

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ВОЛЖСКИЙ ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ (ФИЛИАЛ)  
ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТНОГО ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО  
УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
ВОЛГОГРАДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

А.Ю. Жабунин

О.А. Гаврилова

# **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ**

Электронное учебное пособие



Волжский

2019

ББК 65.262.1я73

УДК 336(07)

Ж 128

Рецензенты:

к.э.н., доцент, зав.кафедрой «Экономики и экономической безопасности»

*Бурдюгова О.М.,*

Президент союза «Волжская ТПП», к.э.н.

*Глухов В.Н.*

Издается по решению редакционно-издательского совета  
Волгоградского государственного университета

Жабунин, А. Ю.

Теоретические основы анализа на финансовых рынках [Электронный ресурс] : учебное пособие / А.Ю. Жабунин, О.А. Гаврилова ; ВПИ (филиал) ВолгГТУ, – Электрон. текстовые дан. (1 файл: 917 КБ). – Волжский, 2019. – Режим доступа: <http://lib.volpi.ru>. – Загл. с титул. экрана.

ISBN 978-5-9948-3533-3

Учебное пособие включает в себя теоретические материалы по отдельным разделам блока финансовых дисциплин учебных планов подготовки бакалавров 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент».

Рекомендуется при изучении дисциплин «Финансовые рынки и институты», «Финансовый менеджмент», «Корпоративные финансы» для обучающихся по направлениям бакалавриата 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент» и магистратуры 38.04.01 «Экономика».

Ил. 9, табл. 4, библиограф.: 5 назв.

ISBN 978-5-9948-3533-3

© Волгоградский государственный  
технический университет, 2019

© Волжский политехнический  
институт, 2019

© Жабунин А.Ю., Гаврилова О.А.,  
2019

## Содержание

1 Организация и структура финансового рынка .....	4
1.1 Определение финансового рынка .....	4
1.2 Виды финансовых рынков .....	5
1.3 Участники финансового рынка .....	7
1.4 Финансовые институты.....	13
1.5 Мировые финансовые рынки-гиганты .....	18
1.6 Финансовые инструменты .....	19
2 Основы анализа на финансовых рынках .....	23
2.1 Субъекты анализа .....	23
2.2 Концепции фундаментального и технического анализа .....	24
2.3 Подходы к осуществлению фундаментального анализа .....	29
2.4 Макроэкономические факторы в формировании стоимости активов. 33	
3 Отраслевой и конкурентный анализ .....	39
3.1 Доминирующие в отрасли экономические характеристики. ....	39
3.2 Основные движущие силы, вызывающие изменения в отрасли .....	41
3.3 Анализ конкурентных сил, действующих на фирму.....	42
3.4 Оценка конкурентных позиций и возможных действий соперничающих компаний.....	43
3.5 Определение ключевых факторов конкурентного успеха и корневых компетенций .....	46
4 Анализ финансовой и корпоративной информации .....	50
4.1 Информационная база анализа .....	50
4.2 Анализ структуры владения компанией.....	56
4.3 Анализ финансовой информации.....	60
5. Технический анализ.....	70
5.1 Концепция технического анализа. Графики цен .....	70
5.2 Основные понятия технического анализа.....	71
5.3 Анализ графических фигур.....	77
5.4 Японские свечи .....	80
5.5 Математические индикаторы .....	85
Заключение.....	88
Литература .....	89

# 1 Организация и структура финансового рынка

## 1.1 Определение финансового рынка

*Финансовый рынок* – это налаженная система торговли самими деньгами и их эквивалентом, через которую происходит постоянное движение денежных ресурсов между инвесторами, государством, предприятиями и прочими участниками.

Благодаря целому спектру разношерстных интересов, на рынке можно выявить и разбить на составляющие многообразные типы взаимоотношений. Одной из важных характеристик нашего века является потребность в таком понятии, как своевременность. Как известно, спрос рождает предложение, и гибкий финансовый рынок вовремя снабжает деньгами того, кто в них нуждается и готов заплатить за деньги больше, чем требует за них потенциальный кредитор или инвестор, в расчёте на увеличение дохода в будущем.

Именно степенью активности денежных капиталов характеризуется «здоровье» экономики государства. Можно провести аналогию с циркуляцией крови в организме. Как в здоровом организме кровь активно бежит от одного органа к другому, насыщая их кислородом, так и в процветающей экономике ликвидные средства быстро перемещаются от одного «хозяина» к другому, отзываясь на нужды и потребности участников рынка.

Благодаря постоянному движению, перераспределению и накоплению капитала, предложение и спрос на него стремятся к уравниванию.

В современном мире почти ни одна страна не может существовать в изоляции от других. С экранов все чаще звучит понятие глобализации. Теперь и национальные финансы не крутятся внутри одного государства, а вышли за его пределы, что позволяет нам говорить о мировом финансовом рынке.

*Мировой финансовый рынок* – это организованная система взаимодействия национальных и международных финансовых рынков, где

движение капиталов осуществляется между его субъектами в планетарных масштабах.

Денежные ресурсы перераспределяются здесь на конкурентной основе между государствами, их регионами и отраслями.

С понятием финансового рынка неразрывно связаны финансовые инструменты.

*Финансовые инструменты* – это так называемые «квазиденьги», то есть «не совсем деньги». Имеются в виду ценные бумаги, денежные обязательства, валюта, фьючерсы и опционы.

## 1.2 Виды финансовых рынков

Мы уже определили, что объектом купли-продажи на финансовом рынке являются сами деньги. Но деньги – понятие разноплановое. Деньги могут быть и в золоте, и в ценных бумагах, и в валюте, и в виде каких-либо обязательств. Это определяет принципиальную разницу в самих сделках.

Поэтому финансовый рынок выступает не как монолит, а имеет структуру, дробленную как по видам операций, так и «по интересам» участников.

Таблица 1 – Виды финансовых рынков в разрезе обращающихся финансовых инструментов

Вид рынка	Суть	Пример
Кредитный рынок	Так называется экономическое пространство, где свободные средства переходят к тем, кто в них остро нуждается, от тех, кто готов их предоставить на выгодных для себя условиях. Основная цель сделок в этом сегменте – получить выгоду с процентной ставки. Операция очень распространена как среди компаний, так и среди рядовых граждан	Например, когда гражданин оформляет ипотеку через банк. Банк выплачивает заявителю всю сумму сразу на покупку, что обязывает покупателя вернуть ее же плюс проценты по программе кредитования
Валютный рынок (рынок	Обеспечивает	Покупка или продажа

Forex)	международный платежный оборот. Связывает участников мирового рынка. Товаром здесь служит сама валюта, то есть денежные единицы разных стран. Валютный курс определяется соотношением спроса и предложения по конкретной валюте	валютных средств клиентом банка по заявленному банком курсу. Законодательство РФ запрещает проводить такие операции, минуя банки
Фондовый рынок	Представляет собой отдельную экономико-правовую структуру, где выпускаются, находятся в обращении и продаются ценные бумаги (отсюда другое название – рынок ценных бумаг). К ним относятся вексель, чек, облигация, фьючерс, опцион, акция и другие. Принцип действия – переход наличных средств в ценные бумаги	Приобретение акций Газпрома с целью дождаться, когда они вырастут в цене, и снова продать с извлечением прибыли
Инвестиционный рынок	Чаще всего имеются в виду долгосрочные проекты и прямые инвестиции. Помимо денежных средств, могут инвестировать в движимое и недвижимое имущество, право пользования землей, объекты авторского права	Компания выпускает акции с целью привлечь финансы в развитие нового направления производства, на которое у нее не хватает наличных средств. Другая компания или частные лица покупают их. Так совершается перераспределение капитала
Страховой рынок	Форма управления денежными отношениями, в центре которых – страховая защита. Страхованием может подлежать сама жизнь, трудоспособность, здоровье, предпринимательские риски	Предприятие через страховую компанию может застраховать себя от простоя производства. Например, в связи с пожаром или стихийным бедствием
Рынок золота	Розничные и оптовые сделки с золотыми слитками	Золото может использоваться, в том числе, для международных расчетов

По организационным формам функционирования выделяют организованный (биржевой) рынок и внебиржевой рынки.

С точки зрения времени реализации заключенных сделок выделяют следующие виды рынков:

1. Рынок с немедленной реализацией условий сделок (рынок «спот»). Он характеризует рынок финансовых инструментов, на котором расчёты по заключенным сделкам осуществляются в строго обусловленный короткий период времени (обычно 1-2 дня).

2. Рынок с реализацией условий сделок в будущем периоде (срочный рынок, куда входят фьючерсный, опционный и т.п. рынки). Предметом обращения на этом рынке являются, как правило, фондовые, валютные и товарные деривативы (производные ценные бумаги).

По условиям приобретения финансовых инструментов (в данном случае речь идет исключительно о фондовых инструментах) различают *первичный рынок*, на котором продавцом ценных бумаг выступает эмитент (обычно при участии финансовых посредников – андеррайтеров), и *вторичный рынок*, на котором постоянно обращаются ценные бумаги, ранее проданные на первичном рынке. Без развитого вторичного рынка, обеспечивающего постоянную ликвидность и распределение финансовых рисков, не может эффективно существовать первичный рынок.

### 1.3 Участники финансового рынка

*Участники финансового рынка* – это банки, международные валютно-кредитные и финансовые организации, биржи, брокерские фирмы, страховые и инвестиционные компании и фонды, валютные и фондовые биржи, внешнеторговые и производственные компании. Все участники могут быть поделены на три группы: прямые участники, посредники, субъекты финансовой инфраструктуры.

**I. Прямые участники финансового рынка** – продавцы и покупатели финансовых инструментов (услуг).

1. На *кредитном рынке* основными видами прямых участников являются:

а) Кредиторы – субъекты финансового рынка, предоставляющие ссуду во временное пользование за определенный процент. Основной функцией

кредиторов является продажа денежных активов для удовлетворения разнообразных потребностей ссудополучателей в финансовых ресурсах. Кредиторами могут выступать: государство, включая центральный банк; коммерческие банки; небанковские кредитно-финансовые учреждения.

б) Заемщики – субъекты, получающие ссуды от кредиторов под определенные гарантии их возврата и за определенную плату в форме процента. Основными заемщиками денежных активов на финансовом рынке выступают государство, коммерческие банки, предприятия, население.

## 2. Основные прямые участники на *рынке ценных бумаг*:

а) Эмитенты. Они характеризуют субъектов финансового рынка, привлекающих необходимые финансовые ресурсы за счет выпуска (эмиссии) ценных бумаг.

б) Инвесторы – субъекты финансового рынка, вкладывающие свои денежные средства в ценные бумаги с целью получения дохода. Этот доход формируется за счет получения инвесторами процентов, дивидендов и прироста курсовой стоимости ценных бумаг. Инвесторы, осуществляющие свою деятельность на финансовом рынке, подразделяются на индивидуальных и институциональных (представленных различными финансово-инвестиционными институтами) инвесторов; по целям инвестирования выделяют стратегических (приобретающих контрольный или значимый пакет акций для участия в управлении предприятием) и портфельных инвесторов (приобретающих отдельные виды ценных бумаг исключительно в целях получения дохода).

3. *На валютном рынке* прямыми участниками финансовых операций являются продавцы и покупатели валюты.

4. *На страховом рынке* прямыми участниками финансовых операций являются страховщики и страхователи.

**II. Финансовые посредники** обеспечивают посредническую связь между покупателями и продавцами финансовых инструментов (прямыми участниками

финансового рынка). Определенная часть финансовых посредников сама может выступать на финансовом рынке в роли продавца или покупателя.

1. *Финансовые посредники, осуществляющие брокерскую деятельность*, являются профессиональными участниками финансового рынка, деятельность которых подлежит обязательному лицензированию. Финансовый посредник, осуществляющий брокерскую деятельность, участвует в заключении сделок двумя способами:

по договору-поручению финансовый посредник (брокер) выступает исключительно от имени клиента и за его счет (т.е. стороной сделки является сам клиент, который несет полную финансовую ответственность за ее исполнение).

По договору комиссии финансовый посредник (брокер) выступает от своего имени, но за счет клиента (то есть стороной в сделке является в этом случае брокер, который несет ответственность за ее исполнение, возмещая все финансовые расходы по ней за счет клиента). Эту группу финансовых посредников представляет многочисленный институт финансовых брокеров, осуществляющих свою деятельность как на организованном (биржевом), так и на неорганизованном (внебиржевом) финансовом рынке.

2. *Финансовые посредники, осуществляющие дилерскую деятельность*, также являются профессиональными участниками финансового рынка. Основной функцией таких посредников является купля-продажа финансовых инструментов от своего имени и за свой счет с целью получения прибыли от разницы в ценах. Эту группу представляют разнообразные кредитно-финансовые и инвестиционные институты:

- коммерческие банки;
- инвестиционные компании;
- инвестиционные фонды (юридические лица, созданные в форме акционерного общества, аккумулирующие средства мелких индивидуальных инвесторов для осуществления совместного инвестирования). Инвестиционные

фонды делятся на открытые, создаваемые на неопределенный период и осуществляющие выкуп собственных ценных бумаг в сроки, установленные инвестиционной декларацией, и закрытые, создаваемые на определенный срок и осуществляющие расчеты по своим ценным бумагам по истечении периода деятельности);

- инвестиционные дилеры или андеррайтеры (специальные банковские учреждения или компании, занимающиеся первичной продажей эмитированных акций и облигаций путем покупки новых их эмиссий и организации подписки (реализации) их участникам вторичного фондового рынка мелкими партиями);

- инвестиционные управляющие (финансовые посредники, осуществляющие доверительное управление ценными бумагами или денежными средствами, переданными им во владение третьими лицами с целью инвестирования в ценные бумаги);

- страховые компании;

- пенсионные фонды;

- другие кредитно-финансовые и инвестиционные институты.

**III. Участники – субъекты инфраструктуры.** Инфраструктура финансового рынка представляет собой комплекс учреждений, обслуживающих непосредственных его участников с целью повышения эффективности осуществляемых ими операций. В составе этих субъектов инфраструктуры финансового рынка выделяются следующие основные учреждения:

1. *Фондовая биржа.* Она является участником рынка ценных бумаг, организующим их покупку-продажу и способствующим заключению сделок основными участниками этого рынка.

2. Валютная биржа.

3. *Депозитарий ценных бумаг* – юридическое лицо, предоставляющее услуги основным участникам фондового рынка по хранению ценных бумаг

независимо от формы их выпуска с соответствующим депозитным учетом перехода прав собственности на них. Взаимоотношения между депозитарием ценных бумаг и депонентом регулируются соответствующими правовыми нормами и условиями депозитарного договора. Деятельность депозитария подлежит обязательному государственному лицензированию.

4. *Регистратор ценных бумаг (или держатель их реестра)*. Им является юридическое лицо, осуществляющее сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных о реестре владельцев ценных бумаг эмитента. Этот реестр представляет собой всех зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им ценных бумаг на определенную дату. Использование услуг регистратора является для эмитента обязательным, если число владельцев превышает 500, и в некоторых других случаях. В составе реестра могут отражаться и номинальные их держатели – брокеры и дилеры.

5. *Расчетно-клиринговые центры*. Осуществляют сбор, сверку и корректировку информации по заключенным сделкам с ценными бумагами, а также зачет по их поставкам и расчетов по ним. Такие центры создаются обычно при фондовых и товарных биржах.

6. Информационно-консультационные центры.

7. Другие учреждения инфраструктуры финансового рынка.

С финансовыми рынками тесно связаны понятия трейдер и трейдинг. Задачи трейдера заключаются в совершении сделок – в собственных интересах или в интересах компаний, осуществляющих дилерскую деятельность (например, банков или инвестиционных фондов).

Трейдер внимательно отслеживает изменения курса валют, акций или других ценных бумаг, читает новости. Он должен быть очень дисциплинирован, чтобы иметь терпение дождаться выгодной котировки.

Таким образом, его работа состоит из двух частей: он внимательно анализирует и затем совершает сделку.

Трейдера, работающие в интересах компаний, отличаются специализированным образованием и постоянным местом работы в брокерских фирмах, банках или аналитических центрах. Они обязаны иметь лицензию на соответствующую деятельность, которая в настоящее время выдается ЦБ России.

Это очень ответственная работа, ведь намеренный или случайный провал трейдера может грозить фирме колоссальными убытками. История знает несколько таких случаев. Например, в 2011 году швейцарский банк UBS потерял более двух миллиардов долларов из-за несанкционированных действий своего трейдера Квеку Адоболи.

Существует несколько разновидностей трейдеров: арбитражеры, инвесторы, спекулянты, хеджеры. Специфика их деятельности определяется теми стратегиями и целями, которые они ставят перед собой при осуществлении сделок.

*Частные трейдеры* – физические лица, заключившие договор брокерского обслуживания для получения доступа к российскому или зарубежным фондовым и валютным рынкам. Для этого не нужно обладать каким-либо образованием, для старта достаточно нескольких тысяч рублей и желания осваивать новую сферу деятельности. В настоящее время интернет пестрит предложениями брокерских компаний, обращенных к простым интернет-пользователям, желающим приумножить свои средства. Обычно на их портале есть возможность создать свой личный кабинет, открыть свой счет, просмотреть видеоуроки по правилам торговли и даже пройти практическое обучение в демоверсии платформы с учебными счетами.

Новоиспеченный трейдер по аналогии с тарифами мобильных операторов выбирает наиболее подходящий для себя тариф торговли и может установить на свой компьютер торговую платформу, предлагаемую брокером. Самая

распространённая в настоящий момент платформа – Quik. Также специальную версию платформы можно загрузить в мобильное устройство.

**Хороший брокер всегда будет заинтересован в том, чтобы его клиент преуспел в торговле, так как выручка пользователя определяет величину комиссионных.** А успех во многом зависит от грамотности трейдера, поэтому брокеры часто предлагают клиентам проходить бесплатное обучение.

Рассмотрим несколько известных брокеров российского рынка в таблице 2.

Таблица 2 – Крупнейшие брокерские компании в РФ

Брокерская компания и год ее основания	Особенности и преимущества
Брокер открытие, 1995	1-ое место по объему операций на фондовом рынке в 2015 году. Максимальный уровень надежности
Альпари, 1998	Высокая популярность. Организация обучающих вебинаров. Развитая система счетов. Три мировых лицензии
БКС, 1995	Доступный минимальный депозит. Узкие спреды при торговле на валютном рынке. Программа лояльности для VIP-клиентов
Финам, 2000	Лучший брокер России 2016 года по версии журнала Financial One. Разносторонняя аналитика. Система поддержки трейдеров. Режим торговли с советником. Большое количество обучающих и аналитических вебинаров для трейдеров.
Атон, 1993	Одна из старейших финансовых компаний РФ. Сильная аналитика. Широкая линейка тарифных планов.

Ситуация с надежностью и популярностью брокера может меняться. Трейдерам рекомендуется отслеживать актуальные рейтинги брокеров, которые составляются большей частью путем голосования самих трейдеров, и обращать внимание на тарифные планы.

#### 1.4 Финансовые институты

Финансовая система любой страны имеет ключевой элемент – финансовые институты. Это учреждения, которые занимаются передачей денег, кредитованием, инвестированием, заимствованием денежных средств, используя для этого различные финансовые инструменты.

Цели и задачи финансового института.

Главная задача финансового института – организовать эффективное перемещение средств от сберегателей к заемщикам. То есть все операции проводятся между теми, у кого есть деньги, и теми, кому они нужны. Цели финансовых институтов следующие:

- сберегать финансовые ресурсы;
- осуществлять посредничество с заемщиками;
- совершать финансовые трансформации;
- передавать риски;
- организовывать валютные операции;
- содействовать ликвидности;
- организовывать операции по изменению организационно-правовых форм компаний.

Рассмотрим каждую цель подробнее.

Финансовые институты – это организации, задача которых состоит в накоплении денежных средств, которые впоследствии будут рационально использоваться. Подобный способ накопления средств более выгодный и безопасный.

Посредничество – основная функция финансовых институтов, так как важна не только аккумуляция денежных средств, но и их рациональное использование в дальнейшем. Получается, что финансовые институты – это посредники между сберегателем и заемщиком, причем последний берет средства под определенные обязательства, связанные с возвратом полученных денег. Финансовое посредничество имеет ряд выгодных моментов:

1. Не все сберегатели могут сами разобраться с финансовыми операциями и принять действительно выгодное решение.
2. Обращаясь в финансовые компании, потребитель экономит свое время, силы, нервы и может заняться основным бизнесом.
3. Полученные денежные средства работают более эффективно.

4. Благодаря финансовым посредникам есть возможность аккумуляции больших объемов денежных средств, которые вкладываются в выгодные проекты, потенциально интересные крупным инвесторам.

Финансовые институты дают возможность сделать краткосрочные денежные активы долгосрочными. В данном случае важную роль играют несколько моментов:

- расчеты с краткосрочными инвесторами должны выполняться аккуратно, чтобы все взятые средства возвращались вовремя;

- когда вкладчиков слишком много, происходит нивелирование колебаний в отношении сумм денежных средств.

Обращаться в подобные организации выгодно по той причине, что любые финансовые операции рискованные по своей природе, а потому каждому хочется избежать рисков и принять правильное решение.

#### Валютные операции

Деятельность финансовых институтов направлена, в том числе, на проведение валютных операций, в которых задействованы многие компании, особенно те, что планируют выйти на международный рынок. Валютные операции интересны совместным предприятиям, которые помогают найти иностранных инвесторов или открыть зарубежное представительство.

Любая компания, ведущая свою деятельность на финансовом рынке, обращается в соответствующие институты за средствами. И важную роль в этом процессе играет создание страхового запаса средств, которыми можно воспользоваться в трудных ситуациях, при кредиторской задолженности, например. Чтобы застраховать себя от подобных проблем, и нужны финансовые институты, роль которых высока.

Рассмотрим виды и особенности финансовых институтов. Существует несколько видов финансовых институтов:

- коммерческие банки;
- небанковские кредитно-финансовые организации;

– инвестиционные институты.

Все виды финансовых институтов ведут свою деятельность с акцентом на то, чтобы аккумулировать свободные денежные средства и впоследствии вложить их в экономику страны. Но, с другой стороны, каждый финансовый институт работает по-своему.

Банки.

Основной инвестиционный потенциал сосредоточен в учреждениях именно банковской системы, возможности которых исключительны. Именно в банках аккумулируются финансовые ресурсы, которые впоследствии распределяются в те секторы и отрасли, которые наиболее динамично развиваются. В основе современной банковской системы лежат коммерческие банки, которые проводят операции в разных сферах финансового рынка. Но по мере специализации банковских услуг как основные финансовые институты стали популярными инвестиционные банки, которые ориентируются на мобилизацию долговечного капитала и предоставление средств посредством выпуска и размещения акций, ценных бумаг, а также на долгосрочное кредитование.

Все инвестиционные банки делятся на два вида – первые предоставляют услуги в сфере торговли и размещения ценных бумаг, вторые ориентируются на выдачу кредитов (долгосрочных и среднесрочных). Первый вид банков популярен в Англии, Канаде, США, Австралии, причем они не могут принимать вклады населения, организаций. Второй вид инвестиционных банков распространен в странах Западной Европы. Они занимаются кредитованием различных секторов экономики, реализацией проектов различной направленности.

Не менее распространены такие финансовые институты, как ипотечные банки. Их задача – выполнение кредитных операций, связанных с привлечением и размещением средств на долгосрочной основе под залог земли,

строений. В качестве ресурсов ипотечных банков используются средства, которые привлекаются в результате выпуска облигаций, закладных листов.

Небанковские организации.

Классическими небанковскими финансово-кредитными институтами являются ломбарды, кредитные товарищества, кредитные союзы, пенсионные фонды и страховые общества. Опишем особенности каждого вида в нескольких словах.

Ломбарды выдают ссуду по залог движимого имущества, могут быть государственными, коммунальными, частными и смешанного типа. Ломбарды работают без кредитного договора с клиентом и без залога.

Кредитные товарищества рассчитаны на кредитно-расчетное обслуживание своих членов, а капиталом считаются средства, полученные при покупке паев и оплаты обязательных страховых взносов.

Кредитные союзы – это специальные кооперативы, которые собираются физическими лицами. Они могут заниматься привлечением вкладов, предоставлением ссуд под обеспечение аудиторских и консультационных услуг.

Страховые общества реализуют страховые полисы, а полученные за это средства помещают в государственные или корпоративные ценные бумаги.

Частные пенсионные фонды – это самостоятельные компании, ресурсы которых – это регулярные взносы работающих, отчисления фирм.

Сравнительно новым видом небанковских финансово-кредитных институтов являются т.н. «финтех» организации — компании, чья деятельность направлена на предоставление финансовых услуг с использованием современных информационных и финансовых технологий. Например, такие компании стали пионерами на рынке приёма наличных платежей через удалённые терминалы.

В отдельную группу выделяются инвестиционные финансовые институты, которые ведут свою деятельность на рынке ценных бумаг без иных видов деятельности.

### Проблемы и перспективы

Финансовая система – основа развития экономики любой страны. Они не только позволяют судить об инвестиционном климате конкретного государства, но и позволяют формировать его и отвечать тем самым за его качество. Сегодня назрела потребность в формировании эффективных методов финансирования предприятий. Но из-за финансового кризиса в России доверие к финансовым институтам не так высоко, да и сама банковская система не отличается высокой технологичностью. Современное развитие финансовых институтов имеет определенные перспективы, если будет происходить рост экономики, но для этого нужно развивать и модернизировать основные средства, привлекая к тому инвестиции.

## 1.5 Мировые финансовые рынки-гиганты

Несмотря на неотвратимые процессы глобализации, среди национальных финансовых рынков выделяются несколько крупнейших бирж. Благодаря налаженным связям с другими международными структурами, огромному опыту и мудрому управлению, эти биржи известны далеко за пределами своего отечества. За ними следят трейдеры со всех уголков мира.

1. **NYSE Euronext – Нью-Йоркская фондовая биржа**, которая в 2007 году объединилась с Европейской фондовой биржей. Наряду с ними, упоминается внебиржевой рынок акций NASDAQ, где курсируют ценные бумаги компаний, занятые разработкой высоких технологий. Биржи США по праву считаются олицетворением могущества и успеха, они никому не уступают первенство по рыночной капитализации.

2. **Tokyo Stock Exchange – Токийская фондовая биржа**. Проигрывает только нью-йоркской. Считается одной из старейших бирж – она

была основана в конце девятнадцатого века. На нее приходится более 80% всего биржевого оборота Японии.

3. **London Stock Exchange – Лондонская фондовая биржа.** Характеризуется высокой интернациональностью – более 50% всех операций приходится на международную торговлю акциями. Биржа еще и самая старинная – ее история началась в середине шестнадцатого века.

4. **Московская биржа.** Пожалуй, пока преждевременно включать ее в топ самых-самых, хотя статистика января 2017 года и показала отличную динамику как общих торгов (рост на 4% по сравнению с 2016 годом), так и рост отдельных рынков.

Московская биржа ведет свое начало с 1992 года и задумывалась как площадка для валютных аукционов. В 2011 году она объединилась с РТС и получила свое современное название. О прошлом наименовании – Московская межбанковская валютная биржа – напоминает ежедневно транслируемые в новостях индексы ММВБ, отражающие поведение рынка через усредненное значение изменения цен на акции.

## 1.6 Финансовые инструменты

Финансовые инструменты представляют собой разнообразные обращающиеся финансовые документы (в том числе в электронном виде), имеющие денежную стоимость, с помощью которых осуществляются операции на финансовом рынке. Финансовые инструменты весьма разнообразны.

1. По видам финансовых рынков различают инструменты кредитного, фондового, валютного и других рынков.

Основными финансовыми инструментами *кредитного рынка* являются денежные активы, чеки, аккредитивы, векселя, залоговые документы и др.

Основными финансовыми инструментами *рынка ценных бумаг* являются акции, облигации, сберегательные (деPOSITные) сертификаты, деривативы.

Инструментами *валютного рынка* являются валютные активы.

Основными финансовыми инструментами *страхового рынка* являются контракты на конкретные виды страховых услуг (страховых продуктов), договоры перестрахования, аварийная подписка (аварийный бонд).

Основными финансовыми инструментами *рынка драгметаллов* являются золото, платина, серебро и другие металлы как финансовые авуары и система деривативов.

2. По периоду обращения выделяют следующие виды финансовых инструментов:

- а) краткосрочные финансовые инструменты,
- б) долгосрочные финансовые инструменты. К этому виду относятся и т.н. «бессрочные финансовые инструменты», конечный срок погашения которых не установлен.

3. По характеру финансовых обязательств выделяются:

- а) инструменты, последующие финансовые обязательства по которым не возникают (например, валютные ценности, золото и т.п.);
- б) долговые финансовые инструменты (облигации, векселя, чеки и тому подобное);
- в) долевые финансовые инструменты – они подтверждают право их владельца на долю в уставном фонде эмитента и получение соответствующего дохода (в форме дивиденда и тому подобное – акции, инвестиционные сертификаты, паи).

4. По приоритетной значимости различают следующие виды финансовых инструментов:

- а) первичные (базовые) финансовые инструменты. Характеризуются выпуском в обращение эмитентом и подтверждают прямые имущественные права или отношения кредита (акции, облигации, чеки, векселя);
- б) вторичные финансовые инструменты, или деривативы, – ценные бумаги, подтверждающие право или обязательство их владельца купить или продать обращающиеся первичные ценные бумаги, валюту, товары или

нематериальные активы на заранее определенных условиях в будущем периоде. Используются для спекулятивных финансовых операций и страхования ценового риска («хеджирования»). В зависимости от состава первичных активов, по отношению к которым они выпущены в обращение, деривативы подразделяются на фондовые, валютные, страховые, товарные и т.п. Основные виды деривативов: опционы, свопы, фьючерсные и форвардные контракты.

5. По гарантированности уровня дохода финансовые инструменты подразделяются на следующие виды:

- а) финансовые инструменты с фиксированным доходом,
- б) финансовые инструменты с неопределенным доходом – уровень доходности может изменяться в зависимости от финансового состояния эмитента (простые акции, инвестиционные сертификаты) или в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка (долговые инструменты с плавающей процентной ставкой, «привязанной» к установленной учетной ставке, курсу иностранной валюты).

6. По уровню риска выделяют следующие виды финансовых инструментов:

- а) безрисковые финансовые инструменты – государственные краткосрочные ценные бумаги, краткосрочные депозитные сертификаты наиболее надежных банков, золото и другие ценные металлы, приобретенные на короткий период. Термин «безрисковые» является в определенной мере условным, так как потенциальный финансовый риск несет в себе любой из перечисленных видов финансовых инструментов; они служат для формирования точки отсчета измерения уровня риска по другим инструментам;
- б) финансовые инструменты с низким, умеренным или высоким уровнем риска – риск по ним зависит от финансового состояния эмитента;
- в) финансовые инструменты с очень высоким уровнем риска («спекулятивные»). Используются обычно для осуществления наиболее рискованных спекулятивных операций на финансовом рынке. Пример – акции

«венчурных» (рисковых) предприятий; облигации с высоким уровнем процента, эмитированные предприятием с кризисным финансовым состоянием; опционные и фьючерсные контракты и тому подобное.

Рассмотренная выше система основных инструментов финансового рынка находится в постоянной динамике, вызываемой изменением правовых норм государственного регулирования отдельных рынков, финансовыми инновациями и другими факторами. Например, новым инструментом финансовых рынков являются «криптовалюты», становление которых пока не закончено.

## 2 Основы анализа на финансовых рынках

### 2.1 Субъекты анализа

От изменений цен на финансовых рынках зависит благополучие держателей ценных бумаг, собственников, кредиторов и руководителей компаний-эмитентов. Соответственно, основными субъектами анализа являются собственники компаний, акционеры, менеджмент, потенциальные инвесторы, текущие и потенциальные кредиторы. Высокий спрос на аналитическую информацию порождает и предложение соответствующих аналитических услуг, поэтому анализом занимаются и отдельные специализированные компании, а также аналитические подразделения банков и инвестиционных компаний. Пионерами на рынке анализа стала группа специалистов из США в 1928 году.

**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, технический анализ и финансовый маркетинг. Наличие компетенций в этих сферах не означает способности аналитика предоставить по первому запросу отчет по любому финансовому инструменту о его привлекательности для инвестиций.

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

Как правило, аналитики имеют свою специализацию:

**Buyside** – работа на инвестиционную компанию с целью выдачи рекомендаций своим коллегам; они готовят информацию «для внутреннего пользования», которая может быть малопонятна стороннему человеку.

**Sellside** – это публичная аналитическая деятельность, т.е. подготовка материалов для отдельных клиентов или для публичного распространения.

В деятельности аналитиков одним из самых важных моментов является сохранение независимости оценок и суждений. Несмотря на очевидность этого положения, в мире время от времени разгораются скандалы по поводу ангажированности действий отдельных аналитических компаний.

## 2.2 Концепции фундаментального и технического анализа

В академической литературе по инвестиционному анализу конкурируют между собой два подхода: фундаментальный и технический анализ. На практике они обычно успешно дополняют друг друга.

**Фундаментальный анализ** (*Fundamental analysis*) основан на анализе макроэкономической и отраслевой информации и анализе показателей деятельности компании-эмитента финансовых активов. Фундаментальный анализ ориентирует инвесторов на долгосрочные вложения, так как базируется на исследовании долгосрочных тенденций и закономерностей (фундаментальных факторах).

**Технический анализ** ориентирован на выявление краткосрочных рыночных колебаний и игры на них. Приверженцы такого анализа – биржевые игроки, которые в своих действиях учитывают психологию группового поведения на рынках (фондовом, валютном, товарном). Технический анализ можно успешно применять только для высоколиквидных активов (например, для «голубых фишек» акций), и он широко используется биржевыми игроками на рынке ценных бумаг и некоторых реальных биржевых активов.

Фундаментальный анализ применим практически ко всем инвестиционным активам, но наибольшее распространение получил при

исследовании рынка акций; кроме того, он используется при принятии решений на рынке облигаций, прямом инвестировании в покупку компаний, для оценки объектов недвижимости. В основе фундаментального анализа лежат следующие *положения*.

1. Рыночная цена актива определяется приносимыми в будущем выгодами и степенью риска получения этих выгод, а также возможностью получения инвестором части выгод, которая соответствует доли владения.

2. Приносимые в будущем выгоды и уровень их риска в значительной степени зависят от макроэкономических и отраслевых факторов, часто называемых фундаментальными. Воздействовать на фундаментальные факторы отдельные инвесторы не могут.

3. Приносимые в будущем выгоды от компании, а также справедливость их дележа между инвесторами зависят также от внутренних факторов компании – финансовых, корпоративного управления и т.п. Внутренние решения более динамичны, поэтому складывающаяся цена на рынке и ее краткосрочные колебания в определенной мере зависят от изменения внутренних факторов.

Сложность понимания и проведения фундаментального анализа заключается в многообразии показателей, характеризующих рыночную оценку. В зависимости от целей инвестирования (покупка контроля над компанией, покупка миноритарного пакета собственности, стратегическое инвестирование через построение интегрированной компании, кредитование и др.) и от располагаемой информации – публичная (общедоступная) или закрытая (частная) – аналитики используют разные понятия, объединяемые общим термином «рыночная стоимость» (**market value**). В большинстве случаев термин «рыночная стоимость» противостоит «бухгалтерской» стоимости, которая строится на фиксации вложенных ранее денег.

В рамках понятия «рыночная стоимость» выделяют наблюдаемые и расчетные оценки активов. В фундаментальном анализе внимание

акцентируется на расхождении в текущий момент времени расчетной и наблюдаемой оценок по активу, и на этом сопоставлении делаются выводы о целесообразности или нецелесообразности инвестирования. Часто инвестиционные аналитики используют термины «справедливая стоимость» и «целевая цена» для фиксации своих расчетных оценок объекта инвестирования (обычно акций).

В фундаментальном анализе возникает несколько важных понятий, характеризующих цену компании или отдельного инвестиционного актива.

**Внутренняя (подлинная, действительная, истинная) стоимость** (*intrinsic, true value*) – расчетная оценка актива для типичного инвестора в сложившейся на текущий момент времени рыночной среде на основе распределенных во времени выгод владения им. Ключевыми элементами этого понятия являются: 1) вся имеющаяся информация по рассматриваемому активу (как открытая, так и закрытая); 2) обезличенная позиция инвестора (типичный); 3) учет риска получения выгод, связанного как с качеством внешней среды, так и с внутренними возможностями усовершенствования актива.

**Фундаментальная стоимость** (*fundamental value*) – расчетная оценка распределенных во времени выгод обобщенного (обезличенного, типичного) инвестора от вложения средств в данную компанию. Фундаментальная стоимость обычно рассчитывается для портфельных инвестиций (миноритарных пакетов).

**Инвестиционная стоимость** (*investment value*) – расчетная оценка выгод от вложения капитала в анализируемый актив (компанию) конкретным инвестором. Эта стоимость – возможные дополнительные выгоды от комбинации «старых» и нового актива у инвестора (например, различные синергетические эффекты). Чаще всего инвестиционная стоимость обсуждается в процессе покупки контроля над компанией.

Термин «справедливая стоимость» объединяет ранее рассмотренные понятия фундаментальной, внутренней и инвестиционной стоимости и

сопоставляется по логике фундаментального анализа с наблюдаемой на рынке ценой (так называемой «текущей стоимостью», или капитализацией). Термин «справедливая стоимость» подчеркивает ее расчетный характер по той или иной **аналитической модели** (например, по *DDM*, *DCF*, мультипликаторам).

Определения рыночной стоимости базируются на оценке ожиданий инвесторов относительно будущих выгод и риска, поэтому требуют прогноза:

- 1) чистых выгод инвестирования по годам, выраженных в денежной форме;
- 2) анализа рисков в получении этих выгод и обоснования соответствия этим рискам требуемой доходности инвестирования.

В фундаментальном анализе используется множество разных видов стоимости:

**Балансовая стоимость** компании (*book value, BV*) – сумма оценок различных активов в рамках стандартов бухучета.

**Справедливая стоимость акции** = Справедливая акционерная стоимость / Число обыкновенных акций в обращении. Число акций в обращении отражает число выпущенных акций за вычетом находящихся принадлежащих самой компании-эмитенту (казначейских акций).

Оценка всей компании (всего ее капитала) равна сумме рыночных оценок собственного (*S*) и заемного (*D*) капитала:

$$MV \text{ of firm} = V = S + D.$$

Соответственно, справедливая акционерная стоимость может быть найдена через расчет стоимости всей компании:

$$S = V - D.$$

В мировой практике в элементы заемного капитала включаются не только облигации и банковские займы, используемые на постоянной основе, но и привилегированные акции, которые рассматриваются как элемент заемного финансирования (заметим, что в стандартах финансовой отчетности эти акции являются частью собственного капитала!). Для заемного капитала компании

расхождениями между балансовой оценкой постоянно используемых займов (*BVD*) и их рыночной оценкой (*D*) часто пренебрегают.

Еще один часто используемый показатель – **обоснованная рыночная стоимость** (*fair market value*) – официальный правовой стандарт, применяемый в оценочной деятельности. Это цена купли-продажи, когда обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по принуждению и обладают полной информацией об условиях сделки. Это понятие используется в судебных разбирательствах при определении налогооблагаемой базы, в ситуациях наследования и дарения, в случае судебных исков от миноритарных акционеров при сделках реструктуризации.

Термин «капитализация» отражает наблюдаемую на финансовом (биржевом) рынке оценку компании рыночными инвесторами. Различают **общую капитализацию** (*total capitalization, TC*) как оценку рынком всех финансовых активов, выпущенных компанией, и **рыночную капитализацию** (*market capitalization, MC*) как биржевую оценку только обыкновенных акций.

*MC = Биржевая цена обыкновенной акции x Число обыкновенных акций в обращении.*

*Общая капитализация = Сумма всех элементов капитала компании по их наблюдаемым рыночным оценкам.*

Отметим, что рыночные цены наблюдаются по котируемым на биржах ценным бумагам, число которых обычно существенно (часто на порядок) меньше, чем общее число акций в обращении у компании.

Если цена акции верно отражает инвестиционные качества бизнеса, то величина рыночной капитализации будет близка к рыночной оценке собственного капитала (акционерной стоимости или фундаментальной оценке собственного капитала).

Близкая к *TC* оценка – «капитализация компании» («стоимость бизнеса»):

$EV = \text{Рыночная капитализация} + \text{Привилегированные акции} + \text{Оценка по балансовым значениям долгосрочных и краткосрочных платных источников финансирования компании} - \text{Имеющиеся денежные средства.}$

Эта оценка бывает необходима из-за отсутствия биржевых котировок по всем элементам заемного капитала.

В заключение отметим понятие «эффективного рынка», на котором, благодаря высокому качеству доступной инвесторам информации, можно говорить о совпадении трендов справедливой оценки и рыночной капитализации и случайном характере отклонений котировок акций от расчетной оценки.

### 2.3 Подходы к осуществлению фундаментального анализа

Как мы выяснили, фундаментальный анализ базируется на построении прогнозов будущих выгод инвестирования и расчете справедливой стоимости актива, которая затем сопоставляется либо с ценой этого актива на рынке, либо с затратами на его создание. На практике аналитику необходим каскад прогнозов, которые учитывают различные факторы, определяющие конечные выгоды инвестирования. Традиционно такой каскад строится «снизу-вверх» или «сверху-вниз».

**«Нисходящий анализ (каскад)»**, или **направление «сверху-вниз»** (*top-down approach*), акцентирует внимание на анализе макрофакторов, построении долгосрочных трендов и деловых циклов. Этот подход используется большинством институциональных глобальных инвесторов (профессиональных игроков на рынке капитала), поскольку поведение основных экономических агрегатов определяет динамику цен финансовых активов (акций и облигаций). Основной тезис «нисходящего каскада»: результаты инвестирования в первую очередь зависят от выбора страны, затем – отрасли и только в последнюю очередь – от выбора конкретной компании в этой отрасли.

Алгоритм «нисходящего анализа»:

1) анализируются основные макроэкономические агрегаты локальных рынков (ВВП, фиксируемый темп инфляции, процентные ставки, обменные курсы, качество институциональной среды и т.п.);

2) строится прогноз макроэкономических агрегатов и оценивается потенциал роста рынка;

3) отбираются инвестиционно привлекательные рынки (с наибольшим потенциалом роста и приемлемыми страновыми (региональными) рисками);

4) в рамках выбранного рынка отбираются отдельные компании (проекты, акции, другие финансовые активы).

Пример последовательно изучения показателей в нисходящем каскаде.

*Экономика:* Темп роста ВВП; Этап делового цикла (спад, подъем, пик); Темп роста ВВП для стран, где работает компания; Темп инфляции; Взаимосвязь между темпом роста ВВП и спросом на услуги компаний сотовой связи; Демографические подвижки (учет доли молодого населения, коэффициент старения населения; Модные тенденции (будет ли сотовая связь заменять фиксированную, будут ли развиваться другие услуги компании населению и корпоративным клиентам); Налоговое бремя на данном рынке и рынке услуг компании; Динамика валютного курса.

*Финансовый рынок (рынок капитала):* Процентная ставка; Фондовый рынок.

*Институциональная среда:* Уровень коррупции в стране; Правоприменение; Барьеры на движение капитала.

*Отрасль (сотовая связь):* Тренды в потреблении услуг; Новые услуги (развитие технологий); Конкуренты; Государственное (административное) влияние; Издержки (типичная структура издержек, как поведут себя основные статьи затрат при тех или иных подвижках на рынке).

*Специфические характеристики компании:* Прогноз роста выручки; Возможности удержания конкурентных преимуществ; Ассортимент; Географическая диверсификация; Маржа прибыли, динамика рентабельности,

волатильность финансовых показателей; Поглощения; Изменения во внутренних бизнес-процессах; Качество менеджмента и корпоративного управления; Финансовая стратегия и прогнозы её изменения; Дивидендная политика и политика выкупа акций.

**«Восходящий анализ», или направление «снизу-вверх»** (*bottom-up approach*), базируется на первичности анализа на уровне отдельных фирм (*firm-level analysis*) или активов. Основной тезис «восходящего каскада»: результаты инвестирования в первую очередь зависят от правильного выбора отдельных активов.

*Восходящий анализ* используется в основном частными инвесторами, для которых выход на другие локальные рынки или на глобальный рынок капитала существенно затруднен. Акцент делается на анализе отчетной документации по компании – эмитенту. На основе анализа финансовой отчетности, качества корпоративного управления, изучения инвестиционных планов и декларируемой стратегии развития бизнеса аналитики строят прогнозы выручки и прибыли (денежных потоков) на ряд лет (обычно на пять-десять, с учетом отраслевой специфики), а затем корректируют полученные оценки с учетом возможных изменений во внешней среде (например, аналитики строят несколько сценариев или вариантов получения финансовых выгод по компании). Итоговые рекомендации по инвестиционной привлекательности учитывают также степень удовлетворения ожиданий (прогнозов), которые были сделаны ранее.

Основа анализа в «восходящем каскаде» – оценка основных финансовых коэффициентов и качественных характеристик компании и сопоставление с аналогами на рынке.

Алгоритм реализации подхода «восходящий анализ»:

1) для каждой компании анализируются финансовые и нефинансовые показатели (темпы роста выручки, рентабельность продаж, отдача на капитал,

качество менеджмента и корпоративного управления, структура собственности, уровень регулирования со стороны государства и т.п.);

2) строится прогноз ключевых показателей деятельности в рамках выбранной бизнес-модели компании;

3) анализируется риск, связанный с прогнозом финансовых показателей;

4) проводится оценка компании одним из методов в рамках фундаментального анализа (например, *DCF*-модель);

5) для различных временных горизонтов (например, пять, семь, десять лет) оценивается потенциал роста стоимости;

6) выбираются наиболее привлекательные компании для инвестирования.

Как ни парадоксально, но отраслевой анализ в классическом варианте «восходящих каскадов» не присутствует. До последнего времени это было связано с тем, что во второй половине XX в. диверсификация по регионам (локальным рынкам) показывала гораздо лучшие результаты, чем по отраслям. Кроме того, если макроэкономические агрегаты обычно легко доступны инвесторам, то анализ отрасли требует дополнительной покупки информации и дополнительных аналитических знаний. В последние годы роль отраслевого анализа значительно возросла: диверсификация активов по странам дает в последние несколько десятилетий все меньшие эффекты, а с другой стороны, динамика отдельных отраслей, особенно новых, может сильно отличаться от динамики других компаний. В итоге возник **модифицированный нисходящий анализ**.

Главный тезис модифицированного подхода – результаты портфельного инвестирования в значительной степени зависят от выбора отраслевой принадлежности активов. Рассмотрим алгоритм модифицированного подхода:

1) анализируются агрегаты по каждой отрасли (темп роста производства, ценовые изменения);

2) строится прогноз агрегатов;

3) проводится отраслевая оценка перспектив роста;

4) сопоставляются имеющиеся активы в отрасли (как недооцененные, так и имеющие потенциал роста);

5) отбираются отдельные варианты инвестирования в рамках отрасли.

## 2.4 Макроэкономические факторы в формировании стоимости активов

Исследования на ряде инвестиционных рынков показывают, что результаты инвестирования почти наполовину зависят от макроэкономических изменений. Поэтому в моделях фундаментального анализа прогноз макроэкономических агрегатов (темпов роста ВВП, инфляции и т.п.) должен позволить сформировать представления об ожидаемых денежных потоках от инвестирования, степени их гарантированности и процентных ставках, отражающих стоимость денег.

Макроэкономические индикаторы с позиций направления взгляда делятся на три группы:

- опережающие – обладающие предсказательной силой (*forecast, leading*), например индекс потребительских намерений, разница между доходностью 10-летних и трёхлетних государственных облигаций; выданные разрешения на строительство (*building permits*) и т.д.;

- текущие (совпадающие – *real, coincident*), например индекс промышленного производства;

- запаздывающие (подтверждающие – *last, lagging*), например ВВП за полугодие или уровень безработицы за прошлый месяц, средняя базовая ставка по краткосрочным кредитам первоклассным заемщикам, коэффициент отношения потребительского кредита к личному доходу.

Для каждого показателя на развитых рынках закреплены даты обновления информации. Так, в США индекс промышленного производства публикуется 15-го числа каждого месяца советом управляющих Федеральной резервной системы), в середине каждого месяца объявляются значения *CPI* и

*PPI* (индексы цен потребителей и производителей) и т.д. Стоит иметь в виду, что появление макроэкономических оценок по крупным странам может оказывать значимое влияние на фондовые рынки других стран.

В исследовательских работах часто ставится задача построения группы адекватных опережающих индикаторов для предсказания подвижек в ценах отдельных инвестиционных активов (рассматриваются как акции, так и недвижимость, валюта и др.). Возможность построения показателей ранней диагностики существенных изменений в цене активов (наступления кризиса) строится на гипотезе о том, что ряд индикаторов во время предкризисных периодов ведут себя специфично. Аналитики наблюдают за поведением каждого выделенного индикатора с целью определить, когда переменная отклоняется от ее «нормального» поведения выше некоторого порога. Пороговые значения выбираются так, чтобы соблюсти баланс между риском получения большого количества ложных сигналов и риском пропустить истинный сигнал о существенных подвижках в цене актива (что может произойти, когда сигнал поступает уж в слишком очевидном случае). На практике пороговые значения для каждого индикатора выбираются на основе процентильной сетки. Процентиль эмпирического распределения показателя, который минимизирует отношение ложных сигналов к «правдивым» сигналам, определяется как оптимальный пороговый уровень (это может быть 90 или 85%). Когда индикатор преодолевает пороговое значение, для инвестора поступает сигнал о событиях (например, кризисе), которые могут произойти в ближайшее время (от нескольких месяцев до одного-двух лет). В ряде случаев аналитики ориентируются на соотношение индикаторов, например доходностей 3-х и 10-летних казначейских обязательств США: когда первые оказываются выше вторых, это служит сигналом о скорой рецессии в экономике этой страны.

Большинство индикаторов может быть разбито на пять групп.

1. Денежные (монетарные) индикаторы – инфляция и денежное предложение (индикаторы денежной базы).

Предложение денег влияет на инвестиционный рынок во многом не само по себе, а как сигнал – слишком высокий его уровень может свидетельствовать о том, что государство скоро начнет разворачивать ограничительную политику, повышать процентные ставки и, следовательно, цены активов будут падать. Фактор неожиданного изменения денежного предложения оказывается значимым еще и потому, что косвенно связан с изменением уровня инфляции – важнейшего денежного показателя.

Слишком низкий уровень инфляции приводит к падению прибылей фирм; слишком высокий – к снижению благосостояния населения (потребителей) и снижению эффективности распределения ресурсов финансовыми посредниками, ссуды финансового сектора частному сокращаются и экономическая активность падает. Слишком высокая инфляция свидетельствует о близости перегрева экономики и возможном желании властей начать «тормозить» экономический всплеск путем введения ограничений на экономическую деятельность (например, увеличения процентных ставок). Дефляция приводит к откладыванию расходов потребителями и, как следствие, замедлению темпов экономического роста.

К монетарной группе также относится объем золотовалютных резервов, объемы и нормы резервов коммерческих банков в центробанке; общий объем депозитов в коммерческих банках; учетная (ключевая, рефинансирования) ставка центрального банка; динамика активов центробанка по ценным бумагам правительства; остатки на корреспондентских счетах банков; процентные ставки по кредитам и депозитам и другие показатели. На российском рынке ключевые денежные индикаторы, а также индикаторы производства и потребления можно найти на сайте ЦБ РФ, а также на сайтах международных информационных агентств (например, *Thomson Reuters*) и на сайте Росстата.

2. Производственные индикаторы – динамика ВВП, инвестиции, среднечасовой заработок и др.

Производственные индикаторы гораздо более явно связаны с инвестиционным рынком, так как входящие в индекс промышленного производства компании напрямую вносят свой вклад в суммарный объем промышленного производства. Теоретически именно ВВП является лучшим измерителем экономической активности, однако такие данные традиционно публикуются поквартально, что не позволяет оперативно отслеживать изменения на рынках; кроме того, эти данные часто пересматриваются и уточняются, что еще более дезорганизует инвесторов. Наряду с ВВП, аналитики обращают внимание и на ряд других индикаторов. Наиболее популярные: индекс промышленного производства, «люфт ВВП» (отклонение реального ВВП от потенциального), коэффициент использования мощностей (часто используется при идентификации фаз делового цикла). Промышленное производство является вторым по популярности индикатором, который отражает тенденции реального сектора, максимально точно повторяя траекторию ВВП; этот показатель публикуется по большинству стран ежемесячно. Динамика грузоперевозок и производственное потребление электроэнергии – яркие показатели общей экономической активности, позволяющие предвидеть ближайшие показатели ВВП. Аналитики используют также индикаторы «уровень заказов» (durable goods orders) на товары длительного пользования и др.

Как показывают эмпирические исследования, именно индекс промышленного производства в наилучшей степени объясняет колебания на фондовом рынке. При неожиданном росте промышленного производства ожидания экономических агентов относительно перспектив экономики становятся более оптимистическими, инвестиционная сфера становится все более привлекательной, акции компаний самых разных секторов растут, соответственно, значение фондового индекса также увеличивается.

К производственным индикаторам относят также данные по строительству: число выданных разрешений на строительство, сумма проданных лицензий и разрешений, ввод и продажа нового жилья и продажи жилья на вторичном рынке.

3. Показатели рынка труда – очевидным образом эти показатели связаны как с производством, так и с потреблением, поэтому аналитики уделяют внимание большому числу таких показателей: уровень безработицы, темп роста зарплат по отраслям, темп роста числа временных работников, еженедельные обращения за выплатами по безработице, индекс стоимости рабочей силы и т.п. Ключевой показатель на рынке развитых стран – уровень безработицы. Высокая безработица представляет собой угрозу росту потребительских расходов, страх ускорения темпов роста потребительских цен и, как следствие, постепенное уменьшение экономической активности населения. С целью нивелирования сезонных эффектов рассчитывается уровень безработицы отдельно для несельскохозяйственной сферы (т.е. в анализе остается сфера, производящая товары и обеспечивающая ими). Для развивающихся рынков эта группа индикаторов не очень значима из-за особенностей функционирования рынка труда.

4. Показатели потребления – динамика оборота розничной торговли, динамика производства продуктов потребления, импорт продовольствия и непродовольственных потребительских товаров.

Потребительские расходы представляют собой самый крупный компонент ВВП – их объем на развитых рынках составляет приблизительно 2/3 общего экономического производства. Падение темпов роста данного показателя является одним из самых серьезных признаков истощения роста экономики. Тенденции, наблюдаемые в потребительском секторе экономики, немедленно находят отражение на фондовом рынке и достаточно скоро проявляются на других инвестиционных рынках. Между потреблением и фондовым рынком существует двусторонняя связь. В ряде исследований

отмечается, что обратная связь более сильная: более высокие значения фондового индекса приводят к росту потребительского оптимизма и как следствие – к росту потребительских расходов; однако такая зависимость, очевидна, свойственна только экономикам с развитым фондовым рынком.

Для оценки инвестиционного поведения полезнее могут быть не фиксируемые на текущий момент показатели потребления, а индексы настроений и уверенности потребителей, например, ожидания по поводу будущей занятости, будущих личных доходов и финансового положения домохозяйства, планируемые расходы на товары длительного пользования и т.д. Такие индексы охватывают, по сути, не только потребительские показатели, но и многие другие стороны финансового положения населения, которое в итоге и формирует общую экономическую ситуацию в стране. Один из наиболее известных подобных индикаторов – индекс ожиданий потребителей Университета Мичиган (США).

5. Группа показателей доверия (настроений, ожиданий) – индексы настроений и доверия (к действиям правительства, ко всем контрагентам).

В академическом мире широко используется показатель уверенности профессиональных инвесторов в завтрашнем дне (индекс уверенности инвестирования в акционерный капитал компаний, *State Street Investor Confidence Index*). Идея построения индекса как индикатора уверенности строится на долях капитала, направляемых в облигации и акции. Преваширование доли капитала в облигациях свидетельствует о том, что инвесторы слабо верят в скорый подъем экономики. Как сводный индекс может рассматриваться индекс бедственного положения (*misery index*), учитывающий две текущие характеристики рынка – инфляцию и безработицу. При их одновременном превышении уровня в 13% фиксируется начало кризисных явлений.

### 3 Отраслевой и конкурентный анализ

Важнейшие факторы, определяющие стоимость корпоративных ценных бумаг, формируются на отраслевом уровне.

Покупатели, поставщики, конкуренты – это составные сложной системы, которая может быть обозначена как отраслевое окружение. Отрасли сильно различаются между собой, и методика анализа должна это учитывать. Для анализа макроокружения одиночного бизнеса компании обычно используется отраслевой и конкурентный анализ. Конструкция отраслевого и конкурентного анализа должна позволить получить характеристику следующих аспектов:

1. доминирующие в отрасли экономические характеристики;
2. основные движущие силы, вызывающие изменения в отрасли;
3. анализ конкурентных сил, действующих на фирму;
4. оценка конкурентных позиций и возможных действий соперничающих компаний;
5. определение ключевых факторов конкурентного успеха и корневых компетенций.

Рассмотрим эти аспекты подробнее.

#### 3.1 Доминирующие в отрасли экономические характеристики

К таким характеристикам относят:

- размеры рынка;
- области конкурентного соперничества (локальная, региональная, национальная, глобальная);
- скорость роста рынка и стадия жизненного цикла отрасли;
- число соперников и их относительные размеры, степень концентрации;
- число покупателей и их относительные размеры;

- превалирование передней или задней интеграции;
- легкость входа и выхода;
- степень дифференциации продуктов / услуг соперничающих фирм;
- уровень технологических изменений в процессе производства и в новых продуктах;
- влияние экономики на масштабы производства, транспортировку, маркетинг;
- является ли степень использования производственных мощностей критичной в достижении низкоценовой эффективности производства;
- наблюдается ли в отрасли сильная зависимость стоимости единицы продукции от кумулятивной величины объема производства;
- требования к капиталу;
- прибыльность в отрасли выше или ниже средней в экономике.

Целесообразно составить "портрет" отрасли по этим характеристикам и затем его проанализировать. Для этого в таблице 3 приведены данные по стратегической важности отдельных экономических характеристик.

Таблица 3 – Стратегическая важность ключевых экономических характеристик отрасли

Характеристика	Стратегическое значение
Размеры рынка	Малые рынки не имеют тенденции привлекать больших/новых конкурентов; большие часто привлекают интересы корпораций, желающих приобрести компании с целью укрепления конкурентных позиций в притягательных отраслях
Рост размеров рынка	Быстрый рост вызывает новые вступления; замедление роста увеличивает соперничество и отсечку слабых конкурентов
Избыток или дефицит производственных мощностей	Избыток повышает издержки и снижает уровень прибыли, недостаток ведет к противоположной тенденции по издержкам
Прибыльность в отрасли	Высокоприбыльные отрасли привлекают новые входы, условия депрессии поощряют выход
Барьеры входа/выхода	Высокие барьеры защищают позиции и прибыли существующих фирм, низкие делают их уязвимыми ко входу новых

Товар дорог для покупателей	Большинство покупателей будут покупать по низшей цене
Стандартизированные товары	Покупатели могут легко переключаться от продавца к продавцу
Быстрые изменения технологии	Возрастает риск: инвестиции в технологию и оборудование могут не окупиться из-за устаревания последних
Требования к капиталу	Большие требования делают решения об инвестициях критичными, важным становится момент инвестирования, растут барьеры для входа и выхода
Вертикальная интеграция	Растут требования к капиталу, часто растет конкурентная дифференциация и дифференциация стоимости между фирмами разной степени интеграции
Экономия на масштабе	Увеличивает объем и размеры рынка, необходимые при ценовой конкуренции
Быстрое обновление товара	Сокращение жизненного цикла товара, рост риска

### 3.2 Основные движущие силы, вызывающие изменения в отрасли

К таким силам обычно относят:

- изменения в долговременной скорости роста (оно сильно влияет на решения об инвестициях, степень притягательности для новых фирм. Сдвиги в скорости роста нарушают баланс между отраслями поставляющими и покупающими, входом и выходом);
- изменения в том, кто покупает товары и как они используются (эти сдвиги создают новые возможности, которые не должны быть упущены, но и требуют перестройки фирм, например создания служб сервиса и т.д.).  
Инновации в продуктах;
- технологические изменения;
- маркетинговые инновации (новые методы продаж, дифференциация продуктов, стоимостная дифференциация);
- вход или выход главных фирм в отрасли;
- увеличение глобализации в отрасли;
- изменения в стоимости и эффективности;

- переход потребителей к дифференцированным товарам от стандартных;
- влияние законодательных изменений;
- изменение социальной, демографической обстановки и стиля жизни;
- снижение неопределенности и риска в бизнесе.

### 3.3 Анализ конкурентных сил, действующих на фирму

Этот анализ делается с целью идентифицировать благоприятные возможности и опасности, с которыми может встретиться фирма в отрасли.

М. Портер предложил для этого модель пяти сил.

1. Риск входа потенциальных конкурентов (первая сила Портера) создает опасность прибыльности компании. С другой стороны, если этот риск мал, компания может повышать цену и увеличивать доходы. Конкурентная сила этого фактора сильно зависит от высоты барьеров входа (стоимости входа в отрасль).

2. Второй конкурентной силой, по Портеру, является соперничество существующих в отрасли компаний. Здесь следует выявить влияние трех факторов: структуру отраслевой конкуренции, условия спроса, высоту барьеров выхода в отрасли.

3. Возможность покупателей "торговаться".

4. Давление со стороны поставщиков. Оно заключается в их угрозе поднять цены, вынуждая компании снизить количество поставляемой продукции, а следовательно, и прибыль. Альтернативно слабые поставщики дают возможность снизить цены на их продукцию и требовать более высокого качества.

5. Угроза появления заменяющих продуктов. Существование полностью заменяющих продуктов составляет серьезную конкурентную угрозу, ограничивающую цены компании и ее прибыльность. Однако если продукты компании имеют немного полных заменителей, то компании имеют

возможность повысить цены и получить дополнительную прибыль, и их стратегии должны использовать этот факт.

Чем выше давление конкурентных сил, тем меньше у существующих компаний возможности увеличивать цены и прибыль. Ослабление сил создает благоприятные возможности для компании. Компания, изменив свою стратегию, может воздействовать на эти силы в свою пользу.

### 3.4 Оценка конкурентных позиций и возможных действий соперничающих компаний

Для изучения относительных конкурентных позиций фирм, действующих в отрасли, используются процедуры графической стратегической группировки.

Компании в одной стратегической группе могут объединяться по разным признакам: широте диапазона продуктов, методам использования каналов товародвижения, идентичным технологическим подходам, степени вертикальной интеграции, характеру сервиса и технологического обслуживания, предназначению аналогичных продуктов для аналогичных покупателей, качеству продуктов, ценообразованию. Отрасль может содержать одну стратегическую группу с идентичными стратегическими подходами к рынку. Другим пределом является наличие в отрасли многих стратегических групп.

Процедура конструирования карты стратегической группировки и отнесения фирм к той или иной стратегической группе состоит в следующем.

1. Идентифицируются конкурентные характеристики, которые дифференцируют фирмы отрасли (цены, качество, география деятельности, степень вертикальной интеграции, диапазон продуктов и т.д.).
2. Положение фирм наносится на двухкоординатный график (по парам выбранных характеристик).
3. Отмечаются фирмы, попадающие в одну стратегическую область.
4. Отличается доля каждой группы в полном объеме продаж отрасли.

При построении карт стратегической группировки надо соблюдать следующие правила:

- основные переменные по осям координат не должны коррелировать между собой;
- эти переменные должны отражать существенные отличия конкурентов;
- эти переменные должны носить дискретный характер;
- площади обозначений фирм должны отражать их относительную долю продаж в отрасли;
- если существенных переменных больше двух, целесообразно построить несколько карт.

Чем ближе расположены различные стратегические группы, тем сильнее их конкурентное соперничество. Хотя фирмы в одних и тех же стратегических группах – ближайšie соперники, следующие ближайšie по рангу соперники – в ближайших группах. Существенным является изучение поведения ближайших конкурентов. Ошибочно ожидать внешних проявлений конкурентных действий соперников без знания их стратегии и предположений о следующих их ходах. Что делают и что собираются делать конкуренты – лучший ориентир для стратегических действий собственной компании, иначе она принуждена все время находиться в защитной позиции.

Идентификация стратегий конкурентов проводится с помощью таблицы 4. Обобщение сведений о целях и стратегии конкурентов с помощью этой таблицы и карт стратегической группировки обычно достаточно для оценки серьезности конкурентных угроз в конкретной конкурентной позиции.

Таблица 4 – Составляющие целей и стратегий конкурентов

Область конкуренции	Стратегические претензии	Цели по размерам рынка	Конкуренция/ позиция/ ситуация	Стратегическое поведение	Конкурентная стратегия
Локальная	Быть господствующей	Агрессивная экспансия	Хватающий здоровяк,	В основном нападение	Стремление к ценовому

Региональная	им лидером Превзойти существующего лидера отрасли	путем приобретений и внутреннего роста Экспансия путем внутреннего роста	находящийся в движении Хорошо защищающийся, способный удержать существующее	В основном защита Комбинации защиты и нападения	лидерству Фокусирование на рыночных нишах
Национальная	Войти в лидирующую пятерку	Экспансия путем приобретений	Держится в середине своры	Агрессивное, рисковое	Последование, основанное на дифференциации: по
Многонациональная	Войти в первую десятку	Сохранение существующей доли	Пытающийся усилить позицию	Консервативный последователь	качеству, сервису, технологии, диапазону
Глобальная	Подняться на одну или две ступени в рейтинге Превзойти конкретного соперника (не обязательно лидера) Сохранить позицию Только выживание	Расширение рынка с целью получения кратковременной прибыли	Отбивающийся, теряющий почву Отступающий на защитную позицию		товаров, имиджу, другим качествам

Для того чтобы оценить будущие позиции фирм в конкуренции, надо сконцентрировать внимание на их потенциальных возможностях улучшить свое положение на рынке. Агрессивные конкуренты являются источниками новых стратегических инициатив. Удовлетворенные соперники продолжают свою нынешнюю стратегию с небольшой точной подстройкой. Беспокойные и бедствующие соперники могут перейти к свежим стратегическим действиям нападающего или защитного плана. В этой связи полезно представить себя на месте менеджеров этих компаний и предположить их возможные действия.

### 3.5 Определение ключевых факторов конкурентного успеха и корневых компетенций

Корневые компетенции – знания, умения и связи фирмы, позволяющие ей добиваться стратегического преимущества на одном или нескольких рынках.

Термин "корневые компетенции фирмы" введен в лексикон стратегического менеджмента в начале 90-х годов.

Корневые компетенции имеют три основные характеристики:

- должны предоставлять возможность создавать особую ценность для потребителя;

- их сложно воспроизвести фирмам-конкурентам;

- они могут быть применены к действиям фирмы на различных рынках.

Фокусируясь на корневых компетенциях и предоставляя другим фирмам поставлять иные товары и услуги, компания может:

1. наилучшим образом использовать свои ресурсы, концентрируясь на том, что удастся делать наилучшим способом;
2. создавать барьеры на пути проникновения конкурентов на рынки;
3. полностью использовать сильные стороны поставщиков, которые невозможно воспроизвести без массивных инвестиций;
4. сократить риски, уменьшить цикл разработки и вывода на рынки новых товаров (услуг).

Данное представление о корневых компетенциях нашло свое выражение в простой, но емкой модели (рисунок 1), показывающей, чем должна заниматься компания.

<i>Важность данного вида деятельности для дальнейшего развития фирмы</i>	<i>Высокая</i>	Сочетай	Инвестируй и делай сам	Делай сам
	<i>Средняя</i>	Сочетай	Сочетай	Делай сам
	<i>Низкая</i>	Покупай	Покупай	Покупай
		<i>Низкая</i>	<i>Средняя</i>	<i>Высокая</i>
		<i>Достигнутая компетенция (профессионализм) по сравнению с лучшей в отрасли</i>		

Рисунок 1 – Выбор места осуществления функций управления (самостоятельно или силами привлекаемых внешних организаций)

Корневые компетенции в самом общем виде состоят из трех взаимосвязанных частей: технологические ноу-хау; системы, поддерживающие надежность процессов производства и сбыта; внешние контакты и связи.

Технологические ноу-хау, т.е. особые знания в специальной области производства товаров или услуг, могут корениться вовсе не в сфере высоких технологий, а в иных функциях управления.

В последние годы данное обстоятельство получило выражение в появлении особого термина "ноу-вай" (know-why). Если ноу-хау относятся все-таки к знаниям в области технологий, то ноу-вай – способы получения и должного использования данных знаний.

Поэтому ноу-вай коренятся чаще всего именно в области кадровой функции, в особенностях подбора и управления кадрами.

Приведенное выше понимание природы корневых компетенций служит основой наиболее важного стратегического решения фирмы – выбора сфер деятельности.

Каждый сегмент рынка имеет свои ключевые компетенции – навыки, умения и связи, необходимые для устойчивой работы на данном сегменте. Состав данных компетенций специфичен для каждого сегмента.

Совместимость сегмента рынка определяется тем, насколько имеющиеся у фирмы корневые компетенции совпадают с ключевыми компетенциями данного рынка.

Привлекательность рынка определяется следующими параметрами:

1. относительный размер рынка;
2. относительная доходность;
3. цикличность спроса;
4. дифференциация товара;
5. абсолютные затраты на вход и выход с рынка;
6. рост рынка;
7. наличие зарубежных рынков;
8. престижность отрасли;
9. "откатоемкость" (налоговые изъятия).

Ключевые факторы успеха (КФУ) – главные определители финансового и конкурентного успеха в данной отрасли. Они определяют как условия выхода на рынок, так и условия успешного функционирования на конкретном сегменте рынка. Их идентификация – один из главных приоритетов разработки стратегии. Они могут служить краеугольными камнями построения стратегии, однако они могут меняться от отрасли к отрасли. Обычно для отрасли характерны три-четыре таких фактора, а из них один-два наиболее важны, и задачей анализа является их выделение.

Ниже перечислены типы КФУ и их составляющие.

1. Факторы, связанные с технологией:
  - компетентность в научных исследованиях (особенно в наукоемких отраслях);
  - способность к инновациям в производственных процессах;
  - способность к инновациям в продукции;
  - роль экспертов в данной технологии.
2. Факторы, связанные с производством:

- эффективность низкозатратного производства (экономия на масштабе производства, эффект накопления опыта);
  - качество производства;
  - высокая фондоотдача;
  - размещение производства, гарантирующее низкие издержки;
  - обеспечение адекватной квалифицированной рабочей силой;
  - высокая производительность труда (особенно в трудоемких производствах);
  - дешевое проектирование и техническое обеспечение;
  - гибкость производства при изменении моделей и размеров.
3. Факторы, связанные с распределением:
- мощная сеть дистрибьюторов / дилеров;
  - возможность доходов в розничной торговле;
  - собственная торговая сеть компании;
  - быстрая доставка.
4. Факторы, связанные с маркетингом:
- хорошо испытанный, проверенный способ продаж;
  - удобный, доступный сервис и техобслуживание;
  - точное удовлетворение покупательских запросов;
  - широта диапазона товаров;
  - коммерческое искусство;
  - притягательные дизайн и упаковка;
  - гарантии покупателям.
5. Факторы, связанные с квалификацией:
- выдающиеся таланты;
  - ноу-хау в контроле качества;

- эксперты в области проектирования;
- эксперты в области технологии;
- способность к точной ясной рекламе;
- способность получить в результате разработки новые продукты в фазе НИОКР и быстро вывести их на рынок.

6. Факторы, связанные с возможностями организации:

- первоклассные информационные системы;
- способность быстро реагировать на изменяющиеся рыночные условия;
- компетентность в управлении и наличие управляющих ноу-хау.

7. Другие типы КФУ:

- благоприятный имидж и репутация;
- осознание себя, как лидера;
- удобное расположение;
- приятное, вежливое обслуживание;
- доступ к финансовому капиталу;
- патентная защита;
- общие низкие издержки.

## 4 Анализ финансовой и корпоративной информации

### 4.1 Информационная база анализа

Проведение фундаментального анализа на уровне компании предполагает осуществление следующей последовательности шагов:

— сбор базовой информации (о владельцах компании и ее руководстве, видах деятельности и положении в отрасли, финансовой и правовой структуре, и т.п.);

— получение финансовой отчетности, перевод отчетных форм в аналитическую форму (построение агрегированного баланса и т.п.), выявление завуалированных статей баланса (например, обязательств по лизинговым сделкам);

— сбор нефинансовых производственных показателей (износ мощностей, контрагенты компании, численность занятых и т.п.);

— предварительная обработка информации (например, нормализация данных), анализ и интерпретация полученных результатов;

— расчет показателей, характеризующих динамику создания стоимости (свободного денежного потока, *ROCE*, *WACC*, и т.д.);

— построение финансовой модели компании и прогнозирование результатов деятельности компании;

— расчет справедливой рыночной стоимости и сопоставление с текущими наблюдаемыми рыночными оценками.

Как видно из приведённого перечня, большое внимание необходимо уделить сбору информации. В большинстве стран (и Россия не исключение) компании-эмитенты ценных бумаг, обращающихся на организованных финансовых рынках, обязаны публично раскрывать информацию о своей деятельности. По таким компаниям широкий круг финансовых и нефинансовых показателей доступен не только для совладельцев и регулирующих органов, но и неограниченному числу потенциальных инвесторов, кредиторов и

контрагентов. Однако следует иметь в виду, что на финансовых рынках обращаются не только бумаги публичных компаний, но и другие финансовые инструменты, например, векселя и др., эмитенты которых не обязаны публиковать отчётность в том же объеме. Подходы к анализу в этих двух случаях могут отличаться из-за существенных различий в объеме информации, которой располагает аналитик. Далее в настоящем изложении мы будем ориентироваться на информацию, доступную для инвесторов публичных компаний, в первую очередь российских (публичных акционерных обществ, ПАО).

Как и любые другие организации, действующие в России, публичные акционерные общества обязаны формировать финансовую отчётность по национальным бухгалтерским стандартам, называемым Российскими стандартами бухгалтерского учёта (РСБУ). Российские стандарты бухгалтерского учёта (РСБУ) – совокупность норм федерального законодательства России и Положений по бухгалтерскому учёту (ПБУ), издаваемых Министерством Финансов РФ, которые регулируют правила бухгалтерского учёта. В отличие, однако, от компаний других организационно-правовых форм, публичные акционерные общества обязаны публиковать свою отчётность и раскрывать иную информацию о своей деятельности.

Обязательное раскрытие информации компанией в случае публичного размещения облигаций или иных ценных бумаг осуществляется в объеме и порядке, которые установлены Банком России. При этом предусмотрено, что публикуемая информация должна размещаться на определённых ресурсах в сети Интернет (сайтах информационных агентств, имеющих статус распространителя информации на рынке ценных бумаг, например [www.e-disclosure.ru](http://www.e-disclosure.ru), [disclosure.prime-tass.ru](http://disclosure.prime-tass.ru) и т.д.).

К основным формам раскрытия информации относятся:

- проспект эмиссии ценных бумаг;
- ежеквартальный отчет эмитента;

- сведения о существенных фактах;
- сообщение о проведении общего собрания акционеров;
- годовой отчет;
- различного рода уведомления (об уменьшении уставного капитала, о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся и пр.).

Помимо отчетности по РСБУ, российские публичные акционерные общества обязаны формировать и публиковать консолидированную отчетность по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). МСФО – это совокупность общепринятых правил квалификации, признания, оценки и раскрытия хозяйственных операций и финансовых показателей для составления финансовой отчетности хозяйствующими субъектами большинства стран мира. МСФО представляют собой систему документов, состоящую из предисловий к положениям по МСФО, разъяснений принципов подготовки и представления финансовой отчетности, стандартов и разъяснений (интерпретаций) к ним.

Ключевое для анализа деятельности российских корпораций отличие отчетности по РСБУ и МСФО заключается в том, что в последнем случае компании раскрывают консолидированную отчетность.

Консолидированная отчетность – это финансовая отчетность группы компаний, представленная как финансовая отчетность единой компании. Зачастую корпорации представляют собой сложную структуру из множества юридических лиц, объединённых материнской компанией (т.е. компанией, владеющей контрольными пакетами акций дочерних компаний). В этом случае отчетность материнской компании без учёта дочерних фирм может сильно отличаться от консолидированной отчетности группы в целом. Примером может служить отчетность российского ПАО «Россети» за 2018-й год: если по РСБУ выручка компании составила 27 млрд руб., и компания показала убыток в 12 млрд руб., то по МСФО выручка компании составила более триллиона рублей, и при этом компания отразила прибыль в 125 млрд руб.

Анализ отчётности по МСФО может, однако, оказаться несколько более сложным ввиду того, что формы отчётности по МСФО не являются такими же шаблонными, как и по РСБУ, и для чтения баланса и отчёта о прибылях требуется понимание логики их формирования и содержания составляющих их статей.

Например, один и тот же по смыслу показатель в отчетности может обозначаться как «прибыль от продаж», «ЕВИТ» (earnings before interest & taxes), «прибыль до налога на прибыль и расходов по финансовой деятельности», «операционная прибыль». Данный показатель представляется без учёта финансового результата от выбытия имущества, долей и т.п. В отдельных случаях данный показатель в отчетности не отражается, но может быть рассчитан как «валовая прибыль минус коммерческие и управленческие расходы».

В отчётности отражаются, как правило, два показателя чистой прибыли – в целом по группе и за вычетом доли неконтролирующих акционеров в зависимых компаниях («доли меньшинства»). Последний может иметь обозначение «чистая прибыль акционеров», «прибыль за период, приходящаяся (относимая) на акционеров материнской (холдинговой) компании.

Кроме суммы прибыли по компании в целом, в отчёте показывается величина прибыли на одну акцию (EPS, earnings per share). При этом отдельно показывается величина разводненной прибыли (убытка) на акцию. Под разводнением прибыли понимается ее уменьшение (увеличение убытка) в расчете на одну обыкновенную акцию в результате возможного в будущем выпуска дополнительных обыкновенных акций без соответствующего увеличения активов общества. Разводнение может произойти вследствие:

- исполнения всех договоров купли-продажи обыкновенных акций у эмитента по цене ниже их рыночной стоимости (например, опционов колл);
- конвертации всех конвертируемых ценных бумаг (например, привилегированных акций определенного типа или иных ценных бумаг,

предоставляющих право требовать их конвертации в обыкновенные акции) акционерного общества в обыкновенные акции.

Следовательно, величина разводненной прибыли на акцию показывает прибыль на одну обыкновенную акцию акционерного общества с учётом максимально возможной степени уменьшения в результате названных причин.

Показатели внеоборотных и оборотных активов в отчетности по МСФО могут не отражаться, но в этом случае в ней будут представлены активы в разрезе долгосрочных и краткосрочных. Кредиторская задолженность может быть представлена сразу в нескольких статьях баланса: «торговая задолженность», «полученные авансы», «задолженность по налогам» и т.д.

Полный комплект финансовой отчетности (как по российским, так и по международным стандартам) включает:

- баланс (*balance sheet*);
- отчет о прибылях и убытках (*income statement*);
- отчет о движении денежных средств (*statement of cash flows*);
- отчет об изменениях капитала (*statement of owner/s equity*);
- примечания к финансовым отчетам (*notes to financial statements*).

Часто для сопоставления компаний в рамках одной отрасли финансовых показателей недостаточно. Проводятся сравнения по ключевым нефинансовым показателям и рассчитываются относительные метрики на единицу нефинансового показателя, например, объем разведанных запасов нефти, прибыль на одного абонента и т.п.

Для аналитиков представляют интерес не только финансовые и производственные показатели (часть последних можно получить из примечаний к консолидированной финансовой отчетности), не менее важной является корпоративная информация, т.е. информация о деятельности общества и решениях его органов управления, об акциях и других ценных бумагах общества и сделках с ними. Значительный объем информации можно почерпнуть из годовых отчетов компаний – неформальных с точки зрения

структуры и наполнения документах, раскрывающих стратегию компании, её достижения, особенности управления и корпоративной культуры, систему вознаграждения менеджмента, политику управления рисками, а также структуру акционерного капитала.

Источниками информации о публичных компаниях, помимо финансовых и нефинансовых отчетов, публикуемых на сайтах компаний и сайтах раскрытия информации, являются отчеты, представляемые в регулирующие органы по ценным бумагам. В западной практике широкое распространение получили такие источники, как фирменные справочники, материалы специализированных информационных агентств (Bloomberg) и др.

## 4.2 Анализ структуры владения компанией

Аналитику на финансовом рынке важно понимать не только финансовое положение и финансовые результаты изучаемой компании в целом, но и то, насколько эти успехи отражаются на инвестиционной привлекательности корпорации и благосостоянии её акционеров. Для этого необходимо сопоставить справедливую стоимость компании с динамикой цен её акций, а для начала – выяснить, какие акции и в каком количестве выпущены компанией.

В первую очередь внимание следует обратить на число размещённых акций. Это понятие, как и другие, касающиеся видов и типов акций, закреплено в Федеральном законе "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ и означает число акций, выпущенных обществом и купленных акционерами. По решению собрания акционеров общество может выпускать акции дополнительно к уже размещённым.

Если акционерами принято решение о том, что совет директоров может выпустить какое-то число акций без дополнительного обсуждения на собрании акционеров, это число называется объявленными акциями. С одной стороны, наличие объявленных акций повышает гибкость финансового управления

корпорацией, позволяя при необходимости быстрее наращивать собственный капитал. С другой стороны, у акционеров возникает риск размытия доли, когда в результате дополнительной эмиссии на каждую акцию будет приходиться меньшая доля в собственности компании (это можно сравнить с тем, что пирог станет больше, но вам будет принадлежать меньшая его доля, чем до увеличения — до эмиссии).

Риск размытия доли возникает и в том случае, если на балансе компании находятся акции, выкупленные у акционеров (так называемые казначейские акции). Как правило, такие акции появляются либо в результате процедур обязательного выкупа акций, либо в результате обратного выкупа (например, как форме выплаты доходов акционерам), либо для целей стимулирования менеджмента путём передачи им пакетов акций в рамках опционных программ. В первых двух случаях акции обычно погашаются (аннулируются) в течение достаточно короткого времени, в третьем – возвращаются в оборот.

Поскольку казначейские акции принадлежат самой компании, то они не голосуют на собрании акционеров, на них не распределяется доход, следовательно, доли акционеров оказываются фактически более высокими, чем следует из соотношения номинала акций и уставного капитала корпорации. Однако если компания примет решение продать эти акции, фактическая доля акционеров снизится. Для ограждения миноритарных акционеров от этого риска законом установлено, что если казначейские акции не будут реализованы обществом в течение одного года после их приобретения, общество обязано в разумный срок принять решение об уменьшении своего уставного капитала путем погашения таких акций. Однако некоторые корпорации идут на ухищрения, годами держа выкупленные акции на балансах зависимых компаний, таким образом возникают «квазиказначейские» акции, на которые не распространяются многие законодательные ограничения.

В отличие от казначейского пакета, для квазиказначейских бумаг отсутствует норма об обязательном раскрытии информации об их количестве.

Они могут иметь право голоса и могут находиться на балансе без ограничения по времени в один год. Дивиденды по этим акциям также выплачиваются наравне со всеми акционерами. В результате, при поступлении акций эмитента на баланс зависимой компании образуется структура перекрестного владения, когда дочернее предприятие становится акционером материнской компании. А так как органы управления «дочки» формируются менеджментом основного эмитента, то этот менеджмент получает голоса на собраниях акционеров, фактически не владея акциями. Обычно связанные с таким поведением риски для инвесторов создают давление на цены акций.

В зарубежной практике квазиказначейские акции лишаются права голоса наравне с казначейскими. В России в 2014 году правительство одобрило Кодекс корпоративного управления, согласно которому российским компаниям рекомендуется придерживаться аналогичной практики, но ввиду необязательности этой нормы голосующий квазиказначейский пакет до сих пор не редкость для российских эмитентов.

Изучение структуры акций должно дать представление о числе акций в обращении – это число размещённых акций за вычетом акций, выкупленных у акционеров. Неоднозначным является вопрос, как учитывать квазиказначейские акции при их наличии – скорее всего, ответ на него зависит от степени доверия инвесторов к мажоритарным акционерам и менеджменту, основанной на изучении их действий. Очевидно, если аналитик будет учитывать квазиказначейские бумаги как казначейские (т.е. вычитать их из числа размещённых акций), то доля собственности компании, приходящаяся на одну акцию, будет выше, следовательно, будет выше и рассчитываемая справедливая стоимость акции.

Большую роль в жизни компаний играют их основные акционеры, в связи с чем аналитику следует изучить структуру владения компаний и концентрацию пакетов акций, т.е. выяснить, кто является ключевыми владельцами и стратегическими инвесторами, есть ли у компании акционер,

обладающий контрольным пакетом акций, и какая доля акций принадлежит ему, есть ли акционер с блокирующим (25%) пакетом. Данная информация содержится, например, в годовом отчёте компаний. В случае если корпорации предстоят какие-то существенные сделки, изменения в структуре акционерного капитала, то такая информация выходит на первый план и становится основной движущей силой котировок.

При изучении структуры владения компании акционеров не следует путать с номинальными держателями, в роли которых выступают депозитариусы – «хранилища» акций. Номинальное держание означает, что фактическими владельцами бумаг являются другие лица.

Большое влияние на распределение стоимости компании между акционерами оказывает вид принадлежащих им акций. Не менее 75% уставного капитала российских акционерных обществ должно формироваться за счёт обыкновенных акций, также общества могут (но не обязаны) выпускать привилегированные акции. В соответствии с законодательством по привилегированным акциям дивиденды начисляются в первоочередном порядке, однако они, как правило, не участвуют в голосовании на собрании акционеров. Конкретные особенности привилегированных акций фиксируются в уставе акционерного общества.

Стоимость привилегированных акций обычно учитывается в моделях оценки компаний отдельно от обыкновенных. Это связано с тем, что в зарубежной практике компании по привилегированным акциям обычно выплачивают фиксированные дивиденды, поэтому их котировки слабо зависят от прибыли. В России же эти дивиденды всегда связаны с прибылью компаний, что определяет и динамику котировок привилегированных акций, схожую с динамикой обыкновенных акций.

Новый для российского фондового рынка вид привилегированных акций – неголосующие. Их особенность заключается в том, что они не дают никакого права участия в управлении – даже если компания не платит дивиденды по

ним, у акционеров все равно не возникает право голоса, как это происходит в случае с обычными привилегированными акциями. Единственный вопрос, по которому у держателей неголосующих "префов" есть право голоса, это вопрос о ликвидации общества. Отсутствие участия в управлении обществом компенсируется преимущественным участием в экономическом результате – дивиденды по этим акциям фиксируются в виде четкого процента от прибыли, либо в виде прямой денежной суммы. В этом случае при анализе распределения общей капитализации компании между держателями капитала эти бумаги можно рассматривать как элемент заёмного капитала.

Для инвесторов большое значение имеет ликвидность акций. Индикаторами ликвидности являются частота сделок с бумагами на фондовом рынке, средний дневной объем торгов, спред (т.е. разница) между ценами заявок на покупку и продажу – в целом, все эти показатели определяют возможность быстро купить или продать необходимое количество акций. Чем менее ликвиден актив, тем большие риски принимает на себя инвестор, за наличие которых он будет требовать более высокую премию. Следовательно, при прочих равных условиях менее ликвидный актив будет стоить меньше, чем более ликвидный.

### 4.3 Анализ финансовой информации

Анализ компаний проводится по самым разным финансовым и производственным показателям: наличие и качество активов; доля рынка и темпы роста выручки; подходы к управлению затратами и обусловленные ими показатели рентабельности продаж и отдачи на вложенный капитал, объем и эффективность капиталовложений. В ходе анализа изучается динамика этих показателей по времени (так называемый горизонтальный анализ), изменения в структуре показателей (структурный анализ), а также проводятся сопоставления с отраслевыми показателями (например, по производительности труда, по уровню рентабельности). В инвестиционной аналитике представляет

также интерес сопоставление отклонений ожидаемых (плановых) и фактических показателей.

При сопоставлении финансовых и нефинансовых показателей по компаниям важно учитывать используемую ключевыми собственниками бизнес-модель, т.к. разные бизнес-модели могут порождать различное сочетание относительных финансовых показателей.

Не существует какой-либо универсальной методики анализа финансовых показателей, определяющей их подбор, группировку и последовательность изучения. Вместе с тем, большинство исследователей считают необходимым обратить внимание на темпы развития компании, уровень финансовых обязательств компании, показатели рентабельности продаж и отдачи от капитала и др.

### **Анализ эффективности**

Особый интерес для инвесторов всегда представляет уровень эффективности компании. Для его анализа изучаются показатели прибыли предприятия, их динамика и структура по видам бизнеса; анализируются факторы формирования чистой прибыли: изучается операционная прибыль, EBITDA (прибыль до вычета налогов, процентов, амортизации и обесценения активов, без учёта неперiodических доходов и расходов). Очевидно, изменение прибыли может быть вызвано внутренними факторами, а может быть экстенсивным – за счёт дополнительной эмиссии акций. Поэтому важно изучить и динамику показателя чистой прибыли на акцию (EPS).

Далее рассчитываются коэффициенты рентабельности:

Рентабельность продаж (реализации):

$$P_P = П/В$$

Рентабельность активов (ROA):

$$P_A = П/А$$

Рентабельность собственного капитала (ROE):

$$P_{СК} = П/СК$$

Поскольку компании публикуют различные показатели прибыли, то и показатели рентабельности могут быть посчитаны по разной базе. В частности, показателями рентабельности продаж являются: 1) маржа операционной прибыли или операционная рентабельность продаж (ЕВІТ margin, рассчитывается по прибыли от продаж); 2) маржа доамортизационной операционной прибыли (ЕВІТDА margin); 3) маржа чистой прибыли (PM NI, profit margin net income). Так как показатель ЕВІТDА позволяет нивелировать особенности учетной политики компании в отражении амортизации, а также «очищает» показатель прибыли от разовых факторов, например, обесценения активов или доходов от продажи имущества, то рентабельность по ЕВІТDА становится одним из ключевых показателей, позволяющих судить о создаваемой стоимости.

Все показатели рентабельности анализируются в динамике, а также в сравнении с другими предприятиями отрасли. Кроме того, рентабельность активов по валовой прибыли (прибыли от продаж) сопоставляется со стоимостью заемного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала. Чистая рентабельность собственного капитала сравнивается со стоимостью собственного капитала предприятия. В результате сравнения аналитик получает показатели текущей эффективности бизнеса, называемые «спрэд эффективности» – разность между заработанной отдачей по капиталу компании и требуемой доходностью по капиталу компании. Требуемая доходность по капиталу компании трактуется как стоимость этого капитала (*cost of capital*), таким образом

$$\text{Спрэд эффективности} = ROA - WACC.$$

Или

$$\text{Спрэд эффективности} = ROE - C_E,$$

где  $C_E$  – стоимость собственного капитала компании.

Далее проводится факторный анализ рентабельности собственного капитала по модели Дюпон:

$$P_{ск} = P_p \times KO_A : K_{авт}$$

Такой анализ позволяет оценить, в какой мере изменения рентабельности собственного капитала происходят за счёт изменения рентабельности продаж, оборачиваемости активов и уровня финансового рычага. Выбор руководством компании того или иного сочетания маржи прибыли и оборачиваемости всегда означает выбор и определенного уровня операционного риска, что находит отражение в требуемых уровнях доходности по собственному и заемному капиталу, т.е. в величине WACC.

Эффективность использования заемных средств анализируется с помощью расчета эффекта финансового левериджа, показывающего прирост чистой рентабельности собственного капитала в результате использования заемных средств:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{НП}) \times (P_{А\text{ вал}} - C_{ПК}) \times ЗК / СК,$$

Где:

$(1 - C_{НП})$  – налоговый корректор,  $C_{НП}$  – ставка налога на прибыль;

$(P_{А\text{ вал}} - C_{ПК})$  – дифференциал финансового левериджа (разность валовой рентабельности активов и ставки процента по кредиту);

$ЗК/СК$  – соотношение заемного и собственного капитала (коэффициент финансового левериджа).

### **Анализ деловой активности**

Очевидно, что доходы инвестора зависят не только от текущего уровня эффективности компании, но и от темпов её роста, поэтому аналитиками изучаются динамика и структура выручки предприятия по видам бизнеса. Анализ проводится с учетом темпов инфляции; динамика выручки сравнивается со среднеотраслевыми показателями. На этом же этапе стоит обратить внимание на изменение доли компании на рынке: если компания

стремится увеличить свою долю, то закладываемый темп должен превышать среднерыночный. Однако нужно понимать, что достижение такого темпа роста потребует существенных инвестиций; в ряде случаев высокие инвестиции и ускоренный по сравнению с отраслью темп роста могут быть не оправданы.

Анализируется динамика и структура активов предприятия. Активы изучаются в разрезе скорости оборота (внеоборотные и оборотные) и направлений использования (инвестиционные и операционные активы). Такое разделение нужно для корректной оценки темпов роста компании и сопоставления намерений и фактических действий руководства по её развитию. Быстрый рост финансовых инвестиций может свидетельствовать о том, что компания не видит перспектив в своей отрасли.

Полезными индикаторами деловой активности, отражающими интенсивность использования имущества, являются коэффициенты оборачиваемости:

$$KO_A = B/A$$

$$KO_{OA} = B/OA$$

$$KO_{BA} = B/BA$$

В – выручка, А – активы, ВА – необоротные активы, ОА – оборотные активы.

Эти коэффициенты анализируются в динамике и в сравнении с другими предприятиями отрасли.

### **Устойчивость роста**

При изучении деловой активности можно вспомнить «золотое правило бизнеса», представляющее собой следующие соотношения темпов роста (ТР):

$$ТР \text{ чистой прибыли} > ТР \text{ выручки} > ТР \text{ средней величины активов}$$

Однако следует понимать, что постоянное достижение таких соотношений невозможно, более того, нередко компаниям в высоко

конкурентных отраслях требуются инвестиции даже для поддержания текущего уровня прибыли, т.е. активы могут расти при нулевых темпах роста прибыли.

Устойчивый темп роста – это единственно возможный темп роста бизнеса (увеличения выручки, активов и прибыли) при сохранении неизменными четырех ключевых пропорций финансовой модели компании: маржи прибыли, оборачиваемости активов, финансового рычага и уровня дивидендных выплат.

Иными словами, если собственный капитал увеличивается только за счёт нераспределённой (реинвестируемой) прибыли, и сохраняются пропорции в модели Дюпона (т.е. активы растут пропорционально росту собственного капитала, рентабельность продаж и оборачиваемость активов неизменны), то мы можем однозначно определить темпы роста прибыли, выручки и активов компании:

$$TP = K_p \times P_{СК}$$

Где коэффициент реинвестирования (*reinvestment rate*)  $K_p = 1 - U_d$ ;  $U_d$  – доля дивидендов в чистой прибыли (DPO, dividend payout).

Расчётный показатель позволяет проанализировать, насколько устойчивыми могут быть фактические темпы роста компании. Если фактические темпы роста оказываются выше расчётного, то компания, скорее всего, будет испытывать дефицит денежных средств, который она будет компенсировать либо привлечением новых кредитов (т.е. снижением финансовой устойчивости), либо сокращением выплат дивидендов, либо за счёт дополнительной эмиссии акций (т.е. размытия доли существующих акционеров). Когда компания сталкивается с ситуацией дефицита или избытка денежных средств, она может двигаться к линии сбалансированного роста тремя путями: изменением темпа роста, корректировкой доходности активов, изменением финансовой политики.

Качественный рост бизнеса – соотношение темпов роста активов и выручки, которые обеспечивает наращение рыночной стоимости компании

(наблюдаемой и расчетной). Показатели качества роста бизнеса – комбинированные финансовые показатели динамики, учитывающие рост справедливой стоимости и рыночной капитализации. Необходимость анализа качества роста связана с тем, что не всегда рост инвестиций, активов и выручки сопровождается пропорциональным ростом рыночной стоимости. В ряде случаев имеет место обратная зависимость: акции быстро растущей компании снижаются из-за неэффективных инвестиций и потери контроля над затратами; возникает так называемая «ловушка прибыли», когда растущая прибыль замораживается в дебиторской задолженности и запасах и не порождает роста чистого денежного потока. В целом можно сказать, что рост компании должен быть сбалансированным, т.е. рост продаж должен сопровождаться сохранением или ростом рентабельности.

### **Анализ финансовой устойчивости**

Финансовая устойчивость в широком смысле означает способность предприятия финансировать свою деятельность и расплачиваться по своим обязательствам. Обычно разделяют понятия платежеспособности (т.е. способности расплачиваться по текущим обязательствам) и собственно финансовую устойчивость, т.е. независимость от внешних источников финансирования.

Финансовая устойчивость характеризуется структурой капитала и структурой источников финансирования оборотных активов, поэтому в ходе анализа изучаются динамика собственного капитала и устойчивых источников финансирования (совокупности собственного и долгосрочного заемного капитала), а также динамика собственных и чистых оборотных активов.

Под собственными оборотными активами (СОА) понимают ту их часть, которая финансируется за счет собственного капитала.

Под чистыми оборотными активами (ЧОА) понимают ту их часть, которая финансируется за счет устойчивых пассивов, т.е. собственного и долгосрочного заемного капитала.

Расчет собственных и чистых оборотных активов основан на следующем допущении: наименее ликвидные активы финансируются за счет наиболее устойчивых пассивов. Исходя из этого допущения, величина собственных и чистых оборотных активов определяется по следующим формулам:

$$COA = CK - BA = OA - ЗК$$

$$ЧОА = CK + ДЗК - BA = OA - КЗК,$$

Где СК – собственный капитал;

ДЗК – долгосрочный заемный капитал;

КЗК – краткосрочный заемный капитал (краткосрочные обязательства);

ОА – оборотные активы;

ВА – внеоборотные активы.

Для большинства предприятий собственные оборотные активы должны быть больше нуля, однако для динамично развивающихся предприятий, которые финансируют инвестиции за счет долгосрочных кредитов, отрицательное значение собственных оборотных активов может не являться критичным. Отрицательные значения чистых оборотных активов всегда свидетельствуют о недостаточной финансовой устойчивости.

Далее анализируют структуру капитала, которая может быть описана коэффициентами автономии и долгосрочной финансовой устойчивости, для которых теорией и практикой финансового менеджмента выработаны определенные нормативные значения:

$$K_{авт.} = CK/K \geq 0,5$$

$$K_{д.ф.у.} = (CK+ДЗК)/K \geq 0,7$$

Затем, с помощью коэффициентов собственных и чистых оборотных активов, анализируется структура источников финансирования оборотных средств:

$$K_{coa} = COA/OA \geq 0,1$$

$$K_{choa} = ЧОА/OA \geq 0,5$$

Приведенные нормативные значения являются только приближенным ориентиром. Нормальный уровень этих показателей определяется спецификой предприятия, структурой оборотных активов и проводимой финансовой политикой.

### **Анализ платежеспособности**

Наиболее распространенным способом оценки платежеспособности является анализ коэффициентов ликвидности. Обычно рассматриваются коэффициенты абсолютной, промежуточной (критической) и текущей ликвидности. Однако такой подход ориентирован на статичные данные, и поэтому не может дать адекватного представления о платежеспособности организации в предстоящем периоде. Модели, ориентированные на анализ динамических показателей (например, отношение долга к выручке или к EBITDA), напротив, игнорируют существующую структуру активов и обязательств.

Для решения данной проблемы можно предложить модель перспективной оценки платежеспособности предприятия, основанную на учете как статичных, так и динамических показателей: текущие обязательства предприятия сопоставляются не только с уже имеющимися ликвидными активами, но и с той суммой ликвидных активов, которая должна поступить на предприятие в ближайшее время.

Данную модель удобнее всего представить в виде следующего алгоритма (см. рисунок 2).

Условие:	Результат: В течение ближайших 12 месяцев предприятие...
$\text{ДП}_{\text{осн}} - \text{ПК} + \text{ДС} + \text{КФВ} > \text{КЗК}$ <p style="text-align: center;">нет ↓</p>	<p>—да→ ... сможет оплатить свои краткосрочные обязательства без угрозы для операционной деятельности, даже без получения новых финансовых или коммерческих займов.</p>
$\text{ДП}_{\text{осн}} - \text{ПК} + \text{ДС} + \text{КФВ} + \text{ДЗ} > \text{КЗК}$ <p style="text-align: center;">нет ↓</p>	<p>—да→ ... скорее всего, сможет оплатить свои краткосрочные обязательства, однако это будет связано с угрозой для основной деятельности из-за необходимости высвобождения средств из оборотных активов путем сокращения объема кредитования покупателей, либо потребует привлечения новых займов.</p>
$\text{ДП}_{\text{осн}} - \text{ПК} + \text{ОА} > \text{КЗК}$ <p style="text-align: center;">нет→</p>	<p>—да→ ... вероятно, сможет оплатить свои краткосрочные обязательства, однако это будет связано с серьезной угрозой для основной деятельности из-за необходимости сокращения всех видов оборотных активов, включая производственные запасы, и в большинстве случаев потребует привлечения новых займов.</p> <p>... не сможет оплатить свои краткосрочные обязательства без привлечения новых займов.</p>

Рисунок 2 – Модель перспективной оценки платежеспособности предприятия

Для лучшего понимания предлагаемой модели следует обратить внимание на две особенности её построения.

Прежде всего, в модели намеренно использован только денежный поток по операционной деятельности, без учета инвестиционной и финансовой составляющих. Вопросы оценки платежеспособности компании тесно увязаны с проблемой оценки вероятности банкротства компании; при этом очевидно, что при угрозе банкротства управляющие скорее откажутся от инвестиционных планов и выплат дивидендов, чем от платежей по текущим обязательствам. Денежные потоки по уплате процентов и погашению текущих обязательств учитываются в самой конструкции модели в полном объеме, а необходимость привлечения дополнительных финансовых средств отражается в выводах модели.

## 5. Технический анализ

### 5.1 Концепция технического анализа. Графики цен

Фундаментальный анализ, позволяя определить «справедливую стоимость» акций и других активов, часто не в состоянии объяснить и предвидеть краткосрочные движения цен финансовых инструментов. За каждой сделкой на фондовом рынке стоит масса продавцов и покупателей. Изменения их ожиданий и настроений двигают цены вверх или вниз. Технический анализ изучает движения массовой психологии на финансовом рынке.

Для краткосрочных инвесторов и спекулянтов технический анализ является основным типом анализа. Но и для долгосрочных инвесторов, ориентирующихся, прежде всего, на фундаментальные факторы, технический анализ может быть полезен для определения лучших моментов начала и окончания инвестиций (входа и выхода из бумаг).

Концепция ТА основана на трёх аксиомах:

1. Цены учитывают всё (следовательно, нет надобности следить за новостями и анализировать балансы – вся известная на конкретный момент времени информация уже учтена в ценах).

2. История повторяется (человеческая психика устойчива и не меняется с течением времени, это приводит к схожим действиям людей в схожих ситуациях).

3. Рынок самоподобен в различных временных масштабах (это означает, что на разных бумагах и разных временных интервалах могут работать одни и те же инструменты технического анализа).

Понятие технического анализа может трактоваться следующим образом:

1) технический анализ – это графический способ изучения рынка в целом и поведения котировок ценных бумаг в частности;

2) технический анализ – это система правил, по которым интерпретируются рыночные движения и которые приводят к определенным выводам относительно возможных движений в будущем;

3) технический анализ – это еще и язык, на котором можно описать поведение рынка, и на котором общается между собой громадное число трейдеров и аналитиков.

Итак, практически единственной информацией, необходимой для технического анализа, является поведение цен на рынке. Иногда к этому добавляется информация об объеме сделок – и этого достаточно для технического аналитика. Наиболее удобным способом работы с данными о ценах являются графики.

Существует несколько способов графического представления цен. Среди них основными являются следующие: представление в виде линейных (тиковых) графиков, свечи, бары и др. Наиболее распространённым в настоящее время является представление цен интервальным способом в виде японских свечей. Такой способ исходит из предположения, что среди всех цен, по которым заключались сделки в течение какого-либо периода, наибольший интерес представляют четыре:

- цена открытия, по которой прошла первая сделка в данном периоде;
- цена закрытия – цена последней сделки;
- максимальная цена, по которой заключались сделки в данном периоде;
- минимальная цена.

Период при этом может быть выбран произвольно, от минуты до месяца.

На графиках японских свечей цены отображаются в виде прямоугольников (тел свечей), где верх и низ прямоугольника отражают цены открытия и закрытия, а верх и низ «теней» или «фитилей» – максимальную и минимальную цены. Если прямоугольник белый, то цена закрытия выше цены открытия; чёрный означает, что в течение периода цена снизилась.

Бар – фигура, представленная вертикальной чертой с двумя корешками по левую и правую сторону. Бары, как и свечи, отражают 4 цены: левая горизонтальная черточка – цена открытия, верх столбика – максимальная цена, низ столбика – минимальная цена, правая горизонтальная черточка – цена закрытия. Если правая черточка выше левой, то цена выросла за рассматриваемый период; если правая черточка ниже левой, то цена упала.

В техническом анализе существуют десятки, если не сотни методов. Однако идей, на которых они построены, около десятка:

- 1) поиск трендов;
- 2) поиск и поддержек и сопротивлений;
- 3) поиск графических фигур;
- 4) построение каналов (полосы Боллинджера, конверты);
- 5) определение силы быков и медведей (RSI и др.);
- 6) усреднение графиков цены (индикаторы на скользящих средних);
- 7) поиск максимумов и минимумов (Momentum и другие).

Важным вопросом является выбор временного периода. Обычно выбор обусловлен горизонтом инвестирования. Внутридневные спекулянты ориентируются на пятиминутные и даже минутные графики, долгосрочные инвесторы большее внимание уделяют тенденциям, прослеживающимся на дневных и недельных графиках.

Нередкой ситуацией является противоречие между сигналами, которые появляются на графиках с разными периодами. Считается, что сигналы для совершения сделок возникают тогда, когда они подтверждаются сигналами с графиков других периодов.

## 5.2 Основные понятия технического анализа

Одними из ключевых понятий в техническом анализе являются тенденция и тренд. Тенденция – общее направление движения цены. Тренд — направление изменения рынка, как правило, имеющий довольно чёткие

границы. Различают тренд- вверх (bullish), тренд- вниз (bearish) и горизонтальный тренды. Вдоль тренда всегда можно провести две линии, ограничивающие колебания цен в рамках тренда сверху и снизу. В случае ярко выраженного восходящего или нисходящего тренда они, как правило, располагаются почти параллельно. Линия, расположенная справа носит название линии тренда, а расположенная слева – линии канала. В случае горизонтального тренда линии могут быть как параллельными, так и расположенными под углом друг к другу.

Не сложно догадаться, что при восходящей тенденции необходимо покупать (чтобы потом продать дороже), при нисходящей продавать, а при отсутствии тенденции вообще не производить операций. Именно для принятия этих решений и необходимо знать тенденцию рынка. На идее торговли по тренду основан один из старейших инструментов фондового рынка – теория Доу. Важнейшей задачей технического анализа становится поиск моментов формирования и окончания трендов.

Поддержка и сопротивление – ещё два важных понятия технического анализа. Поддержка (Support) – это уровень, при котором цены контролируют покупатели (быки, bulls), не допускающие их дальнейшего снижения. Сопротивление (Resistance), наоборот, – уровень, при котором цены контролируют продавцы (медведи, bears), не допускающие их дальнейшего подъема. Линия сопротивления проводится через максимальные цены рынка. Такие пики являются следствием отказа от покупок игроками по достаточно высокой цене, спрос снижается и всё это приводит к откату рынка вниз. Снижение цены увеличивает спрос, и цена доходит до нового максимума. Линией поддержки в этом случае станет соединение пиков минимума.

Линии поддержки и сопротивления являются наклонными при наличии тренда и горизонтальными при его отсутствии. В последнем случае эти линии называют уровнями.

Линии поддержки/сопротивления обязаны своим существованием как психологическим, так и фундаментальным факторам: игроки помнят цены, при которых прошлый раз закончился рост или падение, и готовятся «играть на опережение», тем самым создавая, увеличивая предложение возле старых максимумов и спрос возле старых минимумов, тем самым разворачивая цены. Линии могут возникать и в результате действий крупных игроков, ориентирующихся на фундаментальные факторы, которые могут считать какие-либо цены приемлемыми для покупок или продаж.

Прорыв уровней поддержки/сопротивления может быть вызван изменениями фундаментального характера, которые превосходят или не оправдывают ожиданий инвесторов, или «самоисполняющимся пророчеством» (инвесторы покупают, видя, что цены растут). Причина менее существенна, чем следствие: новые ожидания приводят к образованию новых ценовых уровней. Нередко (но не всегда) бывает, что линия, бывшая линией поддержки, после её прорыва становится линией сопротивления: покупатели, неудачно купившие ценные бумаги у этой линии, стремятся избавиться от них с небольшими потерями (рисунок 3). Аналогично линия сопротивления нередко становится линией поддержки.



Рисунок 3 – Акции ПАО «Аэрофлот», линия поддержки на уровне 131 рубль, пробой 5 июля (с гэпом), возврат к линии и её трансформация в уровень сопротивления

Разрыв (Gap) – это такая конфигурация соседних свечей или баров на графике цен, когда цена открытия следующего торгового периода заметно отличается от цены закрытия предыдущего. Особенно заметен разрыв на графиках, когда проекции тел соседних свечей на ось цен не пересекаются (рисунок 3).

Разрывы возникают, когда цены скачут при внезапном дисбалансе между заказами на покупку и продажу. Разумеется, разрывы чаще всего возникают на дневных графиках, однако бывает, что неожиданная информация, пришедшая во время торговой сессии, приводит к гэпам и внутри дня. Все разрывы можно разделить на четыре основных группы: обычные, прорыва, продолжения и истощения. Каждый тип требует своей тактики в игре.

Обычные разрывы (Common Gaps) быстро закрываются – как правило, за несколько дней цены возвращаются в свой коридор. Обычные разрывы часто возникают на спокойных рынках без трендов, особенно часто – на

низколиквидных рынках. У обычных разрывов нет продолжения: новых максимумов после восходящего разрыва и новых минимумов после нисходящего. Объем может несколько возрасти в день обычного разрыва, но в последующие дни он возвращается к своим средним значениям.

Одним из видов обычных разрывов является последивидендный (или просто «дивидендный») разрыв – он возникает после даты «отсечки», т.е. дня, на который определяется состав акционеров для выплаты им дивидендов. Даже если акция будет затем продана до момента фактической выплаты – дивиденды получит инвестор, владевший акцией до «отсечки». Таким образом, на следующий день в цене акции уже не будет дивидендов, и акции обычно дешевеют на их величину.

Разрывы прорыва (Breakaway Gaps) возникают тогда, когда цены покидают область консолидации с большим объемом сделок и начинают новый тренд. Разрыв прорыва может оставаться открытым неделями и месяцами, а иногда и годами. Чем дольше длился период коридора цен, предшествовавший разрыву, тем дольше продлится новый тренд. Прорыв вверх обычно сопровождается новым максимумом на протяжении нескольких следующих дней, а прорыв вниз – рядом новых минимумов. В день разрыва наблюдается резкое увеличение объема сделок, сохраняющееся несколько дней.

Большинство разрывов являются обычными и закрываются быстро. Профессиональные игроки, как правило, играют против такого разрыва. Но следует быть осторожным – разрыв прорыва изначально может быть похож на обычный разрыв.

Разрыв продолжения (Continuation Gap) возникает в середине мощного тренда, который продолжает давать новые максимумы или минимумы, не закрывая разрыва. Он похож на разрыв прорыва, но возникает не в самом начале, а в середине тренда, что помогает оценить, как долго может продлиться текущий тренд. Разрыв продолжения означает прилив новых сил к

доминирующей рыночной группе. Объем подтверждает наличие разрыва продолжения.

Разрыв истощения (Exhaustion Gap) не сопровождается новыми максимумами или минимумами в течение нескольких дней после разрыва. Цены останавливаются, а затем идут в обратном направлении и закрывают разрыв. Разрывы истощения возникают в конце тренда. То, что это разрыв истощения, подтверждается только тогда, когда цены движутся в обратном направлении и закрывают его. Разновидностью разрыва истощения является островной разрыв (Island Reversal), который образуется сочетанием разрыва продолжения и разрывом прорыва в обратном направлении. Островной разрыв выглядит как остров, отделенный от остальных цен проливом, в котором не было сделок. Эта фигура образуется очень редко, но она отмечает фундаментальные изменения направления тренда.

### 5.3 Анализ графических фигур

Под фигурами на графиках понимают ситуации, когда цены двигались с определённой закономерностью. Существует две основные группы фигур: продолжающие и реверсивные. К продолжающим фигурам относятся флаги (Flags) и вымпелы (Pennants). Они дают сигналы к игре в направлении текущего тренда. Реверсивные фигуры включают "голову" и "плечи", обратную "голову" и "плечи", двойное дно и двойной верх. Они говорят о том, что пора извлекать прибыль из имеющихся позиций. Некоторые фигуры могут быть как фигурами продолжения, так и реверсивными фигурами. Известна такая двойная роль треугольников и прямоугольников.

Когда несколько фигур на графике указывают в одном направлении, их сигналы взаимно усиливаются. Например, когда имеется пересечение восходящей линии тренда и завершилось формирование "головы" с "плечами", то оба факта указывают на то, что восходящий тренд заканчивается. Когда

разные фигуры дают противоречивые сигналы, их эффект взаимно уничтожается и лучше воздержаться от игры.

Одной из самых узнаваемых, «сильных» (т.е. дающих важные сигналы) фигур является фигура «голова-плечи». «Голова-плечи» (Head & Shoulders) отмечает конец восходящих трендов. «Голова» – это пик цен, окруженный двумя более низкими пиками или «плечами». Линия «горловины» (Neckline) соединяет минимумы после левого «плеча» и «головы». Линия «горловины» (поддержки) не обязана быть горизонтальной, она может идти вверх или вниз. Идущая вниз линия «горловины» особенно на руку «медведям». С помощью фигуры «голова-плечи» можно оценить ближайшую цель убывающего тренда – уровень, до которого опустятся цены: он находится под линией шеи на расстоянии, равном расстоянию от нее пика фигуры «голова-плечи».

Следует иметь в виду, что точный сигнал от фигуры поступает только тогда, когда она полностью сформирована. В случае «головы с плечами» – после пробоя ценой линии горловины. Бывает, что фигура полностью сформирована, но цены не двигаются в ожидаемом направлении: это означает появление сигнала «Собака Баскервилей» – если рынок отказывается «лаять» после вполне доброкачественного сигнала, значит, идут фундаментальные изменения.

Фигура «перевернутая голова-плечи» полностью зеркально обычной «голове с плечами», и даёт сигнал о развороте падающего тренда (рисунок 4).



Рисунок 4 – Акции ПАО «Северсталь», перевёрнутая «голова-плечи» после нисходящего тренда, пробой 31.01.19 г. восходящей линии горловины (оранжевая линия) и движение цен от 980 к 1030 рублям за акцию.

Намного чаще, чем фигуру «голова-плечи», на графиках можно встретить «двойные вершины». Такие фигуры образуются, когда цены поднимаются до уровня предыдущих верхних цен. Фигура даёт сигнал на продажу, когда цена опускается ниже уровня поддержки, образованного минимумом, сформировавшимся между двумя вершинами. Зеркальные им фигуры – двойные впадины («двойное дно») образуются, когда цены падают до уровня предыдущих нижних цен. Вторая вершина или впадина может отличаться по размаху от предыдущей. Сила сигнала от двойных экстремумов ниже, чем от фигур «голова-плечи», например, такая фигура вполне может «переродиться» в «голову-плечи» (например, на рисунок 4 такое происходит 14.01.19, когда цена закрытия оказывается ниже уровня предыдущего максимума, и сигнал от 09.01.19 становится ложным).

В периоды слабости рынка, когда объемы операций на нем невелики, разворот цен может произойти постепенно без резких скачков. Образовавшиеся в этих случаях фигуры разворота называются «крышками» (при переходе от бычьей фазы к медвежьей) и «блюдцами» – при переходе от медвежьей фазы к бычьей. По мере приближения к моменту разворота объемы операций падают, начиная понемногу расти после разворота рынка.

Наибольшие трудности в распознавании представляют фигуры разворота, состоящие из одной вершины или одной впадины – V-развороты. Одна тенденция в ценах резко сменяет другую. Такие изменения могут происходить при резком изменении оценок фундаментальных факторов (например, при появлении неожиданной важной информации о компании), но чаще связаны с паническим поведением толпы на рынке, бросающейся из крайности в крайность. Иногда V-разворот может сопровождаться разрывами в ценах и образованием "острова".

Одна из характерных фигур на рынке – прямоугольник. Так называется фигура, образованная движением цен между двумя параллельными линиями. Построение прямоугольника требует четырех точек: верхняя линия строится по двум вершинам, нижняя – по двум впадинам. Для построения лучше брать области консолидации цен, а не экстремальные вершины и впадины. Верхняя линия прямоугольника соответствует уровню сопротивления, нижняя – уровню поддержки. Прямоугольник может быть как фигурой продолжения, так и реверсивной фигурой. Пока основная линия тренда не затронута, более вероятно, что прямоугольник говорит о продолжении.

В широком прямоугольнике, где размах цен между поддержкой и сопротивлением значителен, торговля может идти внутри этого диапазона, но основной интерес для биржевых игроков представляет выход из прямоугольника. После того, как цены вырвались из прямоугольника, они часто возвращаются и касаются его границ снаружи, после чего продолжают двигаться в направлении нового тренда. Чем дольше длится прямоугольник,

тем сильнее будет движение цен после выхода из него. Определить направление выхода из прямоугольника часто помогает информация об объеме торгов: если объем растет при приближении к верхней границе, то более вероятен прорыв вверх, а если объем растет при приближении к нижней границе, то более вероятен прорыв вниз. Кроме того, более широкий прямоугольник чаще становится реверсивной фигурой, узкий — фигурой продолжения тенденции.

Редкой разновидностью прямоугольника являются линии. Линия (Line) – это длинная полоса, в которой цены «остановились», т.е. их колебания не превышают трех-четырёх процентов. С точки зрения теории Доу, линия является корректировкой существующего тренда. Когда рынок ценных бумаг «рисует линию», а не реагирует сильно против текущего тренда, то это указывает на особенно сильный тренд.

Флаг (Flag) – это прямоугольник с параллельными границами, слегка наклоненный вверх или вниз. Прорывы обычно происходят в направлении, противоположном наклону флага. Независимо от направления предыдущего тренда, если флаг уходит вверх, то более вероятен прорыв вниз; если флаг идет вниз, то более вероятен прорыв вверх.

Треугольники – это перенасыщенная область, у которой верхняя и нижняя границы сходятся с правой стороны. Они могут быть сигналами к развороту, но чаще всего являются фигурами продолжения тренда. По треугольнику можно оценивать минимальный уровень, к которому стремятся цены после прорыва: в случае прорыва вверх уровень проводится над точкой прорыва верхней границы на расстоянии, равном высоте треугольника. Треугольники могут быть разделены на три основные группы, в зависимости от образованных ими углов. У симметричных треугольников верхняя и нижняя границы сходятся под одинаковыми углами к горизонту. Симметричные треугольники показывают временное равенство сил быков и медведей и обычно являются фигурами продолжения тренда.

Поднимающийся треугольник состоит из слабо наклонённой вниз или горизонтальной верхней границы и наклоненной вверх нижней границы. Горизонтальная линия показывает, что рынок все больше контролируется быками, которые могут поднимать цены до одного и того же уровня, тогда как быки слабеют. Обычно поднимающийся треугольник оканчивается прорывом верхней границы.

Опускающийся треугольник состоит из горизонтальной или слабо поднимающейся вверх нижней границы и наклоненной вниз верхней. Опускающийся треугольник, как правило, заканчивается прорывом нижней границы

Поднимающиеся и опускающиеся треугольники не стоит путать с «вымпелами». Вымпел (Pennant) – это маленький треугольник, стороны которого наклонены в одну сторону. Вымпелы с наклоном, противоположным тренду, служат фигурами продолжения. Старая поговорка гласит: «Вымпел поднимают посередине мачты», то есть подъем, вероятно, продлится столь же долго после вымпела, как он длился до него. Вымпел, наклоненный вдоль тренда, указывает на то, что тренд готов развернуться вспять.

#### 5.4 Японские свечи

Основы технического анализа были заложены задолго до расцвета Нью-Йоркской фондовой бирже и далеко от США: к исторически первому инструменту стоит отнести анализ комбинаций японских свечей, разработанный, как справедливо следует из названия, в Японии. Рассмотрим некоторые из известных комбинаций, сигнализирующих о развороте тенденции. Важно помнить, что если перед появлением комбинаций не было тенденции — то нет и сигнала для разворота; иначе говоря, на бестрендовом рынке такие появление таких комбинаций не даёт никакой информации.

«Молоток» и «Повешенный» Фигура «повешенный» является медвежьим сигналом, если появляется после продолжительного подъема, и

особенно, после разрыва. Тень, по крайней мере, в два раза длиннее тела свечи. Цвет фигуры значения не имеет. Та же фигура, но после длительного падения цен, называется «молоток» – является бычьим сигналом.

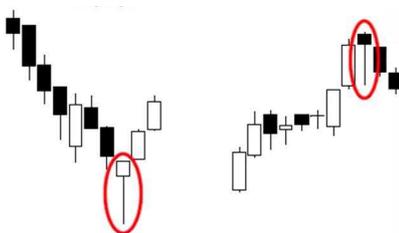


Рисунок 5 – «Молот» и «Повешенный»

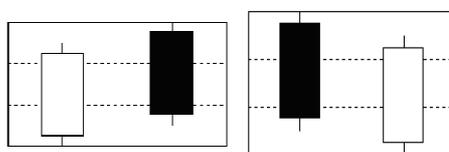


Рисунок 6 – «Тучи» (слева) и «Безоблачное небо»

Тучи предвещают дождь – фигура "тучи" сигнализирует о вероятном падении цен. Фигура «безоблачное небо», в какой-то степени противоположная предыдущей, является бычьим сигналом.

Одна из самых известных и сильных комбинаций является «поглощение». Она состоит из двух свечей разного цвета без длинных теней, при этом тело второй свечи «поглощает» предыдущую. После падающего тренда бычье поглощение предупреждает о развороте вверх, и наоборот.

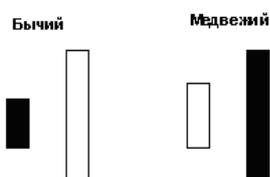


Рисунок 7 – «Бычье поглощение» (слева) и «Медвежье поглощение»

Фигуры типа "звезд" – нередкое явление на графиках. Они представляют собой сочетание длинных и вырожденных (коротких) остовов (тел свечей). Различают четыре их разновидности:

«Утренняя звезда» – является бычьим сигналом. Состоит из двух длинных остонов, разделенных короткой свечой-вершиной (образующей разрыв). Остов третьей свечи – белый, и ее цена закрытия выше половины первого остова.

«Вечерняя звезда» – противоположна по форме и сути «утренней звезде».

«Дожи (Doji) звезда» – медвежий сигнал после продолжительного роста, состоит из разрыва и doji-линии.

«Стреляющая звезда» – короткая вершина, небольшой разрыв, при котором длинная "тень" верхнего уровня заканчивается падением цен к концу дня.

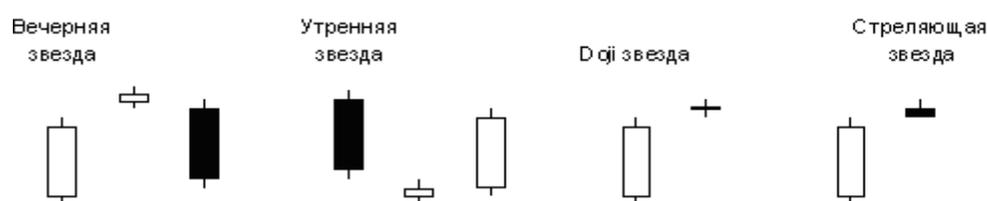


Рисунок 8 – «Звёзды»

Верхний разрыв из «двух ворон». Эта медвежья фигура цен состоит из длинной белой свечи, за которой следуют две черные («вороны»). Происходит разрыв вверх по отношению к первому дню. Цены третьего дня обычно покрывают разрыв.

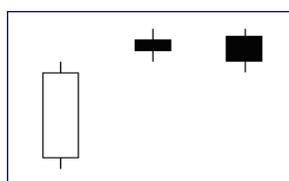


Рисунок 9 – Верхний разрыв из «двух ворон»

Помимо перечисленных фигур разворота, в анализе японских свечей выделяют также «линии и кресты Харамии», а также фигуры продолжения, например, «Разрыв тасуки», «Тройки», «Окна» и др.

## 5.5 Математические индикаторы

Индикаторы в техническом анализе – это функции цен (иногда – объемов торгов). На основе анализа технических индикаторов сторонники технического анализа пытаются ответить на вопрос об изменении или сохранении текущей тенденции на рынке, но часто сталкиваются с тем, что сигналы разных индикаторов противоречат друг другу. Некоторые работают лучше при тренде, другие – при спокойном рынке. Некоторые лучше обнаруживают точки поворота, другие лучше выявляют тренды. Поэтому прежде, чем воспользоваться индикатором, следует узнать, что он измеряет и как работает.

Индикаторы делятся на три группы: указатели трендов (Trend Following), осцилляторы (Oscillator) и прочие. Указатели трендов хорошо работают, когда рынок в движении, но дают опасные сигналы, если рынок стоит. Осцилляторы показывают точки поворота на неподвижном рынке, но дают преждевременные и опасные сигналы, когда рынок начинает движение. Прочие индикаторы дают лучшее представление о психологии масс.

Указатели трендов включают в себя показатель среднего движения курса (Moving Average), MACD (принципы сближения/расхождения среднего движения курса), MACD-гистограмму, Систему Направлений (Directional System), Балансовый Объем (On Balance Volume), Показатель Аккумуляции/Распределения (Accumulation/Distribution) и прочие. Эти указатели трендов – отстающие индикаторы, они двигаются, когда тренд изменился.

Осцилляторы помогают определить точки поворота. К ним относятся стохастика (Stochastic), скорость изменения (Rate of Change), сглаженная скорость изменения (Smoothed Rate of Change), импульс (Momentum), индекс относительной силы (RSI), индекс силы (Force Index), %R Вильямса (Wm%R), индекс диапазона сырьевого рынка (CCI) и прочие. Осцилляторы – синхронные или опережающие индикаторы, они часто меняются раньше цен.

Прочие индикаторы позволяют оценить мнение рынка и его близость к "быкам" или "медведям". Среди них индекс новых максимумов и минимумов (New High-New Low), отношение спроса и предложения (Put-Call Ratio), консенсус быков (Bullish Consensus), направление игры, индекс подъема /спада (Advance/Decline), индекс игроков (Traders Index) и так далее. Они могут быть синхронными или опережающими индикаторами.

Приведём один пример технического индикатора – экспоненциально сглаженная скользящая средняя (EMA – Exponential moving average). Экспоненциальные, или экспоненциально сглаженные скользящие средние, определяется путем добавления к вчерашнему значению скользящего среднего определенной доли сегодняшней цены закрытия. В случае экспоненциальных скользящих средних больший вес имеют последние цены закрытия.

$$EMA = \frac{EMA_{i-1} * (n - 1) + 2 * P_i}{n + 1}$$

Можно заметить, что кривая экспоненциального скользящего среднего лучше аппроксимирует график и дает более ранние торговые сигналы, чем простые скользящие средние. Кривые экспоненциального скользящего среднего трактуются так же, как и кривые простого скользящего среднего при техническом анализе. Они дают схожие сигналы входа на рынок и выхода с рынка:

- сила бычьего тренда подтверждается, если ценовой график находится выше кривой скользящего среднего, а сила медвежьего тренда подтверждается, если ценовой график находится ниже этой кривой;

- разворот кривой скользящего среднего снизу вверх рассматривается как сигнал на покупку, разворот же такой кривой сверху вниз рассматривается как сигнал на продажу;

- пересечение ценой своей кривой скользящего среднего сверху вниз рассматривается как сигнал на продажу, пересечение же ценой такой кривой снизу вверх рассматривается как сигнал на покупку;

- исходя из того, какие кривые скользящего среднего направлены вверх, а какие вниз, определяют какой тренд восходящий, а какой нисходящий (краткосрочный, среднесрочный, долгосрочный);

- моменты наибольшего расхождения двух кривых скользящего среднего с разными параметрами понимают как сигнал к возможному изменению тренда.

В процессе анализа ЕМА следует знать, какое значение регулирующего коэффициента используется торговой платформой. Кривые экспоненциального скользящего среднего быстрее реагируют на изменение цен при большем значении такого коэффициента, так как придают больший вес текущему торговому периоду. Быстрая реакция приводит, с одной стороны, к более своевременному сигналу, с другой – даёт большее число ложных сигналов.

## Заключение

В результате изучения пособия у читателя должно сформироваться представление об основах функционирования современных финансовых рынков и институтов. Студент должен разбираться в базовых функциях различных участников финансовых рынков, уметь идентифицировать те или иные финансовые инструменты, понимать особенности работы различных финансовых рынков.

Изучение пособия должно способствовать формированию компетенций, необходимых для работы на финансовых рынках, в частности, умению анализировать и прогнозировать динамику цен на финансовых рынках. Авторы рекомендуют обратить особое внимание на различия в концепциях фундаментального и технического анализа и их применимость в различных ситуациях. Сделав акцент на информационной базе фундаментального анализа, мы тем самым стремились предоставить читателям удобную возможность самостоятельного углубления своих знаний на практике.

Завершая пособие, заметим следующее. При изучении методов технического анализа мы рассмотрели большинство наиболее известных и характерных фигур технического анализа, познакомились с анализом японских свечей и принципами работы математических индикаторов, однако не стоит воспринимать данный обзор, как готовую инструкцию. Для успешной торговли требуется не только и не столько знание о возможном поведении цен после образования той или иной фигуры, но и понимание фундаментального анализа, грамотное управление рисками, умение пользоваться стоп-заявками, умение не спешить и не опаздывать фиксировать прибыль, правильный учёт комиссионных издержек и умение контролировать свои эмоции.

## Литература

1. Приказ Минфина РФ от 21.03.2000 N 29н "Об утверждении Методических рекомендаций по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию"
2. Галактионов И. Казначейские и квазиказначейские акции. Что это такое и в чем разница // URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kaznacheiskie-i-kvazikaznacheiskie-aktsii-cto-eto-takoe-i-v-chem-raznitsa>
3. В РФ появились два новых финансовых инструмента — неголосующие "префы" и вечные корпоративные облигации / Интерфакс — Центр раскрытия корпоративной информации // URL: <http://e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/4061>
4. Жабунин, А. Ю. Управление финансами на предприятии: учебное пособие / А.Ю. Жабунин / ВПИ (филиал) ВолгГТУ. – Электрон. текстовые дан. (1 файл: 988КБ). – Волгоград, 2017 // URL: <http://lib.volpi.ru:57772/csp/lib/PDF/573056487.pdf>
5. Элдер Александр. «Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом». © Элдер А, 1993. Издательство: «Альпина Паблицер», 2011.

Электронное учебное издание

Антон Юрьевич **Жабунин**  
Оксана Александровна **Гаврилова**

**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА  
НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ**

*Учебное пособие*

*Электронное издание сетевого распространения*

Редактор Матвеева Н.И.

Темплан 2019 г. Поз. № 10.

Подписано к использованию 06.12.2019. Формат 60x84 1/16.  
Гарнитура Times. Усл. печ. л. 5,5.

Волгоградский государственный технический университет.  
400005, г. Волгоград, пр. Ленина, 28, корп. 1.

ВПИ (филиал) ВолгГТУ.  
404121, г. Волжский, ул. Энгельса, 42а.