

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Реакция институциональных и частных инвесторов на падение ENRON. Кто наживается на плохих новостях?

Скотникова А.Н.¹, Репин Д.В.²

Введение

...Всегда полезно изучать людей – насколько легко мы, твари божьи, склонны верить тому, во что нам хочется верить, и как мы позволяем себе – а на деле даже понуждаем себя – подпадать под влияние собственной алчности или легкомыслия. Людские страхи и упования всегда одинаковы, а потому всегда есть смысл изучать психологию спекулянтов – она ведь тоже не меняется.

Э. Лефевр

Споры на тему, что важнее, технические характеристики рынка или фундаментальные факторы, уже немного поутихли, и большинство прогрессивных инвесторов придерживаются фундаментальной стратегии, которая направлена на внутренние характеристики компании, структуру ее бизнеса, качества менеджмента и др. Но в последнее время исследователи все больше стали фокусироваться на человеческом факторе рынка. Так как рынок – это прежде всего люди, а цены – результат совмещения их мнений. Проблема в научных кругах актуальна как никогда. Первый признак того, что она уже достаточно вызрела, как самостоятельная научная тематика, – это Нобелевская премия, которую получил в 2002 г. Дэниэл Канеман. Существует некоторый временной лаг между зарождением какой-то области науки и вручением за исследования в ней премии. Следовательно, наука уже достаточно самостоятельна, и идейной новизны в написании работы на выбранную тематику нет. Однако неисследованных подобластей в рамках выбранной тематики – огромное множество. Объектом настоящей статьи будет анализ поведенческой реакции инвесторов на рынке на публикацию корпоративной информации в реальном времени. Предмет исследования – это анализ котировок акций корпорации ENRON на примере реальных сделок в период с 01.10.2001 г. по 10.02.2002 г. — период скандала и банкротства компании.

Эта компания была одним из крупнейших игроков на рынке, поэтому ее банкротство сильно на него повлияло. Эффект новизны события также внес свой вклад. Наличие влияния ENRON на рынок в целом подтверждено статистическими данными и проверкой соответствующих гипотез.

В этом исследовании мы проверим, отличается ли реакция инвесторов — институциональных и частных — на негативные новости о компании, и если отличается, то в какую сторону. Есть ли разница в механизмах реакций между профессионалами и непрофессионалами? Это мы выясним через эмпирический анализ котировок акций ENRON на NYSE (Нью-Йоркской фондовой бирже).

¹ Скотникова Алина Николаевна – магистр экономики, ГУ-ВШЭ 2007. Старший менеджер по продажам ООО «УК «Альянс Континенталь», отвечает за привлечение клиентов в компанию и продажу инновационных продуктов в области управления активами.

² Репин Дмитрий Владимирович – PhD, профессор ГУ-ВШЭ. Руководитель Бизнес-инкубатора ГУ-ВШЭ, один из ведущих специалистов в области поведенческих финансов в России.

В качестве данных используются все транзакции по ENRON на бирже NYSE с 01.10.2001 г. по 10.01.2002 г. из TAQ (база данных со всеми сделками NYSE по двум параметрам: объем сделки и котировка), всего включено 1 176 442 наблюдения.

Психология поведения инвестора

Психология поведения людей является ключом к пониманию происходящего на финансовых и фондовых рынках. Все обычные, повседневные чувства и стремления проявляются в жестких рыночных баталиях. Присущие всем нам ощущения — страх, жадность, надежда и др. — в быстром ритме биржевой торговли оказывают порой определяющее влияние на поведение инвестора.

Действия любого человека находятся под влиянием комплекса внешних и внутренних факторов: приобретенном в прошлом опыта, влияния внешней среды, а также наших личных физиологических и психологических особенностей. Наше поведение подвержено влиянию накопленного опыта, знаний и сложившейся ситуации. Реакция на воздействие этих трех факторов возникает последовательно после мотивации, восприятия и активации. Мотивация — это то, ради чего индивид и совершает те или иные поступки. У разных людей мотивация, естественно, различная: у кого-то она более материальна, у кого-то менее. За мотивацией следуют восприятие, которое во многом определяется развитием органов чувств, опытом и воображением. С этого уровня начинается влияние на принятие инвестором решений. В начале XX века швейцарский психиатр Герман Роршах (Herman Rorschach) разработал тест для исследования связи между восприятием и умонастроением человека.³ Тест сводится к следующему: на десять листов бумаги ставится по чернильной кляксе, после чего листы складывают пополам для получения симметричного отпечатка и показывают испытуемым. Большинство из них «опознают» в простых кляксах части тела, животных, дома, разные предметы. Каждый видит то, что ему ближе. Вот и для многих трейдеров графики колебания цен могут превращаться в своеобразные пятна Роршаха — произвольное отражение их чаяний, страхов и надежд. Процесс, следующий за восприятием, называют активацией организма, то есть обработкой мозгом поступившей информации. Лишь после этого следуют определенные действия человека — его реакция. Выделяют два основных типа реакции — она может быть врожденной и приобретенной.

Врожденные реакции состоят из рефлексов и инстинктов, присущих всем физиологически близким человеку видам. Они требуют минимального объема информации и энергозатрат на ее обработку. Рефлексы являются простейшей формой поведения человека, присущей ему с самого рождения. На внешний стимул рефлекс отвечает автоматической реакцией. (Например, приложившись к горячей сковородке с пастой в сливочном соусе, мы сначала отдернем руку, а потом начнем вспоминать ближайших родственников. Кстати, вторая часть реакции — это тоже рефлекс, хоть и социально приобретенный.)

Инстинкты являются более сложной формой проявления человеческого поведения, чем рефлексы. Обычно они объясняются гормональными процессами, протекающими в организме человека. В инвесторе, как и в любом человеке, инстинкты могут проявляться на материальном уровне. Любое первоначальное действие инвестора рассматривается именно как его желание удовлетворить материальные интересы. Если, совершив какое-либо действие (buy or sell), инвестор потерпел убытки, то это почти то же самое, когда в процессе добывания пищи он натолкнулся на непреодолимое препятствие и потерял при этом левый глаз... или правую ногу... или еще что-нибудь значимое. Наверное, человек отступит и постарается в это место больше не заходить. Если же инвестор заработал, да еще и достаточно легко, то данный факт приравнивается к обнаружению им хороших лесных угодий с непуганой дичью. Приведенные сравнения довольно грубы, но за десятки тысяч лет рефлексы людей совершенно не изменились.

³ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. М.: Диаграмма, 2001. с. 87—88.

Приобретенные реакции – это результат обучения и деятельности интеллекта (мышления). Обучение посредством проб и ошибок, появление условных рефлексов, элементарное подражание чужому поведению – это обычный процесс приспособления человека к окружающей среде. Более сложным и поэтому сравнительно менее распространенным способом получения приобретенной реакции является деятельность рассудка. Интеллект от латинского *intellectus* – познание, понимание, рассудок. Долгое время существовало две точки зрения на то, что же такое интеллект и как его измерить. Первая говорила, что интеллект является наследственной чертой и измерению не подлежит. Согласно второй точке зрения, уровень интеллекта напрямую связан со скоростью восприятия информации и реакции на внешние стимулы. В настоящий момент большинство психологов придерживаются того мнения, что интеллект – это способность индивидуума приспосабливаться к окружающей среде (тем не менее большинство тестов по-прежнему оценивают уровень интеллекта по скорости выполнения определенных заданий).

Интеллект у инвестора проявляется в его способности логически осмыслить происходящее с ним и с окружающей его действительностью и принять на этой основе самое простое и верное решение. Если инстинкт действует неосознанно, пользуясь родовой памятью (это советы учителей и набор простых правил), то интеллект пытается самостоятельно осмыслить эти советы и правила в соответствии с собственным мировоззрением и изменившимися внешними условиями. Именно интеллект призван помочь найти выход из тупика, куда может завести простое следование старым правилам и собственным слабостям.

Процесс деятельности человеческого интеллекта является ни чем иным, как процессом мышления. *Мышление* применительно к торговле на финансовых рынках представляет собой процесс оценки по каждому возможному инвестиционному решению соотношения риска и доходности и выбора наиболее эффективного варианта. Выделяют два основных способа поиска той или иной проблемы⁴. Первый осуществляется при помощи конвергентного мышления и исходит из того, что существует только одно верное решение. Конвергентное мышление концентрируется на поиске единственно правильного решения с помощью уже имеющихся знаний и логического рассуждения. Второй путь, свойственный дивергентному поведению, ищет решение по всем возможным направлениям. В большей степени людям присуще конвергентное мышление, и вызвано это, скорее всего, традиционным подходом к обучению еще с детства. Творческим личностям в основном присуще дивергентное, а не традиционное мышление.

Человек с конвергентным типом мышления может дать один или два варианта решения проблемы, тогда как человек с дивергентным типом мышления предложит множество решений.

Также следует отметить оригинальность и подвижность второго типа мышления. Здесь же следует сказать, что творческие личности менее конформны, а стандартом в обществе является конформный человек с конвергентным типом мышления. Дивергентное мышление является преобладающим у детей, и только с возрастом, в процессе обучения, построенного на принципах подавления личности, большинство людей становятся обычными представителями конвергентного мышления.

Психология масс и рынки ценных бумаг

Люди издревле объединялись в группы для выживания. Охотясь на саблезубого тигра толпой, ее члены получали больший шанс остаться в живых, в то время как при единоборстве с этим зверем жизнь охотника-одиночки висела на волоске. По фондовым делям рынка ценных бумаг не бродят саблезубые тигры, однако там присутствует страх финансовой гибели. Игра на бирже привлекает массу игроков. Мелкие сбережения и

⁴ Найман Э.Л. Трейдер-инвестор. К.: Вира-Р, 2000. с. 258.

шальные состояния, деньги знатоков и простофиль, банковские и частные капиталы – все стекается на рынок. Любая из цен представляет собой сиюминутное соглашение о ценности рынка, достигнутое покупателями, продавцами и колеблющимися игроками в момент сделки. За каждым изменением цен стоит *толпа* трейдеров⁵. Говоря о толпах игроков на рынке ценных бумаг, стоит уточнить, что биржевая толпа в точном понимании ее смысла имеется только «на полу» биржи, где брокеры исполняют распоряжения своих клиентов. Все остальные участники этого процесса скорее являются публикой. В настоящее время, с развитием интернет-технологий, эти понятия устарели, и теперь человек, управляющий офшорным портфелем, скажем, Бермудского фонда вполне может сидеть на Кипре и «двигать» российский рынок.

Риск и неопределенность – трейдер не властен над изменениями курсов бумаг — делает успех его решения зависимым от миллионов других решений совершенно разных, незнакомых ему людей. Такая ситуация заставляет игроков искать лидера или объединяться в группы со сходными интересами.

Примкнув к толпе, люди становятся более примитивными и нацеленными на действия, а не на размышления, ведь толпа способна испытывать только простые, но сильные чувства: ужас, ликование, тревогу, радость. Толпа постоянно бросается в крайности: от страха – к буйному веселью, от паники – к победоносному «ура». Сидя в лаборатории, ученый мыслит хладнокровно и трезво, но стоит ему попасть в водоворот всеобщей биржевой истерии, как он начинает играть безрассудно. Представляется очевидным, что идти против толпы нельзя, так как именно она формирует основное рыночное движение. Но, с другой стороны, нельзя и следовать мнению толпы, так как оно может быть ошибочным. Наблюдая за действиями толпы, необходимо определить, права она или же ошибается. По данному поводу Найман сформулировал интересное правило: «Вы должны присоединиться к победителям и предать побежденных!»

Подводя итоги нашего краткого анализа психологии толпы и поведения индивидуального трейдера в ней, можно выделить следующие риски, которым подвергается этот трейдер при работе на массовых спекулятивных рынках:

Решения, принимаемые толпой, как правило, принимаются на уровне самого неумелого ее участника. Таким образом, решения, принятые толпой, неумны.

Управляют толпой зачастую слухи, а слухи имеют свойство не оправдываться.

Удивляет то, что многие инвесторы, зарабатывающие сотни тысяч долларов в год, прислушиваются к мнению экспертов, зарабатывающих лишь десятки.

Человек имеет свойство поддаваться влиянию толпы и принимать коллективные, неиндивидуальные решения.

Это только некоторые из бесчисленного ряда возможных психологических ловушек, подстерегающих инвесторов и трейдеров в их повседневной торговой деятельности. Тем не менее мы попытались рассмотреть наиболее значимые и, на наш взгляд, основополагающие примеры подобных ошибок, из сплетений и сочетаний которых могут родиться все остальные.

Метод исследования и данные

Для оценки поведенческих эффектов у инвесторов будем использовать параметры всех сделок, заключенных по акциям корпорации ENRON в период с 01.10.2001 г. по 10.01.2002 г. Выбор периода не случаен: во время скандала были периоды активного поступления новостей и рутинного затишья. Мы будем рассматривать начало скандала, так как этот период был наиболее насыщен событиями.

⁵ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. М.: Диаграмма, 2001. с. 63.

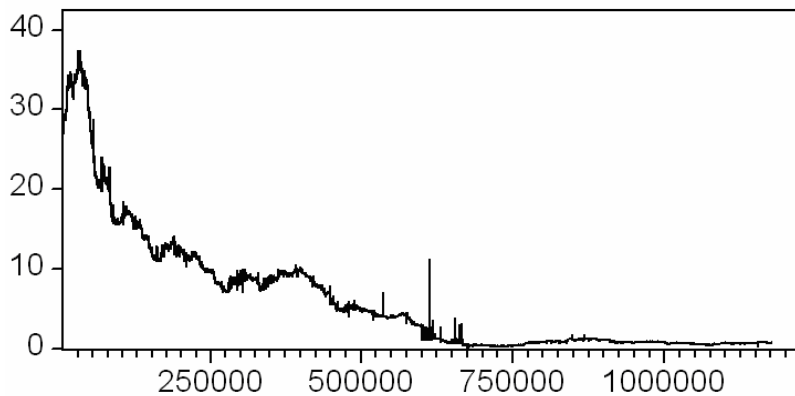


График цен на акции ENRON (ENE) в период с 01.10.2001 г. по 10.01.2002 г.

На графике видна динамика цены по всем сделкам периода. Всего количество наблюдений для нашей эмпирической модели составит 1 176 442. Как видно, это достаточно большой объем данных, поэтому для его обработки будем пользоваться эконометрическим пакетом анализа Ecometrica Views. Кроме цен, в сделках также индексируется объем покупаемых бумаг и время заключения. Для удобства анализа введем упрощение – будем считать, что сделки заключаются не чаще чем раз в секунду. Однако допущение не искажает результатов работы, но существенно облегчает ее техническую сторону. Кроме объективных параметров сделок введем еще один значимый фактор: хронологию поступления новостей относительно корпорации ENRON. Для этого обратимся к архивам новостных лент Dow Jones News Service и Reuters в базе данных для бизнеса Factiva. На заданном промежутке будем фиксировать время поступления новостей относительно компании. Заранее условимся, что еще в течение 30 минут с даты появления новости она активна, то есть влияет на поведение инвесторов. Выбранный промежуток весьма условен, логика выбора такова: за 30 минут профессиональные инвесторы успеют сходить покурить, пообедать или просто отвлечься от дурных мыслей о рынке. Частные инвесторы либо работают в режиме профессионалов — тогда им хватит этого времени; либо смотрят на состояние рынка пару раз в день, придерживаясь фундаментальной стратегии, — тогда им абсолютно не важно, в течение какого промежутка новость будет влиять на котировки.

Однако цены, зафиксированные с ежесекундной периодичностью, практически не меняются, поэтому мы будем смотреть не на абсолютные цены, а на чувствительность этих переменных к новостям о компании. Для этого вычислим первую, вторую, третью и четвертую производные цен по времени. С математической точки зрения понятно, что такое производная цены, однако с идейной точки зрения это совсем не очевидно. Мы хотим определить, на каком уровне у нас будут выявляться изменения в объемах сделок в зависимости от поступления новостей по компании.

Сформулируем задачу нашего исследования: мы хотим проверить, есть ли значимое количество значений объясняющих переменных в нашей выборке, чтобы исследуемая переменная была максимально приближена к истинному значению (1). Для решения такой задачи будем применять метод оценки, использующий в качестве меры вероятность — *метод максимального правдоподобия*.

Эмпирическая оценка поведенческих реакций инвесторов на рынке ценных бумаг

Модель

Итак, на основе выбранного метода мы хотим проверить следующую гипотезу: реакции институциональных и частных инвесторов на поступающие новости различаются.

Прежде всего необходимо сформулировать критерий, по которому мы будем относить сделки (инвесторов) к одному или другому типу. Специфика данных такова, что минимальный размер сделки – 100 акций. Это вполне объяснимо, так как бумага продавалась на Нью-Йоркской фондовой бирже, где просто априори невозможны более мелкие сделки – таковы требования биржи. Таким образом, брокер, обслуживающий индивидуальных инвесторов, собирает с них заказы и либо удовлетворяет, либо идет на рынок, собрав требуемое минимальное количество бумаг (в нашем случае 100). Однако в конкретный период и у конкретного брокера (например, у очень популярного и крупного) может быть и большее количество заказов; тогда объем его предложения может быть больше. Однако среди общего числа заказов выделяются отдельные, особо крупные. Они встречаются гораздо реже, нежели мелкие. Вот их мы и будем считать институциональными инвесторами. Из практики известно, что институциональные инвесторы традиционно разбивают крупные сделки на несколько блоков, для того чтобы не влиять на рынок. Однако разделенные объемы, как правило, составляют не меньше тысячи акций. Резюмируя это вербальное наблюдение применительно к нашей модели, формулируем критерий: сделки до 1000 акций – это сделки частных инвесторов; сделки свыше 1000 акций – это сделки институциональных инвесторов.

В качестве цен мы берем их производные – начнем строить нашу модель с первой производной. А в качестве событий возьмем новости с лент Reuters и Dow Jones с фиксацией точного времени появления (список новостей см. в приложении).

Будем строить модель следующего вида:

$$Pr\ price_differenceN = \alpha + \beta \cdot Conditional_Size + \gamma \cdot Cronos.$$

Мы будем смотреть, формируется ли цена (производная цены порядка N – $Price_differenceN$) под действием объемов заказа (Dummy-переменная, индексирующая объем заказа относительно 1000 акций, 1 – свыше 1000, 0 – меньше 1000, $Conditional_Size$) и хронологии поступающих новостей ($Cronos$).

Таблица 1. Probit-регрессия первой производной цены акции ENRON

Зависимая переменная: Первая производная цены акции				
Метод: МП – бинарная Probit-регрессия				
Объем выборки (скорректированный за вычетом зависимой переменной): 11 176 442				
Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z-статистика	Вероятность
SIZEIF	-0,042867	0,117606	-0,364500	0,7155
CRONOS	-0,067528	0,238530	-0,283100	0,7771
Const	-4,034834	0,079522	-50,73831	0,0000
Среднее зависимой переменной	2,46E-05	Стандартное отклонение зависимой переменной		0,004959
Стандартная ошибка регрессии	0,004959	Сумма квадратов остатков		15,99960

Модель получилась «плохая», так как ее коэффициенты незначимы на всех разумных уровнях значимости (*уровень значимости ошибок*: вероятность того, что мы совершим ошибку первого рода – примем неверную гипотезу). Но отсюда не следует, что наша гипотеза отвергается; это значит, что мы взяли недостаточный уровень чувствительности цены. Строим регрессию, в которой в качестве объясняемой переменной будет вторая производная цены, а регрессоры останутся теми же самыми.

Таблица 2. Probit-регрессия второй производной цены акции ENRON

Зависимая переменная: <i>Вторая производная цены акции</i>				
Метод: МП – бинарная <i>Probit</i> -регрессия				
Объем выборки (скорректированный за вычетом зависимой переменной): 11 176 442				
Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z-статистика	Вероятность
SIZEIF	-0.248111	0,134698	-1,841980	0,0655
CRONOS	0,090551	0,185034	0,489374	0,6246
C	-3,890538	0,073406	-53,00024	0,0000
Среднее зависимой переменной	3,55E-05	Стандартное отклонение зависимой переменной		0.005962
Стандартная ошибка регрессии	0,005962	Сумма квадратов остатков		15.99928

Модель опять никуда не годится, однако мы тут увидели, что коэффициенты при обоих регрессорах стали чуть более значимыми. Это значит, что мы вполне можем рассчитывать на то, что найдем тот уровень чувствительности цены, при котором мы получим «хорошую» модель. Строя регрессию для третьей производной, мы получаем также неудовлетворительную модель. Однако вот что получилось, когда мы взяли четвертую разность:

Таблица 3. Probit-регрессия четвертой производной цены акции ENRON

Зависимая переменная: <i>Четвертая производная цены акции</i>				
Метод: МП – бинарная <i>Probit</i> -регрессия				
Объем выборки(скорректированный за вычетом зависимой переменной): 11 176 442				
Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z-статистика	Вероятность
CRONOS	0,315558	0,102562	3,076752	0,0021
SIZEIF	-0,209309	0,099785	-2,097598	0,0359
C	-3,663127	0,063339	-57,83375	0.0000
Среднее зависимой переменной	0,000116	Стандартное отклонение зависимой переменной		0,010780
Стандартная ошибка регрессии	0,010780	Сумма квадратов остатков		30,99375

В итоге мы получили регрессию со всеми значимыми регрессорами. Попробуем проинтерпретировать ее результаты.

Интерпретация результатов модели

В итоге мы получили модель следующего вида:

$$Price_difference4 = \alpha + \beta \cdot Conditional_Size + \gamma \cdot Cronos.$$

Цена акции в период кризиса формируется под действием двух факторов:

- Объем сделки.
- Поступающая информация относительно компании-эмитента.

Объем сделки – это скорее фундаментальный фактор цены, то есть люди формируют свой портфель на основании выбранной инвестиционной стратегии, но корректируют ее с учетом поступления новой информации. В краткосрочном периоде эффект поступления

новой информации – чисто спекулятивный. В долгосрочном периоде люди будут пересматривать свои фундаментальные оценки с учетом новой информации.

Однако, как мы помним, мы рассматривали не абсолютный объем заказа, а условный – индексирующий тип инвестора. С помощью *dummy*-переменных мы делили инвесторов на институциональных и частных. На основании регрессионной модели можно сделать следующие выводы:

Тип инвестора учитывается в колебаниях цен на бумаги. Более того, тип инвестора вместе с хронологией поступающих новостей формирует динамику цен.

$$Price_difference4 = -3.66 - 0.21 \cdot Conditional_Size + 0.32 \cdot Cronos.$$

Интерпретация коэффициентов модели. Отрицательный коэффициент при условном объеме сделок говорит о том, что связь между ценой и количеством отрицательная, и это логично. В численном выражении 1%-ное изменение количества покупаемых/продаваемых бумаг вызывает 0,21%-ное изменение цены бумаги в противоположную сторону. В свою очередь влияние поступающих новостей более значительно, коэффициент при этой переменной 0,32, причем их вклад в динамику цен положительный.

Таким образом, тип инвестора (1 – это институциональный инвестор) более подвержен влиянию новостей. Все думают, что мелкие инвесторы «дергаются» сильнее, а на самом деле институционалы более чувствительны к новостям. Однако этому есть и разумное объяснение: институциональные инвесторы – это профессиональные участники финансового рынка. Они постоянно следят за рынком и читают обзоры новостей и аналитики по компаниям. Таким образом, они должны быть в курсе новых событий относительно того или иного эмитента.

Подводя предварительные итоги нашего анализа, приходим к выводу, что цена бумаги на фондовом рынке формируется под влиянием объема сделок (в нашем случае таким образом был организован референс на тип инвестора) и поступающих новостей о компании. Справедливости ради стоит заметить, что такая ситуация характерна для компании в период кризиса. Ведь описываемый период был очень тяжелым для ENRON, точнее, его лебединой песней. После этого начался затяжной период судебных разбирательств и обвинительных приговоров, который не закончился и по сей день.

Выводы

В качестве одной из задач работы мы ставили выявление механизмов реакции инвесторов и проверяли гипотезу о том, что институциональные и частные инвесторы по-разному реагируют на поступающие новости относительно компании. Предмет исследования – скандал, вызванный махинациями с отчетностью корпорации ENRON, – весьма показателен. Это был первый в мире судебный процесс, в результате которого правящей бизнес-элите вынесли обвинительный приговор. Нет смысла заострять внимание на том, что фондовый рынок буквально лихорадило от таких событий. За рамками данной работы автор провел исследование относительно связи рынка и котировками ENRON в купе с поступлением новостей по компании. Рынок (S&P 500) очень остро реагировал на какие-либо новости относительно ENRON. Иными словами, в тот момент, когда поступала информация, котировки ENRON начинали «двигать» рынок, а инвесторы, не успев пересмотреть свои фундаментальные позиции относительно рынка, начинали срочно менять стратегии, зачастую «выходить из рынка», что вызывало цепную реакцию. Вообще фондовый рынок – это весьма чувствительная вещь, на нем нельзя проводить какие-то действия, не думая о последствиях этих действий. Особенно это касается крупных инвесторов и управляющих, у которых достаточно ресурсов, чтобы существенно влиять на рынок. Они могут как поднять его, так и опустить, что не только определит судьбу мелких инвесторов, но и скорректирует их собственную позицию. Особенно такая ситуация характерна для неразвитых, малоликвидных рынков. В последнее время в большинстве компаний постоянно идут споры, стоит ли регламентировать систему принятия решений

трейдером. Ведь слаженная система позволяет оптимизировать процесс управления портфелем в растущую фазу рынка, так как тут не требуется принятия экстренных решений, а сбалансированная, коллективно принятая инвестиционная стратегия позволяет выбирать лучшие компании на текущем рынке, однако, как показывает практика, такая система абсолютно неэффективна. Во время лихорадочного падения рынка только самостоятельные решения трейдера позволяют выбрать лучшие стратегии поведения. Только его собственное видение рынка, прогноз реакции его других участников позволяют принимать правильные решения. Наше исследование подтвердило важность поведенческих реакций рынка и позволило получить необычный вывод – институциональные инвесторы (профессионалы рынка) более чутко реагируют на новости. Традиционно мы считаем, что частные (в основном мелкие) инвесторы склонны к более эмоциональной реакции на рынок, то есть их позиция больше подвержена корректировкам в зависимости от ситуации на рынке. Однако на основании нашей эмпирической модели – в период острого кризиса — ситуация складывается с точностью до наоборот. Институциональные инвесторы быстрее реагируют на новости и корректируют свою позицию. Выводы модели устойчивы, что подтверждают проведенные тесты на робастность.

Таким образом, мы провели принципиально новое исследование, которого еще не было в современной науке. Мы эмпирически подтвердили значимость эмоций, под влиянием которых инвесторы принимают решения. Более того, указали на эффект адаптации к новостям на примере снижения значимости новостей в регрессионной модели. В итоге мы получили эмпирическое подтверждение сформулированной гипотезе: даже профессиональные участники фондового рынка – это прежде всего люди, которые подвержены тем же эмоциям и реакциям, что и наши предки, и принять инвестиционные решения, не учитывая эти факторы, нельзя, так как это еще один путь к разорению.

Список литературы

1. Gorjaev Alexei and Sonin Konstantin. A Political Risk Company Specific? The Market Side of the YUKOS Affair. 2005.
2. Fisman Raymond. Estimating the Value of Political connections / American Economic Review, 91 (4): pp. 1095—1102.
3. Lobo Bento J. jump Risk in the U. S. Stock Market: Evidence Using Political Information / Review of Financial Economics, 1999, 8 (2), pp.149—63.
4. Alesina Alberto and Tabellini Guido. External Debt, Capital Flight and Political Risk / Journal of International Economics, 1989, 27, pp. 199—220.
5. Bohn Henning and Deacon Robert T. Ownership Risk, Investment, and the Use of Natural Resources / American Economic Review, 2000, 90(3), pp. 526—549.
6. www.bloomberg.com
7. www.enron.com