

8.5. РОЛЬ ПРОГНОЗОВ В ИЗУЧЕНИИ ТЕОРИИ СЮРПРИЗОВ

Чуркин Г.В., аспирант кафедры фондового рынка и рынка инвестиций факультета экономики

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Изменение цен на фондовом рынке происходит под влиянием событий различного характера (экономических, политических, социальных и т.д.). В статье показаны критерии, по которым можно разделить новости, оказывающие влияние на фондовый рынок. Особенное внимание уделено событиям, появление которых приводит к краткосрочным изменениям цен на фондовом рынке. На основе эмпирических данных доказываются их влияние на российский фондовый рынок. С учетом этого представлена методика, помогающая принимать решения о покупках или продажах ценных бумаг.

«Теория сюрпризов» – это теория, родившаяся и получившая дальнейшее развитие в Чикагском университете США в 60-х-90-х годах XX в. В настоящее время эта теория активно развивается и используется не только в США, но и в Западной Европе применительно к изучению реакции фондового рынка на выход новой неожиданной информации. По ходу изложения материала в данной статье будут даны более узкие, персонализированные понятия данной теории.

Любой рынок – валютный, фондовый – формируется на фоне выходящих значимых событий. Такими событиями могут быть оглашение финансовых отчетов компаний, изменение процентных ставок, включение и исключение акций компаний в индексы и т.д. Все эти события не только оказывают влияние на рынки, но даже сам процесс ожидания выхода данных событий также не проходит бесследно для рынков. Различные настроения формируются в процессе ожиданий как положительных, так и негативных событий. Из чего же формируются ожидания участников рынка?

Ожидания участников рынка основываются на ранее сделанных прогнозах. Что же такое прогнозы? Прогнозы – это определение будущего с помощью специальных (научных) методов. Прогнозы на фондовом рынке – это определение будущего движения акций в зависимости от того или иного события. На фондовом рынке каждый день выходит огромное количество новостей с различными информационным содержанием. Опытные участники рынка разбираются в таком потоке информации и из этого потока делают свои прогнозы с целью определения движения акций на бирже и получения прибыли. Основу прогноза обычно составляет анализ динамики процессов на рынке в прошедшие годы, обнаружение и детальное изучение взаимосвязей между явлениями и показателями, сопровождающих эти процессы, описание их количественных и качественных характеристик и выявление устойчивых закономерностей. В наибольшей степени состояние рынка и его динамику в соответствующем сегменте отражают цены. Дело в том, что цены формируются под действием всех факторов, включая спрос, наличие на фондовом рынке и соответственно уровень предложений. Наконец, на цены влияют ожидания рынка. Ожидания рынка – этот тот самый человеческий фактор, субъективное мнение, которое и формирует отношение к рынку его участников и определение дальнейшего движения цены. Ожидания формиру-

ются в преддверии выходящих новостей. Новости могут быть хорошими или плохими.

Научных исследований, посвященных изучению реакции рынка на хорошие и плохие новости, очень мало. Часть исследований по данному направлению можно найти в работах Скиннер и Слоун [8], Конрад, Корнелл и Ландсман [5]. Для того чтобы отнести новость к хорошей или плохой, необходимо руководствоваться определенными критериями.

Критерии деления на хорошие и плохие новости в зависимости от полученной прибыли можно найти в работах Чана [4]. Он разбивал акции в зависимости от полученной доходности за месяц. В зависимости от полученной прибыли по акциям за месяц, Чан делал вывод о качестве вышедшей новости, если акции за месяц показали плохую доходность, то вышедшая новость определялась как плохая, и наоборот, если акции показывали хорошую доходность за месяц, то новость относилась к хорошей. Он выстраивал акции в зависимости от полученной доходности на самом вершине акции с большей доходностью и далее по убыванию. Соответственно акции, которые располагались на самом вершине и получили большую доходность, а значит, новость можно оценить как хорошую.

Другими критериями оценки пользовались Притамани и Сингал [6]. Временной интервал они брали для своих исследований один день, и эффект от новости рассматривали на этом временном интервале и делили новости на хорошие и плохие на основании знака скорректированной сверх доходности. Если сверхдоходность за день была отрицательная, то новость зачислялась как плохая, и наоборот, если сверхдоходность была положительная, то новость считалась хорошей. Все вышеперечисленные исследования авторов имеют главную общую черту – они исследуют влияние непосредственно самих данных в вышедших релизах на внутридневные колебания на рынке акций без учета прогнозов.

В своих работах Скиннер [7] и Соффер [9] брали другой временной интервал в своих исследованиях: две недели до объявления новости и две недели после – именно на этот период, по их мнению, приходится сильная реакция рынка на новость. Они считали, что в день выхода реакции не всегда бывает сильной, иногда квартальной отчетности предшествует предварительное сообщение. В работах Скиннер и Слоун [8] можно встретить такое деление новостей на хорошие и плохие: на основании рекомендаций, прогнозов аналитиков и ожидания рынка выхода новости. Новость считалась хорошей, если соответствовала прогнозам аналитиков и ожиданиям рынка, и плохой, если она не соответствовала ожиданиям рынка. В связи с этим появилось понятие «сюрприз доходов» (earnings surprise, ES). Сюрприз определяют как разницу между реальными на акцию EPS за квартал и доходами прогнозируемыми (здесь берется медианное значение прогнозов):

$$ES = \text{ActualEPS} - \text{MedianForecastedEPS}.$$

В зависимости от знака вышедшего в итоге плюса или минуса новость относилась к хорошей, плохой или нейтральной.

Есть также деление новостей на неожиданные, ожидаемые и непредсказуемые для всех. Ожидаемые новости – это новости, которые могла предвидеть определенная группа участников фондового рынка. Например, о выходе финансовых отчетов. Неожиданные новости – это новости, которые никто из участников

рынка не мог предвидеть. Например, террористический акт, техногенная катастрофа (взрыв на атомной электростанции Фукусима-1). Непредсказуемые новости для всех – в качестве примера здесь можно привести планируемое заседание Комиссии по открытому рынку США (Federal open markets commission, FOMC) и возможность изменения базовой процентной ставки фондов федерального финансирования. Возможные варианты такой новости: ставка останется неизменной или будет изменена.

Все же необходимо рассматривать новости с учетом прогнозов и ожиданий участников рынка. Если новость противоречит основному тренду, то время ее влияния может ограничиться несколькими часами. А если новость выходит положительная на фоне восходящего тренда она может ускорить процесс восхождения.

Таблица 1

ВАРИАНТЫ РЕАКЦИИ РЫНКА НА ВЫХОДЯЩИЕ НОВОСТИ

| Ожидания рынка | Реакция рынка на новость |
|--------------------------------|--|
| Ожидания в целом оправдались | Сильных изменений движений цен на рынке не будет |
| Рынок недооценил данный фактор | Продолжение действующего движения с ускорением в момент появления новости |
| Ожидания оказались ошибочными | Можно ожидать сильного изменения цены в направлении, противоположном предыдущему |

В качестве примера можно привести акции Открытого акционерного общества (ОАО) «Ростелеком» (рис. 1). На фоне ожиданий участников рынка о включении акций «Ростелекома» в MSCI расценивалась как положительная новость и создавала позитивное настроение на фондовом рынке. Акции компании, начиная с 5 мая 2011 г., находились в краткосрочном восходящем тренде, что видно на часовом графике движений акций компаний. Но 17 мая 2011 г. был оглашен список акций, включенных в MSCI, и акции «Ростелекома» туда не вошли. На фоне положительных ожиданий новость оказалась неприятным сюрпризом, и акции упали за день на 5,76%.

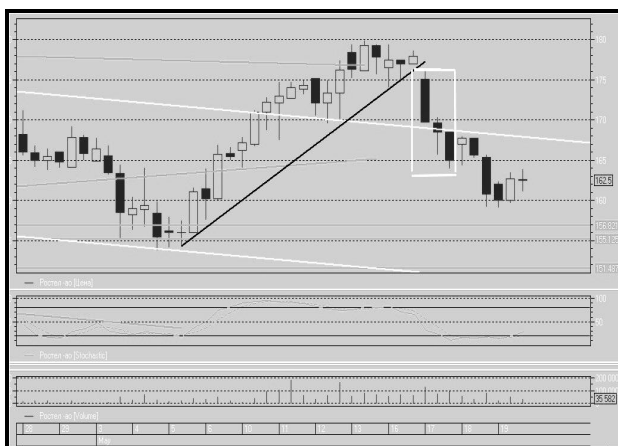


Рис. 1. Часовой график движений акций ОАО «Ростелеком»

Фондовый рынок после землетрясения в Японии и катастрофы на Фукусиме-1 находился в негативных прогнозах на фоне плохих новостей, но 18 марта 2011 г. привилегированные бумаги ОАО «АВТОВАЗ» выросли на +17,52% (рис. 2) после выхода новости о

том, что Государственная корпорация «Ростехнологии» опровергла появившуюся информацию о приостановке из-за событий в Японии (землетрясения и катастрофы на Фукусиме-1) переговоров о продаже Nissan пакета акций российского производителя. Это видно на часовом графике движений акций ОАО «АВТОВАЗ». Акции находились в нисходящем тренде на фоне внешних отрицательных новостей, отразившихся на всех рынках и акциях, а также из опасений участников рынка о срыве сделки по продаже акций ОАО «АВТОВАЗ» компании Nissan. Как участники рынка оценили данную информацию? Данная новость оказалась приятным сюрпризом на фоне внешнего негатива и отрицательных ожиданий по возможному срыву сделки. Новость о том, что доля японской компании Nissan в акциях ОАО «АВТОВАЗ» будет доведена до контрольной, дает повод участникам рынка надеяться на позитивные перспективы для компании ОАО «АВТОВАЗ», и соответственно эти ожидания сказались на ценах акций ОАО «АВТОВАЗ».

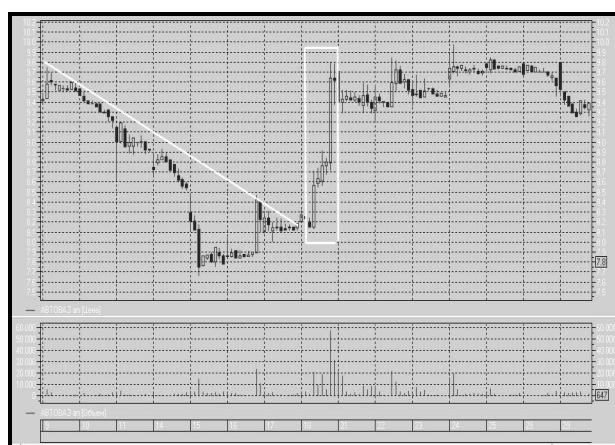


Рис. 2. Часовой график движений акций ОАО «АВТОВАЗ»

Можно сформировать такое определение сюрпризов на фондовом рынке: события, появление которых приводит к краткосрочным изменениям цен на фондовом рынке. Теория сюрпризов появилась в 1969 г. в результате исследования Fama, Fisher, Jensen and Roll, которое они провели для рекламы компании CRSP, показывая влияние выхода корпоративных отчетов на краткосрочные колебания цен на рынке. В начале 1990-х гг. к теории вернулись в рамках новой теории поведенческих финансов.

В качестве примера здесь можно привести новости вышедшие 24 марта 2009 г. и реакцию участников рынка. В этот день ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (НЛМК) опубликовал финансовые результаты за 2008 г. по US GAAP. Представленные результаты оказались хуже ожиданий рынка, ожиданий аналитиков и собственных прогнозов компании из-за крайне неудачного для компании 4-го квартала 2008 г. По итогам 2008 г. выручка НЛМК составила 11 698,7 млн. долл. (рост к 2007 г. 51,6%), EBITDA увеличилась до 4 538 млн. долл. (рост к 2007 г. составил 36%), чистая прибыль составила 2 278,7 млн. долл. (рост к 2007 г. составил 1,4%). По итогам 2008 г. снизилась рентабельность по EBITDA (-4,4 п.п. к уровню 2007 г.) и по чистой прибыли (-9,5 п.п. к уровню 2007 г.). В 4-м квартале 2008 г. НЛМК получил убыток

в размере 480,6 млн. долл. против 1,23 млрд. долл. чистой прибыли по итогам 3-го квартала 2008 г. Убыток НЛМК в 4-м квартале 2008 г. обусловлен двумя статьями – «убытком по нереализованным форвардным и опционным контрактам» в размере 653,3 млн. долл. и штрафными санкциями по соглашению об урегулировании претензий НЛМК и DBO Holdings в размере 234 млн. долл. В пресс-релизе, посвященном анализу финансовых результатов работы за 2008 г., руководство компании достаточно подробно представило ожидания и планы НЛМК на 2009 г. Прогнозы НЛМК на 2009 г. оказались весьма сдержанными. С учетом того, что НЛМК традиционно является наиболее эффективной компанией в отрасли, участники рынка ожидали, что остальные сталелитейщики в 1-м квартале 2008 г. сработают еще хуже. Именно положительные ожидания НЛМК обусловили негативное отношение инвесторов к акциям сталелитейных компаний, которые по итогам торговой сессии оказались в числе лидеров снижения и потеряли за день 12,56% (рис. 3).

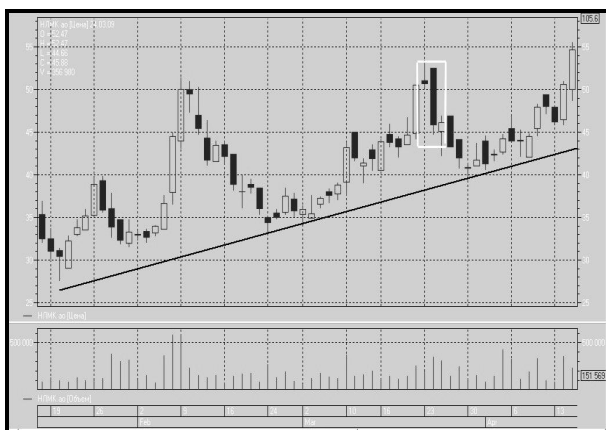


Рис. 3. Часовой график движений акций ОАО «НЛМК»

Таким образом, конфигурации кривых спроса и предложения на фондовом рынке, как известно, не могут считаться независимыми данными, так как обе эти категории включают в себя ожидания участников, касающиеся событий, которые в свою очередь обусловлены этими ожиданиями. Решения о покупках или продажах принимаются на основе ожиданий цен в будущем, а эти цены в свою очередь зависят от принимаемых в настоящий момент решений о покупках или продажах. Необходимо учитывать не только сами опубликованные данные, но и прогнозы относительно вышедших данных.

$$K = A / П,$$

где

K – коэффициент, оказывающий влияние на изменение цен на фондовом рынке;

A – опубликованные данные;

П – агрегированный прогноз аналитиков (стандартный консенсус прогноз).

Прогнозы и последующие ожидания участников рынка и формируют тренды. Сюрпризы в виде новостей, которые идут в разрез ожиданий участников рынка, могут изменять движения тренда.

Литература

1. Зверьков В.Г. Как заработать на рынке акций. 30%, 50% и даже 100% годовых – это реально! [Текст] : российский опыт / В.Г. Зверьков. – СПб. : Невский проспект ; Вектор, 2007. – 394 с.
2. Солодухина А.В. Влияние корпоративных новостей на рыночную стоимость компаний [Текст] / А.В. Солодухина, Д.В. Репин // Корпоративные финансы. – 2009. – №1. – С. 41-69.
3. Твардовский В.В. Секреты биржевой торговли: Торговля акциями на фондовых биржах [Текст] / В. Твардовский, С. Паршиков. – 4-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 550 с.
4. Chan W. Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines // Journal of financial economics. 2003. Vol. 70. p. 223-260.
5. Conrad J., Cornwell B., Landsman W. When is bad news really bad news? // The journal of finance. 2002. Vol. LVII ; №6. p. 2507-2532.
6. Pritamani M., Singal V. Return predictability following large price changes and information releases // Journal of banking and finance. Vol. 25. p. 631-656.
7. Skinner D. Earnings disclosures and stockholder lawsuits // Journal of accounting & economics. Vol. 23. Pp. 249-282.
8. Skinner D., Sloan R. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio // Review of accounting studies. 2002. Vol. 7. p. 289-312.
9. Soffer L., Thiagarajan S., Walther B. Earnings preannouncement strategies // Review of accounting studies. Vol. 5. p. 5-26.

Ключевые слова

Фондовые рынки; теория сюрпризов; прогнозы; участники рынка; цена; ценные бумаги; реакция рынка; акции; биржа; новости.

Чуркин Герман Викторович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность статьи Чуркина Г.В. обусловлена важностью правильной оценки событий, влияющих на изменения цен на фондовом рынке, в зависимости от их характера. При этом автор отмечает недостаточный уровень изученности данной проблемы на современном этапе.

Охарактеризовав уже имеющиеся критериальные подходы к оценке событий, влияющих на фондовый рынок, автор статьи выдвигает собственную градацию вариантов влияния рынка на те или иные события. Сделанные выводы подтверждаются практическими данными, основанными на анализе изменения цен на различные акции в зависимости от характера новостей. При этом автором особо подчеркивается влияние новостей, характеризующихся как сюрпризы на фондовом рынке, при этом в зависимости от характера такой новости-сюрприза ее следует рассматривать с учетом прогнозов и ожиданий участников рынка. В частности, как установлено автором, если новость противоречит основному тренду, то время ее влияния может ограничиться несколькими часами. Если новость выходит положительная на фоне восходящего тренда, она может ускорить процесс восхождения. В связи с этим автор определяет сюрпризы на фондовом рынке – как события, появление которых приводит к краткосрочным изменениям цен на фондовом рынке.

Следует согласиться с мнением автора статьи о решающем влиянии на сложившуюся динамику (тренд) цен на акции сюрпризов в виде новостей, которые идут в разрез ожиданий участников рынка. В связи с этим необходимо отметить важность вывода о соотношении кривых спроса и предложения на фондовом рынке, которые включают в себя ожидания участников, касающиеся событий, которые, в свою очередь, обусловлены этими ожиданиями.

Давая общую оценку статье Чуркина Г.В., следует отметить аргументированность и логичность изложения, четкость выводов по рассматриваемой проблеме которые нашли удачное подтверждение при помощи графического обобщения динамики цен на акции в зависимости от происходящих событий.

Статья в полной мере соответствует требованиям, предъявляемым к научным работам, и может быть рекомендована к публикации в научных журналах, в том числе в журналах, входящих в перечень Высшей аттестационной комиссии РФ.

Ярлова В.В., к.э.н., зав. кафедрой «Менеджмент» НОУ ВПО «Тульский институт управления и бизнеса им. Н.Д. Демидова»

8.5. ROLE OF FORECASTS IN THE STUDY OF THE EVENT STUDIES

G.V. Churkin, Postgraduate Student of the Stock Market and Investment, the Department of Economics

*National Research University
«Higher School of Economics»*

Changes in prices in the stock market is influenced by the events of various kinds (economic, political, social, etc.). The article describes the criteria by which you can share the news affecting the stock market. Particular attention paid to events, the occurrence of which leads to short-term changes in stock prices. On the basis of empirical evidence proves their influence on the Russian stock market. With this in mind, the technique that helps you make decisions about purchases or sales of securities.

Literature

1. V.G. Animals. How to make money in the stock market. 30%, 50% and even 100% per annum – this is real!: Russian experience. – St. Petersburg.: Nevsky Prospect, Vector, 2007. – 394 p.
2. A.V. Solodukhina, D.V. Repin. The influence of corporate news on the market value of companies. The magazine «Corporate Finance», № 1, 2009, p. 41-69
3. V. Twardowski. Secrets of stock trading: Trading of shares on the stock exchanges / B. Twardowski. S. Parshikov – 4 – ed. – Moscow: Alpina Business Books, 2007. – 550 p.
4. W. Chan. (2003), Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines, *Journal of Financial Economics* 70 (2003), 223-260 p.
5. J. Conrad, B. Cornell, W. Landsman. (2002), When is bad news really bad news? *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No.6, (2002), 2507-2532 p.
6. M. Pritamani, V. Singal. (2001), Return predictability following large price changes and information releases, *Journal of Banking and Finance* 25 (2001), 631-656 p.
7. D. Skinner. (1997), Earnings disclosures and stockholder lawsuits, *Journal of Accounting & Economics* 23 (1997), 249–282 p.
8. D. Skinner, R. Sloan. (2002), Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of Accounting Studies* 7 (2002), 289-312 p.
9. L. Soffer, S. Thiagarajan, B. Walther. (2000), Earnings preannouncement strategies, *Review of Accounting Studies* 5 (2000), 5-26.

Keywords

Stock markets; event studies; forecasts; market participants; the price of securities; market reaction; stocks; stock market; news.