

Теплова Т.В. 2011 глава учебника



«Инвестиции»

ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЫНКАХ

В настоящей главе рассматриваются следующие вопросы:

- кто такие финансовые (инвестиционные) аналитики и в чем заключается их работа;
- что понимается под «аналитическим покрытием»;
- какие компетенции требуются для работы аналитиком;
- почему наблюдаются большие разбросы мнений между аналитическими командами разных компаний и между группами аналитиков одной инвестиционной фирмы;
- как рынки оценивают качество работы аналитиков? Как осуществляется вознаграждение аналитиков;
- кто систематизирует мнения аналитиков? Как строятся консенсус-прогнозы;
- почему часто наблюдаются смещенные оценки в рекомендациях аналитиков? Какие факторы определяют смещение от справедливых оценок;
- какие методы прогнозирования результатов инвестирования используют аналитики? В чем их преимущества и недостатки;
- в каких случаях экстраполяционный подход к прогнозированию и различные практические методы его применения приемлемы в инвестиционной аналитике?

Ключевые термины и понятия

- инвестиционные аналитики
 - финансовые аналитики
- аналитическое покрытие
- «публичные аналитики»

- «внутренние аналитики»
- консенсус-прогнозы
- экстраполяция
- стратегическое прогнозирование

3.1. Специфика аналитического покрытия инвестиционных активов

Помощь в принятии решений широкому кругу профессиональных и частных инвесторов оказывают инвестиционные и финансовые (фондовые) аналитики (*investment analysts*). Главная задача аналитической поддержки (*analyst coverage*) инвестирования – снятие информационной асимметрии между различными группами инвесторов и менеджерами компаний, привлекающих инвестиции. Можно предположить, что чем несовершеннее рынки капитала, чем больше информационная асимметрия и выше издержки на получение информации, тем более значима работа аналитиков.

Частные и профессиональные инвесторы, компании нефинансового сектора экономики, государственные органы заинтересованы в корректной оценке эффективности отдельных инвестиционных решений и в прогнозах развития рынков и отдельных компаний. До последнего времени только в российской инвестиционной банковской системе работало порядка 6 тыс. чел. Ниже представлено распределение работников в инвестиционных банках на 2007 г. (докризисный), тыс. чел. (округленные данные):

- иностранные инвестиционные банки, работающие на территории РФ — 1;
- крупные российские инвестиционные банки («Ренессанс», «Тройка Диалог» и др.) — 2,5;
- средние и малые (региональные) инвестиционные компании — 2;
- инвестиционные структуры крупных российских компаний (групп) нефинансового сектора — 0,5;

- общее число занятых в инвестиционном бизнесе — 6.

< **Инвестиционные аналитики** — 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, трейдинг (технический анализ) и финансовый маркетинг.>

Задача инвестиционных аналитиков — распознать инвестиционную привлекательность отдельных объектов инвестиционного рынка с учетом факторов, определяющих отклонение фиксируемой на рынке цены от справедливой оценки, и убедить в этом своих клиентов. Задача финансовых (фондовых) аналитиков — изучение публично торгуемых компаний и их финансовых активов и выражение своего мнения об их инвестиционной привлекательности в виде отчета и/или рекомендации. Финансовые (фондовые) аналитики обычно работают на банки, брокерские фирмы или инвестиционные фонды. Финансовый аналитик, как правило, специализируется на анализе компаний определенной отрасли (например, энергетика или нефтегазовая промышленность), зачастую обладает практическим опытом работы в этой сфере и личными связями (знает «подводные камни» инвестиционных объектов изнутри). Еще одна важная компетенция финансового аналитика — психология инвестора, что связано с необходимостью ведения переговоров.

Обычно финансовые аналитики используют следующие рекомендации: «уверенно покупать» (*strong buy*), «покупать» (*buy*), «держаться» (*hold*), «продавать» (*sell*), «уверенно продавать» (*strong sell*). Но понимание этих рекомендаций у разных аналитиков может сильно отличаться. Поэтому инвестору важно обращать внимание на методологию, по которой даются рекомендации теми или иными аналитическими командами. Большое число исследований посвящено тому, может ли

инвестор получить сверхдоходность, следуя рекомендациям финансовых аналитиков. При этом учитывается несколько нюансов: как долго действует рекомендация, какие аналитические команды дают более корректные прогнозы (оценки), какие факторы рынка или анализируемой компании влияют на качество прогнозов и какова роль консенсус-прогнозов.

< **Аналитическое покрытие** — набор изучаемых аналитиком компаний (инвестиционных объектов), по которым выставляются рекомендации по инвестиционной привлекательности¹. >

Д. Дамант, бывший президент Европейской федерации обществ финансовых аналитиков, так определяет роль аналитиков на инвестиционном рынке: «Для нормальной работы продавцам и покупателям необходима уверенность в том, что складывающаяся на рынке цена является реалистичной. А это может быть достигнуто только в том случае, если эта уверенность, как и поведение рынка в целом, опирается на прогнозы и советы профессионалов, построенные на анализе как экономической ситуации в целом, так и перспектив той или иной котируемой ценной бумаги в частности. В противном случае операции с ценными бумагами осуществлялись бы при отсутствии представления об их реальных ценах, что вело бы к большим дисконтам на риски»².

«Аналитики не должны работать как профессора, а должны постоянно искать и предлагать клиентам новые инвестиционные идеи. Объяснять, например, чем «Евраз» лучше или хуже НЛМК и почему надо покупать Россию, а не Бразилию», — таково мнение Э. Кауфмана, с марта 2007 г. возглавляющего инвестиционно-банковское подразделение «Альфа-банка».

¹ Например, аналитики компании «Тройка Диалог» выставляют целевые значения цен акций по 104 российским компаниям, «Финам» — по 121 компании, «Альфа-Банк» — только по 60. Может рассматриваться также число аналитических команд, включающих данную компанию в свое аналитическое покрытие. Ряд исследований показывают, что чем выше у компании аналитическое покрытие, тем большую доходность может получить инвестор на ее акциях.

² <http://www.gifa.ru/press/articles.php>, Damant D.

Принято выделять три класса аналитиков: публичных (с позиции продавца), внутренних (с позиции покупателя) и независимых. Аналитиков, обслуживающих широкий круг клиентов, принято называть «публичными», или «аналитиками с позиции продавца» (*sell-side research analysts*). «Внутренние аналитики» (*buy-side*), или «аналитики с позиции покупателя», обслуживают интересы исключительно сотрудников инвестиционной компании (портфельных менеджеров), где они работают. Особый класс финансовых аналитиков – сотрудники компаний стратегических инвесторов (зачастую реального сектора), позиция которых близка к *buy-side* коллегам, но которые обслуживают не портфельных менеджеров, а управляющих департаментов инвестирования в создание реальных активов. К финансовым аналитикам могут быть отнесены и «независимые» оценщики, входящие в различные саморегулируемые организации (СРО) и работающие по обязательным для них стандартам оценки в аудиторских и оценочных компаниях.

В работе Б. Гройсберга, П. Хели и К. Чэпмана³ показаны различия между двумя группами аналитических команд инвестиционных компаний: публичными (*buy-side*) и внутренними (*sell side*) аналитиками. Безусловно, и *buy-side* и *sell side* команды выполняют схожие функции и работают с схожим объемом информации (статистические макроэкономические и отраслевые отчеты, финансовые отчеты компаний, прогнозы и планы развития бизнеса, личные интервью и беседы с компетентными лицами). И те и другие аналитики исследуют рынки и компании для выставления рекомендаций относительно покупки, продажи или сохранения текущей позиции по тому или иному объекту инвестирования (например, по ценной бумаге). Отличия заключаются в круге обслуживаемых клиентов, численном покрытии активов, целевых установках и схемах компенсации. *Buy-side* аналитики позволяют портфельным менеджерам наращивать стоимость: 1)

³ [Groysberg B., P. Healy, Chapman C. Buy-Side vs. Sell-Side Analysts' Earnings Forecasts // *Financial Analysts Journal*. 2008. № 64. Iss. 4. P. 25—40.](#)

фильтруют огромный объем информации, подготовленный *sell-side* аналитиками, а также информационными агентствами для подготовки краткого месячного отчета; 2) обеспечивают портфельных менеджеров собственными оценками перспектив компаний, которые отличаются от рекомендаций команды *sell-side*. Эти отчеты недоступны широкому кругу инвесторов и являются частной информацией инвестиционной компании.

Sell-side аналитики создают стоимость своих компаний посредством: 1) обеспечения широкого круга инвесторов информацией по рынкам и компаниям для повышения торговых оборотов по покрываемым ценным бумагам; 2) увеличения спроса на новые выпуски ценных бумаг, по которым компания-работодатель осуществляет андеррайтинг. Источники информации для *sell-side* аналитиков гораздо разнообразнее. Это и клиенты (менеджеры и собственники компаний-заказчиков услуг), и профессиональное сообщество.

Американские *buy-side* аналитики получают вознаграждение в виде фиксированной заработной платы (порядка 150—300 тыс. долл. в год), а также бонус, который равен годовой фиксированной плате. Ведущие аналитики в США в период бурного роста рынка зарабатывали порядка 1 млн долл. в год. Размер годового бонуса зависит от двух факторов — эффективности рекомендаций (оценивается, например, как квартальная доходность, превышающая *S&P 500 Index*) и влияния исследований на действия портфельных менеджеров (оценивается по квартальным рейтингам портфельных менеджеров относительно ценности идей и рекомендаций). *Buy-side* аналитики часто ответственны за новые, мало исследуемые другими «публичными аналитиками» компании, например высокотехнологичные. Их покрытие часто оказывается уже, чем у *buy-side* коллег, а отчеты короче. Отчеты *sell-side* аналитиков часто включают детальный анализ отрасли, а также подробный анализ финансового и технического состояния компании (*bottom-up analyses*). До последнего времени их вознаграждение зависело от оборотов компании-работодателя (брокерской или инвестиционной

компания) и от количества привлеченных клиентов по размещаемым ценным бумагам.

Инвесторы обращаются как к прогнозам и рекомендациям отдельных аналитиков, так и к консенсус-прогнозам.

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

Обобщение проводится и предоставляется заинтересованным лицам такими службами глобального финансового рынка, как *Standard and Poor's Earnings Forecaster* или *Institutional Brokers Estimate System*⁴. Эти прогнозы чаще всего выставляются по квартальной или годовой прибыли (включая прибыль на акцию (EPS)), темпам роста выручки, дивидендам, справедливым ценам акций. Консенсус-прогнозы важны для рынка. Как показывают ряд исследований⁵, на рынке наблюдается влияние прогнозирующей способности аналитиков в целом.

Консенсус-прогноз может определяться двумя способами. Первый и предполагает, что в качестве консенсуса берется медианное (серединное) значение из индивидуальных прогнозов аналитиков. Второй представляет собой среднее арифметическое значение из прогнозов. Если в распределении значений прогнозов присутствует сильная асимметрия, то в качестве консенсус-прогноза более разумно брать медианное значение прогнозов. В

⁴ Открытые (бесплатные) прогнозы аналитиков российского рынка и консенсус прогнозы можно найти на сайте РБК <http://consensus.rbc.ru/shares/> и <http://www.quote.ru/>. В разделе «Прогнозы цен акций» приводятся целевые (прогнозные) цены акций (с 2004 года по настоящий момент времени), выставляемые аналитическими командами для ряда компаний, котирующихся на РТС (на 3, 6, 12 месяцев вперед). Также в базе присутствуют ежедневные консенсус-прогнозы по 343 компаниям российского рынка. Помимо прогнозов цен акций на <http://www.quote.ru> можно найти прогнозы цен сырьевых товаров, курсов валют, экономики РФ (макроэкономических и статистических показателей), ежедневные и еженедельные обзоры денежного рынка и рынка облигаций.

⁵ *Jegadeesh N.* Analyzing the analysts: When do recommendations add value? Working paper, Illinois : University of Illinois and Cornell University, 2001. P. 65—71; *Krigman L., Shaw W., Womack K. L.* Why Do Firms Switch Underwriters? Working paper, Dartmouth College, 1999. P. 5—14.

противном случае два способа равносильны и дают приемлемый консенсус-прогноз.

<Исторический ракурс

Первая группа специалистов, которые профессионально занимались анализом рынка ценных бумаг, была сформирована в 1928 г. в Чикаго (США). Однако до окончания Второй мировой войны специальность «финансовый аналитик» так и не была содержательно определена и не получила официального признания ни в одной стране. Британское общество инвестиционных аналитиков было создано лишь в 1955 г. (в настоящее время это общество известно как Институт инвестиционного менеджмента и исследований). В США сообщество аналитиков именуется Ассоциацией инвестиционного менеджмента и исследований.>

Деловой профессиональный журнал *Institutional Investor* составляет ежегодные рейтинги аналитических команд по отдельным регионам мира. При составлении рейтинга учитывается мнение аналитиков и менеджеров, а также управляющих инвестиционными портфелями. Например, рейтинг за 2008 г. по региону EMEA (развивающиеся рынки Европы, Ближнего Востока и Африки) базировался на опросе в октябре-ноябре 2008 г. 300-т сотрудников по 220 финансовым институтам. Опросы предполагают выставление оценок по 11 категориям: «лучшая аналитическая команда в стране», «макроэкономика», «стратегия на рынках капитала», «нефть и газ», «финансовые услуги», «телекоммуникации», «энергетика», «химическая промышленность» и т.п. Команды-лидеры соответствующих инвестиционных компаний и их руководители в 2008 г. показаны в табл. 3.1.

Таблица 3.1. Лидеры рейтинга *Institutional Investor EMEA* в категории «Россия»

Компания	Руководители аналитической команды
Ренессанс капитал	Роланд Нэш
Тройка-диалог	Евгений Гавриленков, Паоло Занибони
Юникредит (<i>Unicredit Global Research</i>)	Юлия Бушуева, Бенджамин Кэрри
<i>Bank of America — Merrill Lynch</i>	Карен Костанян, Одиль Ланж-Брусси
ДойчеБанк (<i>Deutsche Bank</i>)	Ярослав Лисоволик, Михаил Селезнев
<i>JPMorgan Securities</i>	Питер Уэстин
<i>UBS</i>	Алексей Морозов, Дмитрий Виноградов

Попытки ранжирования аналитических команд проводились и в Российской Федерации. Например, журнал «Финансы» проводил исследование точности прогнозов и делал попытку построения рейтинга финансовых аналитиков⁶.

Существует немало исследований⁷, которые доказывают, что прогнозы «звездных» аналитиков с признанной репутацией влияют на поведение фондовых рынков, т.е. фактически рынок в какой-то мере начинает стремиться к выставляемым оценкам аналитиков. В немалой степени точность прогноза специалистов с хорошей репутацией

⁶ <http://www.finansmag.ru/91814>. «Финансы» оценивали точность ценовых ориентиров, которые вычисляют аналитические команды исходя из процентного расхождения годовых прогнозов аналитических групп от реально установившихся цен. Из обзоров банков и инвестиционных компаний были получены значения «справедливых цен» акций по состоянию на начало 2007 г. и проведено сравнение их со стоимостью этих же бумаг почти через год – на закрытии торгов в РТС 28 декабря 2007 г. Кроме того, специалисты журнала подсчитали, сколько мог заработать инвестор, если бы четко следовал предписаниям аналитиков — покупал и продавал акции непосредственно в день пересмотра рекомендаций.

⁷ См.: *Stickel S. E. Reputation and performance among security analyst // Journal of Finance. 1992. № 47 (Autumn). P. 1820—1835; Gleason C., Lee C. Analyst Forecast Revision and Market Price Discovery // The Accounting Review. 2003. № 78 (January). P. 211—217; Park C. W., Stice E. K. Analyst forecasting ability and the stock price reaction to forecast // Review of Accounting Studies. 2000. № 5 (September). P. 261—270.*

поддерживается за счет этого свойства. Даже если прогноз в одном из периодов будет менее точным, инвесторы все равно будут доверять ему и функционировать, исходя из прогнозов данного специалиста (группы специалистов). Это отразится на поведении рынка и не позволит в полной мере разделить изменение доходов на изменение, спрогнозированное аналитиками, и изменение, вызванное прогнозом аналитиков. В ряде работ (Hong & Kubik, Clement & Tse⁸) доказывалось, что принадлежность аналитиков к крупным финансовым компаниям играет важную роль в принятии рынком прогнозов — реакция рынка будет намного значительнее, если прогноз исходит от аналитиков крупной и известной компании, нежели от малоизвестной. То есть принадлежность аналитика к компании и ее репутация являются для инвесторов значимым сигналом точности и достоверности прогноза. Однако в этих работах присутствует и важная оговорка: данный сигнал «работает» в том случае, если прогноз аналитиков высоко инновационный. Если пользоваться классификацией Глисон и Ли Gleason & Lee⁹, это означает, что прогноз должен быть выше прошлого прогноза аналитика и консенсус-прогноза (для высоко инновационного «хорошего» прогноза) либо ниже прошлого прогноза аналитика и консенсус-прогноза (для высоко инновационного «плохого» прогноза).

3.2. Конфликты интересов и качество прогнозов

Аналитиков часто справедливо критикуют за «кривизну» прогнозов. Особенно подвержены критике *sell-side* аналитики инвестиционных банков и брокерских компаний, оценки которых поддаются внешней экспертизе. Действительно, аналитические отчеты часто вызывают недоумение. С одной стороны, часто фиксируется проявление излишнего оптимизма со стороны

⁸ Clement M. B., Tse S.Y. Do Investors Respond to Analysts' Forecast Revision as if Forecast Accuracy Is All That Matters?, *The Accounting Review*, 2003, 78 (January), p.230-249; Hong H., Kubik J. Analyzing the analysts: Career concerns and biased forecast // *Journal of Finance*. 2003. 24 (Autumn). P. 114—128;

⁹ Gleason C., Lee C., Analyst Forecast Revision and Market Price Discovery // *The Accounting Review*. 2003. Vol. 78 (Jan.). P. 193—225.

аналитиков, с другой стороны, слишком велики расхождения в оценках (зачастую прогнозы и рекомендации (покупать/продавать) по той или иной ценной бумаге могут отличаться до прямой противоположности). Такую ситуацию порождают несколько причин.

1. *Конфликт интересов, вызывающий эффект смещенности оценки.*

Исследования роли аналитических отчетов на динамику фондового рынка и влияние конфликта интересов на выставляемые рекомендации активно реализуются на развитых рынках капитала уже более 20 лет¹⁰. Четыре фактора приводят к смещению оценки аналитических прогнозов:

- брокерская комиссия (брокерским фирмам выгодно часто выпускать рекомендации на покупку и продажу, чтобы увеличивать объем торгов и свою комиссию);
- деятельность, связанная с инвестиционно-банковскими услугами. Например, если фирма является андеррайтером выпуска акций своего клиента и сопровождает размещение, аналитики этой фирмы должны будут давать хорошие рекомендации по акциям клиента, чтобы размещение прошло успешно;
- вознаграждение аналитиков (брокерские фирмы прямо или косвенно ставят зарплату аналитиков в зависимость от количества инвестиционно-банковских сделок, а участники этих сделок привлекаются положительными отчетами и рекомендациями);
- платные исследования со стороны компаний-клиентов профессионалов финансового рынка. Владельцы компаний часто

¹⁰ *Stickel S.* The anatomy of the performance of buy and sell recommendations// *Financial Analysts Journal* 1995. Vol.51. P. 25—39; *Womack K.* Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance* 1996. Vol.51, P.137—167; *Michael R., Womack K.* Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations // *Review of Financial Studies* 1999. Vol.12. P. 653—686; *Salva C., Sonney F.* The value of analysts' recommendations and the organization of financial research. 2008. Working Paper: <ssrn.com/abstract=892569>.

заказывают исследования своих фирм, чтобы провести сделку продажи или привлечь нового инвестора. Аналитические отчеты такого рода могут быть фальсифицированы, так как у аналитика появляется прямой интерес показать все лучше, чем есть на самом деле.

Аналитики фирмы-андеррайтера имеют доступ к гораздо большему количеству информации, чем независимые аналитики, и их прогнозы, казалось бы, должны быть более точными. Однако ряд исследований по американскому рынку показал, что их прогнозы слишком оптимистичны, так как не принимают во внимание общую статистику по другим фирмам. Исследование Р. Мичаэля и К. Вумака¹¹ показало, что рекомендации независимых аналитиков более точны. В работе Дж.Моргана и П. Стокена (Morgan & Stocken) (2003)¹² показано, что инвесторы отчасти осведомлены об асимметрии информации и понимают, что рекомендации зависимых аналитиков завышены. Доверие к рекомендации зависит от степени связанности аналитика и фирмы, о которой он дает рекомендацию. В работе Б. Бэрбера, Р. Лехави и Б. Трумана¹³ при сопоставлении рекомендаций аналитиков инвестиционных банков и независимых исследовательских фирм показано, что на всем периоде наблюдений (1996—2003 гг.) рекомендации «на покупку» у независимых фирм были более точными, в то время как рекомендации «на продажу» и «удержание» были качественнее у аналитиков инвестиционных банков.

Значимый источник конфликтов лежит в структуре вознаграждения аналитика за проделанную работу. Общей чертой значительной доли компаний является то, что вознаграждение аналитика определяется исходя из того, насколько он «полезен» («*helpfulness*») для корпоративно-финансового

¹¹ *Michael R., Womack K.* Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations // *Review of Financial Studies*. 1999. V.12. P. 653—686.

¹² *Morgan, J., Stocken P.*, An analysis of stock recommendations. *RAND Journal of Economics* 2003. 34, P.183-203

¹³ *Barber B., Lehavy R., Trueman B.* Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms // *Journal of Financial Economics* 2007. V.85. P. 490—517.

менеджмента и реализации его целей. Аналитики *sell-side*, деятельность которых в виде периодических отчетов на виду и поэтому чаще всего подвергается рассмотрению, имеют скрытый интерес в положительных рекомендациях. Инвестиционные и брокерские компании заинтересованы в большом обороте ценных бумаг (так как значимая статья их доходов — комиссионные) и зачастую работают на эмитентов или иных продавцов финансовых активов (например, размещая акции среди покупателей). В результате работа аналитика смещается с позиции независимого наблюдателя в сторону зазывалы (*cheer leaders*). Этим объясняются зачастую удивительно радужные прогнозы относительно динамики фондовых индексов, которые выставлялись даже при разворачивании финансового кризиса (в частности, весной 2008 г.).

На американском рынке имели место несколько громких скандалов между инвесторами и аналитиками инвестиционных банков. Например, в 2006 г. один из лидеров инвестиционного рынка — банк *J. P. Morgan* — вынужден был заплатить 2 млрд долл. в качестве компенсации предвзятых рекомендаций по ценным бумагам интернет-компании *WorldCom* в начале XXI в. Покупатели облигаций *WorldCom* обвинили банк в «фаворитизме», когда рекомендации по выпускам на 17 млрд долл. в 2000—2001 гг. выдавались без должного анализа финансового состояния компании (в июле 2002 г. компания была признана банкротом). В 2003 г. десять крупных американских инвестиционных компаний вынуждены были заплатить 1,4 млрд долл., чтобы прекратить преследование прокуратуры из-за смещенности оценок¹⁴.

Влияние такой ангажированности аналитических отчетов на цены акций и оценку капитала анализируемых компаний, эффекты недооцененности при выходе на публичный рынок (*IPO, SPO*) исследуются в

¹⁴ В конце 1990-х г. аналитики инвестиционных компаний активно рекламировали акции интернет-компаний (доткомов), которые продавали их же сейлз-менеджеры, т.е. имел место сговор.

ряде работ зарубежных исследователей (Р. Мичаэли и К. Вумак (Michaely&Womack) (2002), П.Хели и К. Палери (Healy&Palepu)¹⁵ (2001). Некоторые авторы утверждают, что аналитическая поддержка может даже приводить к росту информационной асимметрии среди инвесторов и повышать стоимость привлекаемого капитала для компании (например, Zhang, 2001).

Buy-side аналитики тоже подвержены влиянию внутреннего конфликта интересов. Характер их работы предполагает выставление рекомендаций, отличных от оценок *sell-side* коллег. Это проявляется в наличии расхождений между внутренними рекомендациями и публичными оценками в рамках одной инвестиционной компании. Парадоксальный вывод сделали Б. Гройсберг, П. Хели и К. Чэпман¹⁶ Гройсберг, Хели и Чэпман по выборке американских компаний на отрезке 1997—2004 гг. Авторы показывают, что *buy-side* аналитики оказываются более оптимистичными и менее точными в своих прогнозах прибыли компаний, чем их *sell-side* коллеги (средний (медианный) прогноз *buy-side* аналитиков оказывается на 8—16 (3—12)% выше, чем оценки *sell-side*).

Предвзятость оценки возникает и при работе «независимых» оценщиков. Особенно ярко конфликты интересов проявляются при оценке акций с целью их принудительного выкупа у миноритариев мажоритарным акционером, который может использовать ряд рычагов для стимулирования понижения стоимости оцениваемых активов. Заниженные оценки в российской практике часто приводили к судебным разбирательствам между миноритарными и мажоритарными акционерами, а также аналитиками (или СРО). Проблема для аналитика в такой ситуации заключается в том, что при оценке активов и ценных бумаг финансовые результаты деятельности, а

¹⁵ Healy, Paul M. ; Krishna G. Palepu Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics 2001 Vol.31. P. 405–440

¹⁶

также прогнозы дальнейшего функционирования предоставляются заказчиком (мажоритарием), который не несет ответственности за достоверность предоставляемых прогнозов.

2. Психологические факторы, связанные с обработкой информации. Работа аналитика требует обработки огромных массивов данных об анализируемых компаниях и рынке в целом. Однако рассмотрения только количественной информации явно не достаточно. Ценность количественной информации часто обманчива, так как такая информация быстро устаревает и подвержена манипуляциям со стороны предоставляющих ее менеджеров компаний. Для аналитика огромную важность приобретает умение анализировать качественные характеристики по рынкам, отраслям, компаниям, что является гораздо более сложной задачей.

Еще один важный аспект, который часто забывают аналитики, — учет степени доверия на рынке. Речь идет о доверии к действиям государства, контрагентов, информационной прозрачности компаний — эмитентов ценных бумаг. Какими бы ни были прекрасными отчеты и количественные показатели, если доверие отсутствует, то, несмотря ни на какие обещания и статистические показатели, инвесторы предпочтут инвестировать в более надежные активы (например, в валюту или золото), чем в ценные бумаги или в реальные активы. Условность суждений по рынкам и компаниям на базе публикуемой информации с наложением субъективных мнений аналитиков часто порождает значительные расхождения по выставленным оценкам.

3. Психологические факторы, связанные с необходимостью демонстрации аналитиками качеств, характеризующих «лицо компании» и позволяющих заработать человеческий капитал (реализовать имиджевую составляющую своей работы). Действенность такого аргумента доказывают исследования изменений оценок при смене команды аналитиков или ключевой фигуры в компании. Для получения признания коллег и эффекта «узнавания рынком» (например, через рост цитируемости) аналитику необходимо выделиться, заявить о себе. Единственный способ — дать шокирующий прогноз,

расходящийся с прежними оценками и выбивающийся из общего мнения. Это экстремальное поведение на российском рынке стимулируется и политикой составления рейтингов аналитиков¹⁷, которые учитывают не столько содержательные результаты работы (точность прогнозов), но и известность на рынке, умение общаться с прессой, клиентами. От позиции в рейтинге в существенной мере зависит востребованность на рынке труда и денежная компенсация. Отметим, что на развитых рынках капитала степень доверия к аналитику и оплата его труда в большей степени зависят от точности прогнозов и рекомендаций.

4. *Психологические факторы, связанные с неуверенностью в собственных силах.* Часто неуверенность в собственных прогнозах заставляет аналитиков выставлять оценки и рекомендации «как все», следовать за общей тенденцией или «звездами», получившими этот статус либо благодаря опыту, либо из-за еще не потерянного бренда работодателя (например, крупного инвестиционного банка). В результате исследователи часто фиксируют эффект стадности мнений аналитиков (*herding, herd behavior*). Как считают некоторые исследователи, потеря точности, вызванная смещением оценок к консенсусу, характерна только для неопытных аналитиков¹⁸. Вероятность новизны («*bold forecast*») оценок аналитиков возрастает с точностью прошлого прогноза, величиной аналитического покрытия компании, опытом аналитика, частотой публикации прогнозов и снижается с ростом числа отраслей, охватываемых аналитиком. Авторы приходят к выводу, что инновационные прогнозы являются более точными, чем прогнозы, смещенные к прошлому консенсус-прогнозу, которые являются, по сути, ошибками прогнозирования.

¹⁷Рейтинг аналитиков на российском рынке составляется путем опроса управляющих активами и самих аналитиков. Общая оценка выставляется по трем критериям: качество обслуживания клиентов, уровень общения с ними и понимание инвестиционного актива.

¹⁸См.: *Clement M. B., Tse S.Y. Financial Analyst Characteristics and Herding Behaviour in Forecasting // The Accounting Review. 2005. № 50 (Dec.). P. 205—213.*

В исследовании М.Грэхема (Graham, 1999) показано, что инвесторы, обладающие частной информацией, менее подвержены «стадному чувству». Остальные инвесторы испытывают на себе влияние этого фактора, причем чем менее опытен инвестор, тем вероятнее то, что он «пойдет с толпой». С другой стороны, вероятность «стадного поведения» у аналитиков с уже сложившейся репутацией больше, так как они боятся ее потерять и более склонны давать прогнозы близкие к основному тренду. Также вероятность «стадного поведения» зависит от степени доверия к основному информационному источнику: чем больше доверие, тем люди менее склонны использовать свою частную информацию и давать прогнозы против тренда. Наконец, Грэхем обнаружил, что вероятность «стадного поведения» зависит от коррелированности информационных источников. Таким образом, газеты дают нам инерционную инвестиционную стратегию.

Главная задача аналитика — построение прогнозов, суждений о будущем (глобальной экономике, политической, экономической и социальной ситуации в стране и регионе, финансовых результатах отдельных компаний или проектов). Огромное влияние на эти прогнозы имеет информация как о прошлых, так и о текущих и будущих событиях, и понимание этой информации покупателями и продавцами активов. Именно покупатели и продавцы активов, а также кредиторы и другие участники процессов реализации инвестиционных решений будут влиять на складывающиеся цены и текущую эффективность реализации тех или иных стратегий. Не всегда верно судить о работе аналитика по совпадению рыночных наблюдаемых оценок и выставленных прогнозов по акциям или сделкам с закрытыми компаниям, так как рынок может быть как микронеэффективным, так и с большой вероятностью макронеэффективным, и стандартные алгоритмы, используемые на основе гипотезы информационной эффективности, не работают.

Работу аналитиков можно оценить по самой полной базе рекомендаций (оценок) на достаточно длительном временном горизонте — Thomson

Financial's I/B/E/S database. Активные инвесторы стараются выявить «почерк» аналитика той или иной инвестиционной компании и сделать правильные выводы о переоцененности или излишней суровости оценки. Например, многие инвесторы сопоставляют фиксируемые на рынке цены и рекомендации аналитиков (целевые оценки) и выявляют систематические отклонения (например, в виде переоценки той или иной компании). Далее, при принятии инвестиционных решений эти отклонения учитываются.

<Размышления

Можно ли доверять выводам и рекомендациям аналитиков? Для автора этого учебника и лектора курсов «Инвестиционный анализ», «Анализ финансовых рынков» это вопрос сложный, что называется «на засыпку». Ведь если лежащая в основе принятия решений логика и применяемые методы, неверны или имеют элемент лукавства и доверять им нельзя, то зачем изучать этот курс? Если с логикой и методами все в порядке, то почему на практике аналитики часто ошибаются и наблюдаемые цены в сделках прямого или биржевого инвестирования не всегда соответствуют выставленным консенсусным оценкам?

Задача автора учебника — акцентировать внимание читателя на проблемности ряда тезисов и концепций инвестиционной аналитики и показать базовые положения, на которых может строиться принятие решений в современном инвестиционном мире.

Начиная с 1990-х гг., в зарубежной академической литературе стали появляться исследования, показывающие значимость аналитической поддержки на фондовом рынке¹⁹. Например, в исследовании Р. Бовена

¹⁹ См.: *Brennan M., Jegadeesh N.* Investment analysis and the adjustment of stock prices to common information // *Review of Financial Studies*. 1993. Vol. 6 Iss. 4. P. 799—824; *Chung K. H. Jo* The impact of security analysis' monitoring and marketing functions on the market value of firms // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1996. Vol. 31. Iss 4. P. 493—512; *Wamack K. L.* Do brokerage analysts recommendations have investment value? // *Journal of Finance*. 1996. Vol. 51. Iss 1. P. 137—167; *Clement M. B.* Analyst forecast accuracy: Do ability, resources and portfolio complexity matter? // *Journal of Accounting and Economics*. 1999. Vol. 27. Iss. 3. P. 285—303; *Ljungqvist A., Marston F.*,

(Bowen, 2007), проведенном на данных 1985—2000 гг. по более чем 4 тыс. компаний развитого рынка капитала через сопоставление стоимости капитала компаний с аналитической поддержкой (*analyst coverage*) и без таковой, показано, что дополнительная эмиссия акций компаниям «с поддержкой» обходится дешевле. Компании со средним (медианным) уровнем поддержки (три аналитика) демонстрируют более слабый эффект недооценки акций (дисконта) при выходе на публичный рынок²⁰.

Переломным моментом стал кризис на фондовом рынке начала 2000-х гг., когда лопнул «пузырь доткомов». После этих потрясений между аналитиками и продавцами финансовых активов (рыночными подразделениями инвестбанков и *sell* менеджерами) законодательство США возвело жесткие барьеры. Цель создания барьеров — борьба с конфликтами интересов.>

Starks L. T., Wei K. D., Yan H. Conflicts of interest in sell-side research and the moderating role of institutional investors // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 85. Iss. 2. P. 420.

²⁰См.: *Bowen R. M., Chen Q. X. Cheng* Analyst coverage and the cost of rising equity capital. 2007. Working paper.