

10. Фокин В. Особенности отношений бизнеса и власти в России // Международные процессы. – 2009. - №2. - Том 7. - С. 116-121.

11. Фокин В.Ю. Политическая практика государственно-частного партнерства в России // Полис. – 2011. - №4. - С. 60-69.

12. Yakovlev A. Government, Business And The Driving Forces Behind Economic Development In Russia: Before And After The «Yukos Case» // Social Sciences. – 2005. – №3. - P. 45-55.

13. Российский союз промышленников и предпринимателей [Электронный ресурс]. – URL: <http://рспп.рф/simplepage/27> (дата обращения: 20.09.12)

14. Encyclopedia Britannica [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/345407/lobbying> (дата обращения: 17.09.12).

ЭФФЕКТИВНОСТЬ МЕТОДОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО И ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА ДЛЯ СОВЕРШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ

С.Н. Володин

преподаватель

кафедра фондового рынка и рынка инвестиций

Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики

При совершении операций на фондовом рынке снижение рыночного риска и улучшение показателей торговли достигается за счет прогнозирования динамики цен рыночных активов. В теории финансового рынка существует два основных подхода к прогнозированию – технический и фундаментальный анализ. Поскольку их использование является достаточно трудоемким процессом, требующим не только временных, но и материальных затрат, применение данных подходов должно себя оправдывать: в долгосрочном периоде квалифицированный инвестор, принимающий решения с их помощью, должен получать доходность большую, чем рынок, при равных рисках. В то же время существует точка зрения, что рынки являются информационно эффективными и никакие методы прогнозирования не могут позволить в долгосрочном периоде получать доходность больше рыночной. Это противоречие имеет немаловажное значение для инвесторов,

поэтому существует актуальная необходимость его разрешения, на что и направлена данная статья.

Прогнозирование цен на основе фундаментальных факторов.

Фундаментальный анализ можно определить как процесс исследования состояния экономики, отрасли и финансового положения компании с целью определения рыночной стоимости ее акций [16, с. 17]. Данный подход направлен на исследование реальных, экономически обоснованных факторов, обуславливающих изменения цен акций. Центральное положение фундаментального анализа основывается на том, что внутренняя стоимость фирмы может быть соотнесена с ее финансовыми характеристиками: перспективами роста, структурой активов и денежными потоками, которые она будет генерировать в будущем. Отклонение фундаментальной стоимости акций от рыночной становится сигналом, что они недооценены или переоценены рынком. На поиск таких компаний и направлено применение фундаментального анализа.

Прогнозирование цен на основе технического анализа.

В общем виде технический анализ можно определить как подход к исследованию прошлой динамики цен прогнозируемого актива с целью прогнозирования их будущих значений. Данный подход основывается на статистическом, а не на экономическом анализе, что является его основным отличием от фундаментального анализа. Обоснование работоспособности методов технического анализа кроется в особенности психологии людей и существовании стереотипов их поведения на рынке.

В основу технического анализа положены три аксиомы, на базе которых разрабатываются все методы прогнозирования, относящиеся к нему: «движения цен учитывают все», «цены двигаются направленно», «история повторяется». На этих аксиом технического анализа сформировано большое количество индикаторов и методов, предназначенных для определения моментов покупки и продажи финансовых активов с целью извлечения рыночной прибыли.

В совокупности данные подходы представляют собой мощный инструмент для принятия инвестиционных решений. Фундаментальный анализ может показать переоцененность или недооцененность отдельной акции относительно «справедливой» с экономической точки зрения стоимости. Технический анализ позволяет предсказать рост или падение цен акций за счет психологических закономерностей, обуславливающих наличие тен-

денций в динамике цен. Однако необходимо определить, какие результаты может дать применение данных подходов на практике.

Эффективность методов фундаментального анализа.

Методы фундаментального анализа вызывают разные оценки у специалистов. С одной стороны, фундаментальный анализ работает с реальными причинами движения цен – объективными факторами и причинно-следственными закономерностями, известными в экономике и финансовой науке. Он проводится на нескольких уровнях – от макроэкономического до уровня финансового состояния самого эмитента, благодаря чему формируется полноценное исследование объекта инвестирования и общей ситуации принятия решений. Поэтому прогнозирование на его основе представляется хорошо проработанным и экономически обоснованным.

Но применение фундаментального анализа содержит в себе и некоторые проблемы. Первая из них связана с гипотезой эффективного рынка. Основная предпосылка фундаментального анализа строится на том, что рыночная цена акции будет приближаться к своему «справедливому» значению ввиду действия гипотезы о рыночной эффективности. При этом забывается, что если бы данная гипотеза выполнялась, то наблюдаемая рыночная неэффективность вообще не могла бы возникнуть. А если выявленная за счет методов фундаментального анализа рыночная неэффективность уже есть, то нельзя утверждать и о том, что она исчезнет, поскольку исходя из гипотезы о рыночной эффективности ее возникновение невозможно. Поэтому крайне сомнительными представляются ожидания того, что имеющаяся неэффективность будет обязательно нейтрализована в будущем, что является базовой предпосылкой фундаментального анализа.

Причиной наличия рыночной неэффективности, не устраняемой в течение длительного времени, может быть присутствие на рынке большого количества инвесторов, которые при принятии решений не ориентируются на фундаментальные параметры деятельности компании. Они могут принимать решения на основе технического анализа или каких-то других методов, не связанных с фундаментальной оценкой акций. Все эти иррациональные участники вносят свой вклад в динамику цен, поэтому они не всегда соответствуют закономерностям фундаментального анализа. В результате рыночные цены акций могут длительное время не соответствовать своей фундаментальной стоимости и нет никаких оснований утверждать, они будут к ней приближаться.

Проблемы иного рода могут быть связаны с самой методологией применения фундаментального анализа. Так, при использовании метода дисконтированных потоков требуется формирование адекватных прогнозов относительно производственно-экономических показателей компании в будущем, что вызывает множество проблем. Использование сравнительного анализа на основе мультипликаторов несет в себе значительные трудности как при выборе компаний-аналогов, так и при расчете значений мультипликаторов. В целом, методы фундаментального анализа являются достаточно сложными, грамотное их использование доступно только профессиональным инвесторам и аналитикам, долгое время работающим на рынке. Для большинства же обычных инвесторов их применение несет в себе много «подводных камней», связанных с недоступностью информации, необходимой для анализа, недостаточно глубоким знанием отрасли, сложностью определения характера влияния общеэкономических, производственных и иного рода факторов. Таким образом, применению фундаментального анализа свойственна высокая доля субъективного фактора. От того, насколько глубоко инвестор способен разобраться в исследуемых компаниях, отраслях, провести качественный макроэкономический анализ, а также от его аналитических и интеллектуальных способностей прямо зависит эффективность применения методов фундаментального анализа.

Другим серьезным недостатком фундаментального анализа является его ориентация на долгосрочные вложения. Длительность периода инвестирования при его применении составляет от нескольких месяцев до нескольких лет. Сегодня же активность торгов значительно возросла, инвесторы пытаются получить прибыль за счет использования самых небольших колебаний цен, быстро реагируя на изменяющиеся рыночные условия. Поэтому все больше становятся востребованными инструменты краткосрочного прогнозирования. С этой точки зрения фундаментальный анализ представляется чрезмерно «медленным» и «неповоротливым», поскольку решения на его основе принимаются достаточно долго и рассчитаны на долгосрочное инвестирование, что в условиях сегодняшних высокодинамичных рынков является весьма существенным ограничением.

В связи с тем, что у фундаментального анализа есть как достоинства, и недостатки, было предпринято немало попыток установить эффективность его применения. В большинстве исследований, проведенных на крупнейших мировых рынках, было показано, что методы фундаментального

анализа позволяют достигать положительных результатов инвестирования. Это было установлено в исследованиях:

- американского фондового рынка: «Separating Winners from Losers among Low Book-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis», в котором рассматривались публичные компании за период с 1979 по 1999 гг. [12];
- ряда европейских и американских компаний «Equity Valuation Using multiples: An Empirical Investigation», выполненного на основе данных за период с 1996 по 2005 гг. [14];
- развивающихся стран, входящих в BRICKS, исключая Россию: «Equity Valuation Using Price Multiples: A Comparative Study for BRICKS», проведенного за период с 1993 по 2007 гг. [15];
- российского фондового рынка: «Мультипликаторы на практике» [Луныков, Матафонов, 2003]; «Оценка фундаментальной стоимости компаний на основе метода рыночных мультипликаторов в сочетании с процедурой рандомизации» [2];

Но существует и ряд исследований, в которых были получены полностью или частично отрицательные результаты применения методов фундаментального анализа:

- «Multiples used to estimate corporate value», проведенное на американском фондовом рынке [10];
- «On the predictability of Chinese Stock returns», проведенное на китайском рынке за период с 1995 по 2007 гг. [4];
- «Фундаментальный анализ российских «голубых фишек» на основе финансовых мультипликаторов», выполненное на российском фондовом рынке [3].

Однако таких исследований встречается значительно меньше, поэтому в целом можно сделать вывод о том, что на основе методов фундаментального анализа возможно формирование хорошо проработанных и обоснованных прогнозов. Это достигается за счет того, что процесс прогнозирования базируется на тщательном изучении финансового положения эмитента и учете влияния отраслевых, макроэкономических, политических, социальных и иного рода факторов. Но фундаментальный анализ имеет серьезное ограничение – его методы ориентированы только на совершение долгосрочных инвестиционных операций, поскольку восстановление стоимости акций до справедливых с фундаментальной точки зрения значений – процесс достаточно длительный. Потому методы фундаментального анализа не

могут применяться для совершения более краткосрочных инвестиционных операций, приобретающих все большее значение на сегодняшних высокодинамичных фондовых рынках.

Эффективность методов технического анализа.

Широкое распространение технического анализа в последние десятилетия вызвало волну исследований, направленных на оценку его эффективности. В некоторых эмпирических работах было показано, что методы технического анализа могут достаточно успешно применяться для совершения инвестиционных операций. К ним можно отнести исследования:

- американского рынка: «Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation» [7], в котором было проанализировано несколько сотен акций за период с 1962 по 1996 гг.;
- британского рынка «A note on the weak form efficiency of capital markets: The application of simple technical trading rules to UK stock prices - 1935 to 1994» [8];
- фондового рынка Гонконга «Forecasting and Trading Strategies Based on a Price Trend Model», проведенного на основе динамики цен фьючерсов на индекс Hang Seng [9];
- фондового рынка Сингапура «How rewarding is technical analysis? Evidence from Singapore stock market Applied Financial Economics», проведенного с применением скользящей средней и индекса относительной силы [17];
- российского фондового рынка «Efficiency of Use of Technical Analysis: Evidences from Russian Stock Market», проведенного на спот-рынке ММВБ за период с 2007 по 2009 гг. [5].

Однако в отличие от фундаментального анализа, работы, посвященные методам технического анализа, в которых было показано, что их применение может приводить к отрицательным результатам, встречаются значительно чаще. Среди них можно выделить исследования:

- американского фондового рынка: «Reexamining the Profitability of Technical Analysis with Data Snooping Checks» [6], выполненного на данных по четырем основным индексам за период с 1989 по 2002 гг.: DJIA, S&P 500, NASDAQ Composite и Russell 2000
- британского фондового рынка «Technical Analysis and the London Stock Exchange: Testing Trading Rules Using FT30», проведенного на

- базе дневных цен закрытия английского индекса Financial Times-Institute of Actuaries (FT30) за период с 1935 по 1994 гг. [11];
- фондового рынка Гонконга «Effectiveness of simple technical trading rules in the Hong Kong futures markets», в котором проводился анализ Hang Seng Futures Index с 1989 по 1993 гг. [13];
 - российского фондового рынка: «Эффективность технического анализа на различных временных горизонтах инвестирования» [1].

Возникновение отрицательных результатов при применении технического анализа может обуславливаться рядом причин. Рассмотрим основные из них.

1. Технический анализ основан на использовании единственного вида информации – цен прогнозируемого рыночного актива, поэтому с его помощью невозможно оценить влияние иной информации.

Известно, что фондовые рынки стремительно развиваются, с каждым годом появляется все больше разнообразных финансовых инструментов, индикаторов, показателей, индексов, на которые инвесторы ориентируются при совершении сделок. За последние десятилетия процессы взаимовлияния различных рыночных показателей особенно усилились благодаря компьютеризации рыночной торговли, развитию телекоммуникаций, внедрению систем электронной торговли, глобализации мировых финансовых рынков. Это приводит к непрерывному расширению спектра информации, влияющей на динамику цен рыночных активов. Очевидно, что в таких условиях принятие инвестиционных решений должно сопровождаться комплексным анализом многочисленных влияющих показателей. Однако существующие методы технического анализа сосредотачиваются только на поведении цен прогнозируемого актива, что неизбежно снижает их эффективность и приводит к формированию ошибочных прогнозов в те моменты, когда на динамику цен оказывают влияние связанные рыночные активы и иные показатели.

2. Традиционные методы технического анализа являются чрезмерно упрощенными и не способны отражать сложные зависимости, присутствующие в ценовой динамике рыночных активов.

Большинство индикаторов и методов технического анализа позволяют устанавливать наличие в динамике цен только наиболее простых закономерностей, выраженных несложной формулой или графической фигурой. Более сложные зависимости они фиксировать не способны. Поэтому в случае применения традиционных методов технического анализа неявно

присутствует допущение о простой функциональной форме зависимостей в динамике цен рыночных активов, что в условиях влияния на них большого количества различных показателей представляется крайне сомнительным.

3. В случае использования традиционных методов технического анализа динамическая адаптация к происходящим на рынке изменениям отсутствует, что делает невозможным учет изменений, происходящих после настройки алгоритмов прогностической модели.

Характер динамики цен рыночных активов является непостоянным во времени. В краткосрочном периоде те или иные виды информации могут оказывать большее или меньшее влияние. Иногда рынком может править новостной фон, если происходят какие-либо важные события, в другие моменты серьезное влияние могут оказывать резкие движения цен на сырье, в третьи – события на зарубежных торговых площадках. Это происходит потому, что в различных рыночных ситуациях трейдеры обращают большее внимание на те показатели, которые считают самыми важными. В эти периоды влияние иной информации на цены ослабевает.

Существуют и более длительные изменения характера влияния различных видов информации на цены: в зависимости от глобальных экономических, политических, социальных и иных изменений, влияние каких-то видов информации может постепенно ослабляться, в то время как других – возрастать.

В таких условиях метод прогнозирования должен быть адаптивным во времени, динамически приспосабливаясь к изменениям характера влияния на цены различных факторов. Однако существующие методы технического анализа не способны адаптивно учитывать изменения влияющих факторов в процессе прогнозирования: торговая модель является неизменной с момента оптимизации внутренних параметров. В результате эффективность данных методов будут неизбежно падать по мере возникновения как ситуативных, так и более долгосрочных изменений характера влияния рыночной информации на цены прогнозируемого актива.

Рассмотрение различных аспектов применения технического анализа позволяет сделать вывод о том, что в отличие от фундаментального, он не имеет серьезных ограничений по типу торговых стратегий и может применяться как для долгосрочных, так и для среднесрочных и краткосрочных стратегий. Но чрезмерная упрощенность создаваемых на его основе методов привела к наличию у них серьезных недостатков, ввиду которых

надежность формируемых прогнозов зачастую недостаточно высока, что подтверждается и исследованиями, посвященными его эффективности.

Заключение

Проведенный анализ показал, что методы фундаментального анализа могут достаточно успешно применяться для совершения инвестиционных операций, но только наиболее долгосрочного характера. С точки зрения увеличивающейся ориентации современной биржевой торговли на краткосрочные операции, методы технического анализа обладают большей применимостью, чем фундаментального. Однако в отличие от последнего, им присущи весьма серьезные недостатки, снижающие прибыльность инвестирования. Выход видится в разработке в рамках технического анализа новых методов прогнозирования, в которых были бы исправлены существующие недостатки. Это могло бы существенным образом повысить эффективность реализации среднесрочных и краткосрочных инвестиционных стратегий.

Источники:

1. Володин С.Н., Баулин А.Г. Эффективность технического анализа на различных временных горизонтах инвестирования // *Фондовый рынок: современное состояние, инструменты и тенденции развития*. М.: Бизнес Элайнмент, 2012. С. 45-55.
2. Ермоленко К.Ю. Оценка фундаментальной стоимости компаний на основе метода рыночных мультипликаторов в сочетании с процедурой рандомизации // *Вестник СПбГУ*. 2007. Серия 5. Выпуск 3. С. 130-144.
3. Осадчий Н., Берсенев Е. Фундаментальный анализ российских «голубых фишек» на основе финансовых мультипликаторов // *Рынок ценных бумаг*. 2006. № 13. С. 31-36.
4. Chen X., Kim Kenneth A., Yao T., You T. On the predictability of Chinese Stock returns // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2010. Vol. 18. Issue 4. Pp. 403–425.
5. Chsherbakov V. Efficiency of Use of Technical Analysis: Evidences from Russian Stock Market // *Ekonomika a management*. 2010. № 4. Pp. 45-56.
6. Hsu P.-H., Kuan C.-M. Reexamining the Profitability of Technical Analysis with Data Snooping Checks // *Journal of Financial Econometrics*. 2005. Vol. 3. №4. Pp. 606-628.
7. Lo A., Mamaysky H., Wang J. Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation // *Journal of Finance*. 2000. Vol. LV. № 4 Pp. 1705-1765.

8. Hudson R., Dempsey M., Keasey K. A note on the weak form efficiency of capital markets: The application of simple technical trading rules to UK stock prices - 1935 to 1994 // *Journal of Banking & Finance*. 1996. №20. Pp. 1121-1132.
9. Kwan J. W. C., Lam K., So M. K. P., Yu P. L. H. Forecasting and Trading Strategies Based on a Price Trend Model // *Journal of Forecasting*. 2000. Vol. 19. Pp. 485-498.
10. Lie E., Lie H. Multiples Used to Estimate Corporate Value // *Financial Analysts Journal* (Mar-Apr., 2002). Pp. 388-393.
11. Mills T.C. Technical Analysis and the London Stock Exchange: Testing Trading Rules Using the FT30 // *International Journal of Finance & Economics*. 1997. № 2. Pp. 319-331.
12. Mohanram P. Separating Winners from Losers among Low Book-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis. Barcelona European Academic Conference Working Paper. 2005. Pp. 503-513. (Дата обращения: 10.02.2011)
13. Raj M., Thurston D. Effectiveness of simple technical trading rules in the Hong Kong futures markets // *Applied Economics Letters*. 1996. № 3. Pp. 33-36.
14. Schreiner A. Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation. Dissertation no. 3313 of the University of St.Gallen. Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG) to obtain the title of Doctor of Business Administration. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2007. – 170 p.
15. Sehgal S., Pandey A. Equity Valuation Using Price Multiples: A Comparative Study for BRICKS // *Asian Journal of Finance & Accounting*. 2010. Vol. 2. No. 1: E4. Pp. 68-91.
16. Thomsett M. *Mastering Fundamental Analysis*. Kaplan Publishing, 1998. – 256 p.
17. Wong W.-K., Manzur M., Chew B.-K. How rewarding is technical analysis? Evidence from Singapore stock market *Applied Financial Economics* // *Taylor and Francis Journals*. 2003. Vol. 13. №7. Pp. 543-551.