyye finansovyye instrumenty. Povedencheskiy podkhod [Innovative financial instruments: A behavioral approach]. *Innovatsionnoye razvitie denezhno-kreditnoy i finansovoy sistem v usloviyakh prostranstvenno-ekonomicheskikh transformatsiy [Innovative development of monetary and financial systems in conditions of spatial economic transformations]*. In: V. P. Ivanitsky, M. S. Maramygin (Eds). Education and Science Ros. Federation, the Ural State Econ. Un-t. Ekaterinburg: USUE Publ., 257. (In Russ.)
2. Ituella, J., Milgate, M. & Newman, P. (2008). *Finansy*: per. s angl. [Finances: trans. from English]. (2008). In R. M. Entov (Ed.); St. University — Higher School of Economics. 2nd ed. Moscow: State University of Higher School of Economics Publ., XIV, 450. (In Russ.)
3. Markowitz, N. M. (1952, March). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
4. Avdokushin, E. F. & Sizov, V. S. (Eds). (2015). *Globalizatsiya i mezhdunarodnaya ekonomicheskaya integratsiya [Globalization and international economic integration]*. VSEI. Moscow: Magistr Publ.; Infra-M Publ., 320. (In Russ.)
5. Sharp, U., Aleksander, G., Bailey, J. (2014). *Investitsii [Investments]*. Moscow: Infra-M Publ., XII, 1028. (In Russ.)
6. Ivanitsky, V. P. & Aleksandrov, S. A. (2017). Formirovanie povedencheskikh finansov kak zakonomernyy etap evolyutsii modeli cheloveka v ekonomike [Formation of Behavioural Finance as the Natural Stage of the Human Model Evolution in Economics]. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 13(3), 658–672. doi 10.17059/2017–3–2(In Russ.)
7. Sewell, M. (2012). The Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence. *International Journal of Statistics and Probability*, 1(2), 164–178.
8. Milovidov, V. D. (2013). Asimmetriya informatsii, ili “simmetriya zabluzhdeniy” [Asymmetry of Information or «Symmetry of Delusions»]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnyye otnosheniya [World Economy and International Relations]*, 3, 45–53. (In Russ.)
9. Balabanov, I. T. (1996). *Risk-menedzhment [Risk management]*. Moscow: Finansy i statistika Publ., 192. (In Russ.)
10. Beloglazova, G. & Krolivetskaya, L. (Eds.) (2014). *Finansovyye rynki i finansovo-kreditnyye instituty [Financial markets and financial and credit institutions]*. St. Petersburg: Piter Publ., 384. (In Russ.)
11. Yasinskiy, Yu. M. & Tikhonov, A. O. (2009). Asimmetriya informatsii. Smeshchennyye riski i tipy makroekonomicheskoy dinamiki [Asymmetry of Information: Displaced Risks and Types of Macroeconomic Dynamics]. *Ekonomika i matematicheskie metody [Economics and Mathematical Methods]*, 45(3), 114–128. (In Russ.)
12. Tagarov, B. Zh. (2014). Asimmetriya informatsii na rynke kapitala i eyo posledstviya [Information asymmetry in the capital market and its consequences]. *Izvestiya Irkutskoy gosudarstvennoy ekonomicheskoy akademii [Bulletin of Baikal State University] 1*, 14–18. (In Russ.)
13. Okun, S. A. (2015). *Investitsionnyye i spekulativnyye faktory tsenoobrazovaniya na birzhevom rynke aktsiy: avtoref. diss. ... kand. ekon. nauk [Investment and speculative factors of pricing in the stock market of shares: Abstract of PhD thesis in Economics]*. Krasnodar, 25. (In Russ.)
14. Tatyannikov, V. A. (2016). Genezis sovremennogo fondovogo rynka [Genesis of the modern stock market]. *Innovatsionnoye razvitie denezhno-kreditnoy i finansovoy sistem v usloviyakh prostranstvenno-ekonomicheskikh transformatsiy [Innovative development of monetary and financial systems in conditions of spatial economic transformations]*. In: V. P. Ivanitsky, M. S. Maramygin (Eds.). Education and Science Ros. Federation, the Ural State Econ. Un-t. Ekaterinburg: USUE Publ., 257. (In Russ.)
15. Matrosov, S. V. (2015). Informatsionnaya asimmetriya kak faktor riska dlya instituta sekyuritizatsii aktivov na mirovom finansovom rynke [Information asymmetry as a risk factor for the institution of assets securitization in the global financial market]. *Vestnik Akademii prava i upravleniya [Bulletin of Academy of Law and Management]*, 40, 110–115. (In Russ.)
16. Manylich, M. I. (2015). Major premises for overcoming manifestation of asymmetry in financial markets. *Ekonomika: realii vremeni [Economy: the realities of time]*, 5(21), 142–148.
17. Dubovik, M. I. (2017). Asimmetriya informatsii na finansovom rynke — istochnik nestabilnosti v ekonomike RF [Asymmetry of information on the financial market — a source of instability in the economy of the Russian Federation]. *Publichnyye i chastnyye finansy v innovatsionnoy ekonomike. Mat-ly mezhdunar. nauch.-prakt. internet-konf.*

[Public and private finance in innovative economy. Proceedings of the international scientific and practical Internet conference], 292, 79–86. (In Russ.)

18. Marshall, D. F. & Bansal, V. K. (2008). *Finansovaya inzheneriya. Polnoye rukovodstvo po finansovym novovvedeniyam: per. s angl. [Financial engineering. A comprehensive guide to financial innovation. Trans. from English]*. Moscow: Infra-M Publ., 1051. (In Russ.)

19. Abner, D. J. (2016). *The ETF handbook: how to value and trade exchange-traded funds [Text]*, Second edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 368. ISBN 978–1119193906.

20. Madhavan, A. N. (2016). *Exchange-traded funds and the new dynamics of investing*. Oxford: Oxford University Press, 288. ISBN 978–0190279394.

21. Meziani, A. S. (2016). *Exchange-traded funds. Investment practices and tactical approaches*. USA: Palgrave Macmillan, 406.

22. Chupriyanov, M. V. (2016). VPIN kak mera likvidnosti, volatil'nosti i informatsii v birzhevoy dinamike tsen [VPIN as Measure of Liquidity, Volatility and Information in Stock-Exchange Price Behavior]. *Globalnyye rynki i finansovyy inzhiniring [Global Markets and Financial Engineering]*, 3(2), 125–152. (In Russ.)

23. Feofanov, D. A. (2014). Asimmetriya informatsii na finansovykh rynkakh [Information asymmetry in the financial markets]. *Strategii biznesa [Business Strategies]*, 2, 115–118. (In Russ.)

24. Kirilenko, Yu. P. (2017). Vozdeystvie informatsionnoy asimmetrii na razvitie finansovogo rynka [Influence of information asymmetry on the development of the financial market]. *Problemy upravleniya finansami v gosudarstvennom i korporativnom sektorakh ekonomiki. Mat-ly III mezhdunar. kongr. molodykh uchenykh po problemam ustoychivogo razvitiya [Problems of financial management in the public and corporate sectors of the economy Materials of the III International Congress of Young Scientists on the problems of sustainable development]*. Moscow: Financial University under the Government of the Russian Federation Publ., 252; 88–92. (In Russ.)

25. Nagapetyan, A. R. (2016). Asimmetriya v dinamike odносторонnikh koeffitsientov chuvstvitelnosti aktivov k rynch-nym izmeneniyam v kontekste upravleniya riskom portfelya tsennykh bumag [The asymmetry in the dynamics of unilateral coefficients of assets' sensitivity to market changes in the context of portfolio risk management]. *Obshchestvo. Politika, ekonomika, pravo [Society: Politics, Economics, Law]*, 5, 97–102. (In Russ.)

### Authors

**Viktor Pavlovich Ivanitsky** — Doctor of Economics, Professor, Department of Financial Markets and Banking, Ural State University of Economics; Scopus Author ID: 6506831154 (62/45, 8 Marta St. / Narodnaya Volya St., Ekaterinburg, 620144, Russian Federation; e-mail: nvp@usue.ru).

**Vasiliy Arkadevich Tatyannikov** — PhD in Economics, Associate Professor, Department of Financial Markets and Banking, Ural State University of Economics (62/45, 8 Marta St. / Narodnaya Volya St., Ekaterinburg, 620144, Russian Federation; e-mail: vat55@mail.ru).