

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
Заключение	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
Заключение	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
Заключение	626
Контрольные вопросы	626

ГЛАВА 18	
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ПРИБЫЛИ	628
Мультиликатор «цена/прибыль».....	628
Мультиликатор PEG.....	651
Другие варианты мультиликатора PEG	663
Заключение	678
Контрольные вопросы.....	678
ГЛАВА 19	
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ.....	682
Соотношение цены и балансовой стоимости собственного капитала.....	682
Применение мультиликаторов «цена/балансовая стоимость».....	697
Использование в инвестиционных стратегиях.....	708
Мультиликатор «Стоимость фирмы/балансовая стоимость капитала»	711
Мультиликатор Q Тобина: отношение рыночной стоимости к стоимости замещения	717
Заключение	719
Контрольные вопросы.....	720
ГЛАВА 20	
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ВЫРУЧКИ И СПЕЦИФИЧЕСКИЕ СЕКТОРНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ.....	724
Мультиликаторы выручки	724
Специфические секторные мультиликаторы	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
Выходы для инвесторов.....	877
Выходы 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
Заключение	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
Заключение	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
Заключение	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 идеи 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 переменой 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.*

Глава 1

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-

быть 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 распространялись 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 устраниить 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 предвзятыму анализу. Во-вторых, прежде чем приступить 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 « заводилами» 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 цennymi 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 влияет 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最难 оценивать, чем компании с установленшившимися 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 торговаться 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 думается, 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»
[\(e-Univers.ru\)](http://e-Univers.ru)