Погожева Анастасия Андреевна. ОЦЕНКА ИНФОРМАЦИОННОЙ ЗНАЧИМОСТИ РЕКОМЕНДАЦИЙ АНАЛИТИКОВ ПО РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТАМ: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10 / Погожева Анастасия Андреевна;[Место защиты: Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики" - Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования].- Москва, 2013.- 178 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Рекомендации аналитиков на финансовых рынках 21**

1.1. Тестирование эффективности рынка 21

1.2. Исследования по аналитическим отчетам 25

1.3. Информационная значимость аналитических отчетов 33

1.4. Инвестиционная значимость аналитических отчетов 51

1.5. Заключение по обзору литературы 58

**Глава 2. Методология анализа влияния рекомендаций аналитиков 62**

2.1. Подходы к определению информационного события 62

2.2. Источники данных по рекомендациям 68

2.3. Модель исследования 78

2.3.1. Метод событийного анализа на финансовом рынке 78

2.3.2. Анализ доходности 85

2.3.3. Анализ объема торгов 102

2.4. Заключение по методологии анализа влияния рекомендаций аналитиков 105

**Глава 3. Эмпирический анализ влияния рекомендаций аналитиков 108**

3.1. Параметры выборки 109

3.2. Аномальная доходность на бирже ММВБ 114

3.3. Аномальная доходность на бирже LSE 121

3.4. Влияние репутации инвестиционного банка 126

3.5. Влияние тренда фондового рынка 132

3.6. Альтернативное определение событий 135

3.7. Аномальный объем торгов на бирже ММВБ 137

3.8. Аномальный объем торгов на бирже LSE 139

3.9. Сравнение с результатами зарубежных исследований 141

3.10. Заключение по эмпирическому анализу влияния рекомендаций аналитиков 142

Заключение

Список литературы

Список иллюстраций

Список таблиц

* [Исследования по аналитическим отчетам](http://www.dslib.net/finansy/ocenka-informacionnoj-znachimosti-rekomendacij-analitikov-po-rossijskim-jemitentam.html#5293461)
* [Инвестиционная значимость аналитических отчетов](http://www.dslib.net/finansy/ocenka-informacionnoj-znachimosti-rekomendacij-analitikov-po-rossijskim-jemitentam.html#5293462)
* [Метод событийного анализа на финансовом рынке](http://www.dslib.net/finansy/ocenka-informacionnoj-znachimosti-rekomendacij-analitikov-po-rossijskim-jemitentam.html#5293463)
* [Аномальная доходность на бирже LSE](http://www.dslib.net/finansy/ocenka-informacionnoj-znachimosti-rekomendacij-analitikov-po-rossijskim-jemitentam.html#5293464)

## Исследования по аналитическим отчетам

В то же время круг исследований, имеющих в качестве предмета исследования аналитические отчеты, не ограничивается темой эффективности рынка. С конца 60-х годов на тему аналитических отчетов было выпущено большое количество работ, затрагивающих различные аспекты этого объекта. К примеру, Ramnath, Rock и Shane (2008) [92] посчитали, что только в одиннадцати крупнейших экономических изданиях за 15 лет с 1992 года было опубликовано более 250 статей на тему финансовой аналитики. Более того – по состоянию на 1 сентября 2012 года поиск Google Scholar выдал 1840 статей при запросе «I/B/E/S», «analyst» и «recommendations», хотя в конце 2006 года, по данным исследования Ljungqvist, Malloy и Marston (2009) [79], таких статей было более чем в три раза меньше – 585.

Наиболее ранние исследования на тему финансовой аналитики рассматривали в первую очередь статистические свойства аналитических рекомендаций. К таким работам можно отнести исследования Givoly и Lakonishok (1979, 1984) [54, 55], в которых оцениваются основные характеристики аналитических отчетов и их свойства. Однако с течением времени интересы исследователей значительно расширились.

К первой категории исследований можно отнести те вопросы, которые касаются влияния на аналитиков – включая то, как на аналитические прогнозы и на их роль на рынках капитала влияют менеджмент, мотивация аналитиков, поведенческие искажения, изменения в регулировании (с течением времени и в зависимости от страны), а также различные проблемы в процессе написания аналитического отчета и в базах данных. Многие исследователи подчеркивают, что рекомендации аналитиков основываются не только на фундаментальных моделях оценки акций, а обращают внимание на то, что в работе Altinkilic и Hansen (2009) [5] было названо «маркетинговая роль». Под этим подразумевается то, что на деятельность аналитиков и содержание публикуемых отчетов может влиять не только объективный сбор и обработка информации, но множество других факторов, нежелательных с точки зрения инвесторов, то есть непосредственных потребителей аналитических отчетов.

В качестве наиболее частых примеров факторов, которые влияют на поведение аналитиков и содержание аналитических отчетов, можно привести следующие. Большие вопросы как со стороны инвесторов, так и со стороны регуляторов, вызывает стремление инвестиционного банка к укреплению отношений со своими клиентами (Francis и Philbrick, 1993 [50]). Под клиентами в данном случае понимаются не инвесторы, а эмитенты, в пользу которых инвестиционный банк может стимулировать аналитика выпускать отчеты с целью расширения мандата в дальнейшем. К этой же области относится стремление инвестиционного банка к увеличению комиссионных доходов от продвижения таких сделок, как выпуск новых акций. В подтверждение этой гипотезы Barber, Lehavy и Trueman (2007) [12] показали, что результаты работы независимых аналитиков превосходят работу аналитиков инвестиционных банков, причем в основном это обосновано тем, что аналитики инвестбанков практически не понижают рекомендации в случае недавнего выпуска новых ценных бумаг компанией. А если понижают, то, по свидетельству Lin и McNichols (1998) [76], это событие в гораздо большей мере влияет на снижение котировок, чем понижение рекомендаций независимым аналитиком. Michaely и Womack (1999) [84], в свою очередь, продемонстрировали, что следование рекомендациям сотрудников банков-андррайтеров дает меньшую доходность, чем следование рекомендаций независимых аналитиков. Чуть позже Morgan и Stocken (2003) [88] показали, что хотя положительные рекомендации «зависимых» аналитиков не несут ценности для инвесторов, можно доверять выпуску негативной информации этими компаниями. Этот вывод нашел подтверждение в масштабном исследовании Barber, Lehavy и Trueman (2007) [12], в котором авторы показали, что инвесторы больше доверяют положительным рекомендациям независимых компаний, но острее реагируют на выход негативных рекомендаций инвестбанков. «Зависимыми» в данном контексте являются аналитики тех банков, которые организуют IPO/SPO эмитента или оказывают другие услуги компании. В некоторых исследованиях «зависимыми» считаются все аналитики, работающие в инвестиционных банках, поскольку соседние отделы компании могут заниматься сделками с ценными бумагами. Независимыми в данном случае будут сотрудники компаний, занимающихся непосредственно аналитической деятельностью, и не имеющих инвестиционно-банковских подразделений.

Еще одним фактором, искажающим мотивацию, является стремление инвесткомпаний к повышению доходов от трейдинга, поскольку рекомендации аналитиков могут «двигать» котировки в нужном для инвесткомпании направлении. Это было показано в работах Hayes (1998) [60], Irvine (2000, 2004) [63, 64], Jackson (2005) [66] и Juergens и Lindsey (2009) [70]. Исследования в этой области, связанной с искажениями мотивации аналитиков со стороны работодателей, повлияли на изменение регулирования законодательства в области фондовых рынков в США и к ограничениям контактов между сотрудниками различных отделов инвестиционного банка. К примеру, выпущенный в 1999 году закон Regulation Financial Disclosure обязал публичные компании раскрывать информацию всем инвесторам одновременно, что должно было снизить привилегии отдельных инвестиционных банков в доступе к информации. Для дальнейшего снижения искажений в мотивации в США было выпущено положение о разделении инвестиционно-банковской и аналитической деятельности под названием Global Settlement. Ряд работ, вышедших после вступления указанных законодательных изменений в силу, включая анализ Kini, Rebello и Wang (2010) [71], показал их эффективность в области изменения мотивации аналитиков.

Другой причиной, снижающей объективность аналитика, является стремление к улучшению доступа к менеджменту, как показано в работе Chen и Matsumoto (2006) [32]. Это необходимо уже самому аналитику ради получения большего количества частной эксклюзивной информации, за которую будут цениться его отчеты. Для того, чтобы публиковать больше уникальных фактов об эмитенте, аналитик может заведомо завышать целевые цены и рекомендации по анализируемым компаниям. Похожая мотивация движет теми аналитиками, которые стремятся повысить свою репутацию и место в специализированных рэнкингах, таких как Institutional Investors и The Wall Street Journal. К таким выводам авторы пришли в работах Stickel (1995) [103], Leone и Wu (2002) [74] и Mikhail, Walther и Willis (2004) [86].

## Инвестиционная значимость аналитических отчетов

Как было сказано выше, существует два ключевых варианта оценки значимости рекомендаций. Помимо уже описанного анализа изменения доходности и объемов торгов имеет смысл проводить анализ торговых стратегий, базирующихся на использовании информации из отчетов аналитиков. Фактически, речь идет о возможности получения дополнительной доходности благодаря созданию специфических торговых стратегий. Торговые стратегии могут существенно отличаться. К примеру, Barber и др. (2001) [10] и Jegadeesh и др. (2004) [68] оценивают доходность стратегии, основываясь на консенсусе по рекомендациям. В данных работах акции сортируются на основе консенсуса, после чего принимается решение о покупке наиболее рекомендуемых акций и продаже наименее рекомендуемых акций. В то время как Jegadesh и Kim (2006) [67] предлагают другую альтернативу – покупать те акции, по которым произошло повышение, и продавать акции, по которым было опубликовано понижение рекомендации, на фиксированный период времени (от 1 до 6 месяцев).

Ключевое различие между «информационной значимостью» и «инвестиционной значимостью» рекомендаций заключается в том, что в первом случае рекомендация сама по себе является событием, которое оказывает влияние на котировки ценных бумаг, при этом корректность рекомендации и обоснованность действий на ее основе не являются значимыми. Во втором же случае имеет значение не то, какое влияние оказывает рекомендация на котировки, а то, насколько рентабельным является ее использование в инвестиционных целях, т.е. при решениях о покупке либо продаже акций. Инвестиционная значимость рекомендаций обычно проверяется путем проверки доходности торговой стратегии, использующей информацию об изменениях, с рыночным портфелем. Большая часть исследователей проверяет доходность такой торговой стратегии, при которой покупаются акции, по которым произошло повышение рекомендации (или которые имеют наивысший консенсус-прогноз аналитиков), и продаются акции, по которым произошло понижение рекомендаций (или акции, которые имеют наихудший консенсус-прогноз). Преимуществом использования торговых стратегий при анализе влияния рекомендаций является то, что появляется возможность учесть транзакционные издержки, возникающие при торговле ценными бумагами.

В классической работе Elton, Gruber и Grossman (1986) [43] было показано, что рекомендации аналитиков дают возможность заработать в первый календарный месяц после изменения рекомендации. К этому выводу авторы пришли по итогам анализа данных по 720 аналитикам за период 1981-1983гг. Однако авторы демонстрируют относительно невысокую доходность по сравнению с рыночным портфелем - +1,9% дополнительной доходности по акциям, добавленным в список на покупку, и -0,4% по акциям, добавленным в список на продажу в первый месяц после изменения. Stickel (1995) [103] говорит о доходности +1,1% в течение 11 дней после повышения рекомендации и -1,23% после понижения рекомендации, в то время как Womack (1996) [104] уже демонстрирует дополнительную доходность на уровне +3,0% и -4,7% соответственно в течение трех дней после изменения.

Barber и др. (2001) [10] показали, что за период с 1986 по 1996 год длинная позиция по акциям, рекомендуемым на покупку, принесла бы годовую доходность 18,8%, при соответствующей доходности рыночного портфеля 14,5% за тот же период. При этом длинная позиция по наименее рекомендуемым акциям принесла бы всего 5,8%. Особенностью работы Barber и др. (2001) [10] является то, что авторы использовали изменение консенсус-прогноза вместо анализа отдельных рекомендаций, что позволило снизить корреляцию событий, возникающую на длинных временных интервалах в результате большого числа одновременных пересмотров рекомендаций. Авторы заключили, что портфель, содержащий длинные позиции по наиболее рекомендуемым акциям и короткие позиции по наименее рекомендуемым акциям, мог бы принести своему владельцу среднюю аномальную годовую доходность 11,8%, причем эти результаты оказались наиболее значимы для эмитентов небольшого и среднего размера.

Однако поддержка такой инвестиционной стратегии требует активной позиции и предполагает годовую оборачиваемость портфеля более 400%, что влечет за собой высокие транзакционные издержки (комиссии брокерам, спред bid-ask). Добавление транзакционных издержек в модель практически нивелирует привлекательность инвестиционной стратегии, построенной на рекомендациях аналитиков. Отсюда авторы приходят к нетривиальному выводу – аналитики способны выбирать и правильно оценивать недооцененные и переоцененные ценные бумаги, однако инвесторы недостаточно им доверяют и не в полной мере используют полученную информацию, что приводит к частичной неэффективности рынка. После выхода этого исследования многие авторы сошлись на том, что контроль за транзакционными издержками изменил бы результаты большинства работ, в которых оценивается доходность торговых стратегий.

## Метод событийного анализа на финансовом рынке

Для тестирования тех или иных гипотез на финансовом рынке используются различные методы, наиболее популярными из которых являются регрессионный анализ, кластерный анализ и событийный анализ. Для того, чтобы определить информационную значимость изменения рекомендаций инвестиционными аналитиками, в наибольшей степени подходит метод событийного анализа. Он позволяет определить аномальную доходность и аномальный объем торгов, связанный с интересующими нас событиями, и определить значимость полученных результатов. Суть метода событийного анализа состоит в отслеживании реакций фондового рынка на те или иные события, возникающие в результате деятельности участников рынка. Ключевой характеристикой реакции инвесторов является аномальная доходность и кумулятивная аномальная доходность, возникающие в короткий период до и после события. Впервые метод событийного анализа был использован в работе Dolley (1933) [41], который анализировал влияние решений о дроблении акций на рыночную капитализацию. В последующие годы методология проведения событийного анализа активно развивалась. На сегодняшний день большинство исследований используют алгоритм, разработанный в конце шестидесятых годов в работах Ball, Brown (1968) [9] и Fama (1969) [46]. Причем Ball, Brown (1968) [9] анализировали информационную значимость появления новостей о финансовых результатах компании на показатели ее рыночных торгов, что является смежной темой для текущего исследования. Ключевым элементом событийного анализа, как следует из названия метода, является непосредственно событие, оказывающее влияние на деятельность компании. Как было показано выше, в данном исследовании событием является публикация инвестиционным аналитиком пересмотра рекомендации по акциям эмитента. Для определения даты события используется дата появления изменения по рекомендации в информационной ленте агентства Интерфакс. Стоит обратить внимание, что в качестве даты события используется не период написания рекомендации аналитиком или дата ее утверждения внутренней службой банка, а именно дата публичного появления данной новости.

Важным фактором, влияющим на результаты проведения событийного анализа, является выбор периода времени, в течение которого будут наблюдаться цены акций. Этот временной промежуток носит название окна событий. Традиционно считается, что использование длительных отрезков времени имеет смысл только в том случае, если анализируются значимые и относительно редкие для компании события. В таком случае эффекты подобных событий могут проявляться в течение продолжительного периода времени, отражая сложность события и постепенное появление новой для рынка информации. При исследовании таких событий авторы могут рассматривать окна событий продолжительностью до нескольких лет, как это происходит в случае со сделками о слияниях и поглощениях или о реструктуризациях компаний.

Кроме того, исследование длительного окна событий имеет смысл в том случае, если авторы стремятся оценить возможный «дрейф» котировок в направлении опубликованного пересмотра рекомендаций. В данной работе рассматривается более узкое окно событий. Во-первых, реакцию рынка на изменение рекомендации можно считать краткосрочной, поскольку это событие, хотя и дает относительно новую информацию рынку, все-таки можно отнести к разряду рядовых, происходящих на регулярной основе с каждым эмитентом. Эффект от его объявления длится не больше нескольких дней. Во-вторых, рассмотрение более узкого окна события позволяет снизить влияние других событий, возникающих в информационной жизни компании. То есть сократить информационные «шумы», не относящиеся к изменению рекомендации по акциям. В целом можно сказать, что спецификация событийного анализа на долгосрочном временном интервале до сих пор вызывает множество вопросов. В то время как событийный анализ для оценки краткосрочных последствий событий позволяет использовать математический аппарат, гарантирующий достоверность получаемых результатов. В большинстве исследований, рассматривающих влияние рекомендаций на котировки и объемы торгов, используется окно событий продолжительностью 31 день. Этот период включает дату самого события, а также 15 дней до и 15 дней после выхода новости. В данном исследовании выбран аналогичный интервал для рассмотрения. Кроме того, дополнительно рассматриваются данные из более узкого окна событий – трехдневного интервала, включающего день события, а также один день до и один день после события. Такой анализ связан с тем, что изменения рекомендаций по одному и тому же эмитенту могут происходить с небольшими интервалами, что приводит к наложению «широких» окон событий. В случае, если выход рекомендации оказывает влияние на рынок только в течение одного или двух дней, сокращение окна событий можно считать уместным для анализа результатов.

## Аномальная доходность на бирже LSE

Для вычислений использовалась рыночная модель оценки доходности. Значимы только изменения торгов в день пересмотра рекомендации и на следующий день. Уровень t-статистики для биржи LSE в целом меньше, чем для биржи ММВБ, но это объясняется в первую очередь разницей в размере выборок (примерно в 5-6 раз). Тем не менее, повышение доходности на 0,80% в день повышения рекомендации и понижение доходности на -1,31% в день понижения рекомендации статистически значимы на уровне 1%.

Связанным с этим различием является то, что на бирже LSE котировки ко второму дню после пересмотра рекомендации выходят на стабильный уровень, в то время как на ММВБ отрицательная аномальная доходность при понижении рекомендации сохраняется вплоть до конца рассматриваемого окна событий.

Кроме того, данные свидетельствуют о возможном наличии асимметрии в реакции рынка на повышения и понижения в день пересмотра. Если инвесторы на бирже ММВБ примерно с одинаковой активностью реагируют на любое изменение рекомендаций, то инвесторы на бирже LSE серьезнее относятся именно к

отрицательным пересмотрам. Это можно наглядно заметить и на графике кумулятивной аномальной доходности (график 3.3.) – если повышение рекомендации дает прирост на уровне 1,53% в течение трехдневного окна событий вокруг пересмотра, то понижение рекомендации обуславливает -2,49% снижения доходности. Этот вывод, однако, требует дальнейшей проверки на более крупных выборках в связи с ограниченностью объемов эмпирических данных.

Использование модели CAPM на данных по бирже LSE дает схожие результаты, что и использование рыночной модели. При этом применение модели CAPM приводит к снижению дисперсии аномальной доходности. Таким образом, хотя при изменении биржи инвесторы в российские ценные бумаги продолжают реагировать на пересмотр рекомендаций, имеются существенные особенности. Важным отличием является то, что 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.

Для проверки результатов, полученных на бирже LSE, и для подтверждения гипотезы об асимметричной реакции рынка на понижения и повышения, было проанализировано изменение доходности на большей выборке. В нее вошли ценные бумаги всех эмитентов, торгующихся на LSE, по которым были выпущены отчеты инвестиционных банков – даже в том случае, если в отчете речь шла о ценных бумагах данных эмитентов, торгующихся именно на российской бирже. Благодаря этому исходная выборка по бирже LSE была значительно расширена – со 187 пересмотров рекомендаций до 833 пересмотров рекомендаций.

Полученные результаты показывают, что реакция инвесторов на LSE похожа на реакцию инвесторов на ММВБ. В то время как гипотеза о большей асимметрии оказалась опровергнута, выводы, свидетельствующие о более высокой скорости усвоения информации в котировках Лондонской фондовой биржи, оказались подтверждены. Кумулятивная аномальная доходность в течение трехдневного окна событий для ММВБ и LSE сопоставимы, однако аномальная доходность (и соответствующая t-статистика) в день пересмотра рекомендаций значимо выше на LSE.

Для целей анализа влияния репутации инвестиционного банка, исходная выборка исследования была разбита на две группы. В первую группу вошли пересмотры рекомендации тех инвестиционных банков, которые входили в топ-6 банков по версии наиболее уважаемого в отрасли рейтинга Institutional Investor в 2011-2012 годах.

127

Топ-6 – это количество банков, чьи аналитические команды набрали более одного балла, т.е. заняли одно из первых трех мест хотя бы в одной из номинаций. Во вторую группу вошли пересмотры рекомендаций прочих инвестиционных банков.

Выбор рейтинга Institutional Investor обусловлен следующими факторами. На данный момент на российском рынке существует две категории рейтингов инвестиционных банков. К первой категории относятся общие рейтинги, которые оценивают работу банка в целом и не выделяют качество работы его аналитической команды. Однако качество работы инвестиционно-банковского подразделения не влияет на то, как инвесторы относятся к качеству публикуемых банком отчетов, поэтому использование подобных рейтингов некорректно. Ко второй категории рейтингов относятся рейтинги аналитических команд и отдельных аналитиков. К ним относятся Индекс цитируемости аналитиков в СМИ, который составляет компания Медиалогия, а также рейтинг Institutional Investor. Индекс цитируемости не отражает в полной мере качество работы аналитика или отношение к нему инвесторов, а может свидетельствовать только о качестве отдела по работе с общественностью инвестиционного банка. В то время как рейтинг Institutional Investor составляется на основе опроса более 300 аналитиков и менеджеров, работающих в 240 инвестиционных компаниях, которые занимаются инвестициями в России и на прочих развивающихся рынках. Таким образом, именно рейтинг Institutional Investor является прямым отражением репутации аналитической команды и может использоваться для целей данного исследования.