Оценка информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.10, кандидат экономических наук Погожева, Анастасия Андреевна

**Год:**

2013

**Автор научной работы:**

Погожева, Анастасия Андреевна

**Ученая cтепень:**

кандидат экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.10

**Специальность:**

Финансы, денежное обращение и кредит

**Количество cтраниц:**

178

## Оглавление диссертации кандидат экономических наук Погожева, Анастасия Андреевна

Список обозначений.

Введение.

Глава 1. Рекомендации аналитиков на финансовых рынках.

1.1. Тестирование эффективности рынка.

1.2. Исследования по аналитическим отчетам.

1.3. Информационная значимость аналитических отчетов.

1.4. Инвестиционная значимость аналитических отчетов.

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Оценка информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам"

Мировые расходы на аналитику по фондовому рынку составляют миллионы долларов в год ежегодно. В России это направление также активно развивается. Более трех десятков компаний выпускает регулярные аналитические отчеты, востребованные инвесторами, в которых рассматриваются различные аспекты деятельности как отдельных эмитентов, так и целых секторов рынка.

На совершенно эффективном рынке расходы на аналитику были бы не нужны, поскольку котировки ценных бумаг уже отражали бы всю информацию, доступную на рынке в данный момент. Однако если рынок не является совершенно эффективным, то инвесторы, желая получить доходность выше рыночной, готовы вкладывать средства в получение частной информации, тем самым повышая эффективность рынка. Это подтверждается фактическим положением дел и ростом ежегодных расходов на аналитику. Аналитические отчеты в таком контексте могут оказывать влияние на рынок постольку, поскольку имеют информационную значимость для инвесторов.

Отчеты, выпускаемые аналитическими командами инвестиционных банков, содержат различные виды информации, однако одним из ключевых разделов, содержащихся в каждом отчете, является рекомендация по ценной бумаге. Фактически, это прямое указание на то, как, по мнению аналитика, стоит поступить с акциями эмитента - продать, купить или оставить позицию по акциямнеизменной, если они уже входят в портфель инвестора.

Рекомендации аналитиков важны как с точки зрения профессиональных инвесторов, так и с точки зрения непрофессиональных, или «шумовых», инвесторов, число которых на российском фондовом рынке постепенно растет. С 2006 года и до середины 2012 года число клиентов фондовой биржи ММВБ -физических лиц выросло со 199 тыс. до 808 тыс. Поскольку шумовые инвесторы не в состоянии проводить регулярный фундаментальный анализ ценных бумаг, они следуют за общим движением рынка или применяют другие стратегии, одной из которых является использование аналитических отчетов, выпускаемых по эмитентам. Если такая стратегия имеет смысл, это означает, что следование рекомендациям аналитиков позволит получать доходность выше средней по рынку.

Ограничением при анализе эффективности торговых стратегий, использующим информацию из отчетов аналитиков, на российском рынке является относительно короткий временной период, за который можно собрать информацию по рекомендациям. Релевантная информация доступна всего за 3-4 года, в течение которых российский фондовый рынок претерпевал значительные изменения. Принимая во внимание то, что эффективность торговых стратегий на зарубежных фондовых рынках тестируется на горизонте многих лет, и даже при этом остается под вопросом при изменении тренда рынка, представляется целесообразным накопить достаточный объем эмпирического материала перед проведением подобных исследований на российских данных.

В свою очередь, определение значимости влияния рекомендаций на российский фондовый рынок уже является возможным и целесообразным на имеющихся данных. Целью данной работы является ответ на вопрос о том, играют ли рекомендации аналитиков значимую информационную роль на рынке, то есть оказывают ли они влияние на движение котировок и изменение объема торгов ценными бумагами. Такое исследование возможно провести с использованием метода событийного анализа, который позволяет получить достоверные результаты на краткосрочных временных интервалах.

В данной работе приводится обзор существующих методов оценки влияния рекомендаций на фондовый рынок, определяется спецификация модели, наиболее релевантной для российского рынка, и проводится эмпирическое исследование влияния рекомендаций аналитиков на котировки и объемы торгов российских эмитентов.

Помимо оценки общего влияния рекомендаций, рассматриваются дополнительные параметры, которые могут оказывать существенное влияние на реакцию инвесторов на изменения. Благодаря уникальной ситуации, сложившейся на российском рынке, есть возможность оценить реакцию инвесторов на различных биржах. Многие крупные российские эмитенты наряду с торгами на ММВБ имеют листинг в форме депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже (Ь8Е). В данной работе проводится анализ того, какое влияние оказывает биржа на количественное изменение доходности по ценным бумагам, на разницу в объеме торгов и на разницу в реакции инвесторов на повышения и на понижения рекомендаций.

Кроме того, в рамках данного исследования оценивается то, какое влияние на реакцию инвесторов оказывает изменение тренда фондового рынка. Такой анализ возможен благодаря тому, что за рассматриваемый период времени на российском фондовом рынке можно было наблюдать как «бычий» тренд, так и «медвежий».

Также в рамках данного исследования проверяется гипотеза о значимости репутации банка, который публикует аналитические отчеты, что потенциально дает возможность оценивать работу аналитических команд различных компаний.

Наконец, в работе тестируются различные спецификации модели, что позволяет подтвердить устойчивость полученных результатов.

Актуальность темы исследования

Рынок аналитики по российскому фондовому рынку растет. Начиная с 2007-2008 годов, идет постепенное накопление эмпирического материала, на основе которого можно начать тестировать различные гипотезы, касающиеся как эффективности функционирования российского рынка, так и влияния деятельности инвестиционных банков. Также остается множество вопросов, связанных с функционированием этой части рынка и оценкой качества выпускаемых материалов.

За рубежом интерес к работе аналитиков возник еще в 1960-х годах. С тех пор было выпущено множество работ по этой теме, основывающихся на данных по развитым рынкам. Усложнение баз данных, доступных для исследователей, а также увеличение объемов имеющихся данных и появление информации о поведении аналитических прогнозов и фондовых рынков в различные исторические периоды позволяют проводить анализ все более узких тем, связанных с выпуском рекомендаций. Несмотря на это, даже на зарубежных рынках остается широкий круг вопросов, на которые ответы еще не найдены, или по которым консенсус исследователей еще не достигнут, в связи со сложностью изучаемой темы.

Короткий временной интервал данных, доступных по российскому фондовому рынку, а также отсутствие специфических баз данных и связанная с этим трудоемкость получения и обработки информации, делают невозможным проведение таких специализированных исследований, как анализ мотивации сотрудников инвестиционных банков или оценка влияния популярности отдельных аналитиков на значимость рекомендаций. Однако накопленный материал уже позволяет провести первичный анализ рынка аналитики в России, который до сих пор рассматривался только фрагментарно. Уже сейчас можно делать выводы о целесообразности поддержания аналитических подразделений, необходимости законодательных изменений или особенностях принятия решений на данном рынке.

Актуальность подобного исследования обеспечивается также тем, что круг работ по фондовым рынкам за пределами США очень ограничен. Поскольку поведение инвесторов от рынка к рынку существенно различается, подтверждение тех или иных выводов на российских данных значимо повысит их достоверность.

Актуальность темы исследования будет только возрастать с развитием российского фондового рынка и деятельности аналитиков. Это позволит расширить список изучаемых тем и подтвердить или опровергнуть ранее полученные результаты.

Методологическая основа исследования

Теоретическую основу исследования составляют работы российских и зарубежных исследователей по фондовым рынкам, деятельности банков, публикующих аналитику по фондовому рынку, а также по управлению инвестициями. Диссертация основана на теоретических принципах, сформулированных в теории поведенческих финансов и методических разработках моделей событийного анализа, выполненных Fama (1968) [44], Womack (1996) [104], Jegadeesh и Kim (2006) [67], Barber и др. (2001) [10], Cervellati (2005) [28], а также Тепловой Т.В. по российскому рынку. Методология исследования базируется на эмпирических исследованиях преимущественно зарубежных экономистов.

Методологическая база включает методы корреляционного и статистического анализа. Существенное влияние на результаты оказывает многофакторная классификация и группировка данных - в зависимости от классификации рекомендаций, группировки аналитических команд, публикующих рекомендации, и периодов времени выставления рекомендаций, значимость результатов варьируется.

В работе тестируется метод анализа информационной значимости рекомендаций аналитиков, который заключается в оценке динамики котировок и объемов торгов в течение короткого окна событий вокруг даты публикации рекомендации.

Цель и задачи исследования

В рамках диссертационного исследования был проведен анализ рекомендаций, выпускаемых инвестиционными банками. Основной целью исследования является оценка информационной значимости рекомендаций аналитиков, включая анализ влияния рекомендаций на котировки и объем торгов ценных бумаг российских эмитентов. С теоретической точки зрения, диссертация предлагает математическую модель, которая предоставит аналитический аппарат для оценки влияния выпускаемых аналитических отчетов на фондовый рынок в зависимости от исследуемых параметров.

В соответствии с указанной целью в данном исследовании поставлены следующие задачи:

1. Сбор, изучение и оценка современных российских и зарубежных подходов к проблеме, уточнение понятия информационной значимости рекомендаций аналитиков

2. Определение структурных элементов аналитических отчетов, выделение видов рекомендаций аналитиков, категоризация субъектов выставления рекомендаций, а также ключевых характеристик рекомендаций аналитиков. Выделение факторов, способных оказать влияние на значимость рекомендации

3. Анализ возможности и целесообразности применения зарубежных моделей в российских условиях. Выбор спецификации модели для оценки информационной значимости рекомендаций на российском рынке

4. Выбор источников данных, сбор, обработка и агрегирование данных, подготовка различных выборок данных для исследования

5. Применение предложенной модели к российским данным для оценки информационной значимости рекомендаций путем исследования реакции котировок и объемов торгов российских эмитентов ценных бумаг. Тестирование модели на различных выборках для оценки гипотез и проверки устойчивости результатов

Объект и предмет исследования

В данной работе объектом исследования являются рекомендации аналитиков по акциям российских эмитентов, торгующихся на биржах ММВБ (Московская Межбанковская Валютная Биржа) и Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE).

Предметом исследования является зависимость изменения котировок и объема торгов акциями российских эмитентов от изменения рекомендаций аналитиков по данным ценным бумагам.

Степень научной проработанности проблемы

Научные исследования, в которых рассматриваются рекомендации аналитиков, оценивают различные аспекты выпуска аналитики по ценным бумагам - начиная от корректности сделанных прогнозов и заканчивая возможностью их использования для торговых стратегий.

На сегодняшний день существует большое количество научных работ по данной теме, которая активно развивалась за рубежом, начиная с конца 1960-х годов. Однако абсолютное большинство исследований использует для анализа данные по рынку ценных бумаг США. Данные по другим рынкам используются чрезвычайно редко -даже в тех странах, где фондовый рынок является достаточно развитым.

Одними из первых работ в области рекомендаций аналитиков были исследования Shelton (1967) [97], Davies и Canes (1978) [39], Crichfield, Dyckman и Lakonishok (1978) [38], Copeland и Mayers (1982) [36].

Наиболее известными работами в области оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков являются работы Elton, Gruber и Grossman (1986) [43], Stickel (1995) [103], Womack (1996) [104], Barber и др. (2001) [10], Bradshaw (2004) [22], Brav, Lehavy (2003) [23], Jegadeesh и Kim (2006) [67].

Важными работами с точки зрения проверки влияния рекомендаций в странах за пределами США стали работы Dimson и Marsh (1984) [40], которые провели исследование на примере пяти стран, а также Jegadeesh и Kim (2006) [67], которые проанализировали рынки стран большой семерки. Кроме того, можно упомянуть исследования по отдельным странам - Pieper, Schiereck и Weber (1993) [91] для рынка Германии, Schmid и Zimmerman (2003) [95] для Швейцарии, две работы по Италии (Cervellati, Delia Bina, Giulianelli (2005) [28], Belcredi, Bozzi и Rigamonti (2003) [16]), две работы по Испании (Gonzalo и Inurrieta (2001) [56], Blandon и Bosch (2009) [19]).

Среди исследований по российскому рынку можно выделить работы, рассматривающие применение событийного анализа к фондовому рынку, в числе которых важно упомянуть методологическую статью Тепловой Т.В. [3], в которой рассматриваются особенности проведению событийного анализа на примере дивидендных выплат. Однако непосредственно отчеты по фондовому рынку анализируются только в работе Болотина Г.М. [1] , в которой рассматривается эффективность торговых стратегий на основе рекомендаций аналитиков и оценивается их прогнозирующая способность. Стоит подчеркнуть, что в указанной работе рассматривается только инвестиционная значимость рекомендаций, в то время как работ, в которых оценивается информационная значимость рекомендаций, представленных в аналитическом отчете, на российском рынке еще не было.

Научная новизна

К наиболее важным результатам, характеризующим научную новизну проведенного исследования, относятся следующие:

1. уточнено понятие информационной значимости рекомендаций аналитиков;

2. выбрана спецификация модели событийного анализа, наиболее подходящая для оценки информационной значимости аналитических рекомендаций на российском рынке;

3. определена количественная зависимость между пересмотром рекомендаций аналитиков в сторону повышения и в сторону понижения и соответствующим изменением аномальной доходности и аномального объема торгов ценных бумаг российских эмитентов в краткосрочном периоде; при этом доказано, что гипотеза распространения информации более достоверна с точки зрения описания влияния изменения рекомендаций на фондовый рынок, чем гипотеза ценового давления;

4. выявлены особенности поведения инвесторов на различных биржах, связанные со скоростью отражения новой информации в котировках, а также подтверждена стабильность реакции инвесторов на изменение рекомендаций по российским акциям вне зависимости от фондовой биржи, на которой они торгуются;

5. выявлено, что более сильный сигнал в аналитическом отчете, при котором направление изменения рекомендации совпадает с итоговым значением рекомендации (например, повышение до уровня «покупать»), ведет к росту информационной значимости рекомендации;

6. доказано, что различные стадии цикла, через которые проходит фондовый рынок, не оказывают влияния на статистическую значимость полученных результатов, однако влияют на относительную экономическую значимость изменения рекомендации - в частности, в период снижения рынка инвесторы более активно реагируют на пересмотры рекомендаций в сторону понижения, а в период роста больше доверяют пересмотрам рекомендаций в сторону повышения, которое подтверждает их ожидания по поводу дальнейшего движения котировок;

7. подтверждена гипотеза о высокой значимости репутации банка, публикующего отчеты по российским эмитентам, при этом разделение банков по страновой принадлежности (местные и зарубежные) не показывает существенных различий в подгруппах.

Основные положения, выносимые на защиту

В диссертационной работе в процессе исследования получены следующие выносимые на защиту научные результаты:

• в ходе теоретического анализа и проведенных эмпирических исследований был получен вывод о том, что использование метода событийного анализа дает достоверные результаты при анализе информационной значимости рекомендаций аналитиков;

• установлено, что пересмотр рекомендаций в сторону повышения на российском рынке приводит к краткосрочному увеличению котировок ценной бумаги на 1,21% в течение трехдневного окна событий, в то время как пересмотр рекомендаций в сторону понижения - к краткосрочному снижению котировок на 1,07%; результаты статистически значимы в течение двух-трех дней после изменения рекомендации; доказано, что результаты использования различных моделей анализа «нормальной» доходности по ценным бумагам для оценки информационной значимости рекомендаций статистически мало отличаются между собой; выявлено, что реакция инвесторов на изменение рекомендаций на фондовой бирже ММВБ определяется в течение более продолжительного периода времени, чем на ЬЭЕ; эмпирическое исследование показало, что репутация аналитической команды оказывает существенное влияние на восприятие инвесторами опубликованной рекомендации и последующую динамику котировок, повышая информационную значимость рекомендаций более чем в два раза; доказано, что различные состояния фондового рынка не оказывают влияния на статистическую значимость полученных результатов, однако влияют на относительную экономическую значимость изменения рекомендации - в частности, в период нисходящего тренда инвесторы более активно реагируют на пересмотр рекомендаций в сторону понижения, а в период восходящего тренда - в сторону повышения; выявлено, что информационная значимость рекомендации увеличивается более чем на 15% в том случае, если направление пересмотра (повышение или понижение) совпадает с итоговой формулировкой рекомендации (покупать или продавать, соответственно).

Практическая значимость исследования

Проводимое исследование имеет высокую практическую значимость для всех участников фондового рынка.

С позиции инвесторов, важным результатом работы является то, что оценка информационной значимости рекомендаций дает возможность более точно предсказывать динамику котировок ценных бумаг при выходе аналитических отчетов. В перспективе это позволит разрабатывать более точные стратегии инвестирования, которые приведут к увеличению рентабельности вложений. Кроме того, выводы, полученные в работе, позволяют определить критерии для выбора банка, прогнозам которого инвестору следует доверять.

С позиции банка, выпускающего отчеты по эмитентам, данная работа предоставляет возможность оценить влияние аналитической команды на рынок и сравнить ее результаты деятельности с работой других команд. Пока что объем доступных данных позволяет проводить анализ только для крупнейших банков, выпускающих большое количество рекомендаций, однако по мере накопления эмпирического материала подобное исследование станет доступно для большего числа аналитических команд.

С позиции эмитента, данная работа дает возможность оценить, какое влияние оказывает работа отдела по связям с инвесторами и аналитиками на котировки ценных бумаг, и соответствующим образом скорректировать систему мотивации собственных сотрудников.

Научные публикации и апробация результатов исследования

Основные результаты диссертации, а также предварительных исследований автора, содержатся в следующих публикациях:

• Погожева A.A. Влияние отчетов инвестиционных банков на ключевые показатели фондового рынка // Российское предпринимательство. - 2012. - № 21 (219). - с. 82-87 (0,45 п.л.)

• Погожева A.A. Событийный анализ как способ тестирования эффективности рынка на примере выпуска рекомендаций // Российское предпринимательство. - 2013. - № 7 (229). - С. 64-68 (0,38 п.л.)

• Погожева A.A. Оценка информационной значимости рекомендаций аналитиков на фондовом рынке // Проблемы современной экономики: сборник материалов XII Международной научно-практической конференции / Под общ. ред. Ж.А. Мингалевой, С.С. Чернова. - Новосибирск: ООО агентство "СИБПРИНТ", 2013. - 253 с. - С. 30-35 (0,44 п.л.)

• Погожева A.A. Влияние репутации инвестиционного банка на значимость публикуемых аналитических отчетов по российским эмитентам // Актуальные вопросы экономических наук: сборник материалов XXXI Международной научно-практической конференции/ Под общ. ред. Ж.А. Мингалевой, С.С. Чернова. -Новосибирск: ООО агентство "СИБПРИНТ", 2013. - 260 с. - С. 186-191 (0,42 п.л.)

Кроме того, результаты работы были представлены на следующих научных конференциях и семинарах:

• Восьмая Межвузовская научная конференция «Тенденции развития фондового рынка в посткризисный период», Москва, апрель, 2011г.

• Девятая межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка», Москва, апрель, 2012г.

Структура работы

Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения, содержит список использованных обозначений, таблицы, пояснительные графики, а также библиографию. Структура данной работы следующая:

## Заключение диссертации по теме "Финансы, денежное обращение и кредит", Погожева, Анастасия Андреевна

Заключение

В рамках данной диссертационной работы было проведено исследование влияния рекомендаций инвестиционных банков на ключевые параметры торговли российских эмитентов на биржах ММВБ и ЬБЕ.

В ходе эмпирического исследования впервые проведено тестирование метода событийного анализа для оценки влияния деятельности инвестиционных банков на котировки и объемы торгов российских эмитентов. Для целей исследования была определена спецификация модели, наиболее релевантной для российского рынка. Использование метода событийного анализа стало возможным благодаря сбору и обработке более четырех с половиной тысяч аналитических отчетов. Это позволило создать уникальную базу данных, содержащую более полутора тысяч рекомендаций по российским компаниям. Капитализация компаний из выборки составила 89% от общей капитализации биржи ММВБ и 95% от общей капитализации российских компаний, торгующихся на бирже ЬБЕ по итогам 2012 года.

В работе была найдена значимая связь между публикацией пересмотров по рекомендациям и динамикой котировок и объемом торгов:

• Установлено, что повышение рекомендаций на российском рынке приводит к краткосрочному увеличению котировок ценной бумаги, в то время как понижение рекомендаций - к краткосрочному снижению котировок. Накопленная аномальная доходность в течение трех дней вокруг пересмотра рекомендации составляет в среднем 1,21% для повышений и -1,07% для понижений на бирже ММВБ и 1,53% для повышений и -2,49% для понижений на бирже ЬБЕ. В целом можно заключить, что рыночная реакция на повышение и понижение не асимметрична.

• Результаты статистически значимы в течение двух-трех дней после пересмотра рекомендации, то есть реакция рынка не является мгновенной. Однако котировки впоследствии не возвращаются к прежнему уровню, что позволяет сделать вывод о наличии информационной значимости у аналитических отчетов.

• На пересмотр рекомендаций реагируют не только котировки ценных бумаг. Активность инвесторов, выражающаяся в колебаниях объемов торгов, также значимо повышается в периоды пересмотров. На бирже ММВБ такое повышение более значимо для положительных пересмотров рекомендаций, в то время как на ЬБЕ рост объемов торгов происходит при любом направлении пересмотра.

Помимо анализа общего влияния, были найдены следующие закономерности при пересмотре рекомендаций:

• Особенностью российских эмитентов является то, что многие из них наряду с торгами на бирже ММВБ имеют листинг в форме депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже (ЬБЕ). В данной работе был проведен анализ того, какое влияние оказывает биржа на асимметрию в реакции инвесторов, на количественное изменение доходности по ценным бумагам и на разницу в объеме торгов. В результате эмпирического исследования было показано, что при изменении биржи инвесторы в российские ценные бумаги продолжают реагировать на пересмотр рекомендаций. Однако торги на Лондонской бирже можно назвать более эффективными -значимое изменение доходности наблюдается в течение более короткого интервала времени, то есть рынок быстрее отражает в ценах поступление новой информации. Кумулятивная аномальная доходность в течение трехдневного окна событий для ММВБ и Ь8Е сопоставимы, однако аномальная доходность (и соответствующая ^статистика) в день пересмотра рекомендаций значимо выше на Ь8Е.

• В рамках эмпирического исследования был предложен альтернативный вариант определения пересмотра рекомендаций. Установлено, что инвесторы сильнее реагируют на пересмотры в том случае, если направление пересмотра (повышение или понижение) совпадает с итоговой формулировкой рекомендации (покупать или продавать, соответственно). Повышение рекомендации до «покупать» (как и понижение до «продавать») оказывает большее влияние на изменение котировок и объемов торгов, чем повышение (понижение) рекомендаций в целом. «Усиление» пересмотра рекомендации добавляет к доходности 0,31% в течение трех дней после повышения рекомендаций и -0,34% для понижения рекомендаций.

• В ходе исследования была подтверждена гипотеза о высокой значимости репутации инвестиционного банка, что потенциально дает возможность оценивать работу аналитических команд различных компаний. Отчеты аналитических команд инвестиционных банков, входящих в рейтинг лучших аналитиков Institutional Investor, оказывают значимо более сильное влияние на рынок, чем отчеты прочих инвестиционных банков. Это может быть связано как с тем, что инвесторы действительно больше доверяют рекомендациям зарекомендовавших себя банков и чаще их реализуют, так и с тем, что большее количество инвесторов получает отчеты крупнейших банков. При этом разделение банков по страновой принадлежности (местные и зарубежные) не показало существенных различий в подгруппах.

• Особенностью данной работы является то, что в течение трех рассматриваемых лет фондовый рынок прошел несколько стадий экономического цикла, от рецессии до восстановления. Это позволило оценить зависимость влияния рекомендаций от тренда фондового рынка. Было показано, что различные тренды не оказывают влияния на статистическую значимость полученных результатов, однако влияют на относительную экономическую значимость пересмотра по рекомендации - в частности, в период снижения рынка инвесторы более активно реагируют на понижение рекомендаций. А в период роста инвесторы больше доверяют повышению рекомендаций, которое подтверждает их ожидания по поводу дальнейшего движения котировок. Также было показано, что во время «бычьего» рынка аналитики оказались более склонны делать положительные пересмотры рекомендаций, в то время как во время «медвежьего» рынка - отрицательные пересмотры.

• При тестировании различных спецификаций модели определения аномальной доходности было показано, что результаты использования различных моделей статистически мало отличаются между собой.

С практической точки зрения, данный анализ может быть полезен всем ключевым участникам фондового рынка. С точки зрения инвесторов, оценка информационной значимости рекомендаций дает возможность более точно предсказывать динамику котировок ценных бумаг при выходе аналитических отчетов. В перспективе это позволит разрабатывать более точные стратегии инвестирования, которые приведут к увеличению рентабельности вложений. С точки зрения инвестиционного банка, данная работа предоставляет возможность оценить влияние аналитической команды на рынок и сравнить ее результаты деятельности с работой других команд. Пока что объем доступных данных позволяет проводить анализ только для крупнейших инвестиционных банков, выпускающих большое количество пересмотров по рекомендациям, однако по мере накопления эмпирического материала подобный анализ станет доступным для большего числа аналитических команд. С точки зрения эмитента, данная работа дает возможность оценить, какое влияние оказывает работа отдела по связям с инвесторами и аналитиками на котировки ценных бумаг, и соответствующим образом скорректировать систему мотивации собственных сотрудников.

Полученные в результатах данного исследования результаты имеют некоторые ограничения. Несмотря на то, что используемая в рамках эмпирического исследования база данных является наиболее полной и точной для российского рынка, дальнейшее уточнение дат пересмотра рекомендаций может теоретически снизить значимость аномальной доходности в период после события, одновременно повысив ее значимость в день события. Кроме того, в рамках данной работы при проведении событийного анализа сравнивались результаты использования двух моделей - рыночной модели и модели САРМ. Для уточнения результатов возможно провести дополнительную проверку на примере многофакторных моделей.

В заключение следует определить несколько направлений дальнейших исследований.

Несмотря на то, что влияние выхода сопутствующих новостей на используемую выборку по рекомендациям оценивается как низкое, данный вывод был сделан на основе обязательного раскрытия эмитентов на информационной ленте новостей ШМ^. В связи с этим большой интерес представляет оценка показателей аномальной доходности и аномального объема торгов при контроле корпоративных событий, по которым, однако, пока не существует единой базы данных на российском рынке.

Кроме того, представляется важным дальнейшее исследование инвестиционной значимости аналитических отчетов, которое возможно благодаря тестированию эффективности торговых стратегий. Такой анализ представляется целесообразным при накоплении достаточного объема эмпирического материала на российском фондовом рынке.

Интерес представляет также уточнение характеристик аналитических отчетов и инвестиционных банков, которые оказывают наибольшее влияние на фондовый рынок.

## Список литературы диссертационного исследования кандидат экономических наук Погожева, Анастасия Андреевна, 2013 год

1. Болотин Г.М. Оценка достоверности и экономической ценности прогнозов аналитиков на российском фондовом рынке// Г. М. Болотин. 2011. 3.

2. Климарев Н.В., Студников С.С. Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях// Вестник Московского университета. Сер. 6, Экономика. 2011. - № 6. - С.58-67

3. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках// Аудит и финансовый анализ, 2008 №2, стр. 1-15

4. Institutional Investor Annual All-Russia Research Team, http://www.institutionalinvestor.com/Research/3737/The-Leaders.html

5. Altmkih? O., Hansen R. S. On the information role of stock recommendation revisions //Journal of Accounting and Economics.-2009.-Т. 48.-№. l.-C. 17-36.

6. Asquith P., Mikhail M. В., Au A. S. Information content of equity analyst reports //Journal of Financial Economics. 2005. - T. 75. - №. 2.-C. 245-282.

7. Bacmann J. F., Bolliger G. Who are the best? Local versus foreign analysts on Latin American stock markets //Local Versus Foreign Analysts on Latin American Stock Markets (November 2001). EFMA. 2002.

8. Bae K. H., Stulz R. M., Tan H. Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts //Journal of Financial Economics. 2008. - T. 88. - №. 3.-C. 581-606.

9. Ball R., Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers //Journal of accounting research. 1968. - C. 159-178.

10. Barber B. et al. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns //The Journal of Finance.-2001.-T. 56.-№. 2.-C. 531-563.

11. Barber B. et al. Reassessing the returns to analysts' stock recommendations //Financial Analysts Journal. 2003. - C. 8896.

12. Barber B. M., Lehavy R., Trueman B. Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms //Journal of Financial Economics. -2007.-T. 85. №. 2.-C. 490-517.

13. Barber B. M., Loeffler D. The "Dartboard" column: Second-hand information and price pressure //Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1993. - T. 28. - №. 2.

14. Battalio R. H., Mendenhall R. R. Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements //Journal of Financial Economics. 2005. - T. 77. - №. 2. - C. 289-319.

15. Beaver W. H. The information content of annual earnings announcements //Journal of Accounting Research. 1968. - C. 67-92.

16. Belcredi M., Bozzi S., Rigamonti S. The impact of research reports on stock prices in Italy //EFMA 2003 Helsinki Meetings. -2003.

17. Beneish M. D. Stock prices and the dissemination of analysts' recommendation //Journal of Business. 1991. - C. 393-416.

18. Bernard V. L., Thomas J. K. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium? //Journal of Accounting research. 1989. - T. 27. - C. 1-36.

19. García Blandón J., Argilés Bosch J. M. Short-term effects of analysts recommendations in Spanish blue chips returns and trading volumes //Estudios de economía. 2009. - T. 36. - №. 1.

20. Boehmer E., Masumeci J., Poulsen A. B. Event-study methodology under conditions of event-induced variance //Journal of Financial Economics. 1991. - T. 30. -№. 2. - C. 253-272.

21. Boni L., Womack K. L. Wall street research: will new rules change its usefulness? //Financial Analysts Journal. 2003. - C. 25-29.

22. Bradshaw M. T. How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations? //The Accounting Review. -2004. T. 79. - №. 1. - C. 25-50.

23. Brav A., Lehavy R. An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and LongDterm Dynamics //The Journal of Finance. 2003. - T. 58. - №. 5. - C. 1933-1968.

24. Brennan M. J., Subrahmanyam A. Investment analysis and price formation in securities markets //Journal of Financial Economics. 1995. -T. 38. -№. 3. -C. 361-381.

25. Brown S. J., Warner J. B. Measuring security price performance //Journal of financial Economics. 1980. - T. 8. - №. 3. - C. 205258.

26. Brown S. J., Warner J. B. Using daily stock returns: The case of event studies //Journal of financial economics. 1985. - T. 14. — №. l.-C. 3-31.

27. Carhart M. M. On persistence in mutual fund performance //The Journal of finance. 1997. -T. 52. -№. 1. - C. 57-82.

28. Cervellati E. M., Delia Bina A. C. F., Giulianelli S. Financial Analysts: Market Reaction to Recommendation Changes //Available at SSRN 676224. 2005.

29. Cervellati E. M., Ferretti R., Pattitoni P. Market Reaction to Second-Hand News: Attention Grabbing or Information Dissemination? 2011.

30. Chen X., Cheng Q. What determines the market impact of stock recommendations? //Sauder School of Business Working Paper. -2003.

31. Chen Q., Francis J., Schipper K. The applicability of the fraud on the market presumption to analysts' forecasts //Manuscript, Duke University. 2005.

32. Chen S., Matsumoto D. A. Favorable versus Unfavorable Recommendations: The Impact on Analyst Access to Management □ Provided Information //Journal of Accounting Research. 2006. - T. 44. - №. 4. - C. 657-689.

33. Chordia T. et al. Liquidity and the post-earnings-announcement drift //AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. 2007.

34. Clement M. B. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? //Journal of Accounting and Economics. 1999. - T. 27. - №. 3. - C. 285-303.

35. Conrad J. S., Cornell B., Landsman W. R. B. Roundtree, 2006. How do analyst recommendations respond to major news //Journal of Financial and Quantitative Analysis. T. 41. - C. 25-49.

36. Copeland T. E., Mayers D. The value line enigma (1965-1978): A case study of performance evaluation issues //Journal of Financial Economics. 1982,-T. 10.-№. 3.-C. 289-321.

37. Cowles A. Can stock market forecasters forecast? //Econometrica: Journal of the Econometric Society. 1933. - C. 309-324.

38. Crichfield T., Dyckman T., Lakonishok J. An evaluation of security analysts' forecasts //Accounting Review. 1978. - C. 651-668.

39. Davies P. L., Canes M. Stock prices and the publication of secondhand information //Journal of Business. 1978. - C. 43-56.

40. Dimson E., Marsh P. An analysis of brokers' and analysts' unpublished forecasts of UK stock returns //The Journal of Finance. 1984. - T. 39. - №. 5. - C. 1257-1292.

41. Dolley J. C. Characteristics and procedure of common stock split-ups //Harvard Business Review. 1933. - T. 11. - №. 3. - C. 316326.

42. Ecker F. et al. The effect of the amount and configuration of news on inferences about firm-specific events. Working paper, Duke University, 2006.

43. Elton E. J., Gruber M. J., Grossman S. Discrete expectational data and portfolio performance //The Journal of Finance. 1986. - T. 41. - №. 3.-C. 699-713.

44. Fama E. F. The behavior of stock-market prices //The journal of Business. 1965. - T. 38. - №. 1. - C. 34-105.

45. Fama E. F. Risk, return and equilibrium: some clarifying comments //The Journal of Finance. 1968. - T. 23. - №. 1. - C. 29-40.

46. Fama E. et al. The adjustment of stock prices to new information //International economic review. 1969. - T. 10.

47. Fama E. F. Efficient capital markets: II //The journal of finance. -1991.-T. 46. №. 5.-C. 1575-1617.

48. Fama E. F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance //Journal of financial economics. 1998. - T. 49. - №. 3. -C. 283-306.

49. Fang L., Yasuda A. Analyst reputation, underwriting pressure and forecast accuracy //Rodney L white center for financial research -working papers. 2004.

50. Francis J., Philbrick D. Analysts' decisions as products of a multitask environment //Journal of Accounting Research. 1993. - T. 31. - №. 2. - C. 216-230.

51. Francis J., Schipper K., Vincent L. Earnings announcements and competing information //Journal of Accounting and Economics. -2002. T. 33. -№. 3. - C. 313-342.

52. Francis J., Soffer L. The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions //Journal of Accounting Research. 1997,-T. 35.-№. 2. - C. 193-211.

53. Garfmkel J. A., Sokobin J. Volume, opinion divergence, and returns: A study of post-earnings announcement drift //Journal of Accounting Research. 2006. - T. 44. - №. l.-C. 85-112.

54. Givoly D., Lakonishok J. The information content of financial analysts' forecasts of earnings: Some evidence on semi-strong inefficiency //Journal of Accounting and Economics. 1979. - T. 1. - №. 3. - C. 165-185.

55. Givoly D., Lakonishok J. The quality of analysts' forecasts of earnings //Financial Analysts Journal. 1984. - C. 40-47.

56. Gonzalo V., Inurrieta A. ¿ Son rentables las recomendaciones de las casas de bolsa? //IX Foro de Finanzas, Pamplona. 2001.

57. Greene J., Smart S. Liquidity provision and noise trading: evidence from the "investment dartboard" column //the Journal of Finance. 1999.-T. 54.-№. 5.-C. 1885-1899.

58. Grossman S. On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information //The Journal of Finance. -1976.-T. 31. -№. 2.-C. 573-585.

59. Grossman S. J., Stiglitz J. E. On the impossibility of informationally efficient markets //The American economic review. 1980. - T. 70. - №. 3. - C. 393-408.

60. Hayes R. M. The impact of trading commission incentives on analysts' stock coverage decisions and earnings forecasts //Journal of Accounting Research. 1998. - T. 36. -№. 2. - C. 299-320.

61. He W., Mian G. M., Sankaraguruswamy S. Market Sentiment, Investor Size and Reaction to Firm-Specific News //National University of Singapore working paper. 2007.

62. Hirst D. E., Koonce L., Simko P. J. Investor reactions to financial analysts' research reports //Journal of Accounting Research. — 1995. T. 33. -№. 2. - C. 335-351.

63. Irvine P. J. A. Do analysts generate trade for their firms? Evidence from the Toronto stock exchange //Journal of Accounting and Economics. 2000. - T. 30. - №. 2. - C. 209-226.

64. Irvine P. J. Analysts' forecasts and brokerage-firm trading //The Accounting Review. 2004. - T. 79. -№. 1. -C. 125-149.

65. Ivkovic Z., Jegadeesh N. The timing and value of forecast and recommendation revisions //Journal of Financial Economics. -2004. T. 73. - №. 3. - C. 433-463.

66. Jackson A. R. Trade generation, reputation, and sellDside analysts //The Journal of Finance. 2005. - T. 60. - №. 2. - C. 673-717.

67. Jegadeesh N., Kim W. Value of analyst recommendations: International evidence //Journal of Financial Markets. 2006. - T. 9. - №. 3.-C. 274-309.

68. Jegadeesh N. et al. Analyzing the analysts: When do recommendations add value? //The journal of finance. 2004. - T. 59. - №. 3.-C. 1083-1124.

69. Jiang G., Kim W. Evaluating Analysts' Value: Evidence from Recommendations Around Stock Price Jumps //Available at SSRN 1570922.-2010.

70. Juergens J. L., Lindsey L. Getting out early: an analysis of market making activity at the recommending analyst's firm //The Journal of Finance. 2009. - T. 64. - №. 5. - C. 2327-2359.

71. Kini O., Rebello M., Wang J. Patterns in Recommendation Changes, Investor Perceptions, and the Structure of Analysts' Research Portfolios //Investor Perceptions, and the Structure of Analysts' Research Portfolios (January 9, 2010). -2010.

72. Kothari S. P. Capital markets research in accounting //Journal of accounting and economics. 2001. - T. 31. - №. 1. - C. 105-231.

73. Kothari S. P., Warner J. The econometrics of event studies //Available at SSRN 608601. 2004.

74. Li X. The persistence of relative performance in stock recommendations of sell-side financial analysts //Journal of Accounting and Economics. 2005. - T. 40. - №. 1. - C. 129152.

75. Lin H., McNichols M. F. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations //Journal of

76. Accounting and Economics. 1998. - T. 25. - №. 1. - C. 101127.

77. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets //The review of economics and statistics. 1965. - T. 47. - №. 1. - C. 13-37.

78. Liu P., Smith S. D., Syed A. A. Stock price reactions to the Wall Street Journal's securities recommendations //Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1990. - T. 25. - №. 3. - C. 399-410.

79. Ljungqvist A., Malloy C., Marston F. Rewriting history //The Journal of Finance. 2009. - T. 64. - №. 4. - C. 1935-1960.

80. Loh R. K., Mian G. M. Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations? //Journal of Financial Economics. 2006. - T. 80. - №. 2. - C. 455-483.

81. Loh R. K., Stulz R. M. When are analyst recommendation changes influential? //Review of Financial Studies. 2011. - T. 24. - №. 2. -C. 593-627.

82. Lys T., Sohn S. The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes //Journal of Accounting and Economics. 1990. - T. 13. - №. 4. - C. 341363.

83. Malkiel B. G., Fama E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work //The Journal of Finance. 1970. - T. 25. - №. 2.-C. 383-417.

84. Michaely R., Womack K. L. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations //Review of Financial Studies. 1999.-T. 12.-№. 4.-C. 653-686.

85. Mikhail M. B., Walther B. R., Willis R. H. Do security analysts improve their performance with experience? //Journal of Accounting Research. 1997,-T. 35.-C. 131-157.

86. Mikhail M. B., Walther B. R., Willis R. H. Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability? //Journal of Financial Economics. 2004. - T. 74. - №. 1. - C. 67-91.

87. Mikhail M. B., Walther B. R., Willis R. H. When security analysts talk, who listens? //The Accounting Review. 2007. - T. 82. - №. 5.-C. 1227-1253.

88. Morgan J., Stocken P. C. An analysis of stock recommendations //RAND Journal of Economics. 2003. - C. 183-203.

89. Park C. W., Pincus M. Market reactions to changes in analyst consensus recommendations following quarterly earnings announcements //Papier de recherche, Hong Kong University of Science and Technology, University of Iowa. 2000.

90. Pastor L., Stambaugh R. F. Liquidity risk and expected stock returns. National Bureau of Economic Research, 2001. - №. w8462.

91. Ramnath S., Rock S., Shane P. The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research //International Journal of Forecasting. 2008. - T. 24. - №. 1. -C. 34-75.

92. Ryan P., Taffler R. J. Are Economically Significant Stock Returns and Trading Volumes Driven by Firm□ specific News Releases? //Journal of Business Finance & Accounting. 2004. - T. 31. - №. 1D2.-C. 49-82.

93. Sadka R. Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk //Journal of Financial Economics. 2006. - T. 80. - №. 2. - C. 309-349.

94. Schmid M., Zimmerman H. Performance of Second Hand Public Investment Recommendations //WWZ/Department of Finance. -2003.-T. 7. -№. 03.

95. Sharpe W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk //The journal of finance. 1964. - T. 19. -№. 3. - C. 425-442.

96. Shelton J. P. The Value Line Contest: A Test of Predictability of Stock-Price Changes //The Journal of Business. 1967. - T. 40. -№. 3.-C. 251-269.

97. Shleifer A. Inefficient markets: An introduction to behavioral finance. OUP Oxford, 2003.

98. Sinha P., Brown L. D., Das S. A Re□ Examination of Financial Analysts' Differential Earnings Forecast Accuracy //Contemporary Accounting Research. 1997. -T. 14. -№. 1. -C. 1-42.

99. Soffer L. C., Thiagarajan S. R., Walther B. R. Earnings preannouncement strategies //Review of Accounting Studies. -2000.-T. 5. -№. l.-C. 5-26.

100. Sorescu S., Subrahmanyam A. The cross section of analyst recommendations //Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2006. - T. 41. -№. l.-C. 139.

101. Stickel S. E. Reputation and performance among security analysts //The Journal of Finance. 1992. - T. 47.-№. 5.-C. 1811-1836.

102. Stickel S. E. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations //Financial Analysts Journal. 1995. - C. 2539.

103. Womack K. L. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? //The Journal of Finance. 1996. - T. 51. - №. l.-C. 137-167.1. Список иллюстраций

104. Рис. 3.1. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность в зависимости от даты публикации рекомендации (рыночная модель)118

105. Рис. 3.2. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность в зависимости от даты публикации рекомендации (модель САРМ) .121 Рис. 3.3. Биржа LSE: кумулятивная аномальная доходность в зависимости от даты публикации рекомендации (рыночная модель)124

106. Рис. 3.6. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность при повышении рекомендации в зависимости от репутации инвестбанка129

107. Рис. 3.7. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность при понижении рекомендации в зависимости от репутации инвестбанка130

108. Рис. 3.8. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность погодам при повышении рекомендации (рыночная модель).133

109. Рис. 3.9. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность погодам при понижении рекомендации (рыночная модель).134

110. Рис. 3.10. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность при повышении рекомендации в зависимости от определения события .136 Рис. 3.11. Биржа ММВБ: кумулятивная аномальная доходность при понижении рекомендации в зависимости от определения события. 137

111. Рис. 3.12. Биржа ММВБ: средний стандартизированный объем торговпри повышении рекомендации.138

112. Рис. 3.13. Биржа ММВБ: средний стандартизированный объем торговпри понижении рекомендации.139

113. Рис. 3.14. Биржа ЬБЕ: средний стандартизированный объем торговпри повышении рекомендации.140

114. Рис. 3.15. Биржа Ь8Е: средний стандартизированный объем торгов при понижении рекомендации.140