

Теплова Тамара Викторовна

Д.э.н., профессор НИУ-ВШЭ
курс

Работа аналитиков
на финансовом рынке



Лекция по курсу Анализ финансовых
рынков

2013

Первая группа специалистов, которые профессионально занимались анализом рынка ценных бумаг, была сформирована в 1928 г. в Чикаго (США).

Британское общество инвестиционных аналитиков - в 1955 г. (в настоящее время это общество известно как Институт инвестиционного менеджмента и исследований).

В США сообщество аналитиков именуется Ассоциацией инвестиционного менеджмента и исследований

Деловой профессиональный журнал *Institutional Investor* составляет ежегодные рейтинги аналитических команд по отдельным регионам мира. При составлении рейтинга учитывается мнение аналитиков и менеджеров, а также управляющих инвестиционными портфелями.

журнал «Финансы» проводил исследование точности прогнозов и делал попытку построения рейтинга финансовых аналитиков

Инвестиционные аналитики — профессиональные работники на инвестиционном и финансовом рынках, представляющие аналитические отчеты об инвестиционной привлекательности различных объектов инвестиционного рынка.

Компетенции инвестиционных аналитиков базируются на четырех областях знаний: исследование рынков (отраслевая экспертиза), анализ финансовой отчетности и аудит, прогнозы финансовых результатов, трейдинг (технический анализ) и финансовый маркетинг.

Аналитическое покрытие — набор изучаемых аналитиком компаний (инвестиционных объектов), по которым выставляются рекомендации по инвестиционной привлекательности

«Аналитики не должны работать как профессора, а должны постоянно искать и предлагать клиентам новые инвестиционные идеи.

Объяснять, например, чем «Евраз» лучше или хуже НЛМК и почему надо покупать Россию, а не Бразилию»,

— Э. Кауфман, с марта 2007 г. возглавляющий инвестиционно-банковское подразделение «Альфа-банка».

ПОНЯТИЯ *BUY SIDE* и *SELL SIDE* АНАЛИТИКОВ

Buy side – это работа «на компанию инвестиционную» с целью выдачи рекомендаций своим коллегам.

✓ *Эта информация сугобо для внутреннего пользования. Физически это малопонятные стороннему человеку таблицы, расчеты, внутренние записки, подготавливаемые частями по мере развития ситуации.*

Sell side - это публичная аналитическая деятельность, т.е. это подготовка материалов к распространению (публикации) прямо или косвенно побуждающих инвесторов к заключению сделок с ценными бумагами.

✓ *Классических «исследований» содержащих четкую рекомендацию по операциям с ценными бумагами.*

✓ *Обзоры общей рыночной ситуации с выражением суждений о текущей конъюнктуре.*

✓ *Комментарии для СМИ, как правило, однозначно характеризующие ту или иную новость.*

✓ *Любые другие публичные изъяснения аналитиков, сделанные ими по долгу службы.*

Американские *buy-side* аналитики получают вознаграждение в виде фиксированной заработной платы (порядка 150—300 тыс. долл. в год), а также бонус, который равен годовой фиксированной плате. Ведущие аналитики в США в период бурного роста рынка зарабатывали порядка 1 млн долл. в год.

Размер годового бонуса зависит от двух факторов — эффективности рекомендаций (оценивается, например, как квартальная доходность, превышающая *S&P 500 Index*) и **влияния исследований на действия портфельных менеджеров** (оценивается по квартальным рейтингам портфельных менеджеров относительно ценности идей и рекомендаций).

Buy-side аналитики часто ответственны за новые, мало исследуемые другими «публичными аналитиками» компании, например высокотехнологичные. Их покрытие часто оказывается уже, чем у *sell-side* коллег, а отчеты короче.

<Консенсус-прогнозы — обобщенное мнение аналитиков по ожидаемым макроэкономическим, отраслевым или корпоративным (*firm level*) показателям.

Обобщение проводится и предоставляется

службами глобального финансового рынка, как *Standard and Poor's Earnings Forecaster* или *Institutional Brokers Estimate System*^[1].

прогнозы по квартальной или годовой прибыли (включая прибыль на акцию (EPS)), темпам роста выручки, дивидендам, справедливым ценам акций.

Как показывают ряд исследований^[2], на рынке наблюдается влияние прогнозирующей способности аналитиков в целом.

^[1] Открытые (бесплатные) прогнозы аналитиков российского рынка и консенсус прогнозы можно найти на сайте РБК <http://consensus.rbc.ru/shares/> и <http://www.quote.ru/>. В разделе «Прогнозы цен акций» приводятся целевые (прогнозные) цены акций (с 2004 года по настоящий момент времени), выставляемые аналитическими командами для ряда компаний, котирующихся на РТС (на 3, 6, 12 месяцев вперед). Также в базе присутствуют ежедневные консенсус-прогнозы по 343 компаниям российского рынка. Помимо прогнозов цен акций на <http://www.quote.ru> можно найти прогнозы цен сырьевых товаров, курсов валют, экономики РФ (макроэкономических и статистических показателей), ежедневные и еженедельные обзоры денежного рынка и рынка облигаций.

^[2] *Jegadeesh N.* Analyzing the analysts: When do recommendations add value? Working paper, Illinois : University of Illinois and Cornell University, 2001. P. 65—71; *Krigman L., Shaw W., Womack K. L.* Why Do Firms Switch Underwriters? Working paper, Dartmouth College, 1999. P.

полная база рекомендаций (оценок) на достаточно длительном временном горизонте — *Thomson Financial's I/B/E/S database*.

Активные инвесторы стараются выявить «почерк» аналитика той или иной инвестиционной компании и сделать правильные выводы о переоцененности или излишней суровости оценки.

Например, многие инвесторы сопоставляют фиксируемые на рынке цены и рекомендации аналитиков (целевые оценки) и выявляют систематические отклонения (например, в виде переоценки той или иной компании). Далее, при принятии инвестиционных решений эти отклонения учитываются.

Исследование Р. Бовена (Bowen, 2007), проведенном на данных 1985—2000 гг. по более чем 4 тыс. компаний развитого рынка капитала через сопоставление стоимости капитала компаний с аналитической поддержкой (*analyst coverage*) и без таковой,

дополнительная эмиссия акций компаниям «с поддержкой» обходится дешевле. Компании со средним (медианным) уровнем поддержки (три аналитика) демонстрируют более слабый эффект недооценки акций (дисконта) при выходе на публичный рынок

Значимость аналитического покрытия для IPO

Консенсус-прогноз может определяться двумя способами.

Первый - в качестве консенсуса берется медианное (середи́нное) значение из индивидуальных прогнозов аналитиков.

Второй - среднее арифметическое значение из прогнозов.

Если в распределении значений прогнозов присутствует сильная асимметрия, то в качестве консенсус-прогноза более разумно брать медианное значение.

Ангажированность отчетов и конфликты интересов

На американском рынке имели место несколько громких скандалов между инвесторами и аналитиками инвестиционных банков.

в 2006 г. один из лидеров инвестиционного рынка — банк *J. P. Morgan* — вынужден был заплатить 2 млрд долл. в качестве компенсации предвзятых рекомендаций по ценным бумагам интернет-компании *WorldCom* в начале XXI в.

Покупатели облигаций *WorldCom* обвинили банк в «фаворитизме», когда рекомендации по выпускам на 17 млрд долл. в 2000—2001 гг. выдавались без должного анализа финансового состояния компании (в июле 2002 г. компания была признана банкротом).

В 2003 г. десять крупных американских инвестиционных компаний вынуждены были заплатить 1,4 млрд долл., чтобы прекратить преследование прокуратуры из-за смещенности оценок аналитиков