

УДК 336.764/.768

РОЛЬ ИНФОРМАЦИОННОЙ АСИММЕТРИИ В ФОРМИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Юдаева Полина Сергеевна,

Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации
yudaeva1122@gmail.com

Аннотация

В статье рассматривается информационная асимметрия как один из ключевых факторов, определяющих характер и качество инвестиционных решений на фондовом рынке. Актуальность исследования обусловлена тем, что в условиях усложнения рыночной среды, ускорения оборота информации и неоднородности доступа к ней со стороны различных групп участников финансового рынка проблема неравномерного распределения сведений о фундаментальном состоянии эмитента, его рисках, перспективах и качестве корпоративного управления приобретает не только теоретическое, но и выраженное прикладное значение. Цель исследования состоит в раскрытии механизмов воздействия информационной асимметрии на инвестиционное поведение участников фондового рынка. В статье показано, что информационная асимметрия влияет на инвестиционные решения как непосредственно, усиливая неопределенность, повышая информационный риск и затрудняя объективную оценку финансовых инструментов, так и опосредованно – через механизмы неблагоприятного отбора, морального риска, изменения стоимости капитала, снижения инвестиционной эффективности и искажения рыночных сигналов. Обосновывается, что снижение информационной асимметрии за счет повышения качества финансовой отчетности, совершенствования корпоративного раскрытия и развития института информационных посредников способствует повышению обоснованности инвестиционных решений и эффективности фондового рынка в целом.

Ключевые слова: информационная асимметрия, фондовый рынок, инвестиционные решения, неблагоприятный отбор, моральный риск, корпоративное раскрытие информации, рекомендации аналитиков, инвестиционная эффективность.

THE ROLE OF INFORMATION ASYMMETRY IN SHAPING INVESTMENT DECISIONS IN THE STOCK MARKET

Yudaeva Polina Sergeevna,

Financial University under the Government of the Russian Federation
yudaeva1122@gmail.com

ABSTRACT

The article considers information asymmetry as one of the key factors determining the nature and quality of investment decisions in the stock market. The relevance of the research is important due to the fact that in the context of a complicated market environment, accelerated information turnover and heterogeneous access to it by various groups of financial market participants, the problem of uneven distribution of information about the fundamental state of the issuer, its risks, prospects and the quality of corporate governance acquires not only theoretical, but also pronounced applied importance. The purpose of the study is to reveal the mechanisms of the impact of information asymmetry on the investment behavior of stock market participants, as well as to generalize theoretical and empirical approaches to the interpretation of this impact. The article shows that information asymmetry affects investment decisions both directly, increasing uncertainty, increasing information risk and making it difficult to objectively evaluate financial instruments, and indirectly through mechanisms of unfavorable selection, moral hazard, changes in the cost of capital, reduced investment efficiency and distortion of market signals. It is proved that reducing information asymmetry by improving the quality of financial reporting, improving corporate disclosure and developing the institute of information intermediaries contributes to improving the validity of investment decisions and the effectiveness of the stock market as a whole.

Keywords: information asymmetry, stock market, investment decisions, adverse selection, moral hazard, corporate disclosure, analyst recommendations, investment performance.

Введение

Современный фондовый рынок, выступающий институциональным механизмом перераспределения капитала между экономическими субъектами, в теоретически идеализированном виде предполагает наличие у инвесторов достаточной, своевременной и достоверной информации, позволяющей корректно оценивать ожидаемую доходность и риск финансовых активов. Однако в реальных условиях функционирования рынка подобное состояние практически недостижимо, поскольку информация распределяется между его участниками неравномерно, различается по качеству, полноте, интерпретируемости и скорости получения, а следовательно, инвестиционные решения принимаются в условиях устойчивой информационной неоднородности. Именно поэтому информационная асимметрия должна рассматриваться не как частное отклонение от нормы, а как имманентная характеристика финансового рынка, способная определять как поведение отдельных инвесторов, так и параметры рыночной эффективности в целом.

Теоретическое осмысление данной проблемы восходит к классическим исследованиям Дж. Акерлофа, показавшего, что неравномерное распределение сведений между сторонами сделки приводит к систематическим искажениям рыночного механизма. В дальнейшем данная логика была развита в исследованиях сигнальных механизмов, агентских отношений и корпоративных финансов, что позволило распространить положения экономики информации на рынок капитала, где последствия информационного неравенства оказываются особенно значимыми в силу высокой чувствительности инвестиционных решений к качеству поступающих сигналов [1].

Актуальность рассматриваемой темы усиливается тем обстоятельством, что в условиях высокой роли информационных посредников – аналитиков, рейтинговых агентств, институциональных инвесторов, аудиторов и финансовых медиа – инвестиционные решения все в большей степени формируются не только на основе первичной корпоративной информации, но и на основе ее переработанных интерпретаций. Соответственно, в современной рыночной среде информационная

асимметрия проявляется не просто как дефицит данных, а как сложная система неодинакового доступа к экономически значимым сигналам, различий в способности к их интерпретации и неравенства в возможностях их оперативного использования.

В отечественной литературе также подчеркивается, что асимметрия информации является устойчивой характеристикой инвестиционного рынка и должна учитываться в качестве обязательной предпосылки при принятии инвестиционных и управленческих решений. При этом, российские авторы, например, Никитина К.К. в своей работе «Асимметрия информации на инвестиционном рынке: содержание и формы проявления» [9] обращают внимание не только на общетеоретическую сторону проблемы, но и на ее прикладные проявления, связывая информационное неравенство с рисками неблагоприятного отбора, недобросовестного поведения и роста затрат на контроль.

Цель настоящей статьи состоит в выявлении механизмов влияния информационной асимметрии на формирование инвестиционных решений на фондовом рынке, а также в обобщении тех теоретических и эмпирических подходов, которые позволяют объяснить указанное влияние.

Информационная асимметрия

Информационная асимметрия традиционно трактуется как ситуация, при которой одни участники рыночной сделки располагают более полной, точной либо релевантной информацией по сравнению с другими участниками, вследствие чего возникают условия для принятия решений на заведомо неравной информационной основе. В применении к фондовому рынку данная трактовка приобретает особую глубину, поскольку решения инвесторов строятся не только на наблюдаемых показателях, но и на ожиданиях относительно будущих денежных потоков, рисков, качества управления и стратегических перспектив эмитента.

Фондовый рынок представляет собой среду, в которой проблема асимметрии информации проявляется особенно остро, поскольку значительная часть сведений о реальном состоянии компании либо не может быть непосредственно наблюдаема, либо подвержена субъективной интерпретации. Более того, менеджмент компании объективно располагает большим объемом внутренней информации о текущем положении фирмы и ее перспективах, чем внешний инвестор, а значит, изначальная структура взаимодействия между эмитентом и рынком уже содержит предпосылки для информационного неравенства. В модели С. Майерса и Н. Майлуфа данная логика приводит к важному выводу: если рынок не способен адекватно различать истинную стоимость компании, фирма может отказаться от внешнего финансирования даже при наличии выгодных инвестиционных проектов, поскольку выпуск ценных бумаг воспринимается инвесторами как негативный сигнал [4].

Следовательно, асимметрия информации способна не просто исказить цены активов, но и приводить к недоинвестированию на уровне реального сектора. Данный вывод представляется особенно важным, поскольку он позволяет рассматривать информационное неравенство не только как проблему рыночного ценообразования, но и как фактор, влияющий на инвестиционную динамику компаний и, шире, на эффективность распределения ресурсов в экономике.

В более широком смысле асимметрия информации порождает несколько взаимосвязанных блоков рыночных последствий. Во-первых, она вызывает неблагоприятный отбор, то есть ситуацию, в которой инвестор, не имея возможности достоверно различать активы по качеству, вынужден ориентироваться на усредненные оценки. Во-вторых, она создает пространство для морального риска, когда после привлечения капитала менеджмент получает возможность действовать в собственных интересах, а не в интересах инвесторов. В-третьих, она увеличивает издержки мониторинга

и контроля, поскольку участникам рынка приходится затрачивать дополнительные ресурсы на проверку, интерпретацию и верификацию информации [2].

Российские авторы во многом подтверждают эту логику. Так, К. К. Никитина рассматривает асимметрию информации на инвестиционном рынке через призму неблагоприятного отбора, недобросовестного поведения и роста затрат на контроль, подчеркивая, что каждая из этих форм оказывает прямое влияние на доходы и риски участников инвестиционного процесса [9]. Данный подход представляется ценным именно потому, что он соединяет общую теорию асимметричной информации с прикладной логикой инвестиционного анализа.

Воздействие информационной асимметрии на инвестиционные решения имеет многоуровневый характер. На базовом уровне она повышает как субъективную, так и объективную неопределенность, в условиях которой инвестор вынужден принимать решение не столько на основе верифицированных данных, сколько на основе вероятностных ожиданий, косвенных сигналов и неполных оценок. Это означает, что при росте асимметрии информации меняется сама архитектура инвестиционного выбора: возрастает роль репутационных индикаторов, усиливается значение внешних сигналов, повышается чувствительность к новостному фону и действиям более информированных участников рынка.

Принципиально важно, что информационная асимметрия воздействует не только на индивидуального инвестора, но и на параметры равновесия на рынке капитала. Согласно исследованиям D. Easley и M. O'Hara, структура информации — в частности, соотношение публичной и частной информации — влияет на стоимость капитала, поскольку инвесторы требуют более высокую ожидаемую доходность по активам, в отношении которых выше доля частной информации и, соответственно, выше риск оказаться в менее выгодной позиции по сравнению с информированными участниками рынка [6]. Следовательно, для инвестора асимметрия информации выступает самостоятельным фактором риска, который должен учитываться при формировании портфеля.

Развивая этот тезис применительно к российской исследовательской традиции, следует отметить, что Я. О. Михайлова, анализируя концепции асимметричной информации на финансовых рынках, акцентирует внимание на том, что неравномерность распределения сведений и различия в доступе к ним должны рассматриваться как один из фундаментальных источников неэффективности финансового рынка [11]. Такой подход позволяет дополнительно подчеркнуть, что асимметрия информации влияет не только на поведение отдельных агентов, но и на качество функционирования самого рыночного механизма

Существенное место в объяснении взаимосвязи между информационной асимметрией и инвестиционными решениями занимает проблема качества корпоративного раскрытия и финансовой отчетности. В исследованиях P. Healy и K. Paley подчеркивается, что финансовая отчетность и добровольное раскрытие информации являются важнейшими инструментами коммуникации между менеджментом и внешними инвесторами, позволяющими снижать информационные разрывы, уточнять ожидания рынка и, следовательно, влиять на распределение капитала [5].

Данная логика позволяет сделать выводы о связи между качеством финансовой отчетности и инвестиционной эффективностью. Более качественная отчетность снижает фрикции, вызванные неблагоприятным отбором и моральным риском, а тем самым способствует более рациональному инвестиционному поведению [7]. Эти выводы были подтверждены результатами, согласно которым качественная финансовая отчетность связана как со снижением недоинвестирования, так и со снижением переинвестирования [8].

В российской литературе также встречается близкая постановка вопроса. Так, Ю. Ш. Капкаев рассматривает информационную открытость как фактор инвестиционной привлекательности предприятия и подчеркивает, что качество финансовой информации и степень прозрачности компании оказывают непосредственное влияние на характер управленческих и инвестиционных решений [12]. Ухудшение качества учетной информации и усиление агентских проблем сопровождаются ростом асимметрии информации. Исследование прямо связывает усложнение организационной структуры, снижение прозрачности и ослабление мониторинга с ухудшением информационной среды, в которой действуют инвесторы. Иначе говоря, когда финансовая отчетность утрачивает качество надежного сигнала, инвестиционные решения начинают строиться на искаженной информационной базе, а сам рынок в меньшей степени отражает фундаментальную стоимость актива. Этот акцент представляется важным, поскольку позволяет усилить прикладное измерение рассматриваемой проблемы и показать, что информационная асимметрия воздействует на инвестиционный выбор не только через биржевую оценку актива, но и через общую инвестиционную привлекательность эмитента.

Из этого следует, что проблема информационной асимметрии на фондовом рынке не может рассматриваться в отрыве от проблемы качества финансовой отчетности. Инвестор принимает решение не на основе «реальности самой по себе», а на основе той информационной конструкции, которая становится ему доступной через формы корпоративного раскрытия и механизмы рыночной коммуникации. Если эта конструкция искажена, неполна либо допускает широкие возможности для манипулятивной интерпретации, рациональность инвестиционного выбора неизбежно снижается. Поэтому улучшение качества отчетности следует интерпретировать не только как элемент соблюдения регуляторных стандартов, но и как фактор повышения эффективности распределения капитала.

Одним из важнейших способов частичного преодоления информационной асимметрии на фондовом рынке выступает деятельность информационных посредников, к которым относятся финансовые аналитики, институциональные инвесторы, аудиторские организации, специализированные медиа и иные участники, обладающие более высокими возможностями по сбору, обработке и интерпретации данных. С одной стороны, данные субъекты действительно способны снижать информационные издержки для менее информированных инвесторов; с другой — сама их деятельность не устраняет асимметрию полностью, а нередко лишь перераспределяет информационные преимущества между разными группами участников рынка.

Не менее значимой является деятельность аналитиков, поскольку именно их рекомендации зачастую становятся тем публичным сигналом, через который переработанная и интерпретированная информация доходит до массового инвестора.[3] Российское исследование Н. А. Хлюпиной и Н. И. Берзона показывает, что пересмотры рекомендаций сопровождаются статистически значимыми изменениями доходности акций, причем эффект не исчерпывается моментом публикации: при понижении рекомендаций наблюдается ценовой дрейф, а при повышении — временный рост с последующей коррекцией [10]. Подобные результаты позволяют сделать принципиально важный вывод: рынок не всегда мгновенно и полностью инкорпорирует даже публично раскрываемую аналитическую информацию, а значит, инвестиционные решения участников формируются в условиях неполной ценовой эффективности и неравномерной скорости переработки сигналов.

Дополнительно следует отметить, что в российской научной традиции проблема информационной значимости аналитических сигналов разрабатывалась и в более ранних исследованиях. Так, А. А. Погожева, рассматривая возможности метода событийного

анализа применительно к российским эмитентам, показала, что аналитические отчеты и пересмотры рекомендаций могут рассматриваться в качестве самостоятельных информационных событий, влияющих на динамику рыночных цен [13]. В контексте настоящей статьи это позволяет усилить вывод о том, что информационная асимметрия на фондовом рынке частично преодолевается через аналитическую инфраструктуру, но при этом полностью не устраняется.

В целях исследования рекомендации аналитиков следует рассматривать не просто как сервис для инвестора, а как специфический институт компенсации информационной асимметрии. Однако такая компенсация носит ограниченный характер, поскольку сами аналитики могут обладать разным качеством моделей и различными источниками информации, а рынок реагирует на их сигналы неодинаково.

С позиций теории финансов информационная асимметрия подрывает предпосылки рационального инвестиционного выбора, поскольку рациональность предполагает наличие не просто формальной свободы выбора, но и сопоставимости информационных оснований этого выбора. Когда разные участники рынка принимают решения, опираясь на неодинаковые массивы данных и неодинаковые возможности их интерпретации, инвестиционное поведение становится неоднородным и в определенной мере стратифицированным по уровню информационной обеспеченности [6].

Именно поэтому при анализе инвестиционных решений на фондовом рынке необходимо учитывать, что информационная асимметрия формирует не только риск ошибочной оценки отдельного актива, но и более широкий феномен – неравенство в инвестиционных возможностях. Чем выше асимметрия информации, тем выше вероятность того, что рыночная цена актива в краткосрочном или даже среднесрочном периоде будет отклоняться от фундаментальной стоимости, а значит, решения инвесторов будут строиться на искаженных ценовых сигналах. В таких условиях возрастает значение доверия к институтам раскрытия информации, аудиту и аналитическим посредникам.

Заключение

Проведенное исследование позволяет сделать вывод о том, что информационная асимметрия представляет собой один из системообразующих факторов формирования инвестиционных решений на фондовом рынке. Ее влияние проявляется не только в усложнении оценки активов и повышении неопределенности для инвестора, но и в более глубоких институциональных последствиях, включая рост стоимости капитала, усиление агентских конфликтов, появление неблагоприятного отбора, морального риска и снижение инвестиционной эффективности как на уровне отдельных компаний, так и на уровне рынка в целом.

Установлено, что информационная асимметрия воздействует на инвестиционный выбор не только через недостаток сведений как таковой, но и через более сложную совокупность каналов, включающую качество финансовой отчетности, параметры корпоративного раскрытия, деятельность аналитиков, мониторинговую роль институциональных инвесторов и неодинаковую скорость переработки рыночных сигналов различными группами участников рынка. Именно поэтому инвестиционные решения на фондовом рынке следует понимать как результат не только индивидуального анализа инвестора, но и состояния той информационной инфраструктуры, в пределах которой этот анализ осуществляется.

Следовательно, повышение эффективности инвестиционных решений на фондовом рынке должно быть связано не только с совершенствованием индивидуальных аналитических практик инвесторов, но и с институциональным снижением информационной асимметрии, предполагающим улучшение качества финансовой отчетности, развитие стандартов корпоративного раскрытия, усиление прозрачности

коммуникации эмитентов с рынком и повышение качества работы аналитической инфраструктуры [12]. Именно в этом случае фондовый рынок в большей степени сможет выполнять свою базовую функцию – обеспечивать рациональное и экономически эффективное перераспределение капитала.

Список литературы:

1. Akerlof, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. No. 3. P. 488–500. DOI: 10.2307/1879431
2. Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
3. Spence, M. Job Market Signaling // *The Quarterly Journal of Economics*. 1973. Vol. 87. No. 3. P. 355–374. DOI: 10.2307/1882010.
4. Myers, S. C., Majluf, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. No. 2. P. 187–221. DOI: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
5. Healy, P. M., Palepu, K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature // *Journal of Accounting and Economics*. 2001. Vol. 31. No. 1–3. P. 405–440. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0.
6. Easley, D., O’Hara, M. Information and the Cost of Capital // *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. No. 4. P. 1553–1583. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x
7. Biddle G.C., Hilary G. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment // *The Accounting Review*. 2006. Vol. 81. No. 5. P. 963–982 DOI: 10.2308/accr.2006.81.5.963
8. Biddle G.C., Hilary G., Verdi R.S. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? // *Journal of Accounting and Economics*. 2009. Vol. 48. No. 2–3. P. 112–131 DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.09.001
9. Никитина К.К. Асимметрия информации на инвестиционном рынке: содержание и формы проявления // *Вестник экономики, права и социологии*. 2011. № 1. С. 61–65.
10. Хлюпина Н.А., Берзон Н.И. Информационная значимость рекомендаций аналитиков на российском рынке акций // *Финансы и кредит*. 2016. Т. 22. № 11. С. 15–31.
11. Михайлова Я. О., Аликов Ю.А. Концепции асимметричной информации на финансовых рынках // *Научные записки молодых исследователей*. 2019. №4. С. 37–43.
12. Капкаев Ю.Ш., Сорокин Д.А. Информационная открытость как факторинвестиционной привлекательности предприятия // *Вестник ЧелГУ*. 2018. №8 (418). С. 133–142.
13. Погожева А.А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам // *Корпоративные финансы*. 2013. №2. С. 32–45.

References:

1. Akerlof, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84.No. 3. P. 488-500. DOI: 10.2307/1879431
2. Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3.No. 4. P. 305-360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
3. Spence, M. Job Market Signaling // *The Quarterly Journal of Economics*. 1973. Vol. 87.No. 3. P. 355-374. DOI: 10.2307/1882010.
4. Myers, S. C., Majluf, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13.No. 2. P. 187-221. DOI: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
5. Healy, P. M., Palepu, K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature // *Journal of Accounting and Economics*. 2001. Vol. 31.No. 1-3. P. 405-440. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0.
6. Easley, D., O'Hara, M. Information and the Cost of Capital // *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59.No. 4. P. 1553-1583. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x
7. Biddle G.C., Hilary G. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment // *The Accounting Review*. 2006. Vol. 81.No. 5. P. 963-982 DOI: 10.2308/accr.2006.81.5.963
8. Biddle G.C., Hilary G., Verdi R.S. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? // *Journal of Accounting and Economics*. 2009. Vol. 48. No. 2-3. P. 112-131 DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.09.001
9. Nikitina K.K. Information Asymmetry in the Investment Market: Content and Forms of Manifestation // *Bulletin of Economics, Law and Sociology*. 2011. No. 1. P. 61-65.
10. Khlyupina N.A., Berzon N.I. Information Significance of Analysts' Recommendations in the Russian Stock Market // *Finance and Credit*. 2016. Vol. 22. No. 11. P. 15-31.
11. Mikhailova Ya.O., Alikov Yu.A. Concepts of Asymmetric Information in Financial Markets // *Scientific Notes of Young Researchers*. 2019. No. 4. pp. 37-43.
12. Kapkaev Yu.Sh., Sorokin D.A. Information Transparency as a Factor in the Investment Attractiveness of an Enterprise // *Bulletin of Chelyabinsk State University*. 2018. No. 8 (418). pp. 133-142.
13. Pogozheva A.A. Using Event Analysis to Assess the Information Significance of Analysts' Recommendations on Russian Issuers // *Corporate Finance*. 2013. No. 2. pp. 32-45.