

- плата по процентам – как процентный доход от долговых обязательств.

На наш взгляд, учитывая действующее между Россией и Германией соглашение об избежании двойного налогообложения налог на доходы равен нулю, а НДС в размере 20% целесообразно начислять на разницу между полной суммой оплаты и фактическими инвестициями, то есть на сумму выплачиваемых за рассрочку процентов. Таким образом, наиболее правильным является третий вариант налогообложения. Такая нестандартная модель взаимоотношений государства и частного предпринимательства, является одним из перспективных инструментов в формировании и реализации политики государства в сфере экологического предпринимательства.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Л.С.Демидова «Реформы общественного сектора в странах с развитой рыночной экономикой», МОЭ. 2001. - № 11.
2. Д.Г.Родионов «Зарубежный опыт управления коммунальным хозяйством», журнал «Инновации», 2004. - № 9(76),
3. Е.Г.Хайло. Организационные формы и направления жилищно-коммунального обслуживания населения. В сборнике трудов II региональной научно-технической конференции «Интеграция экономики в систему мировых хозяйственных связей», СПб.: СПб ГИЭА, 1995.

Е.А. ФЁДОРОВА, А.В. КУСТОВА., А.С.ВАСИЛЬЕВА

КАЛЕНДАРНЫЕ АНОМАЛИИ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В статье рассматриваются различные календарные аномалии, которые возникают на неэффективных фондовых рынках стран с переходными экономиками. Для российского рынка проверяются гипотезы «эффекта дня недели», «эффекта месяца».

Гипотеза информационной эффективности фондовых рынков дала импульс многочисленным исследованиям в области прогнозирования повышенной доходности отдельных видов ценных бумаг, связанной с их недооценкой рынком.

Фондовый рынок можно представить как информационную систему, на вход которой поступают данные финансовой отчетности предприятий, газетные публикации, информация рейтинговых агентств и другие сведения макро- и микроэкономического характера, а также политические новости, сообщения о природных катаклизмах и т. д. Реакция фондового рынка на поступающую информацию проявляется в виде изменения курсов ценных бумаг.

Фондовый рынок считается абсолютно эффективным по отношению к поступающей информации, если, используя данную информацию, невозможно принять решение о покупке или продаже ценных бумаг, позволяющее получить сверхприбыль.

Следует подчеркнуть, что гипотеза о существовании абсолютно эффективных фондовых рынков является идеальной с теоретической точки зрения и не применима на практике. Данный факт подтверждается наличием ряда эмпирических закономерностей поведения обыкновенных акций, устойчиво проявляющихся из года в год. Другими словами, было установлено существование сезонных циклов, или аномалий, в доходности акций. Одной из таких закономерностей является «эффект января» – наблюдающееся в течение не менее 70 лет превышение средней доходности акций в январе над их доходностью в другие месяцы года. Так, на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) средний размер этого превышения составляет около 3 процентных пунктов. На этой же бирже обнаружен «эффект дня недели»: доходность акций по понедельникам обычно имеет отрицательную величину. Подтверждением этому служат данные наблюдений за период свыше 25 лет. На Токийской фондовой бирже свыше 35 лет наблюдается «эффект малых фирм», прояв-

ляющийся в том, что доходность акций мелких компаний выше доходности бумаг крупных корпораций на величину порядка 5 процентных пунктов.

По мнению Уильяма Шарпа, такие аномалии «должны быть малозаметны (если вообще существуют), поскольку они никак не учитываются традиционными моделями формирования цен»[4].

Ранние исследования не обнаружили какого-либо сильного доказательства существования эмпирических закономерностей в доходности обыкновенных акций. Но в ходе последующего изучения фондового рынка были выявлены систематические модели, указывающие, что уровни доходности ценных бумаг изменяются по дням недели. Такие исследования были проведены в ряде стран, а именно: Великобритании, США, Канаде, Японии, Финляндии и Австралии. Впервые «эффект дня недели» был выявлен Кеннетом Френчем (Keneth French) в 1980 г. при изучении дневной доходности акций на Нью-Йоркской фондовой бирже за период с 1953 по 1977гг. Френч обнаружил, что в понедельник индексы цен открытия ниже чем индексы цен закрытия в пятницу и, как результат, доходности в понедельник обычно являются отрицательными[2].

В одном из исследований, посвященных выявлению календарных аномалий, Ануп Агравал (Anup Agrawal) и Кишоре Тендон (Kishore Tandon) провели широкомасштабный анализ на рынках акций 19 стран мира, которые в совокупности представляли 95% всей мировой капитализации акций. Исследование подтвердило наличие «эффекта дня недели» на большинстве развитых рынков, однако проявляется он в разные дни: «эффект выходного дня» (средняя отрицательная доходность с момента закрытия рынков в пятницу до открытия в понедельник) наблюдается в США, Великобритании, Канаде, Германии, Италии, Бразилии; «эффект вторника» (средняя отрицательная доходность с момента закрытия рынков в понедельник до закрытия во вторник) - в Японии, Франции, Австралии, Гонконге, Бельгии, Сингапуре; «эффект пятницы» (самая высокая из 5 торговых дней доходность, приходящаяся на период с закрытия в четверг до закрытия в пятницу) наблюдается почти на всех рынках.[1]

Широкомасштабное исследование, проведенное Башером (A. Basher) и Садорски (P. Sadorsky) в 2003 году, включало анализ фондовых рынков на наличие «эффекта дня» и охватывало 21 недавно появившийся фондовый рынок. Авторы использовали различные модели с учётом условных и безусловных рисков. В результате исследования все модели подтвердили существование «эффекта дня» для Филиппин, Пакистана и Тайвани. В таких странах, как Аргентина, Малайзия, Тайланд и Турция «эффект дня» был выявлен только некоторыми моделями.

На основании изучения литературы, посвящённой выявлению аномалий на фондовых рынках, была составлена сводная таблица:

Таблица 1

Исследования календарных аномалий.

Френч (French, 1980)	Отрицательная доходность в понедельник, индекс «Standartand Poor's Composite Index»
Гиббонс и Хесс (Gibbons, Hess, 1981)	Отрицательная доходность в понедельник, индекс «The Dow Jones Industrial Index»
Кейм и Стамбау (Keim, Stambaugh, 1984)	Отрицательная доходность в понедельник, индекс «Standart and Poor's Composite Index», и положительная корреляция между доходностями в пятницу и в понедельник
Рогальский (Rogalski, 1984)	Доказательство существования «эффекта выходного дня» только между декабрем и февралем

Джефф и Вестерфилд (Jeff, Westerfield, 1985)	Отрицательная доходность во вторник на рынках Японии и Австралии
Боард (Board, 1988)	«Обратный эффект выходного дня» на Бриганском фондовом рынке
Конолли (Conolly, 1989)	Исчезновение «эффекта выходного дня» в США после 1975 г.
Солник и Бускет (Solnik, Bousquet, 1990)	Отрицательная доходность во вторник на Парижской фондовой бирже, индекс CAC
Барон (Barone, 1990)	Отрицательная доходность во вторник на Миланской фондовой бирже, индекс MIB
Башер (A. Basher) и Садорски (P. Sadorsky, 2003)	«Эффект понедельника» – Малайзия, Тайвань, Тайланд, Турция, Аргентина, Южная Африка «Эффект вторника» – Пакистан (отрицательная доходность), Филиппины, Израиль, Индонезия «Эффект среды» – Аргентина, Польша «Эффект четверга» - Турция «Эффект пятницы» – Тайвань (положительная доходность), Турция, Филиппины

Объяснению «эффекта выходного дня» было уделено большое внимание в литературе. Миллер (Miller) связал отрицательные доходности в конце недели с изменениями в решениях брокеров и инвесторов о купле-продаже акций. Инвесторы в течение недели настолько заняты, что сами исследовать рынок не могут, и следуют рекомендациям брокеров покупать акции. Однако, в выходные дни инвесторы освобождены от работы и не нуждаются в услугах брокеров. Поэтому они проводят собственные исследования фондового рынка и склонны к решению о продаже. В результате появляется избыток предложения акций при открытии биржи в понедельник. Гипотеза Миллера подтверждается очевидностью того, что брокеры, как правило, дают рекомендации на покупку акций, и, следовательно, заключаются нестандартные биржевые сделки (менее 100 акций). Согласно данным исследования Миллера объём нестандартных биржевых сделок высок в конце недели и снижается к понедельнику. Таким образом, отдельные инвесторы имеют тенденцию к продаже акций в понедельник, когда торговля стандартным пакетом акций снижает ликвидность.[3]

Другим объяснением отрицательного «эффекта выходного дня» является то, что цены закрытия «слишком высокие» по пятницам и «слишком низкие» по понедельникам.

Первый вариант связывает необычайно высокие цены закрытия в пятницу с задержкой платежей. Задержка между датой продажи и расчётной датой создаёт беспроцентный займ, существующий до даты платежа. Пятничные покупатели имеют два дополнительных дня беспроцентного кредита, создавая стимул покупать в пятницу, тем самым поднимая пятничные цены. Снижение цен за выходные ведёт к ликвидации этого стимула. Эта гипотеза подтверждается межнедельным соотношением объёмов и доходностей. Пятница – это день с самым большим объёмом и с самой высокой положительной доходностью акций.

Второй вариант, гипотеза дивидендного исключения утверждает, что цены понедельника «слишком низкие», так как большинство продаваемых по понедельникам акций

являются бездивидендными. В действительности, большинство исследований «эффекта дня» игнорируют дивидендные платежи при расчёте ежедневных доходностей.

В соответствии с гипотезой информационной реализации информация, реализуемая в течение недели, имеет тенденцию быть положительной, а информация, реализуемая в выходные дни – тенденцию быть отрицательной. Фирма, получающая эффективную информацию, реализует её быстро. Следовательно, инвесторы смогут набавить цену акций. А при плохой осведомлённости инвесторы получают информацию уже после закрытия биржи в пятницу.

Абрахам (Abraham) и Икенберри (Ikenberry) в 1994г. выдвинули гипотезу последовательной корреляции. Цена понедельника обуславливается ценой пятницы. «Сильные» пятницы ведут к положительной доходности в выходные, а «слабые» – к отрицательной доходности. Одна треть пятниц показывает снижение цен, что обуславливает результаты понедельника, учитывая предположение, что «плохие» пятницы сильно влияют на торги в понедельник.

Для российского рынка ценных бумаг исследование календарных аномалий было проведено Муратом Курашиновым в 2004 году. Автор проанализировал данные индексов РТС и ММВБ за период с 1 августа 1998г. по 31 августа 2004 г., вычисляя среднюю доходность индексов по дням недели. Результатом исследования стало выявление ярко выраженного «эффекта среды». Данную аномалию М. Курашинов объясняет с помощью гипотезы, основанной на трейдерском опыте автор: в среду более успешные трейдеры начинают фиксировать прибыль, в то время как другие участники рынка, обеспокоенные возможной потерей текущей прибыли, ликвидируют свои позиции[5].

До настоящего времени для фондового рынка России не проводились исследования на наличие «эффекта месяца» и «эффекта праздничных дней». Мы решили восполнить этот недостаток.

В ходе изучения использовалось два подхода: анализ на основе расчёта средней доходности и регрессионный анализ. Было проведено исследование российского рынка акций на наличие таких аномалий, как «эффект дня недели», «эффект праздничных дней» и «эффект месяца». Для этого были использованы два самых широко распространённых индекса – РТС и ММВБ. По индексу РТС анализ проводился с 1 сентября 1995 года по 3 ноября 2005 года, по индексу ММВБ – с 22 сентября 1997 года по 2 ноября 2005 года. Доходность за торговый период вычислялась по формуле:

$$R_t = (P_{\text{закр.}t} - P_{\text{закр.}t-1}) / P_{\text{закр.}t-1},$$

где $P_{\text{закр.}t}$ – уровень закрытия индекса в день t ;

$P_{\text{закр.}t-1}$ – уровень закрытия индекса в день, предшествующий дню t .

Для оценки изучаемых эффектов была использована модель линейной регрессии.

Для исследования “эффекта дня” и “эффекта праздничных дней”:

$$Y = c_0 + \sum_{i=1}^5 c_i \cdot d_i + c_6 \cdot h_i + E_i,$$

где

Y – значение доходности индексов РТС, ММВБ

c_i – коэффициенты регрессии

d_i – день недели

h_i – 2 дня до праздничного дня и 2 дня после праздничного дня

E_i – случайные отклонения

Для исследования “эффекта месяца”:

$$Y = c_0 + \sum_{j=1}^{12} c_j \cdot d_j + E_i,$$

где

Y – значение доходности индексов РТС, ММВБ

c_i – коэффициенты регрессии

d_i – месяц

E_i – случайные отклонения

Полученные результаты подтверждают наличие следующих аномалий на российском фондовом рынке:

- по индексу РТС выявлены «эффект вторника» и «эффект праздничного дня». Эти аномалии характерны и для западных фондовых рынков. При анализе уравнения регрессии на наличие «эффекта месяца» был получен «эффект сентября» (результат регрессионного анализа совпал с результатом анализа средней доходности).

Таблица 2

Доходность индексов по месяцам (от закрытия до закрытия), %

Индекс	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
РТС	0.0017	0.0035	0.0035	0.0031	0.0007	0.0028	-0.0009	-0.0005	-0.0033	0.0013	0.0002	0.0044



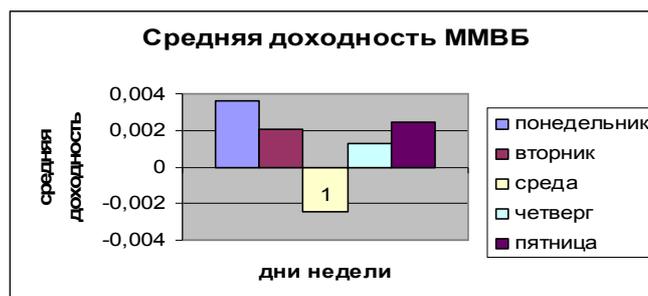
Проанализировав среднюю доходность индекса РТС по месяцам, можно заметить, что самая низкая доходность наблюдается в сентябре, причём она значительно ниже нуля. Это позволяет сделать вывод о том, что на российском фондовом рынке проявляется такая аномалия, как «эффект сентября».

- по индексу ММВБ обнаружен «эффект среды», что совпадает с результатами анализа средней доходности индексов за исследуемый период.

Таблица 3

Доходность индексов по дням недели (от закрытия до закрытия), %

Индекс	понедельник	вторник	среда	четверг	пятница
ММВБ	0.0036	0.0020	-0.0024	0.0013	0.0024



Из рисунка видно, что пятница – самый доходный день недели. В этом российский рынок похож на большинство западных рынков. Но на российском рынке ценных бумаг проявляется своеобразная национальная особенность: средняя доходность среды существенно ниже, чем исторические доходности прочих рабочих дней недели. Более того, она заметно ниже нуля, при том, что доходность во все остальные дни недели положительная. Это даёт основание говорить о наличии ярко выраженного «эффекта среды» на российском фондовом рынке.

Логически объяснить данные эффекты очень трудно. По сути, и на западе не существует вразумительного толкования проявления аномалий рынка ценных бумаг. Но можно выдвинуть гипотезу о том, что календарные отклонения объясняются поведением трейдеров и обусловлены их психологией. Инвесторы стремятся закончить все свои финансовые дела до наступления праздников и выходных дней, что и является причиной их активности в предпраздничные дни и в пятницу. Проявление таких эффектов, как «эффект вторника» и «эффект среды» может быть объяснено тем, что некоторые люди считают какие-либо дни недели неудачными и их не волнует, первый это день торгов или какой-либо другой.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Agrawal A., Tandon K.** Anomalies or Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries//Journal of international Money and Finance. №13, -P. 83-106
2. **French K. R.** Stock Returns and the Weekend Effect//Journal of Financial Economics.1980.March
3. **Miller, Edward M., Larry J. Prather and M. Intiaz Mazumder,** 2003, Day-of-the-Week Effects among Mutual Funds, Quarterly Journal of Business and Economics 42, -P. 113-128.
4. **Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.** Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2003, -С. 531
5. **М. Курашинов** «Эффект среды» или национальная черта российского рынка ценных бумаг, Рынок ценных бумаг, № 20 (275) 2004, 13-15

О.С.ФЕОКТИСТОВА

УЧЕТ ИНТЕРЕСОВ НАСЕЛЕНИЯ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ НАПРАВЛЕНИЙ РЕГИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ

В статье рассматривается обоснование необходимости и возможности учета интересов населения при определении направлений регионального развития

Одним из важнейших аспектов социально-экономического развития региона является успешное взаимодействие трех основных субъектов регионального развития: населения региона, региональных органов власти, бизнес-сектора (Рис. 1.). Именно информация обеспечивает такое взаимодействие.

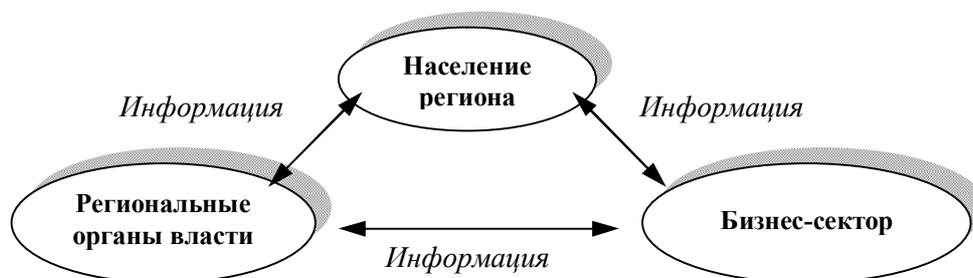


Рис. 1. Механизм взаимодействия основных субъектов регионального развития