

6. Teti E., Dell'Acqua A., Etro L., Andreoletti L.B. Corporate social performance and portfolio management // Journal of Management Development. 2015. Vol. 34. No. 9. Pp. 1144–1160. DOI: 10.1108/JMD-04-2015-0062.

7. Velte P. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany // Journal of Global Responsibility. 2017. Vol. 8. No. 2. Pp. 169–178. DOI: 10.1108/JGR-11-2016-0029.

DOI: 10.34773/EU.2024.5.19

О методологии фундаментального анализа для повышения эффективности работы на рынке ценных бумаг России в условиях неопределённости*

On the Methodology of Fundamental Analysis to Improve the Efficiency of the Russian Securities Market in Conditions of Uncertainty

**О. ГАВРИЛИНА, Н. СЕМУШКИН,
М. АЛЬДЖАБАРИ**

Гаврилина Оксана Викторовна, канд. экон. наук, доцент кафедры экономики и государственного управления Ульяновского филиала Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (УФ РАНХиГС). E-mail: gavrulinaoksana@yandex.ru

Семушкин Никита Сергеевич, магистрант факультета технологического менеджмента и инноваций Национального исследовательского университета ИТМО (НИУ ИТМО).

E-mail: nickita.zyrianov@gmail.com

Альджабари Минель Алайиддиновна, магистрант факультета технологического менеджмента и инноваций Национального исследовательского университета ИТМО (НИУ ИТМО).

E-mail: aljabari2001@yandex.ru

В настоящем исследовании рассмотрено применение методов фундаментального анализа в деятельности организаций на рынке ценных бумаг (на материалах ПАО «Сбербанк России»). Рассмотрена деятельность крупнейшего институционального инвестора и брокера, изложены результаты оценки состояния макроэкономики и отрасли в процессе фундаментального анализа рынка ценных бумаг. Авторами предпринята попытка совершенствования существующей методики фундаментального анализа организации-эмитента как объекта инвестиций с учётом неопределённости.

Ключевые слова: фундаментальный анализ; инвестиции; экономическое развитие; рынок; методика фундаментального анализа.

This study examines the application of fundamental analysis methods in the activities of organizations on the securities market using materials from PJSC Sberbank of Russia as an example. It focuses on the activity of a large institutional investor and brokerage firm and presents the results of analyzing the state of macroeconomics and industry through fundamental analysis of securities markets. The authors attempts to improve current methodology for fundamental analysis of issuers as investment objects by considering uncertainties.

Key words: fundamental analysis; investments; economic development; market; methodology of fundamental analysis.

* Ссылка на статью: Гаврилина О.В., Семушкин Н.С., Альджабари М.А. О методологии фундаментального анализа для повышения эффективности работы на рынке ценных бумаг России в условиях неопределённости // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2024. № 5. С. 113–119. DOI: 10.34773/EU.2024.5.19.

Основные положения

1. Классический фундаментальный анализ, введённый Бенджамином Грэмом, не учитывает ряд факторов, оказывающих значимое влияние на справедливую стоимость акций. При этом он по-прежнему позволяет избавить цену акций от влияний эмоций инвесторов и настроения рынка.
2. Качественные критерии становятся неотъемлемым компонентом в определении справедливой стоимости акций, особенно в условиях усиливающейся повестки. Всё чаще это же подтверждается в исследованиях различных авторов.
3. Приведённые авторами новации являются только началом обновления существующей методики, требуется проведение углублённого анализа, в т.ч. с применением методов статистики для определения весов коэффициентов качественных критериев.

Введение

Любая экономическая система обладает неизменным свойством, которое заключается в стремлении к постоянному качественному и количественному росту. Однако в качестве константы существует ещё один компонент – ресурсы, с присущей им ограниченностью. Рост экономики ограничен доступным объёмом ресурсов. Вместе с тем один и тот же ресурс может быть использован с различной степенью эффективности и отдачи. Кроме того, для обеспечения развития необходим универсальный ресурс – капитал.

Одним из наиболее эффективных инструментов, сохраняющих свою эффективность на протяжении всего периода существования, является фундаментальный анализ рынка ценных бумаг. Он позволяет оценить влияние макро- и микрофакторов на организации, покупка акций которых представляет интерес. Использование фундаментального анализа позволяет снизить степень влияния неопределённости на рынке. Однако попыток систематизировать методологию фундаментального анализа подобно техническому предпринимается недостаточно.

В настоящей работе наиболее активно использовались труды следующих исследователей и учёных: Т.Г. Касьяненко, О.В. Коришевой, Б.Т. Кузнецова, Е.Н. Левитской, Т.В. Тепловой, А.М. Антюфеева, С.Е. Блохина, Н.А. Горбунова, Т.Х.М. Нгуена, Э.А. Русецкой, К.О. Степановой, М.В. Ефимова и др.

Особую ценность для исследования представляли труды Дж. Миллера, который раскрывает тонкости фундаментального анализа как с теоретической, так и с практической стороны на примере методологии одного из продолжателей учения Грэма о стоимостном инвестировании Уоррена Баффетта. Аналитика его писем позволила сформировать широкий взгляд по различным аспектам фундаментального анализа. Также хотелось бы отметить работу К. Прайса, раскрывающего важность соблюдения баланса интересов при развитии компании и необходимости обеспечения баланса между стремлением менеджмента к максимизации прибыли и обеспечением долгосрочной жизнеспособности организации. Наконец, подчеркнем важность работы Дж. Швагера, который на примерах историй становления профессиональных трейдеров раскрывает саму сферу инвестирования и различные подходы к данному процессу, что позволяет сформировать обновлённую методику фундаментального анализа рынка ценных бумаг.

В настоящем исследовании авторами выдвинута следующая гипотеза: «Фундаментальный анализ сохраняет свою актуальность, но требует доработки и включения нового уровня критериев оценки организации-эмитента – качественные параметры». Цифры, представленные в исследовании, были актуальны на третий квартал 2023 г.

Методы

В ходе исследования была применена совокупность научных методов познания. Среди них: – теоретические методы, которые направлены на анализ происходящих процессов и моделирование дальнейшего их развития;

– эмпирические методы, связанные с анализом действий участников экономических отношений и определением взаимосвязи с объектом исследования;

– математические методы, связанные с анализом статистических ресурсов, анализом данных и выделению определённых трендов, и исследованию динамики изменения основных показателей.

Результаты

Авторы настоящей работы видят необходимость в совершенствовании классической методики фундаментального анализа рынка ценных бумаг, посредством её унификации и расширения анализа в рамках третьего этапа, который посвящён анализу предприятия.

Перед проведением отраслевого анализа необходимо оценить внутривнутриотраслевую информационную обстановку, задаваемую в обществе. Данный показатель является неформальным отражением текущей обстановки в стране и обеспечивается посредством сопоставления информации нескольких источников, представляющих взгляд на одно и то же значимое событие. В случае выявления значительных искажений или расхождений стоит обеспечить более углублённую оценку подобных событий с вынесением одной из следующих оценок общей информационной насыщенности: значительна искажена; требует перепроверки; искажена, но основные моменты правдивы; искажена незначительно; не искажена; представлен взгляд с другой стороны. Схема представлена на рис. 1.

Подэтап. Оценка информационного поля.	1. Анализ значимых новостных источников	
	2. Сопоставление информации в выделенных новостных источниках	
	3. Оценка сходимости/расходимости информации	
	4. Присвоение одной из следующих оценок информационному полю рассматриваемого рынка:	<p>значительно искажен, требует перепроверки</p> <p>искажен, но основные моменты правдивы (достаточно 2-3 источников)</p> <p>искажен незначительно</p> <p>не искажен, значимые события освещаются с различных позиций</p>

Рис. 1. Схема внедряемого промежуточного этапа между макроэкономическим и отраслевым анализом

Авторы также считают необходимым добавление промежуточного этапа между отраслевым анализом и анализом предприятия. Данный промежуточный этап авторы связывают с анализом трендов, имеющих особое влияние в рассматриваемой отрасли. Трендовый анализ связывается с фундаментальной константой, согласно которой любая система, под которой в том числе понимается экономика, постоянно совершенствуется, а в основе постоянных улучшений

лежат фундаментальные предпосылки – тренды и тенденции развития. Полная схема – на рис. 2 ниже. В рамках анализа предприятия авторы также предлагают ряд изменений в классической методике проведения фундаментального анализа рынка ценных бумаг. Безусловно, не вызывает сомнений проведение количественной оценки организации-эмитента и это в своей сути является значительным преимуществом фундаментального анализа.

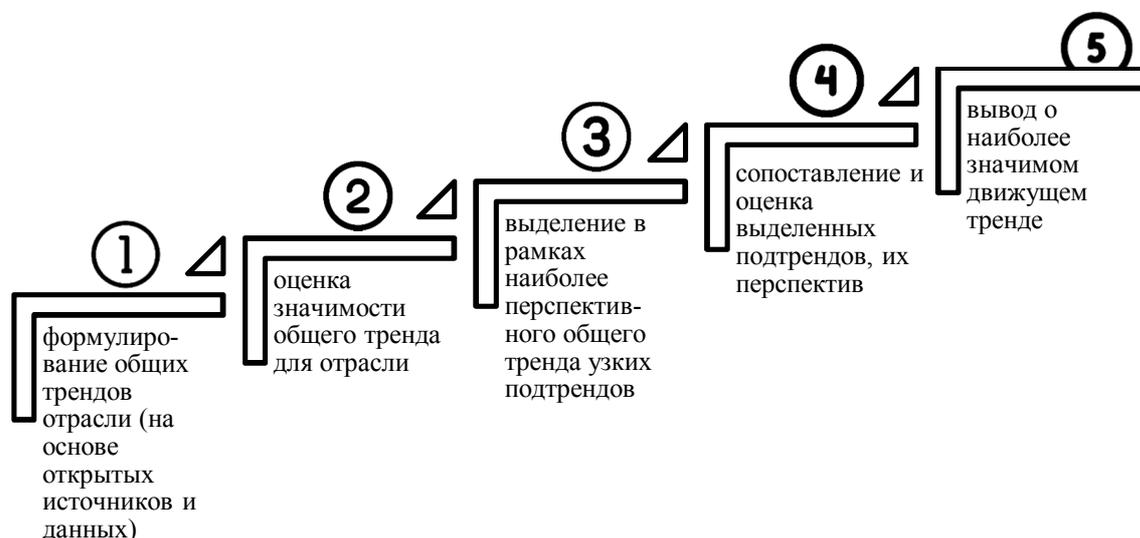


Рис. 2. Схема промежуточного этапа между отраслевым анализом и анализом деятельности предприятия

Авторами предлагаются изменения в части качественного анализа организации. Традиционно в рамках классической методике фундаментального анализа внимание ему не уделяется, однако он играет не меньшее, а порой и решающее значение [2].

В рамках качественной оценки авторы настоящей работы предлагают оценку следующих параметров:

1. **Действия менеджмента организации-эмитента:** в данной связи необходимо оценить сложившуюся корпоративную культуру, ценности и миссию компании, открытость к изменениям и истинность относительно заявляемых целей [1]. Менеджмент играет особую роль в отладке указанных процессов, особую значимость имеет ответ на вопрос о приоритетах компании – если они сводятся к максимизации прибыли, возникает риск того, что организация постепенно утратит конкурентные позиции и справедливая стоимость компании в конечном счёте не будет достигнута.

2. **Информационное поле вокруг организации-эмитента:** данный показатель оценивается посредством анализа количества упоминаний организации-эмитента и характера таких упоминаний. Особенно сильную роль будут играть упоминания в среде действующих клиентов и контрагентов [5].

3. **Исторический дискурс относительно реакции на шоковые события:** оцениваются действия организации-эмитента в кризисных ситуациях и результат их преодоления.

4. **Степень уникальности предприятия:** показатель, который актуален в условиях стремительно меняющегося мира. Однотипные организации постепенно утрачивают свои позиции и уходят с рынка. Уникальность продукта и предложения обуславливают способность организации-эмитента к удержанию клиентской базы и обеспечению долгосрочного роста.

5. **Характер взаимоотношений с органами государственного аппарата и отсутствие проблем с законом:** потенциально значимый критерий, указывающий на добросовестность организации-эмитента и открытость к взаимодействию со структурами любого уровня.

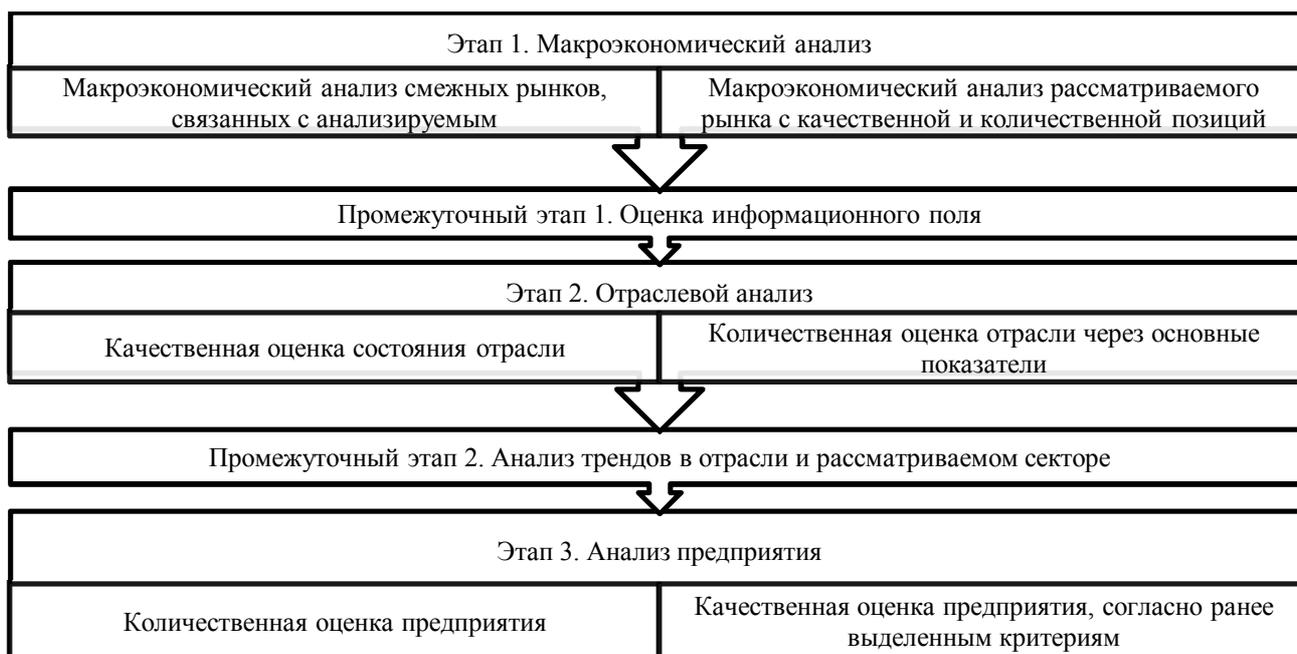


Рис. 3. Обновлённая методика фундаментального анализа рынка ценных бумаг при подходе «сверху-вниз»

Коэффициенты определялись экспертным путём. Обновлённая методика фундаментального анализа рынка ценных бумаг (общее представление) представлена на рис. 3.

Обсуждение

В целом выделяют два подхода к определению стоимости акций эмитента (и не только акций) в рамках фундаментального анализа: сверху-вниз и снизу-вверх. Подход сверху-вниз предполагает применение классической методики фундаментального анализа рынка ценных бумаг и заключается в последовательном анализе перспектив компании и её акций. Авторы сконцентрировались на данном способе анализа.

В ходе исследования стало очевидным, что необходимо расширить методику фундаментального анализа, учтя в «уравнении» неопределённость и качественные параметры. Сегодня зелёная повестка стала ключевым драйвером изменений, поэтому не учитывать в полной мере качественные параметры не представляется возможным. Безусловно, утверждать исчерпывающий перечень критериев слишком рано, поскольку необходимо расширить аналитическую выборку и провести серию опросов/интервью непосредственно с представителями бизнеса. Однако добавочные изменения, представленные в блоке «Результаты», уже позволили скорректировать получаемую справедливую стоимость компании.

Авторы проводили оценку акции компании эмитента ПАО «Группа компаний «Самолёт»». В ходе анализа организации по классической методике было определено, что акции компании торгуются ниже справедливой стоимости. По разным оценкам, справедливая стоимость акций компании варьируется в диапазоне от 3 184 до 5 250 руб. Разброс цен обусловлен различными методиками анализа на этапе анализа предприятия.

Затем авторы провели повторную оценку компании-эмитента с учётом новаций, внедрённых в существующую методику фундаментального анализа. В рамках промежуточного этапа 1 (рис. 3), который предполагает оценку информационного поля основными источниками информации о финансовых рынках, на текущий момент многие эксперты и профессиональные специалисты сферы инвестиций называют следующие: «Ведомости», «Коммерсантъ», «Интерфакс», «РБК» (ленты по экономике, финансам, кроме этого, у изданий имеется специальный сервис

с подборками биржевых и экономических новостей, комментариями от зарубежных и российских аналитиков), The Bell (коротко о главном), «Прайм», ТАСС, Forbes.

Мониторинг новостных источников проводился авторами на протяжении нескольких недель. За время мониторинга были выявлены некоторые расхождения по ключевым новостям, в различных сферах экономики РФ. Однако само содержание новостей отражало их ключевую суть. Искажений в части передачи интервью с первыми лицами различных компаний выявлено не было. По итогу анализа информационного поля авторами может быть присвоена оценка «искажён, но основные моменты правдивы».

Анализ трендов указывает на то, что в перспективе жильё станет объектом индивидуализации и воплощением стремления к устойчивому росту и развитию, что позволяет сделать вывод о данном тренде как наиболее значимом. Ожидается, что постепенно девелоперы будут подстраивать свои решения под него. Вместе с тем можно ожидать снижения себестоимости и рост выручки.

На заключительном этапе фундаментального анализа, который связан с анализом отдельного предприятия, изменения были внесены в части качественной оценки организации-эмитента. Как правило, качественной оценке в рамках классического фундаментального анализа уделяется недостаточно внимания, предпочтение отдаётся в пользу количественного анализа.

Организации-эмитенту был присвоен ряд повышающих коэффициентов. Для их применения коэффициенты были приведены к среднему значению, а затем полученное значение применено к самому низкому полученному значению справедливой стоимости компании, вычисленного в ходе количественного анализа. Самая низкая полученная стоимость составила 3 184 руб. за 1 акцию, среднее значение коэффициента равно 1,045. Справедливая стоимость организации эмитента составит 3 327,28 руб. за 1 акцию. Рекомендация остаётся прежней – «покупать». Расширенная версия анализа может быть направлена авторами дополнительно, по запросу.

Заключение

Авторами предложено разделение макроэкономического анализа в рамках первого этапа фундаментального анализа рынка ценных бумаг на две составных части: 1) макроэкономический анализ смежных рынков, наиболее коррелирующих с рассматриваемым и 2) макроэкономическая оценка рассматриваемого рынка с качественной и количественной стороны. Для удобства сформулирован примерный перечень вопросов, на которые необходимо ответить в ходе данного этапа анализа (не представлены в статье).

Также предлагается включить дополнительный этап, связанный с оценкой внутривидовой информационной обстановки. Данный показатель является неформальным отражением текущей обстановки в стране и обеспечивается посредством сопоставления нескольких источников, представляющих взгляд на одно и то же значимое событие.

Отраслевой анализ, по мнению авторов, на текущем этапе исследования не нуждается во внесении критичных правок. Однако следует отметить, что в ходе его проведения необходимо ответить на ряд ключевых вопросов: каково направление динамики анализируемой отрасли (совпадает с макроэкономическим, противоположно ему, абстрагировано от влияния макроэкономических трендов)? Какова конъюнктура рынка в отрасли? Имеют ли место драйверы роста/снижения рынка?

Авторы считают необходимым добавление промежуточного этапа между отраслевым анализом и анализом предприятия. Данный промежуточный этап авторы связывают с анализом трендов, имеющих особое влияние в рассматриваемой отрасли.

Предлагаются изменения в части качественного анализа организации. В рамках качественной оценки авторы настоящей работы предлагают оценку следующих параметров: действия менеджмента организации-эмитента; информационное поле вокруг организации-эмитента; исторический дискурс относительно реакции на шоковые события; степень уникальности предприятия: показатель, который актуален в условиях стремительно меняющегося мира; характер взаимоотношений с органами государственного аппарата и отсутствие проблем

с законом. Четырём из пяти показателям присвоено коэффициентное значение, которое влияет на повышение или снижение справедливой стоимости акций.

Литература

1. Келлер С., Прайс К. Больше, чем эффективность. Как самые успешные компании сохраняют лидерство на рынке / пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015. 409 с.
2. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес». 2000. 704 с.
3. Лукасевич И.Я. Финансовое моделирование в фирме: учебник для вузов. М.: Издательство Юрайт, 2023. 356 с.
4. Миллер Дж. Правила инвестирования Уоррена Баффета / пер. с англ. В. ИONOVA. М.: Альпина Паблишер, 2021. 376с.
5. Швагер Джек. Тайнственные маги рынка: Лучшие трейдеры, о которых вы никогда не слышали / пер. с англ. П. Власова. М.: Альпина PRO, 2022. 416 с.

[DOI: 10.34773/EU.2024.5.20](https://doi.org/10.34773/EU.2024.5.20)

Сравнение «иджары» в исламской модели финансирования и лизинга в конвенциональной финансовой модели*

Comparison of Ijar in the Islamic Financing Model and Leasing in the Conventional Financial Model

И. БУРВИНА

Бурвина Ибтиссем Мухамедовна (Алжир), аспирант кафедры экономики и регионального развития Института экономики, управления и бизнеса Уфимского университета науки и технологий. E-mail: ibtissembourouina@gmail.com

В статье описывается «иджара» – один из инструментов исламской модели финансов, которая также называется «партнерская финансовая модель» и представляет собой альтернативу обычной (конвенциональной) финансовой системе. Иджара – это аналог лизинга в конвенциональной финансовой модели, однако отличающийся от обычного лизинга тем, что соответствует канонам ислама. Проведен сравнительный анализ иджары с обычным лизингом. Показаны перспективы развития иджары в России с точки зрения привлечения иностранных инвестиционных ресурсов.

Ключевые слова: иджара, лизинг, исламские финансы, партнерские финансы, исламские банки, исламская экономика.

The article describes Ijara, one of the tools of the Islamic model of finance, which is also called the "partner financial model" and is an alternative to the conventional (conventional) financial system. Ijara is an analogue of leasing in the conventional financial model, but differs from conventional leasing in that it corresponds to the canons of Islami. A comparative analysis of Ijar with conventional leasing has been carried out. The prospects for the development of Ijar in Russia from the point of view of attracting foreign investment resources are shown.

Key words: Ijara, leasing, Islamic finance, partner finance, Islamic banks, Islamic economics.

* Ссылка на статью: Бурвина И.М. Сравнение «иджары» в исламской модели финансирования и лизинга в конвенциональной финансовой модели // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2024. № 5. С. 119–122. DOI: 10.34773/EU.2024.5.20.