

## Секция «9. Количественные методы и информационные технологии в финансах и экономике»

### Характеристика финансового актива на основе инвестиционной и спекулятивной составляющей

*Окунь Сергей Александрович*

*Аспирант*

*Кубанский государственный университет, Экономический факультет, Краснодар,  
Россия*

*E-mail: y121se@mail.ru*

*Научный руководитель*

*д. э. н. Пенюгалова Александра Васильевна*

Участники финансового рынка по характеру финансовых операций разделяются на категории инвесторов и спекулянтов. Дж. Кейнс охарактеризовал спекулятивный процесс следующим образом: «Можно было бы предположить, что конкуренция между экспертами профессионалами, располагающими знаниями и оценками, недоступными среднему частному инвестору . . . . предоставленного самому себе. Дела, однако, обстоят так, что энергия и искусство профессионального инвестора, оператора, спекулянта в основном прилагаются к совсем другому предмету. Большинство этих людей, на самом деле, озабочено не качественными долгосрочными прогнозами доходов на актив в течение его жизни, а тем, как предвидеть изменения в общепринятом базисе для оценки актива, и предвидеть их с краткосрочным опережением по отношению к основной массе публики. Они озабочены не тем, что актив действительно стоит для человека, который покупает его, чтобы держать, а тем, как под влиянием массовой психологии оценит этот актив рынок – три месяца или год спустя. Но это поведение вовсе не упорство в заблуждении. Ведь и впрямь неразумно платить 25 за актив, доход на который, как вы считаете, оправдывает цену и в 30, если одновременно вы убеждены, что рынок через три месяца оценит этот актив в 20 пунктов». Следовательно, спекулятивную операцию можно представить, как операцию целью которой является извлечение прибыли из курсовой разницы, по средствам анализа текущих рыночных тенденций и психологических факторов влияющих на поведение участников финансового рынка.

Б. Грэхем и Д. Додд при определении понятия инвестиционной операции отмечали, что «инвестор необязательно должен быть заинтересован в текущем доходе: иногда он может обосновать целесообразность своей покупки прибылью, которая аккумулируется на его кредит и достается ему после более или менее продолжительного ожидания» [2]. В результате авторы предложили следующее определение понятия инвестиционной операции: «Инвестиционная операция – это такая операция, которая по результатам тщательного анализа обещает надежность основной суммы долга и удовлетворительную величину прибыли. Операции, не удовлетворяющие этим требованиям, считаются спекулятивными».

С целью выявления и разграничения влияния инвесторов и спекулянтов на динамику финансового актива возможно использовать взаимосвязь показателей аномальной доходности и free-float. Действия инвесторов можно характеризовать как следствие появления новой фундаментальной информации о финансовом активе или как результат

проявления активности спекулянтов, способствующая формированию текущей рыночной цены ниже/выше диапазона инвестиционной стоимости. Появление фундаментальной информации об активе приводит к смещению диапазона приведенных перспектив роста (PVGO), что призывает инвесторов к активным действиям. Момент активизации финансовых инвесторов возможно определить с помощью показателя аномальной доходности. Для вычисления аномальной доходности финансового актива необходимо рассчитать ожидаемую доходность, которая определяется с использованием регрессионной эконометрической модели.

$$y = \alpha + \beta \times x \dots \dots \dots (1)$$

где,  $y$  – ожидаемая доходность финансового актива;  $\alpha$  – среднее изменение доходности акции в отсутствие изменения рынка;  $x$  – доходность рыночного индекса;  $\beta$  – средний дополнительный доход при изменении рыночного индекса на 1 %.

В дальнейшем аномальная доходность рассчитывается как разница между фактической доходностью, которая присуща финансовому активу в определенный период времени и ожидаемой доходностью. В исследовании при расчете аномальной доходности использовалась регрессионная модель. Показатель  $\beta$  определялся исходя из ежедневных данных дневной доходности за два года, и в дальнейшем пересчитывался при появлении новых данных за следующий день. На практике отсутствует четкое определения, за какой промежуток времени следует рассчитывать показатель  $\beta$ . Так Value Line и Standard & Poor's, предпочитают использовать данные за пять лет, в то же время в оценках Bloomberg используются двух летние данные. Как отмечает А. Дамодаран: «Компромисс прост: более длительный период обеспечивает больший объем данных, но характеристики специфического риска фирмы могли в течение этого периода измениться» [3]. Учитывая юный возраст российского фондового рынка и его постоянное инфраструктурное развитие, а также динамичное развитие компаний и зависимость российской экономики от международной финансовой системы, которая по настоящее время претерпевает структурные последствия международного финансового кризиса, при проведении регрессионного анализа были использованы ежедневные показатели доходности финансового актива за период два года.

Действия инвесторов характеризуются появлением больших значений (значительно плюс/минус) аномальной доходности и являются следствием покупки/продажи существенных пакетов финансовых активов на рынке, которые характеризуются изменением показателя free-float. Деятельность финансовых спекулянтов приводит к появлению значительных положительных/отрицательных значений показателя аномальной доходности, как реакция на текущие новости, которые имеют краткосрочные последствия. В отличие от финансовых инвесторов деятельность спекулянтов не приводит к изменению free-float на рынке, при условии сохранения цены актива в диапазоне внутренней стоимости.

Общие характеристики финансового актива при анализе показателей free-float и аномальной доходности:

- 1) положительное значение аномальной доходности и снижения free-float – приобретение актива инвесторами (актив фундаментально недооценен);
- 2) отрицательное значение аномальной доходности и рост free-float – продажа инвесторами финансового актива (актив фундаментально переоценен);

- 3) положительное значение аномальной доходности без изменения free-float – положительная спекулятивная составляющая;
- 4) отрицательное значение аномальной доходности без изменения free-float – отрицательная спекулятивная составляющая;
- 5) спекуляция в большинстве случаев характеризует боковое движение рынка;
- 6) инвестиционная деятельность образует трендовое движение;
- 7) снижение/повышение free-float и отрицательная/положительная аномальная доходность при сохранении положительного/отрицательного темпа прироста аномальной доходности – наличие инвестиционной составляющей при существенной спекулятивной составляющей.

Действия финансовых инвесторов и спекулянтов в процессе ценообразования финансового актива «Лукойл» отображены на рис. 1, который характеризует взаимодействие показателей аномальной доходности и free-float и рис. 2 отражающий динамику рыночной цены при соответствующем уровне free-float. На рис. 1 аномальная доходность представлена статистическим показателем – медианой, которая характеризует возможное значение признака, разделяющего ранжированную совокупность на две равные части: 50 % «нижних» единиц ряда данных имеют значение признака не больше, чем показатель медианы и «верхние» 50 % – значение признака не меньше, чем медиана. На рис. 1 в рамках обозначено порядковое значение точки, характеризующая объем free-float, находящегося на рынке в определенный период времени; действия финансовых инвесторов: b – покупка актива; s – продажа актива; f – отсутствие операций с активом со стороны финансовых инвесторов. На рис. 2 в рамках указан номер периода и соответствующий ему объем free-float.

Анализируя рис. 1 и 2 можно сделать выводы об активе в различные периоды времени соответствующие следующим точкам:

- точки 1 – 2, характеризуют наличие бокового тренда с наличием отрицательной спекулятивной составляющей;
- 3 точка, боковое движение, небольшая положительная спекулятивная составляющая;
- 4 точка, поведение инвесторов характеризуется как боковое. Однако, наблюдается небольшая положительная спекулятивная составляющая, формирующая спекулятивный тренд;
- 5 точка, финансовый кризис спровоцировал отрицательную динамику цен, однако в данный период наблюдается положительная аномальная доходность, что характеризует активные операции финансовых инвесторов по приобретению данного актива, и как следствие в этот период времени происходит фундаментальная недооценка акций;
- 6 точка, положительная динамика цен с высокими темпами прироста, что является следствием действий финансовых инвесторов в точке 5. Также в данный период происходит продажа актива со стороны финансовых инвесторов. При этом положительная аномальная доходность характеризует рыночную психологическую составляющую, связанную с возможным окончанием кризиса;
- 7 точка, положительная динамика роста цен со снижающейся скоростью, что объясняется снижением психологического эффекта от окончания кризиса. Отрицательная аномальная доходность характеризует продолжение продаж финансового актива со стороны инвесторов;

– 8 точка, отрицательная динамика цен, связанная с продажами актива со стороны инвесторов в точках 6 и 7. Отрицательное значение аномальной доходности в данном случае характеризует присутствие спекулятивной составляющей, которая является следствием, осознания спекулянтами того, что их действия в точках 6 и 7 не поддерживались действиями инвесторов. Тем самым значительный показатель отрицательной аномальной доходности скрывает действия инвесторов направленные на приобретение актива. Доказательством того, что в данный период времени инвесторы занимались приобретением актива, свидетельствует снижение коэффициента free-float;

– 9 точка, положительная динамика цен является следствием реакции рынка на покупки инвесторов в предыдущий период времени. Действия инвесторов в данной точке направлены на продажу финансового актива;

– 10 – 11 точки, покупка актива со стороны финансовых инвесторов. Отрицательная динамика цен в точках 10 и 11 связана с игнорированием спекулянтами действий инвесторов;

– 12 – 14 точки, образования бокового движения, с положительной спекулятивной составляющей.

Представленная методика, позволяет качественно охарактеризовать актив в различные периоды времени на основе инвестиционной и спекулятивной составляющей.

### Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: ЗАО «Олимп Бизнес», 2009.
2. Грэхем Б., Д. Додд. Анализ ценных бумаг: Пер. с англ. - М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2012. С. 62.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. С. 244.
4. Окунь С.А. Влияние инвестиционно-спекулятивных механизмов на ценообразование финансового актива // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 38 (341). С. 9 - 20.
5. Н. Kent Baker, John R. Nofsinger. Behavioral finance: investors, corporations, and markets. Published by John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2010.

### Иллюстрации

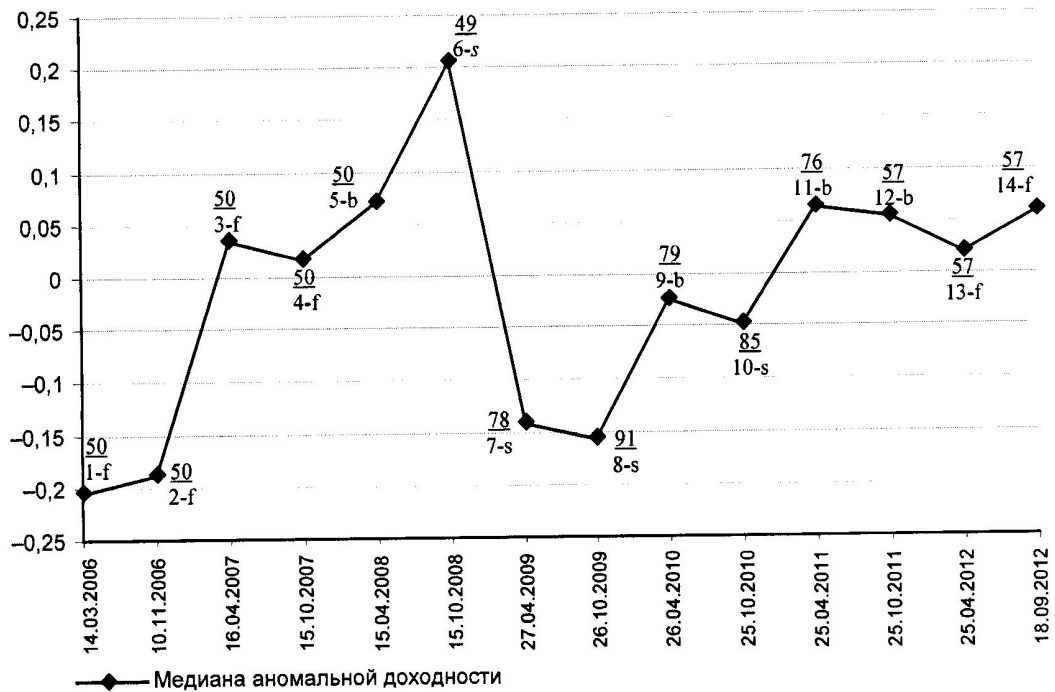


Рис. 1: Показатели аномальной доходности акций «Лукойл» и free float %, за период 14.03.2006 - 17.12. 2012 гг.

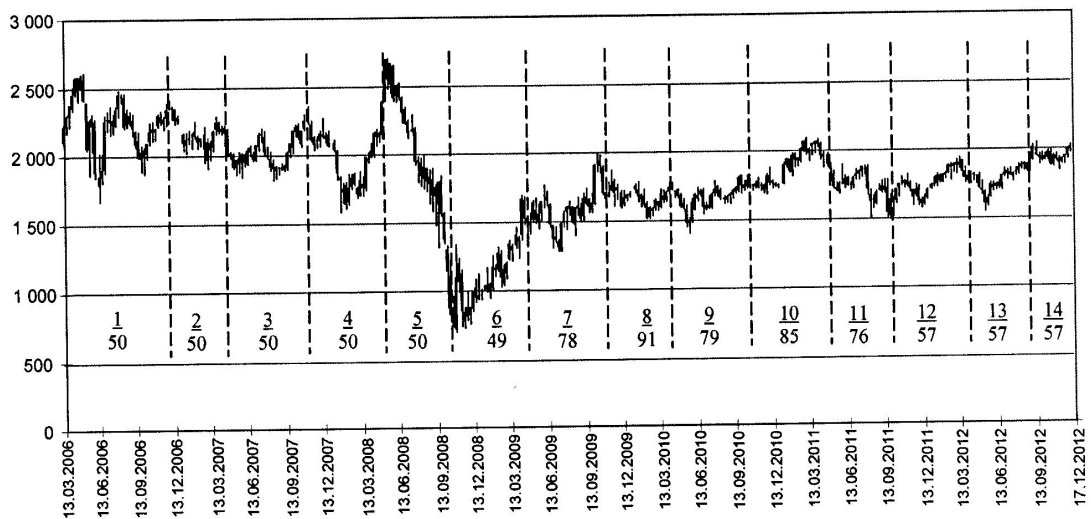


Рис. 2: Недельная динамика цен акций «Лукойл» и объем free-float %, за период 13.03.2006 - 17.12.2012 гг.