

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--------------------------------------|------|
| Предисловие к русскому изданию | XIII |
|--------------------------------------|------|

| | |
|-------------------|----|
| Предисловие | XV |
|-------------------|----|

ГЛАВА 1

| | |
|--|----------|
| НАЧАЛЬНЫЕ СВЕДЕНИЯ ОБ ОЦЕНКЕ | 1 |
| Философские обоснования оценки | 1 |
| Распространенные мнения по поводу оценки | 2 |
| Роль оценки | 8 |
| Заключение | 13 |
| Контрольные вопросы | 13 |

ГЛАВА 2

| | |
|--|-----------|
| ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ..... | 14 |
| Оценка дисконтированных денежных потоков | 15 |
| Сравнительная оценка | 24 |
| Оценка условных требований | 29 |
| Заключение | 32 |
| Контрольные вопросы | 32 |

ГЛАВА 3

| | |
|--|-----------|
| ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ | 35 |
| Основы бухгалтерской отчетности | 36 |
| Измерение и оценка активов | 38 |
| Измерение финансирующей комбинации | 46 |
| Измерение прибыли и доходности | 55 |
| Измерение риска | 62 |
| Другие вопросы финансовой отчетности | 71 |
| Заключение | 76 |
| Контрольные вопросы | 77 |

ГЛАВА 4

| | |
|---|-----------|
| НАЧАЛЬНЫЕ СВЕДЕНИЯ О РИСКЕ | 81 |
| Что такое риск? | 81 |
| Риск собственного капитала и ожидаемый доход | 83 |
| Сравнительный анализ моделей риска и доходности | 101 |
| Модели риска дефолта | 105 |
| Заключение | 110 |
| Контрольные вопросы | 111 |

ГЛАВА 5

| | |
|--|------------|
| ТЕОРИЯ И МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ | 117 |
| Основы оценки опционов..... | 117 |
| Детерминанты стоимости опциона..... | 119 |
| Модели оценки опционов | 122 |
| Дополнительно об оценке опционов..... | 140 |
| Заключение | 143 |
| Контрольные вопросы..... | 143 |

ГЛАВА 6

| | |
|--|------------|
| РЫНОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ — ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ТЕСТЫ И ОБОСНОВАНИЯ | 146 |
| Эффективность рынка и оценка инвестиций | 146 |
| Что такое эффективный рынок?..... | 147 |
| Последствия рыночной эффективности | 148 |
| Необходимые условия для рыночной эффективности | 150 |
| Предположения относительно рыночной эффективности | 151 |
| Тесты на эффективность рынка | 153 |
| Основные нарушения при тестировании рыночной эффективности | 160 |
| Менее серьезные нарушения, способные вызвать проблемы | 161 |
| Доказательства рыночной эффективности | 162 |
| Свойства временных рядов изменения цен | 162 |
| Реакция рынка на информационные события..... | 173 |
| Рыночные аномалии | 177 |
| Признаки торговли инсайдеров и профессиональных инвесторов..... | 189 |
| Заключение | 195 |
| Контрольные вопросы..... | 195 |

ГЛАВА 7

| | |
|--|------------|
| БЕЗРИСКОВЫЕ СТАВКИ И ПРЕМИИ ЗА РИСК | 201 |
| Безрисковая ставка..... | 201 |
| Премия за риск инвестирования в акции..... | 207 |
| Спред дефолта по облигациям..... | 230 |
| Заключение | 234 |
| Контрольные вопросы..... | 235 |

ГЛАВА 8

| | |
|--|------------|
| ОЦЕНКА ПАРАМЕТРОВ РИСКА И СТОИМОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ..... | 237 |
| Стоимость привлечения собственного и долгового капитала | 237 |
| Стоимость привлечения собственного капитала | 238 |
| От стоимости привлечения собственного капитала к стоимости привлечения долгового капитала | 273 |

| | |
|--------------------------|-----|
| Лучшая практика | 289 |
| Заключение | 289 |
| Контрольные вопросы..... | 291 |

ГЛАВА 9

| | |
|--|------------|
| ИЗМЕРЕНИЕ ПРИБЫЛИ | 300 |
| Бухгалтерский и финансовый балансы | 300 |
| Коррекция доходов..... | 302 |
| Заключение | 324 |
| Контрольные вопросы..... | 326 |

ГЛАВА 10

| | |
|--|------------|
| ОТ ПРИБЫЛИ К ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКАМ | 328 |
| Влияние налогов | 328 |
| Потребности в реинвестировании..... | 340 |
| Заключение | 353 |
| Контрольные вопросы..... | 353 |

ГЛАВА 11

| | |
|---|------------|
| ОЦЕНКА РОСТА | 356 |
| Важность роста..... | 357 |
| Исторический рост | 357 |
| Аналитики оценивают рост | 369 |
| Фундаментальные детерминанты роста..... | 374 |
| Качественные аспекты роста | 396 |
| Заключение | 398 |
| Контрольные вопросы..... | 399 |

ГЛАВА 12

| | |
|---|------------|
| ЗАВЕРШЕНИЕ ОЦЕНКИ: ОЦЕНКА ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ | 401 |
| Завершение оценки | 402 |
| Вопрос о выживании..... | 420 |
| Итоговые соображения по поводу заключительной стоимости | 423 |
| Заключение | 424 |
| Контрольные вопросы..... | 425 |

ГЛАВА 13

| | |
|--|------------|
| МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДОВ | 428 |
| Общая модель..... | 428 |
| Варианты модели | 429 |
| Вопросы, возникающие при использовании модели дисконтирования дивидендов..... | 455 |
| Проверки модели дисконтирования дивидендов | 457 |
| Заключение | 461 |
| Контрольные вопросы..... | 462 |

ГЛАВА 14

МОДЕЛЬ СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ 465

| | |
|--|-----|
| Измерение суммы, которую фирмы могут вернуть своим акционерам | 465 |
| Модели оценки FCFE..... | 474 |
| Модель оценки FCFE в сравнении с моделью дисконтирования дивидендов | 496 |
| Заключение | 504 |
| Контрольные вопросы..... | 504 |

ГЛАВА 15

ОЦЕНКА ФИРМЫ: ПОДХОДЫ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА И СКОРРЕКТИРОВАННОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ 509

| | |
|---|-----|
| Свободные денежные потоки фирмы..... | 509 |
| Оценка фирмы: подход с точки зрения стоимости привлечения капитала..... | 513 |
| Оценка фирмы: подход на основе скорректированной приведенной стоимости | 534 |
| Влияние рычага на стоимость фирмы | 539 |
| Скорректированная приведенная стоимость и финансовый рычаг ... | 555 |
| Заклучение | 560 |
| Контрольные вопросы..... | 560 |

ГЛАВА 16

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА НА ОДНУ АКЦИЮ..... 565

| | |
|---|-----|
| Стоимость внеоборотных активов..... | 565 |
| Стоимость фирмы и стоимость собственного капитала..... | 587 |
| Опционы менеджеров и наемных работников | 589 |
| Стоимость акции в условиях, когда сильно меняются голосующие права | 601 |
| Заклучение | 602 |
| Контрольные вопросы | 604 |

ГЛАВА 17

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПРИНЦИПЫ СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ 607

| | |
|--|-----|
| Использование сравнительной оценки..... | 607 |
| Стандартизация значений стоимости и мультипликаторов | 609 |
| Четыре базовых этапа в использовании мультипликаторов | 611 |
| Согласование оценки на основе дисконтирования денежных потоков и сравнительной оценки | 625 |
| Заклучение | 626 |
| Контрольные вопросы..... | 626 |

| | |
|---|------------|
| ГЛАВА 18 | |
| МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ПРИБЫЛИ | 628 |
| Мультипликатор «цена/прибыль»..... | 628 |
| Мультипликатор PEG..... | 651 |
| Другие варианты мультипликатора PEG | 663 |
| Заключение | 678 |
| Контрольные вопросы..... | 678 |
| ГЛАВА 19 | |
| МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ..... | 682 |
| Соотношение цены и балансовой стоимости собственного капитала..... | 682 |
| Применение мультипликаторов «цена/балансовая стоимость» | 697 |
| Использование в инвестиционных стратегиях..... | 708 |
| Мультипликатор «Стоимость фирмы/балансовая стоимость капитала» | 711 |
| Мультипликатор Q Тобина: отношение рыночной стоимости к стоимости замещения..... | 717 |
| Заключение | 719 |
| Контрольные вопросы..... | 720 |
| ГЛАВА 20 | |
| МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ВЫРУЧКИ И СПЕЦИФИЧЕСКИЕ СЕКТОРНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ..... | 724 |
| Мультипликаторы выручки | 724 |
| Специфические секторные мультипликаторы | 753 |
| Заключение | 761 |
| Контрольные вопросы..... | 761 |
| ГЛАВА 21 | |
| ОЦЕНКА ФИРМ, ОКАЗЫВАЮЩИХ ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ | 766 |
| Категории фирм, оказывающих финансовые услуги..... | 767 |
| В чем уникальность фирм, оказывающих финансовые услуги? | 769 |
| Общие рамки для оценки..... | 771 |
| Оценка на основе дисконтированных денежных потоков | 772 |
| Оценка, основанная на активах..... | 793 |
| Сравнительная оценка | 794 |
| Проблемы оценки фирм, оказывающих финансовые услуги | 801 |
| Заключение | 806 |
| Контрольные вопросы..... | 806 |
| ГЛАВА 22 | |
| ОЦЕНКА ФИРМ С ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ ПРИБЫЛЬЮ | 810 |
| Отрицательная прибыль: последствия и причины | 810 |
| Оценка фирм с отрицательной прибылью..... | 815 |
| Заключение | 845 |
| Контрольные вопросы..... | 846 |

ГЛАВА 23

| | |
|--|------------|
| ОЦЕНКА МОЛОДЫХ ИЛИ НАЧИНАЮЩИХ ФИРМ..... | 851 |
| Информационные ограничения | 851 |
| Новые парадигмы или старые принципы: перспектива жизненного цикла | 852 |
| Оценка венчурного капитала | 856 |
| Общие рамки анализа | 858 |
| Драйверы стоимости..... | 873 |
| Оценочный шум | 876 |
| Выводы для инвесторов..... | 877 |
| Выводы для менеджеров..... | 878 |
| Игра на ожиданиях | 878 |
| Заключение | 881 |
| Контрольные вопросы..... | 882 |

ГЛАВА 24

| | |
|--|------------|
| ОЦЕНКА ЧАСТНЫХ ФИРМ | 884 |
| В чем отличие частных фирм?..... | 884 |
| Оценивание входных данных при оценке частных фирм | 885 |
| Мотивация оценки и выяснение стоимости..... | 911 |
| Оценка частного собственника капитала | 918 |
| Заклучение | 919 |
| Контрольные вопросы..... | 920 |

ГЛАВА 25

| | |
|---|------------|
| ПРИОБРЕТЕНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ | 923 |
| Исходные предпосылки для изучения приобретений..... | 923 |
| Эмпирические данные о влиянии поглощения на стоимость | 926 |
| Этапы приобретения..... | 928 |
| Оценка поглощения: необъективность и распространенные ошибки..... | 952 |
| Структурирование приобретения | 955 |
| Анализ менеджмента и выкупы контрольных пакетов акций с кредитом | 964 |
| Заклучение | 969 |
| Контрольные вопросы..... | 970 |

ГЛАВА 26

| | |
|--|------------|
| ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ..... | 975 |
| Сравнение реальных активов с финансовыми | 975 |
| Оценка дисконтированных денежных потоков..... | 977 |
| Сравнительная/относительная оценка | 1002 |
| Оценка видов бизнеса в сфере недвижимости..... | 1006 |
| Заклучение | 1008 |
| Контрольные вопросы..... | 1009 |

| | |
|---|-------------|
| ГЛАВА 27 | |
| ОЦЕНКА ПРОЧИХ АКТИВОВ | 1011 |
| Активы, создающие денежные потоки | 1012 |
| Активы, не создающие денежные потоки | 1024 |
| Активы с характеристиками опционов | 1027 |
| Заключение | 1027 |
| Контрольные вопросы | 1028 |
| ГЛАВА 28 | |
| ОПЦИОН НА ОТСРОЧКУ И ВЫВОДЫ ДЛЯ ОЦЕНКИ | 1031 |
| Проект с опционом на отсрочку | 1032 |
| Оценка патента | 1043 |
| Опционы природных ресурсов | 1050 |
| Другие приложения | 1057 |
| Заключение | 1058 |
| Контрольные вопросы | 1060 |
| ГЛАВА 29 | |
| ОПЦИОНЫ НА РАСШИРЕНИЕ И НА ОТКАЗ: ВЫВОДЫ ДЛЯ ОЦЕНКИ | 1062 |
| Опцион на расширение | 1062 |
| Когда опционы на расширение обладают стоимостью? | 1072 |
| Оценка фирмы с опционом на расширение | 1075 |
| Стоимость финансовой гибкости | 1078 |
| Опцион на отказ | 1083 |
| Согласование чистой приведенной стоимости и оценок реальных опционов | 1086 |
| Заключение | 1088 |
| Контрольные вопросы | 1088 |
| ГЛАВА 30 | |
| ОЦЕНКА СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ПРОБЛЕМНЫХ ФИРМ | 1091 |
| Собственный капитал в проблемных фирмах с высоким рычагом | 1091 |
| Выводы из рассмотрения собственного капитала как опциона | 1094 |
| Оценка стоимости собственного капитала как опциона | 1097 |
| Последствия для принятия решений | 1104 |
| Заключение | 1107 |
| Контрольные вопросы | 1107 |
| ГЛАВА 31 | |
| УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ: ГРАНИЦЫ ОЦЕНКИ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ | 1110 |
| Действия, создающие стоимость и не влияющие на нее | 1110 |
| Способы увеличения стоимости | 1112 |
| Цепь увеличения стоимости | 1139 |
| Заключительные замечания об увеличении стоимости | 1143 |
| Заключение | 1145 |
| Контрольные вопросы | 1145 |

ГЛАВА 32

УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ:

EVA, CFROI И ПРОЧИЕ ИНСТРУМЕНТЫ 1150

Добавленная экономическая стоимость 1151

Денежные потоки на инвестиции 1169

Заключительные замечания об увеличении стоимости 1177

Заключение 1178

Контрольные вопросы 1179

ГЛАВА 33

ОЦЕНКА ОБЛИГАЦИЙ 1182

Цены облигаций и процентные ставки 1183

Детерминанты процентных ставок 1189

Особые характеристики облигаций и эффекты ценообразования... 1206

Заключение 1226

Контрольные вопросы 1226

ГЛАВА 34

ОЦЕНКА ФЬЮЧЕРСНЫХ И ФОРВАРДНЫХ КОНТРАКТОВ 1230

Фьючерсные, форвардные и опционные контракты 1230

Институциональные характеристики

торгуемых фьючерсных контрактов 1233

Ценообразование фьючерсных контрактов 1238

Влияние уникальных особенностей

фьючерсных контрактов 1252

Заключение 1253

Контрольные вопросы 1253

ГЛАВА 35

ОБЗОР И ЗАКЛЮЧЕНИЕ 1257

Выбор моделей оценки 1257

Какой подход следует использовать? 1258

Выбор правильной модели

дисконтированных денежных потоков 1264

Выбор правильной модели сравнительной оценки 1270

Когда следует использовать

модели оценки опциона? 1275

Заключение 1276

Литература..... 1277

Предметный указатель..... 1295

Список сокращений 1322

Об авторе 1324

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

В последние годы тема оценки бизнеса и активов становится все более актуальной. Вопрос о том, сколько может стоить компания, предприятие, отдельный бизнес или его часть, в России перестал быть чисто теоретическим и перешел в практическую плоскость. Этому способствовало развитие рынка, всех его секторов — финансового, фондового, недвижимости и капитала. Тема оценки приобрела практический интерес не только для специалистов-оценщиков, но и для представителей академической сферы, для широкого круга руководителей предприятий, финансистов-практиков, аналитиков, представителей государственных и законодательных структур.

Оценка рыночной стоимости бизнеса или активов сегодня необходима не только в рамках сделок купли-продажи или при определении залоговой стоимости объекта, но и для принятия грамотных стратегических и управленческих решений, для подготовки управленческой отчетности в соответствии с требованиями международного инвестиционного сообщества.

Определение рыночной стоимости любого актива (и особенно такого сложного актива, как бизнес предприятия) — творческая и весьма сложная задача. Для ее решения от специалиста требуются техническая компетентность и четкое понимание макроэкономических и отраслевых аспектов, финансовых, бухгалтерских, юридических и налоговых вопросов. Результат оценки опирается на ряд подчас спорных предположений и экспертных суждений. В связи с этим проведение корректной оценки требует от специалиста высокого профессионализма, четкого понимания факторов, влияющих на результат оценки, точного знания методик и подходов оценки.

В российских условиях определение рыночной стоимости осложняется рядом факторов. Сложности при построении долгосрочных макроэкономических и отраслевых прогнозов, ограниченность инструментов российского фондового рынка, относительно небольшое количество сделок купли-продажи, незначительный объем публично доступной достоверной финансовой информации о компаниях и сделках приводят к усилению субъективных факторов.

Оценка — прикладная наука, повседневный инструмент ведения современного бизнеса. Методы оценки постоянно меняются и совершенствуются. Возникновение новых технологических компаний, развитие новых рынков привело к появлению новых, «креативных» методик оценки, которые уделяют больше внимания факторам риска и неопределенности.

Асват Дамодаран широко признан в мире как исследователь теории стоимости и процесса оценки. Разработанные им практические модели стали повседневными инструментами для специалистов-оценщиков, аналитиков, финансовых руководителей развитых стран. В данной книге раскрываются философские и экономические аспекты теории стоимости и риска, подробно рассматриваются основные подходы и методы оценки, как традиционные, так и современные, приводятся практические рекомендации.

Мы уверены, что руководители российских предприятий, финансовые специалисты и консультанты, совместно работающие над постановкой и решением задач по измерению и максимизации стоимости компаний, сочтут эту книгу исключительно ценной с точки зрения теории и полезной с точки зрения практики.

*Гюльнара Панина,
Партнер, Руководитель Группы оценки,
Корпоративные финансы
(495) 937 4477*

*«КПМГ Лимитед»
2008 г.*

ПРЕДИСЛОВИЕ

Эта книга посвящена оценке: оценке акций, предприятий, франшиз и недвижимости. В основе книги лежит предположение, что любой актив можно оценить, пусть и не всегда точно. Я попытаюсь не только дать представление об отличиях между моделями, используемыми для оценки различного рода активов, но и рассказать об общих чертах этих моделей.

Шесть лет, прошедших со времени первого издания, были наполнены важными событиями. Мы стали свидетелями рождения нового сектора — новых технологий, — причем компании из этого сектора продемонстрировали самый поразительный за всю современную историю рынка подъем рыночной стоимости, которая достигла 1,4 трлн. долл. в начале 2000 г. По мере развития ситуации на рынке многие специалисты приходили к заключению, что старые показатели и принципы измерения акционерной стоимости перестали соответствовать современным условиям. По этой причине они решили составить собственные правила для нового рынка. Однако прошедший год яснее, чем когда-либо, продемонстрировал неизменность основных принципов оценки. Неудивительно, что в книге обсуждается оценка этих молодых компаний, часто обладающих низкими доходами и крупными операционными убытками. Кроме того, мы видели подъем и крах, а затем новый подъем формирующихся рынков, когда кризис в Азии обрушил стоимость акций на азиатских рынках в 1996 и 1997 гг., а вскоре захватил Латинскую Америку и Россию. По сравнению с предыдущим изданием в новой версии книги я уделил значительно больше внимания суверенному (связанному со странами) риску и методам работы с ним.

Подъем интереса к максимальному увеличению богатства акционеров во всем мире в 1990-е годы также привел к изобретению «новых и улучшенных» показателей увеличения стоимости, таких как добавленная экономическая стоимость и доходность инвестиций (денежные потоки на инвестиции). Хотя я полагаю, что в подобных подходах содержится не так уж много нового или «улучшенного», они оказали спасительное воздействие, поскольку акцентировали внимание на вопросах увеличения стоимости, а эта проблема заслуживает более пристального рассмотрения, чем это было сделано в первом издании.

К тому же время заставило нас обратиться к теме, которую мы уже затронули в первом издании, — к идее о том, что модель ценообразования опционов может быть полезной при оценке бизнеса и собственного капитала. Тема реальных опционов не только актуальна, но и отражает коренные изменения в наших взглядах на стоимость. Этому вопросу я посвятил четыре главы.

Наконец, самой благотворной переменной за последние семь лет стало облегчение доступа к материалам в электронных сетях. Все методы оценки, приведенные в книге, будут размещены на соответствующих интернет-страницах (www.damodaran.com), которые будут служить дополнением к этому печатному изданию. Там же можно будет найти большое количество баз данных и широкоформатных таблиц. Практически все представленные в данной книге оценки будут обновляться в сети, что позволит приблизить книгу к оценкам, производимым в реальном времени.

В процессе представления и обсуждения различных аспектов оценки я попытался придерживаться четырех базовых принципов. Во-первых, я старался как можно более полно отобразить весь спектр моделей, которые могут быть использованы аналитиками для оценки, выделяя в этих моделях общие элементы и предоставляя теоретическую основу для выбора моделей, наиболее адекватных в конкретных ситуациях. Во-вторых, модели сопровождаются примерами из реального мира, во всем их несовершенстве и со всеми особенностями, что позволяет тем самым охватить некоторые проблемы, возникающие в процессе применения этих моделей. Существует очевидный риск, что при ретроспективном рассмотрении некоторые из этих оценок окажутся безнадежно ошибочными, однако этот риск полностью окупается выигрышами. В-третьих, отдавая дань своей вере в универсальность моделей оценки и возможность приложения их к любому рынку, я привел в книге иллюстрации с различных рынков, находящихся за пределами США. Наконец, я попытался сделать части этой книги как можно более независимыми друг от друга, стремясь дать читателю возможность читать различные разделы в любом порядке, не теряя при этом нить изложения.

*Асват Дамодаран
г. Нью-Йорк, шт. Нью-Йорк
Декабрь, 2001 г.*

НАЧАЛЬНЫЕ СВЕДЕНИЯ ОБ ОЦЕНКЕ

Любой актив, как финансовый, так и реальный, обладает определенной стоимостью. Для успешного инвестирования и управления активами требуется не только понимание того, что такое «стоимость», но и знание тех факторов, которые на нее влияют. Оценить можно любой актив, хотя в отношении одних активов это сделать легче, чем в отношении других. При этом параметры оценки могут меняться в зависимости от конкретных условий. Например, определение стоимости недвижимости требует иной информации и другого формального представления, чем оценка ценных бумаг, обращающихся на публичном рынке. Тем не менее поразительны не различия в методиках оценки, а степень сходства основополагающих принципов. Оценка предполагает некоторую степень неопределенности, которая часто связана со спецификой оцениваемого актива, хотя свой вклад в нее может вносить и модель оценки.

В данной главе представлены философские обоснования оценки. Кроме того, обсуждается вопрос о применимости оценки активов в различных ситуациях: от управления портфелями ценных бумаг до работы с корпоративными финансами.

ФИЛОСОФСКИЕ ОБОСНОВАНИЯ ОЦЕНКИ

Оскару Уайльду принадлежит определение циника как человека, «знающего цену всякой вещи, но не имеющего никакого представления относительно ее стоимости». Писателю прекрасно удалось бы описание некоторых аналитиков, а также многих инвесторов, придерживающихся в деле инвестирования теории «еще большего болвана». Согласно данной теории, стоимость актива не имеет никакого значения, если находится «еще больший болван», готовый приобрести данный актив. Хотя шанс получить некоторую при-

быль при таком подходе определенно остается, подобные игры могут оказаться небезопасными, поскольку нет никакой гарантии, что в нужный момент найдется подходящий инвестор.

Постулат, лежащий в основе здравого подхода к инвестициям, гласит: «никакой инвестор не платит за актив больше того, что он стоит». Данное утверждение выглядит вполне разумным и очевидным, но, тем не менее, каждому очередному поколению приходится всякий раз открывать его заново на всех без исключения рынках. Только не вполне искренние люди способны утверждать, будто оценка полностью находится в ведении держателя актива и любую цену можно оправдать, если другие инвесторы готовы ее заплатить. Это очевидная нелепость. Личное восприятие и в самом деле многое значит, если речь идет об оценке картины или скульптуры, но в большинстве случаев инвесторы покупают активы, руководствуясь вовсе не эстетическими или эмоциональными мотивами. Финансовые активы приобретаются в ожидании денежных потоков (cash flows). Следовательно, восприятие стоимости должно основываться на реальном положении дел, а это предполагает, что цена, уплачиваемая за любой актив, должна отражать будущие денежные потоки, которые он может принести. В моделях оценки, описанных в данной книге, предпринята попытка связать стоимость активов с уровнем и ожидаемым ростом генерируемых ими денежных потоков.

Существует много областей, где оценка оставляет место для споров, включая такие вопросы, как определение истинной стоимости, а также время, необходимое для того, чтобы цены к ней приблизились. Но существует вопрос, в котором не бывает разногласий, — цену актива нельзя оправдать лишь на том основании, что в будущем появятся инвесторы, готовые приобрести его по более высокой цене.

РАСПРОСТРАНЕННЫЕ МНЕНИЯ ПО ПОВОДУ ОЦЕНКИ

В теории оценки, как и во всех других аналитических дисциплинах, со временем распространились собственные мифы. В данном разделе исследуются и развенчиваются некоторые из них.

Миф 1. Оценка объективна, поскольку для ее проведения используются количественные модели

Оценка не является наукой, что бы ни говорили некоторые из ее поборников. Не является она и объективным поиском истинной стоимости, как бы ни желали этого идеалисты. Используемые при оценке модели, возможно, относятся к количественным, однако входные данные оставляют много простора для субъективных суждений. Соответственно, итоговая стоимость, полученная при помощи определенной модели, будет отмечена влиянием привнесенных в процесс оценки предубеждений. В действительности же оценка зачастую следует за уже установившимися ценами.

На первый взгляд, необходимо всего лишь устранить любые предубеждения еще до начала оценки. Но это легче сказать, чем сделать. При современном уровне доступа к внешней информации, аналитическим исследованиям и суждениям о фирме, едва ли удастся избежать определенной степени предвзятости в полученных оценках. Уменьшить влияние предубеждений при проведении оценки можно двумя способами. Во-первых, до завершения оценки не следует прислушиваться к радикальному общественному мнению по поводу стоимости фирмы. Слишком часто решение о том, переоценена ли или недооценена фирма, предшествует ее реальной оценке*, что приводит к весьма предвзятому анализу. Во-вторых, прежде чем приступать к оценке, следует свести к минимуму влияние собственных убеждений по поводу того, насколько переоценена или недооценена фирма.

Кроме того, при определении степени предвзятости оценки играют роль и институциональные факторы. Известно, например, что аналитики, изучающие рынок ценных бумаг, чаще дают рекомендации** о покупке, чем о продаже (т. е. они чаще считают фирмы недооцененными, чем переоцененными). Отчасти это связано с трудностями, которые аналитики испытывают при получении доступа к информации по отдельным фирмам, а также при ее сборе, а отчасти — с давлением портфельных менеджеров, которые могут держать длинные позиции на рынке ценных бумаг. В последние годы указанная тенденция еще более усугубилась вследствие давления на аналитиков ценных бумаг, вынужденных заниматься проблемами инвестиционно-учредительской деятельности банков.

Прежде чем принимать решения на основе оценки, выполненной третьей стороной, следует учесть допущенную аналитиками предвзятость (bias)***. Например, самооценка фирмы при проведении слияния будет, по всей ве-

* С особой очевидностью это проявляется при поглощении, когда решение о приобретении фирмы зачастую предшествует проведению ее оценки. Стоит ли удивляться тому, что аналитики почти всегда оказываются сторонниками данного решения?

** На протяжении длительного периода времени число рекомендаций о покупке превышало количество рекомендаций о продаже в соотношении 10:1. В последние годы данная тенденция только усилилась.

*** Bias — в общем случае это ошибка в чем-либо: например, ошибка выборки (sample bias), ошибка наблюдения (observation bias), ошибки в прогнозировании (forecasting bias). В последнем случае различают четыре вида ошибок: 1) ошибки в исходных данных (из-за неполноты данных для анализа, неточности экономических измерений); 2) ошибки в модели, используемой для прогноза (вследствие упрощения и несовершенства теоретических построений, экспертных оценок и т. д.); 3) ошибки согласования (из-за того, что исходные статистические данные готовятся различными организациями (экспертами), применяющими разную методологию расчетов); 4) ошибки стратегии (это результат, главным образом, неудачного выбора оптимистического или пессимистического вариантов прогноза). Термин «bias» также часто используется (в том числе и в данной книге) для обозначения предубежденности экспертов, инвесторов или рынка, когда речь идет об оценке стоимости активов, торгуемых на публичных рынках. — *Прим. науч. ред.*

ПРЕДВЗЯТОСТЬ ПРИ АНАЛИЗЕ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Граница между анализом собственного капитала и умением продавать стирается, по большей части, в периоды «иррационального процветания». В конце 1990-х годов, отмеченных бурным ростом рыночной стоимости (market value) компаний, которые представляют «новую экономику», можно было видеть многих аналитиков ценных бумаг — в особенности на продающей стороне, — вышедших за границы роли экспертов и ставших «заволами» рынка ценных бумаг. Хотя эти аналитики, возможно, были совершенно искренни в своих рекомендациях, но остается фактом, что инвестиционные банки, на которые они работали, лидировали в приобретении первых выпусков акций рекомендуемых компаний. Это делает их открытыми для обвинений в предвзятости или еще худших.

В 2001 г. крах на рынке акций, представляющих новую экономику, и отчаянные крики инвесторов, потерявших свои накопления в результате этого падения цен, привели к бурным спорам. Прошли слушания Конгресса, где законодатели запросили сведения относительно того, что именно знали аналитики о рекомендованных ими компаниях и когда конкретно они это узнали. Кроме того, они настаивали на том, чтобы Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC) выступила с заявлением о необходимости беспристрастного отношения при проведении анализа акционерного капитала. Они потребовали также, чтобы в решениях, принимаемых некоторыми инвестиционными банками, просматривалась хотя бы видимость объективности. Пока эта книга готовилась к печати, американская финансовая компания Merrill Lynch и банк Credit Suisse First Boston (CSFB) приняли решение о том, что их аналитики более не имеют права обладать ценными бумагами в рекомендуемых ими компаниях. К сожалению, действительно существующий источник предвзятости — взаимосвязь между инвестиционными банками и предоставлением консультационных услуг в области инвестиций — так и остался нетронутым.

Следует ли государству регулировать экспертные услуги в области анализа акционерного капитала? Это не слишком разумно, поскольку подобное регулирование обычно осуществляется довольно неуклюже. Таким образом, вмешательство государства приведет к побочным расходам, которые быстро превысят все выгоды от подобных мер. Более эффективные шаги могли бы предпринять портфельные менеджеры и инвесторы. Анализ собственного капитала фирм, оставляющий место для предвзятости, необходимо корректировать, а в особо вопиющих случаях — даже игнорировать его результаты.

роятности, искажена в собственную пользу. Хотя это еще и не свидетельствует о бесполезности подобной оценки, аналитики должны подходить к ней с долей скептицизма.

Миф 2. Хорошо обоснованная и тщательно проведенная оценка останется верной всегда

Стоимость, получаемая при помощи любых моделей оценки, зависит как от специфики фирмы, так и от информации, относящейся ко всему рынку. Вследствие этого она будет меняться по мере появления новой информации. При постоянном потоке новой информации, поступающей на финансовые рынки, оценки в отношении какой-либо фирмы быстро устаревают и подлежат обновлению с целью учета новой информации. Данная информация может касаться только определенной фирмы, относиться к целому сектору экономики или же изменять ожидания относительно всех фирм на рынке.

Наиболее общим примером информации, характеризующей определенную фирму, является отчет о прибыли (*earnings report*), который не только содержит сведения об эффективности фирмы в недавнем прошлом, но и — что более важно — на его основе можно выяснить, какую именно модель бизнеса использует фирма в своей деятельности. Существенное падение в 1999–2001 гг. стоимости многих акций, относящихся к новой экономике, можно, по крайней мере частично, связать с осознанием того, что эти фирмы способны скорее порождать потребителей, чем приносить прибыль даже в долгосрочной перспективе.

В некоторых случаях новая информация может повлиять на стоимость всех фирм из определенного сектора экономики. Так, в начале 1992 г. высокую оценку получали фармацевтические компании. Подобные суждения основывались на том предположении, что быстрый рост, начавшийся в 1980-х годах, продолжится и в будущем. Тем не менее уже в начале 1993 г. оценка компаний из этого сектора значительно понизилась, поскольку перспективы реформы здравоохранения и контроля над ценами притупили радужные ожидания. Если задним числом проанализировать полученные доходы, то оценки этих компаний (и рекомендации аналитиков), сделанные в 1992 г., можно подвергнуть критике, однако именно они были наиболее разумными с учетом имевшейся на тот момент информации.

Наконец, на все экономические оценки влияет информация относительно состояния экономики и уровня процентных ставок. Ослабление экономики может привести к повсеместной переоценке темпов роста, хотя воздействие на доходы будет наибольшим в фирмах, отличающихся цикличностью (*cyclic firms*)*. Аналогично, повышение процентных ставок также повлияет на инвестиции, хотя и в различной степени для разных фирм.

* Фирмы, доходность которых сильно зависит от экономических факторов влияния, имеющих циклический характер. Например, доходность и, соответственно, цены акций такой компании, как Coca-Cola, определяются спросом на ее продукцию, который имеет сезонный характер. — *Прим. перев.*

Если аналитики решили поменять свои оценки, то от них, без сомнения, потребуют обосновать данное решение, причем в некоторых случаях изменение оценок со временем воспринимается как проблема. В данной ситуации лучше всего было бы вспомнить слова Джона Мейнарда Кейнса. Он произнес их в ответ на критику, обрушившуюся на него за изменение позиции по поводу одной фундаментальной экономической проблемы: «Когда факты изменяются, я меняю свое мнение. Разве вы, сэр, поступаете по-другому?»

Миф 3. Качественно проведенная оценка позволяет точно определить стоимость

Даже по завершении чрезвычайно дотошной и детальной оценки останется неопределенность по поводу заключительных величин стоимости, поскольку они будут «окрашены» предположениями относительно будущего компании и экономики в целом. Было бы нереалистично ожидать или требовать абсолютной определенности в оценках, поскольку денежные потоки и ставки дисконтирования остаются оценочными величинами. Кроме того, это означает, что при составлении рекомендаций, базирующихся на оценках, аналитики должны установить для себя разумные границы ошибки.

Вероятно, степень точности оценок будет меняться в широких пределах в зависимости от конкретных инвестиций. Оценка крупной и «зрелой» компании с продолжительной финансовой историей будет, скорее всего, куда более точной, чем оценка молодой компании, работающей в неустойчивом секторе. Если эта компания работает на формирующемся рынке, по поводу будущего которого также возникают значительные разногласия, то неопределенность умножится. Далее, в 23-й главе этой книги, мы покажем, что трудности с оценкой могут быть связаны с тем, какой именно период своего жизненного цикла переживает компания. «Зрелые» компании обычно легче оценивать, чем растущие, а молодые, только что стартовавшие компании труднее оценивать, чем компании с установившимися продукцией и рынками. Однако проблема заключается не в используемой модели оценки, а в тех трудностях, с которыми мы сталкиваемся, пытаясь оценить будущее. Многие инвесторы и аналитики оправдывают не вполне обоснованные оценки неопределенностью будущего или указывают на отсутствие информации. Но в действительности выигрыш, который можно получить при обоснованной оценке, оказывается наибольшим именно в тех фирмах, где проведение оценки является наиболее трудной задачей.

Миф 4. Чем более «количественной» будет модель, тем точнее оценка

Кажется очевидным, что более сложная и полная модель приведет к более качественным оценкам. Однако это не всегда так. По мере усложнения модели количество входных данных, необходимых для оценки фирмы, скорее всего, будет расти, что приведет к увеличению вероятности ошибок на вхо-

де. Данная проблема еще больше усугубляется, когда модель становится настолько сложной, что превращается в некий «черный ящик», где, с одной стороны, аналитик «утопает» во входных данных, а с другой стороны — в оценках. Слишком часто, когда оценка оказывается некорректной, обвинение переводится на модель, а не на самих аналитиков. Из их уст звучит рефреном: «Это не моя вина. Во всем виновата модель».

Существуют три аспекта, которые важны для любой оценки. Первый из них — это принцип экономии, суть которого заключается в том, что не следует использовать больше входных данных, чем требуется для оценки актива. Второй аспект состоит в необходимости балансировать между дополнительными преимуществами от более детальной оценки и дополнительными издержками (и ошибками), связанными с получением необходимых данных. Третий аспект заключается в том, что оценивают компании не модели, а *вы сами*. В мире, где проблема оценки часто состоит не в недостатке информации, а в ее избытке, отделение существенной информации от несущественной почти столь же важно, как и те модели и методы, которые вы используете для оценки фирмы.

Миф 5. Чтобы делать деньги, полагаясь на оценку, необходимо допустить существование определенной неэффективности рынка

По умолчанию в процессе оценки присутствует предположение, что рынки делают ошибки, а мы можем эти ошибки найти. При этом часто используется информация, которая доступна десяткам тысяч других инвесторов. Таким образом, будет целесообразным заявить, что тем, кто верит в неэффективность рынков, следует уделять часть своего времени и ресурсов на оценку, в то время как людям, уверенным в эффективности рынков, в качестве наилучшей оценки стоит принять рыночную цену.

Однако данное утверждение не отражает внутренних противоречий в обеих позициях. Те, кто верит в эффективность рынка, могут все же усмотреть некоторую пользу в оценках, особенно, когда им приходится оценивать результаты изменений при ведении бизнеса или анализировать причины отклонений рыночных цен со временем. Более того, остается неясным, как рынки могли бы оказаться эффективными, если бы инвесторы не пытались обнаружить переоцененные и недооцененные ценные бумаги и торговать ими на основе сделанных ими оценок. Другими словами, предварительным условием эффективности рынка, по-видимому, является существование миллионов инвесторов, верящих в неэффективность рынков.

С другой стороны, те, кто верит в то, что рынки совершают ошибки, и покупают или продают ценные бумаги, основываясь на этом предположении, должны верить и в то, что рынки, в конечном итоге, откорректируют эти ошибки (т. е. станут эффективными), поскольку только таким образом эти люди могут заработать деньги. Это весьма удобное определение неэффективности — рынки неэффективны до тех пор, пока вы не заняли длинную позицию по недооцененным, как вам кажется, ценным бумагам, но они сразу превратятся в эффективные, как только вы эту позицию займете.

Лучше всего, подходить к вопросу о рыночной эффективности с позиции осторожного скептицизма. Следует признать, что, с одной стороны, рынки совершают ошибки, но, с другой стороны, для обнаружения этих ошибок требуется сочетание навыков и удачи. Данный подход к рынкам приводит к следующим заключениям: во-первых, если что-то выглядит слишком хорошо, чтобы быть истинным (например, ценная бумага выглядит, со всей очевидностью, недооцененной или переоцененной), то, вероятнее всего, это *не* является истинным. Во-вторых, когда оценка, произведенная в результате анализа, существенно отличается от рыночной цены, исходите из того, что правым будет рынок. Затем, прежде чем заключать, переоценен ли или недооценен ваш объект, вам следует доказать самому себе, что ваше исходное предположение было ошибочным. Этот более высокий стандарт поможет вам соблюдать большую осмотрительность при выполнении оценок. Однако, учитывая трудности в попытках перехитрить рынок, это все же не такой уж плохой результат.

Миф 6. Важен лишь результат оценки (т. е. установленная стоимость). Сам же процесс оценки не играет роли

Поскольку в этой книге представлены модели оценки, существует опасность сосредоточиться исключительно на результате (т. е. стоимости компании и вопросе о том, является ли данная компания переоцененной или недооцененной) и упустить при этом некоторые важные моменты, связанные с процессом оценки. Между тем сам по себе он способен предоставить нам огромное количество информации относительно детерминантов стоимости и оказать помощь в ответе на некоторые фундаментальные вопросы. Какую цену можно заплатить за высокий рост? Какова стоимость торговой марки (бренда)? Насколько важно добиваться более высокой доходности проекта? Каково влияние размера прибыли на стоимость? Благодаря столь высокой информативности процесса оценки некоторую пользу в моделях оценки смогут увидеть даже те, кто верит в эффективность рынка (а также в то, что рыночная цена является наилучшей оценкой стоимости).

РОЛЬ ОЦЕНКИ

Оценка полезна при решении широкого круга задач. Тем не менее роль, которую она играет, зависит от той области, где она применяется. В следующем разделе рассматривается использование оценки в таких областях, как: управление портфелем активов, анализ с целью приобретения и корпоративные финансы.

Оценка при управлении портфелем активов

Роль, которую играет оценка при управлении портфелем активов, в значительной степени определяется инвестиционной философией инвестора. Если

речь идет о пассивном инвесторе, то при управлении портфелем роль оценки невелика. Для активного же инвестора ее роль значительно возрастает. Даже среди активных инвесторов природа и роль оценки различаются в зависимости от вида активного управления капиталом. «Рыночные тактики» (market timers), т. е. финансовые специалисты, предсказывающие оптимальное время для операций на рынке, используют оценку в гораздо меньшей степени, чем инвесторы, покупающие ценные бумаги на длительный срок, — их внимание в большей степени сосредоточено на рыночной стоимости, чем на стоимости, основанной на конкретном положении дел на фирме. Если речь идет о задаче выбора ценных бумаг, то оценка при управлении портфелями играет центральную роль для фундаментальных аналитиков и второстепенную — для технических аналитиков.

Фундаментальные аналитики (fundamental analysts). Центральное положение фундаментального анализа основывается на том, что истинная стоимость фирмы может быть соотнесена с ее финансовыми характеристиками: перспективами роста, характером риска и денежными потоками. Любое отклонение от этой истинной стоимости становится сигналом, что акции данной фирмы переоценены или недооценены. В этом состоит долгосрочная стратегия инвестирования, и предположения, лежащие в ее основе, заключаются в следующем:

- связь между стоимостью и основополагающими финансовыми факторами может иметь количественное выражение;
- эта связь устойчива во времени;
- отклонения от этой взаимосвязи корректируются за некоторый разумный период времени.

Оценка находится в центре внимания фундаментального анализа. Некоторые аналитики используют для оценки фирм модель дисконтирования денежных потоков, в то время как другие прибегают к многофакторным построениям, таким как мультипликаторы «цена/прибыль» (price/earnings) и «цена/балансовая стоимость» (price/book value). Поскольку инвесторы, использующие данный подход, в своих портфелях держат значительные объемы недооцененных ценных бумаг, они надеются на то, что стоимость их портфелей будет расти в среднем быстрее, чем рынок.

Покупатель франшизы (franchise buyer). Философию покупателя франшизы (франчайзи) лучше всего выразил Уоррен Баффетт*, инвестор, добившийся наибольшего успеха в этом виде деятельности: «Мы пытаемся придерживаться тех видов бизнеса, которые, как нам кажется, мы понимаем. Это означает, что они должны быть относительно простыми и устойчивыми по природе. Если бизнес сложен и подвержен постоянным переменам, мы не настолько умны, чтобы предсказывать будущие денежные потоки». Поку-

* Это цитата из послания Баффетта к держателям акций Berkshire Hathaway за 1993 г.

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно
в интернет-магазине «Электронный универс»
(e-Univers.ru)