

**Чуркин Герман Викторович**

*аспирант кафедры Фондового рынка и рынка инвестиций,*

*Департамента финансов*

*Факультета экономики*

*Национальный исследовательский*

*университет «Высшая школа экономики»*

*(08.00.10)*

*E-mail: germanrab@yahoo.com*

### **Ценовой сюрприз на фондовом рынке**

### **Surprise price in the stock market**

Аннотация. Обосновывается использование при расчете ценовых сюрпризов не только опубликованных статистических данных, но и прогнозов аналитиков.

The summary. It is argued necessity of using not only statistical reports, as well as forecasts for events studies.

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

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

Одно из важных положений современной экономической теории заключается в том, что экономика не может эффективно функционировать и развиваться без привлечения инвестиций. На данном этапе развития российских финансов актуально вложение временно свободных денежных средств в разные инструменты на финансовом рынке, а именно: в ценные бумаги (акции, облигации).

Для повышения эффективности портфельных инвестиций необходима торговая стратегия, адаптированная к современным условиям, которая даст возможность минимизировать риск принятия неправильного инвестиционного

решения, повысив при этом качество определения моментов входа в рынок и выхода с открытых позиций или с высокой прибылью, или с низким убытком.

С целью минимизации риска принятия некорректного решения, вызванного, в частности, субъективной оценкой текущей рыночной ситуации, инвестору необходимо использовать торговые стратегии. Данные торговые стратегии основываются на современных теориях анализа финансовых рынков и позволяют провести прогноз основных результатов на основании фактической статистической информации по стандартным ситуациям, которые состоялись в прошлом времени. Данные ситуации формируются по аналогии заключения и выполнения стандартного набора контрактов с учетом тех или иных событий (сюрпризов), влияющих на реакцию фондового рынка (изменения индексов акций).

Современная аналитика фондового рынка для анализа влияния появления той или иной информации на фондовом рынке, наряду с другими, активно использует теорию событий(EventStudies).Которая предполагает анализировать влияние тех или иных событий на показатели фондового рынка.

На сегодняшний день существует ряд научных работ, в которых исследуется вопрос реакции рынка на хорошие и плохие новости (события). Среди авторов, изучающих данное направление, следует, на наш взгляд, выделить Дж. Долли (J.Dolley ) (1933)<sup>1</sup>, Р. Болла и Ф. Брауна (R. Ball&Ph. Brown) (1968)<sup>2</sup>, Ю. Фама (E. Fama) (1969)<sup>3</sup>, Л. Чана (L. Chan) (1997)<sup>4</sup>, (1995)<sup>5</sup>, М. Притамани и В. Сингала (M. Pritamani, V. Singal) (2001)<sup>6</sup>, Скиннера и Слоуна(D.

---

<sup>1</sup>Dolley J.C. Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups / Dolley J.C. // Harvard Business Review. – 1933. PP.316-326

<sup>2</sup> Ball, R., Brown Ph. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers / Ball, R., Brown Ph. // Journal of Accounting Research. – 1968. - № 6(2). PP. 159-178

<sup>3</sup>Fama, E. et al. The Adjustments of Stock Prices to New Information / Fama, E. et al. // International Economic Review. – 1969. - № 10(1). – PP. 1-21

<sup>4</sup> Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. Momentum strategies / Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. // Journal of Finance. – 1997. - № 51. – PP. 1681—1713.

<sup>5</sup> Chan, L., and Lakonishok, J. The behavior of stock prices around institutional trades / Chan, L., and Lakonishok, J. // Journal of Finance. – 1995. - № 50. – PP. 1147—1174.

<sup>6</sup>Pritamani, M., and Singal, V. Return predictability following large price changes and information releases / Pritamani, M., and Singal, V. // Journal of Banking and Finance. – 2001. - № 25. – PP. 631–656.

Skinner, R. Sloan) (2002)<sup>7</sup>, Дж. Конрада, Б. Корнелла и В. Ландсмана (J. Conrad, B. Cornell, W. Landsman) (2002)<sup>8</sup>.

Таким образом, мы видим ряд работ, охватывающих период с 1933 по 2002 год. Причем, очередной виток интереса к этой проблеме в научной среде наблюдался два раза с периодичностью в 30 лет (30-е гг., далее 60-е гг. и, соответственно, 90-е гг.), а затем уже эта проблема прочно укрепляется в качестве изучаемой, начиная с 2000-ых годов нового тысячелетия.

Обратимся к предметному анализу вышеперечисленных работ.

Дж. Долли (J. Dolley) (1933)<sup>9</sup> в своей работе с помощью событийного анализа (метод ES) показал, что решение о дроблении акций (stocksplits) может оказать влияние на уровень рыночной капитализации компании.

Р. Болл и Ф. Браун (R. Ball & Ph. Brown) (1968)<sup>10</sup>, Ю. Фама (E. Fama) (1969)<sup>11</sup> изучали роль событий выхода статистических данных о финансовых результатах компаний (прибылей) на их рыночные оценки на фондовом рынке. Указанными авторами было изучено влияние на рыночные стоимости компаний событий дроблений акций.

Л. Чан (1997)<sup>12</sup>, (1995)<sup>13</sup> в зависимости от фактической доходности акций за месяц классифицирует события (новости), поступившие на фондовый рынок на «хорошие» и «плохие». Так же, как и Притамани, и Сингал<sup>14</sup> в своих работах для определений уровня распространенности новости (события) автор использует понятие факта публичного объявления (сюрприз).

Л. Чан<sup>15</sup>, <sup>16</sup>, М. Притамани и В. Сингал<sup>17</sup>, Р. Болл и Ф. Браун<sup>18</sup>, Ю. Фама<sup>19</sup> исследуют влияние выхода информации на реакцию рынка, которая проявляются в виде колебаний курса акций без учета прогнозов по рынку.

---

<sup>7</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio / Skinner, D., and Sloan, R. // Review of Accounting Studies. – 2002. - № 7. – PP. 289—312.

<sup>8</sup> Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. When is bad news really bad news? / Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. // The Journal of Finance. – 2002. - Vol. LVII, No.6. - PP. 2507—2532.

<sup>9</sup> Dolley J.C. Указ. соч.

<sup>10</sup> Ball, R., Brown Ph. Указ. соч.

<sup>11</sup> Fama, E. et al. Указ. соч.

<sup>12</sup> Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. Указ. соч.

<sup>13</sup> Chan, L., and Lakonishok, J. Указ. соч.

<sup>14</sup> Pritamani, M., and Singal, V. Указ. соч.

<sup>15</sup> Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. Указ. соч.

Д. Скиннер и Р. Слоун<sup>20</sup>, как и Л. Чан<sup>21,22</sup> также продолжают делить новости на «хорошие» и «плохие», но с одним существенным различием. А именно: Д. Скиннер и Р. Слоун<sup>23</sup> предлагают делить новости на «плохие» и «хорошие» на основе прогнозов, рекомендаций аналитиков и ожиданий рынка относительно выхода новостей. По утверждению этих авторов новость может считаться «хорошей» при условии, что она будет соответствовать прогнозам аналитиков и ожиданиям рынка, и новость предлагается считать «плохой» в том случае, если она не будет соответствовать ожиданиям рынка. Ввиду вышеуказанного подхода возникло понятие «сюрприза доходов» (ES, Earnings surprise)<sup>24</sup>. При этом, «сюрпризу доходов» давалось определение как разнице между размером реальных доходов на акцию (EPS) в течение квартала и размером прогнозируемых доходов на акцию (используются медианные значения прогнозов) (формула 2.1)<sup>25</sup>:

$$ES = \text{ActualEPS} - \text{MedianForecastedEPS} \quad (2.1)$$

И в зависимости от того, положительным (знак плюс) или отрицательным (знак минус) будет полученный результат, новость относится, соответственно, к хорошей, плохой или нейтральной (если ожидания аналитиков оправдываются). Такая оценка и является основой событийного анализа оправдания прогнозов с учетом выхода тех или иных новостей<sup>26</sup>.

Д. Скиннер и Р. Слоун<sup>27</sup> также выявили симметричные реакции доходности акций роста в ответ на поступление новостей о финансовых

---

<sup>16</sup> Chan, L., and Lakonishok, J. Указ. соч.

<sup>17</sup> Pritamani, M., and Singal, V. Указ. соч.

<sup>18</sup> Ball, R., Brown Ph. Указ. соч.

<sup>19</sup> Fama, E. et al. Указ. соч.

<sup>20</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Указ. соч.

<sup>21</sup> Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. Указ. соч.

<sup>22</sup> Chan, L., and Lakonishok, J. Указ. соч.

<sup>23</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Указ. соч.

<sup>24</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Там же

<sup>25</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Указ. соч.

<sup>26</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Там же

<sup>27</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Там же

результатах. Авторы ввели понятие «степени неожиданностей новостей» отдельно для акций стоимости (valuestocks) и акций роста (growthstocks). Ошибку ожиданий (FE, Forecasterror) было предложено рассчитывать как величину сюрприза, поделенную на размеры цены акции на конец последнего месяца в отчетном квартале (Eq0) (формула 2.2):

$$(2.2) \quad FE = \frac{\text{EarningsSurprise}/\text{Price}(Eq0)}{\text{MedianForecastEPS}/\text{Price}(Eq0)} = \frac{\text{ActualEPS} - \text{MedianForecastEPS}}{\text{Price}(Eq0)}$$

Как утверждают Д. Скиннер и Р. Слоун<sup>28</sup>, для акций стоимости при поступлении «плохих» и «хороших» сюрпризов уровень сверхдоходности будет одинаково расти по модулю и достигнет максимума на уровне не более 5% по уровню абсолютной величины. Для акций роста при поступлении «хороших» сюрпризов уровень сверхдоходности резко увеличится и будет равняться максимуму (немного больше 10%) при небольших ошибках прогнозов. А при выходе «плохих» сюрпризов уровень сверхдоходности асимметрично сильно упадет и достигнет величины, равной приблизительно 17% от ожиданий.

Д. Скиннером и Р. Слоуном<sup>29</sup> делается поправка на асимметричность реакции акций роста на «плохие» и «хорошие» новости, из-за чего разница между акциями роста и акциями стоимости уходит. Меньший уровень сверхдоходности акций роста, по мнению авторов, вызван ошибками инвесторов в прогнозах относительно размеров доходов компаний в будущем. В дополнение этой мысли следует отметить мнение Дж. Лаконишока, А. Шлейфера и Р. Вишни (Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R) (1994), которые считают, что инвесторы прогнозируют очень оптимистичные

<sup>28</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Там же

<sup>29</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Указоч.

ожидания относительно акций роста, и это влияет на получение пониженного уровня доходности<sup>30</sup>

Схожий со Д. Скиннером и Р. Слоуном<sup>31</sup> подход к определению новостей на рынке предлагается Дж. Конрадом, Б. Корнеллом и В. Ландсманом в их совместной работе<sup>32</sup>. Согласно утверждению данных авторов сюрприз неожиданной прибыли компании (UE, UnexpectedEarnings) может быть рассчитан в виде разницы реальных прибылей компании и ожидаемых (используют метод консенсусного прогноза), поделенной на размер цены акций компании за шесть дней до объявлений финансовых результатов (формула 2.3):

$$UE = (\text{ActualEarnings} - \text{ConsensusForecastedEarnings}) / \text{Price}(-6) \quad (2.3)$$

И в зависимости от того, положительным (знак плюс) или отрицательным (знак минус) будет полученный результат, новость относится, соответственно, к хорошей и плохой.

Проанализировав основные работы, посвященные анализу реакции фондового рынка на официально объявленные новости, мы видим, что все авторы в зависимости от реакции рынка на новость выделяют «хорошие» и «плохие» новости. Подчеркнем также, что Д. Скиннер и Р. Слоун впервые учитывают ожидания по объявленной информации и саму объявленную информацию. Д. Скиннер и Р. Слоун, начав использовать прогнозы (ожидания по объявленной информации) при анализе влияния информации на фондовый рынок, ввели определение «сюрприза доходности» (Earnings surprise), понимая под ним разницу между размером реальных доходов на акцию в течение квартала и размером прогнозируемых доходов на акцию. Непосредственно под

---

<sup>30</sup> Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. Contrarian investment, extrapolation, and risk / Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. // Journal of Finance. – 1994. - № 49. – PP. 1541–1578.

<sup>31</sup> Skinner, D., and Sloan, R. Указоч.

<sup>32</sup> Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. When is bad news really bad news? / Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. // The Journal of Finance. – 2002. - Vol. LVII, No.6. - PP. 2507–2532

сюрпризом данными авторами понимается официальное объявление некой неожиданной для рынка информации и реакции на нее фондового рынка.

Таким образом, в вышеизложенных исследованиях понятие «сюрприз» – это прежде всего неожиданная рынком объявленная информация.

Для того чтобы исключить могущие возникнуть неточности, связанные с введением нового термина, считаем необходимым остановиться на самом понятии «сюрприз». И прежде всего на том, какую же понятийную нагрузку несет на себе слово «сюрприз» в русском языке? Так, например, в словаре иноязычных слов Крысина Л.П. под словом «сюрприз» (от фр. Surprise) понимается «неожиданный подарок, неожиданность»<sup>33</sup>.

В словаре Даля В.И. под сюрпризом понимается «внезапная радость»<sup>34</sup> или «нежданный подарок»<sup>35</sup>.

Во фразеологических словарях слово «сюрприз» имеет большее количество оттенков, чем в толковых. Так, в «Сборнике образных слов и иносказаний», составленном Михельсоном М.И.,<sup>36</sup> слово «сюрприз» помимо положительного, может иметь и отрицательный оттенок. В качестве примера приводится известное нам всем выражение для отражения плохой новости, «о неожиданной неприятности» - «"Вот так сюрприз!"»<sup>37</sup>

Таким образом, слово «сюрприз» может отражать как положительную, так и отрицательную новость. Главная особенность сюрприза как понятия – это то, что новость должна быть неожиданной.

В современной экономической литературе нет четко устоявшегося понятия «сюрприз» и тем более - «ценовой сюрприз». В экономических словарях также отсутствуют данные термины. В статьях обычно под

---

<sup>33</sup> Крысин Л.В. Толковый словарь иноязычных слов. — М.: Эксмо, 2008.С. 833

<sup>34</sup> Даль В.И. Толковый словарь [Электронный ресурс]. <http://slovari.yandex.ru/~книги/Толковый%20словарь%20Даля/~Сю/> (дата обращения 17.10.2012)

<sup>35</sup> Там же

<sup>36</sup> Михельсон М.И. Русская мысль и речь: Свое и чужое: Опыт русской фразеологии: Сборник образных слов и иносказаний: Спб., 1904. В 2 тт.

<sup>37</sup> Там же. Т.2 С. 405

сюрпризом понимается некая неожиданность для аналитиков, покупателей и прочих категорий экономических субъектов<sup>38</sup>. Причем, можно отметить, что понятие «сюрприз» используется в основном в публицистической экономической литературе и то только как некий неофициальный термин, дающий некую окраску, часто даже эмоциональную, анализируемой информации.

Таким образом, научное понятие «сюрприз» (surprise) используется только в западной экономической научной литературе. Причем, в научной литературе присутствует только понятие «сюрприз доходности».

«Сюрприз доходности» - очень узкий термин, который не позволяет изучать влияние неожиданных новостей, то есть новостей, различающихся с прогнозами, на цену на ценные бумаги или на группы ценных бумаг.

Следует также отметить, что сюрпризы доходности невозможно использовать для исследования колебаний цен на фондовом рынке. Однако практикам требуются некие модели, для того чтобы прогнозировать степень возможных фактических отклонений от прогнозных цен. Такие модели позволят им хеджировать риски вероятной недооценки или переоценки рынка.

Таким образом, в теорию фондовых рынков необходимо ввести определение термина «ценовой сюрприз».

Итак, «ценовой сюрприз» на фондовом рынке - это изменение цены ценной бумаги или группы ценных бумаг, вызванное отношением между размером реальной оглашенной информации от ожидаемой информации.

Иными словами, «ценовые сюрпризы» на фондовом рынке – это реакция фондового рынка в виде:

- оправдания ожиданий (прогнозов), недооценки прогнозов и ошибки прогнозов;
- отсутствия существенных изменений цен на фондовом рынке;

---

<sup>38</sup><http://rrg.ru/forecast/q1>

- продолжения действующего движения с ускорением в момент появления события;
- существенного изменения цен на фондовом рынке с высоким уровнем несоответствия ожиданий (прогнозов).

### **Список использованной литературы**

1. Ball, R., Brown Ph. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers / Ball, R., Brown Ph. // Journal of Accounting Research. – 1968. - № 6(2).
2. Chan, L., and Lakonishok, J. The behavior of stock prices around institutional trades / Chan, L., and Lakonishok, J. // Journal of Finance. – 1995. - № 50.
3. Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. Momentum strategies / Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. // Journal of Finance. – 1997. - № 51.
4. Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. When is bad news really bad news? / Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. // The Journal of Finance. – 2002. - Vol. LVII, No.6.
5. Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. When is bad news really bad news? / Conrad, J., Cornell, B., and Landsman, W. // The Journal of Finance. – 2002. - Vol. LVII, No.6.
6. Dolley J.C. Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups / Dolley J.C. // Harvard Business Review. – 1933.
7. Fama, E. et al. The Adjustments of Stock Prices to New Information / Fama, E. et al. // International Economic Review. – 1969. - № 10(1).
8. Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. Contrarian investment, extrapolation, and risk / Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. // Journal of Finance. – 1994. - № 49.
9. Pritamani, M., and Singal, V. Return predictability following large price changes and information releases / Pritamani, M., and Singal, V. // Journal of Banking and Finance. – 2001. - № 25.

10. Skinner, D., and Sloan, R. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio / Skinner, D., and Sloan, R. // Review of Accounting Studies. – 2002. - № 7.
11. Даль В.И. Толковый словарь [Электронный ресурс]. <http://slovari.yandex.ru/~книги/Толковый%20словарь%20Даля/~Сю/> (дата обращения 17.10.2012).
12. Крысин Л.В. Толковый словарь иноязычных слов. — М.: Эксмо, 2008.
13. Михельсон М.И. Русская мысль и речь: Свое и чужое: Опыт русской фразеологии: Сборник образных слов и иносказаний: Спб., 1904. В 2 тт.