

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)



Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет



№ 10, 2010 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 339

П.О. Сидоренко,
асpirант, Інститут світової економіки при НАНУ України

ВПЛИВ СТАДНОЇ ПОВЕДІНКИ ІНВЕТОРІВ НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ НА ЦІНИ ТА ПОКАЗНИКИ ДОХОДНОСТІ АКЦІЙ

У статті аналізується сутність стадної поведінки індивідуальних та інституційних інвесторів на фондових ринках задля визначення її впливу на ціни та динаміку показника доходності акцій, та ефективність функціонування ринку взагалі. Відповідно, розглядаються приклади дестабілізуючої стадної поведінки серед індивідуальних інвесторів, в той час як стадна поведінка інституційних інвесторів має стабілізуючий вплив, проте це не виключає склонність останніх до нераціональної поведінки на ринку.

This paper studies essence of herding behavior by individual and institutional investors on stock exchanges and determines its impact on stock prices and returns volatility as well as general market efficiency. Consequently this paper shows destabilizing herding by individual investors while institutional investors herd in stabilizing manner although it does not eliminate their propensity to irrational market behavior.

Ключові слова: стадна поведінка, ефект натовпу, фондові ринки, DotCom Bubble

ВСТУП

Стрімкий розвиток фондових ринків та підвищення ролі залученого шляхом випуску акцій капіталу сприяли зростанню кількості непрофесійних інвесторів, більшість з яких має обмежений доступ до інформації та гірші можливості її аналізу, у порівнянні з професійними гравцями на ринку, тому вони є більш склонними до прийняття іrrаціональних інвестиційних рішень під впливом поведінкових факторів.

Враховуючи дестабілізуючий вплив стадної поведінки нераціональної частини інвесторів на цінову динаміку та ефективність функціонування фондового ринку, дослідження цього фактору прийняття інвестиційних рішень та подальша розробка механізмів протидії його впливу і подолання негативних наслідків є вкрай актуальним в наш час.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою цього дослідження є виявлення передумов виникнення та з'ясування сутності впливу ефекту стадної поведінки на цінову динаміку, показники доходності акцій та ефективність функціонування фондового ринку задля подальшої розробки ефективних механізмів протидії дестабілізуючому впливу згаданих факторів. Аналіз згаданого фактору вибору інвестиційних стратегій проводиться крізь призму поведінкових фінансів.

РЕЗУЛЬТАТИ

Стадну поведінкою можна визначити як інвестиційну стратегію, яка полягає на наслідуванні поведінки більш досвідчених та авторитетних учасників ринку або приєднанні до пануючого на рику тренду під впливом низки поведінкових факторів: недооцінка власних аналітичних здібностей та переоцінка аналітичних здібностей інших інвесторів, надмірні побоювання щодо нанесення шкоди власній репутації, переоцінка достовірності та ваги інформації, якою володіють інші учасники ринку. Окрім випадком стадної поведінки є прийняття інвестиційних рішень на основі аналізу показників прибутковості акцій у попередніх періодах та інвестиційних стратегій інших учасників ринку на аналогічних проміжках часу (feedback trading) [4, ст. 2263]. Слід зазначити, що одночасне прийняття аналогічних інвестиційних рішень декількома учасниками фондового ринку можливе також під впливом раціональних факторів, оскільки інвестори, як правило, аналізують однакові індикатори, користуються одними джерелами інформації та порадами аналітиків, поведінка останніх, до речі, також може містити ознаки стадності під впливом фактору репутації. Припускаємо, що у цьому випадку вплив на цінову динаміку є переважно нейтральним або стабілізуючим: зростання (зменшення) цін не супроводжується різким їх падінням (зростанням), тому ми не приділяємо увагу аналізу такої поведінки інвесторів у цій статті. Нагомість, дестабілізуючий вплив стадної поведінки, який виявляється у стрімкому зростанні, за яким слідує різке падіння цін, якщо інвестори купують цінні папери під впливом згаданого вище фактора (при продажу спостерігається протилежна динаміка), буде розглянуто більш детально. На думку автора, небезпека існування стратегії наслідування інвестиційних рішень інших учасників ринку під впливом поведінкових факторів полягає у значному відхиленні цін від справедливого рівня, формуванні ефекту натовпу, що може мати вагомий дестабілізуючий вплив на ринок в цілому. Варто зазначити, що ефект натовпу ми розглядаємо як наслідок прояву стадної поведінки значної частини інвесторів, спрямованої в одному напрямку та по відношенню до аналогічної групи цінних паперів, що характеризується появою спільнотої ідеї, наприклад стосовно перспектив інвестування в певні активи або розвитку нових галузей економіки, яка швидко поширюється серед учасників ринку та підсилює їх

впевненість у правильності обраної інвестиційної стратегії. На думку Ле Бона, який досліджував це явище, у натовпі зникає свідома особистість, почуття та ідеї окремих суб'єктів набувають одного напрямку – створюється колективна думка, яка має тимчасовий характер і чітко виражені характерні риси, тому натовп – це не просто кількісне поняття, а окремий організм зі специфічними властивостями [1, ст. 10]. У контексті фондових ринків ефект натовпу полягає у підвищенні схильності до ризику на основі переоцінки інвесторами своїх аналітических здібностей та значення інформації, якою вони володіють, неадекватну реакцію на інформаційні сигнали: ігнорування даних, що вказують на помилковість висновків натовпу та перебільшення ваги інформації, яка може бути абсолютно нейтральною по відношенню до об'єкта спекуляції. Однією з найбільш небезпечних особливостей поведінки натовпу, на нашу думку, є імпульсивність та мінливість, що призводить до різкої зміни цінового тренду та дестабілізації ринку. На практиці, частіше за все, вплив дії ефекту натовпу, разом з іншими факторами, виявляється у формуванні цінової бульбашки та подальшим обвалом котирувань на фондових ринках.

Однією з головних передумов прояву стадної поведінки, на нашу думку, є низька інформаційна ефективність фондових ринків, асиметричний розподіл інформації та доступ деяких учасників ринку до внутрішніх даних, що призводить до наслідування найменш проінформованими учасниками ринку інвестиційних стратегій тих гравців, які, на їх думку, володіють більш достовірною інформацією. Саме тому найбільшу схильність до проявів стадної поведінки виявляють індивідуальні інвестори, більшість з яких мають гірші можливості для збору та аналізу інформації, ніж інституційні інвестори, тому частіше наслідують поведінку більш досвідчених та краще проінформованих, на їх думку, гравців ринку. Проте, інституційні інвестори також виявляють стадну поведінку, найчастіше при торгівлі акціями компаній з малою капіталізацією, особливо фонди росту (growth-oriented funds), що можна пояснити відносно недостатніми обсягами інформації про ці компанії на ринку, вищу ризикованість таких інвестицій і вищу премію за ризик, тому поведінкові фактори в цьому випадку найбільш поширені. Зібрани Нофсінгером та Ciасом данні, що характеризують зміну структури утримувачів та доходності акцій на фондовому ринку США протягом 1987 – 1996 років, дозволяють зробити висновок про пропорційну залежність підвищення частки інституційних інвесторів в структурі утримувачів умовного портфелю акцій та зростанню показника їх наднормової доходності^[1]: при збільшенні частки інституційних інвесторів на 18,3%, наднормова доходність зростає на 18,38%, а при зменшенні частки цих інвесторів на 15,95% - знижується на 13,12% [4, ст. 2272]. На нашу думку, це доводить висловлене вище припущення про стабілізуючий вплив на цінову динаміку стадної поведінки інституційних інвесторів, які, як правило, продають переоцінені акції та купують недооцінені, допомагаючи новій, об'єктивній інформації швидше та повніше відображатись у цінах, цим самим підвищуючи інформаційну ефективність ринку, але це не заперечує можливість прояву нераціональної поведінки і серед цієї групи інвесторів.

Таблиця 1. Структура утримувачів та доходність акцій, які обертались на NYSE протягом 1987 – 1996 років^[2]

Умовні портфелі акцій	Частка інституційних інвесторів, %	Зміна частки інституційних інвесторів, %	Доходність акцій, %
Портфель 1	37,63	-15,95	-13,12
Портфель 2	37,01	-7,14	-8,22
Портфель 3	36,74	-4,18	-5,99
...
Портфель 8	36,72	3,65	4,28
Портфель 9	36,63	6,95	8,36
Портфель 10	36,42	18,3	18,38

Джерело: Nofsinger, John R., Sias, Richard W. Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors//The Journal of Finance.-December, 1999-pp.

2263-2295

Результати емпіричних досліджень вказують також на те, що після періоду стадності наднормова доходність акцій, які найчастіше купувались інвесторами під впливом фактору стадної поведінки, є на 2% вищою, ніж аналогічний показник для акцій, що найчастіше продавались. Для акцій компаній з малою капіталізацією цей показник складає 4%, для великої капіталізації – більше 1%. Варто також відмітити той факт, що фонди росту частіше за інших інституційних інвесторів приймають рішення на основі аналізу показників прибутковості акцій за попередні періоди, тому стадність при купівлі є вищою, якщо доходність акцій була високою і навпаки [6]. Говорячи про вплив стадної поведінки індивідуальних інвесторів, можна відмітити протилежну залежність між збільшенням їх частки в структурі утримувачів розглянутих вище портфелів акцій з динамікою показника наднормової доходності, що вказує на дестабілізуючий вплив стадної поведінки серед цієї групи інвесторів. Щоб нівелювати вплив стадної поведінки інституційних інвесторів, які продавали акції, зменшуючи свою частку в структурі утримувачів умовних портфелів, проаналізуємо ситуацію, коли тренд на ринку формувався за участі переважно індивідуальних інвесторів: друга половина 90-х років двадцятого століття відзначалась бурхливим розвитком Інтернет – компаній, які, користуючись сприятливою кон'юнктурою, почали масово розміщувати свої акції на фондових ринках, тому станом на кінець лютого 2000 року кількість таких емітентів на ринках США вже становила близько 400, з сумарною ринковою капіталізацією на рівні 6% від загальної капіталізації ринку, а обсяг торгівлі цими акціями складав біля 20% від загального обсягу угод купівлі-продажу на ринку [3, ст. 1073]. Більшість дослідників погоджуються, що це зростання було спричинене надмірно позитивною оцінкою перспектив розвитку Інтернет – сектору, стадною поведінкою, ефектом натовпу та іншими поведінковими факторами, тому згаданий період називають терміном «DotCom Bubble». Причиною появи цінової бульбашки було також обмеження доступу до цього сегменту ринку раціональних інвесторів, які могли б відкоригувати цінову динаміку, як і вчасного виходу з нього, через наступні фактори:

- заборона коротких продажів, яка полягає на обмеженні операцій продажу акцій протягом нетривалого проміжку часу після їх купівлі, як правило, за залучені кошти;
- блокування продажів, яке передбачає домовленість між андерайтером та акціонерами компанії, яка вперше розміщує акції на ринку (IPO) про те, що останні утримуватимуться від продажу власних акцій протягом певного періоду (lockup period);
- транзакційні витрати та інші фактори, які обмежують можливість арбітражних операцій.

З огляду на це, переважна частина гравців на ринку, які купували та утримували акції Інтернет – компаній протягом вказаного періоду були саме індивідуальними інвесторами: станом на березень 2000 року частка індивідуальних інвесторів у структурі утримувачів акцій Інтернет – компаній складала 74,1%, в той час, як для акцій інших секторів цей показник становив 59,8%. Більше того, середня частка акцій Інтернет – компаній в структурі найбільших пенсійних фондів

США станом на 31 березня 2000 року складала лише 2,32% [5, ст. 1122]. Зняття перелічених вище обмежень на операції з акціями цього сектору спричинило стрімке коригування цін у бік їх зменшення до справедливого рівня: до кінця 2000 року акції Інтернет – компаній втратили біля 70% вартості, у порівняння зі своїми максимальними значеннями [3, ст. 1074].

ВІСНОВКИ

Отже, обмежена інформаційна ефективність фондових ринків призводить до прийняття інвестиційних рішень під впливом такого поведінкового фактору, як стадна поведінка частиною гравців на ринку, які не мають доступ до істотної інформації та необхідні ресурси для її аналізу, у порівнянні з іншими інвесторами. Аналізуючи результати емпіричних досліджень, автор прийшов до висновку, що індивідуальні інвестори мають найбільшу скильність до прояву стадної поведінки, яка має дестабілізуючий ефект на цінову динаміку, показники доходності акцій та функціонування фондового ринку в загалі, особливо за умов появи ефекту натовпу. Однакові рішення з купівлі-продажу цінних паперів серед інституціональних інвесторів мають нейтральний або стабілізуючий вплив на цінову динаміку, оскільки ця група учасників ринку купує, як правило, недооцінені та продає переоцінені акції, сприяючи руху цін до справедливого рівня та показника наднормової доходності до середньоринкового значення, що не заперечує можливість прояву нераціональної поведінки і серед інституційних інвесторів. Як правило, стадна поведінка має короткочасний ефект на цінову динаміку, оскільки вплив тих гравців на фондовому ринку, які керуються поведінковими факторами прийняття рішень, нівелюється раціональними інвесторами, проте інколи вхід останніх на ринок, як і своєчасний вихід з нього, можливість проведення арбітражних операцій, можуть бути обмеженими, як у прикладі з ціновою бульбашкою сектору Інтернет – компаній. Подальше дослідження цієї проблеми має допомогти розробити ефективні механізми протидії негативному впливу стадної поведінки інвесторів на ефективність функціонування фондових ринків.

Література:

1. Le Bon, Gustave. Psychologia Tlumu, Kęty: Antyk, 2004. (95 s.)
2. Froot, Kenneth A., Scharfstein, David S., Stein, Jeremy C. Herd on the Street: Information Inefficiencies in a Market with Short – term Speculation//Journal of Finance.- September, 1992 – pp.1461-1484
3. Hong, Harrison, Scheinkmann, Jose, Xiong, Wei. Asset Float and Speculative Bubbles//Journal of Finance. - June, 2006 – pp. 1073-1117
4. Nofsinger, John R., Sias, Richard W. Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors//Journal of Finance.- December, 1999 – pp. 2263-2295
5. Ofek, Eli, Richardson, Matthew. DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices//Journal of Finance. - June, 2003 – pp. 1113-1137
6. Wermers, Russ. Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices//Journal of Finance. – April, 1999 – pp. 581 - 622

Стаття надійшла до редакції 07.10.2010 р.

[1] Наднормова доходність акцій (**abnormal return**) дорівнює різниці між зафіксованою доходністю цієї акції на певному проміжку часу та середньою сукупною доходністю акцій, які мають аналогічні характеристики капіталізації, ризику, ліквідності та ін. [4, ст. 2271].

[2] Відібрали цінні папери, які мали приблизно однакову структуру утримувачів на початок кожного року та найбільші її коливання протягом цього року, науковці сформували 10 умовних портфелів акцій (Портфель 1 – Портфель 10, де перший враховує акції з найвищою часткою інституціональних інвесторів, останній – найменшу).

