

# Содержание

|   |            |
|---|------------|
| Предисловие к русскому изданию .....                                      |            |
| Предисловие .....   |            |
| <b>Глава 1</b>  |            |
| <b>Начальные сведения об оценке .....</b>                                 | <b>17</b>  |
| <i>Философские обоснования оценки .....</i>                               | <i>17</i>  |
| <i>Распространенные мнения по поводу оценки .....</i>                     | <i>18</i>  |
| <i>Роль оценки .....</i>  | <i>24</i>  |
| <i>Заключение .....</i>   | <i>29</i>  |
| <i>Контрольные вопросы .....</i>  | <i>30</i>  |
| <b>Глава 2</b>  |            |
| <b>Подходы к оценке .....</b>   | <b>31</b>  |
| <i>Оценка дисконтированных денежных потоков .....</i>                     | <i>32</i>  |
| <i>Сравнительная оценка .....</i>   | <i>42</i>  |
| <i>Оценка условных требований .....</i>                                   | <i>48</i>  |
| <i>Заключение .....</i>   | <i>51</i>  |
| <i>Контрольные вопросы .....</i>  | <i>52</i>  |
| <b>Глава 3</b>  |            |
| <b>Основы финансовой отчетности .....</b>                                 | <b>55</b>  |
| <i>Основы бухгалтерской отчетности .....</i>                              | <i>56</i>  |
| <i>Измерение и оценка активов .....</i>                                   | <i>58</i>  |
| <i>Измерение финансирующей комбинации .....</i>                           | <i>67</i>  |
| <i>Измерение прибыли и доходности .....</i>                               | <i>76</i>  |
| <i>Измерение риска .....</i>  | <i>84</i>  |
| <i>Другие вопросы финансовой отчетности .....</i>                         | <i>93</i>  |
| <i>Заключение .....</i>   | <i>93</i>  |
| <i>Контрольные вопросы .....</i>  | <i>95</i>  |
| <b>Глава 4</b>  |            |
| <b>Начальные сведения о риске .....</b>                                   | <b>101</b> |
| <i>Что такое риск .....</i>   | <i>102</i> |
| <i>Риск собственного капитала и ожидаемая доходность .....</i>            | <i>103</i> |
| <i>Альтернативные модели для оценки риска собственного капитала .....</i> | <i>119</i> |

|  |     |
|--|-----|
| <i>Сравнительный анализ моделей риска собственного капитала</i> .....                        | 127 |
| <i>Модели риска дефолта</i> .....  | 128 |
| <i>Заключение</i> .....  | 133 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 134 |
| <b>Глава 5</b>   |     |
| <b>Теория и модели ценообразования опционов</b> .....  | 141 |
| <i>Основы ценообразования опционов</i> .....   | 141 |
| <i>Детерминанты стоимости опциона</i> .....  | 142 |
| <i>Модели ценообразования опционов</i> .....   | 146 |
| <i>Дополнительно об оценке опционов</i> .....  | 164 |
| <i>Заключение</i> .....  | 166 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 167 |
| <b>Глава 6</b>   |     |
| <b>Рыночная эффективность — определение, тесты и обоснования</b> .....                       | 171 |
| <i>Эффективность рынка и оценка инвестиций</i> .....   | 171 |
| <i>Что такое эффективный рынок?</i> .....  | 172 |
| <i>Последствия рыночной эффективности</i> .....  | 174 |
| <i>Необходимые условия для рыночной эффективности</i> .....                                  | 175 |
| <i>Предположения относительно рыночной эффективности</i> .....                               | 176 |
| <i>Тесты на эффективность рынка</i> .....  | 178 |
| <i>Основные нарушения при тестировании рыночной эффективности</i> .....                      | 185 |
| <i>Менее серьезные нарушения, способные вызвать проблемы</i> .....                           | 187 |
| <i>Доказательства рыночной эффективности</i> .....   | 188 |
| <i>Реакция рынка на информационные события</i> .....   | 199 |
| <i>Рыночные аномалии</i> .....   | 203 |
| <i>Признаки торговли инсайдеров и профессиональных инвесторов</i> .....                      | 215 |
| <i>Заключение</i> .....  | 222 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 224 |
| <b>Глава 7</b>   |     |
| <b>Безрисковые ставки и премии за риск</b> .....   | 229 |
| <i>Безрисковая ставка</i> .....  | 229 |
| <i>Премия за риск инвестирования в акции</i> .....   | 237 |
| <i>Дефолтный спред по облигациям</i> .....   | 261 |
| <i>Заключение</i> .....  | 265 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 266 |
| <b>Глава 8</b>   |     |
| <b>Оценка параметров риска и стоимости финансирования</b> .....                              | 269 |
| <i>Стоимость привлечения собственного и долгового капитала</i> .....                         | 270 |
| <i>Стоимость привлечения собственного капитала</i> .....                                     | 270 |
| <i>От стоимости привлечения собственного капитала к стоимости привлечения капитала</i> ..... | 305 |
| <i>Лучшая практика</i> .....   | 322 |
| <i>Заключение</i> .....  | 322 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 323 |

**Глава 9**

|   |     |
|---|-----|
| <b>Измерение прибыли</b> .....                  | 333 |
| <i>Бухгалтерский и финансовый балансы</i> ..... | 334 |
| <i>Коррекция прибыли</i> .....                  | 335 |
| <i>Заключение</i> .....                         | 356 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                | 358 |

**Глава 10**

|   |     |
|---|-----|
| <b>От прибыли к денежным потокам</b> .....  | 361 |
| <i>Влияние налогов</i> .....                | 361 |
| <i>Потребности в реинвестировании</i> ..... | 372 |
| <i>Заключение</i> .....                     | 385 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....            | 386 |

**Глава 11**

|   |     |
|---|-----|
| <b>Оценка роста</b> .....                       | 389 |
| <i>Важность роста</i> .....                     | 390 |
| <i>Исторический рост</i> .....                  | 390 |
| <i>Оценки аналитиков</i> .....                  | 402 |
| <i>Фундаментальные детерминанты роста</i> ..... | 407 |
| <i>Качественные аспекты роста</i> .....         | 428 |
| <i>Заключение</i> .....                         | 430 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                | 431 |

**Глава 12**

|  |     |
|--|-----|
| <b>Завершение оценки: оценка заключительной стоимости</b> .....      | 433 |
| <i>Завершение оценки</i> .....                                       | 434 |
| <i>Вопрос выживания</i> .....  | 452 |
| <i>Итоговые соображения по поводу заключительной стоимости</i> ..... | 455 |
| <i>Заключение</i> .....  | 456 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                                     | 456 |

**Глава 13**

|   |     |
|---|-----|
| <b>Модель дисконтирования дивидендов</b> .....  | 461 |
| <i>Общая модель</i> .....   | 461 |
| <i>Варианты модели</i> .....  | 462 |
| <i>Вопросы, возникающие при использовании модели дисконтирования дивидендов</i> ..... | 485 |
| <i>Тестирование модели дисконтирования дивидендов</i> .....                           | 486 |
| <i>Заключение</i> .....   | 491 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 491 |

**Глава 14**

|   |     |
|---|-----|
| <b>Модель дисконтирования свободных денежных потоков на собственный капитал</b> .....     | 495 |
| <i>Определение суммы, которую фирмы могут вернуть своим акционерам</i> .....              | 495 |
| <i>Модели оценки FCFE</i> .....   | 503 |
| <i>Модель дисконтирования FCFE в сравнении с моделью дисконтирования дивидендов</i> ..... | 520 |

|   |     |
|---|-----|
| <i>Заключение</i> .....   | 526 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 527 |
| <b>Глава 15</b>   |     |
| <b>Оценка фирмы: подходы на основе стоимости привлечения капитала и скорректированной приведенной стоимости</b> ..... | 533 |
| <i>Свободные денежные потоки фирмы</i> .....  | 534 |
| <i>Оценка фирмы: подход на основе стоимости привлечения капитала</i> .....  | 537 |
| <i>Оценка фирмы: подход на основе скорректированной приведенной стоимости</i> .....                                   | 554 |
| <i>Влияние рычага на стоимость фирмы</i> .....  | 560 |
| <i>Скорректированная приведенная стоимость и финансовый рычаг</i> .....   | 575 |
| <i>Заключение</i> .....   | 581 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 581 |
| <b>Глава 16</b>   |     |
| <b>Определение стоимости собственного капитала на акцию</b> .....   | 587 |
| <i>Стоимость внеоперационных активов</i> .....  | 587 |
| <i>Стоимость фирмы и стоимость собственного капитала</i> .....  | 610 |
| <i>Опционы менеджеров и работников</i> .....  | 612 |
| <i>Стоимость акции в условиях, когда сильно меняются голосующие права</i> .....                                       | 622 |
| <i>Заключение</i> .....   | 624 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 625 |
| <b>Глава 17</b>   |     |
| <b>Фундаментальные принципы сравнительной оценки</b> .....  | 629 |
| <i>Использование сравнительной оценки</i> .....   | 629 |
| <i>Нормализованная стоимость и мультипликаторы</i> .....  | 631 |
| <i>Четыре базовых этапа использования мультипликаторов</i> .....  | 633 |
| <i>Согласование оценки на основе дисконтирования денежных потоков и сравнительной оценки</i> .....                    | 647 |
| <i>Заключение</i> .....   | 648 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 649 |
| <b>Глава 18</b>   |     |
| <b>Мультипликаторы прибыли</b> .....  | 651 |
| <i>Мультипликатор «цена/прибыль»</i> .....  | 651 |
| <i>Мультипликатор PEG</i> .....   | 674 |
| <i>Другие варианты мультипликатора PE</i> .....   | 686 |
| <i>Мультипликатор «стоимость предприятия/EBITDA»</i> .....  | 691 |
| <i>Заключение</i> .....   | 700 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 702 |
| <b>Глава 19</b>   |     |
| <b>Мультипликаторы балансовой стоимости</b> .....   | 707 |
| <i>Соотношение цены и балансовой стоимости собственного капитала</i> .....  | 707 |
| <i>Применение мультипликаторов «цена/балансовая стоимость»</i> .....  | 720 |
| <i>Использование в инвестиционных стратегиях</i> .....  | 731 |

|  |            |
|--|------------|
| Мультипликатор «стоимость фирмы/<br>балансовая стоимость капитала» .....             | 735        |
| Мультипликатор Q Тобина:<br>отношение рыночной стоимости к стоимости замещения ..... | 742        |
| Заключение .....   | 744        |
| Контрольные вопросы .....  | 745        |
| <b>Глава 20</b>  |            |
| <b>Мультипликаторы выручки и секторные мультипликаторы .....</b>                     | <b>751</b> |
| Мультипликаторы выручки .....  | 751        |
| Секторные мультипликаторы .....  | 785        |
| Заключение .....   | 793        |
| Контрольные вопросы .....  | 793        |
| <b>Глава 21</b>  |            |
| <b>Оценка фирм, оказывающих финансовые услуги .....</b>                              | <b>799</b> |
| Категории фирм, оказывающих финансовые услуги .....                                  | 800        |
| Особенности фирм сферы финансовых услуг .....  | 800        |
| Общие принципы оценки .....  | 803        |
| Оценка на основе дисконтированных денежных потоков .....                             | 804        |
| Оценка, основанная на активах .....  | 821        |
| Сравнительная оценка .....   | 823        |
| Проблемы оценки фирм сферы финансовых услуг .....                                    | 830        |
| Заключение .....   | 834        |
| Контрольные вопросы .....  | 835        |
| <b>Глава 22</b>  |            |
| <b>Оценка фирм с отрицательной или нетипичной прибылью .....</b>                     | <b>839</b> |
| Отрицательная прибыль: последствия и причины .....                                   | 839        |
| Оценка фирм с отрицательной прибылью .....   | 844        |
| Заключение .....   | 874        |
| Контрольные вопросы .....  | 874        |
| <b>Глава 23</b>  |            |
| <b>Оценка молодых и начинающих фирм .....</b>  | <b>879</b> |
| Информационные ограничения .....   | 879        |
| Новые парадигмы или старые принципы:<br>перспектива жизненного цикла .....           | 880        |
| Оценка венчурного капитала .....   | 884        |
| Общие принципы анализа .....   | 886        |
| Факторы стоимости .....  | 901        |
| Оценочный шум .....  | 903        |
| Выводы для инвесторов .....  | 904        |
| Выводы для менеджеров .....  | 905        |
| Игра на ожиданиях .....  | 906        |
| Заключение .....   | 909        |
| Контрольные вопросы .....  | 910        |

## Глава 24

|  |     |
|--|-----|
| <b>Оценка частных фирм</b> .....                                     | 913 |
| <i>В чем отличие частных фирм?</i> .....                             | 913 |
| <i>Оценка входных данных в случае частных фирм</i> .....             | 915 |
| <i>Мотивация оценки и стоимость</i> .....                            | 940 |
| <i>Оценка долей венчурных капиталистов и прямых инвестиций</i> ..... | 945 |
| <i>Сравнительная оценка частных компаний</i> .....                   | 949 |
| <i>Заключение</i> .....  | 954 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                                     | 955 |

## Глава 25

|   |      |
|---|------|
| <b>Приобретения и поглощения</b> .....                                    | 959  |
| <i>Исходные предпосылки для изучения приобретений</i> .....               | 959  |
| <i>Эмпирические данные о влиянии поглощения на стоимость</i> .....        | 963  |
| <i>Этапы приобретения</i> .....   | 964  |
| <i>Оценка поглощения:</i>   |      |
| <i>необъективность и распространенные ошибки</i> .....                    | 990  |
| <i>Структурирование приобретения</i> .....                                | 993  |
| <i>Анализ менеджмента и выкупы с использованием заемных средств</i> ..... | 999  |
| <i>Заключение</i> .....   | 1004 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 1005 |

## Глава 26

|   |      |
|---|------|
| <b>Оценка недвижимости</b> .....                                | 1011 |
| <i>Сравнение реальных активов с финансовыми</i> .....           | 1011 |
| <i>Оценка на основе дисконтированных денежных потоков</i> ..... | 1013 |
| <i>Сравнительная/относительная оценка</i> .....                 | 1038 |
| <i>Оценка бизнеса в сфере недвижимости</i> .....                | 1041 |
| <i>Заключение</i> .....   | 1044 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                                | 1045 |

## Глава 27

|   |      |
|---|------|
| <b>Оценка прочих активов</b> .....                | 1049 |
| <i>Активы, создающие денежные потоки</i> .....    | 1050 |
| <i>Активы, не создающие денежные потоки</i> ..... | 1060 |
| <i>Активы с характеристиками опционов</i> .....   | 1064 |
| <i>Заключение</i> .....                           | 1065 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                  | 1066 |

## Глава 28

|   |      |
|---|------|
| <b>Опцион на отсрочку и выводы для оценки</b> ..... | 1071 |
| <i>Проект с опционом на отсрочку</i> .....          | 1072 |
| <i>Оценка патента</i> .....                         | 1083 |
| <i>Опционы на запасы полезных ископаемых</i> .....  | 1090 |
| <i>Другие сферы применения</i> .....                | 1097 |
| <i>Заключение</i> .....                             | 1097 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                    | 1098 |

**Глава 29**

|   |      |
|---|------|
| <b>Опционы на расширение и на отказ: особенности оценки</b> .....                 | 1101 |
| <i>Опцион на расширение</i> .....   | 1101 |
| <i>Когда опционы на расширение обладают стоимостью?</i> .....                     | 1111 |
| <i>Оценка фирмы с опционом на расширение</i> .....                                | 1114 |
| <i>Стоимость финансовой гибкости</i> .....  | 1117 |
| <i>Опцион на отказ</i> .....  | 1121 |
| <i>Согласование чистой приведенной стоимости и оценок реальных опционов</i> ..... | 1124 |
| <i>Заключение</i> .....   | 1125 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....  | 1126 |

**Глава 30**

|  |      |
|--|------|
| <b>Оценка собственного капитала проблемных фирм</b> .....                            | 1129 |
| <i>Собственный капитал в проблемных фирмах с высокой долей заемных средств</i> ..... | 1129 |
| <i>Выводы из рассмотрения собственного капитала как опциона</i> .....                | 1132 |
| <i>Оценка стоимости собственного капитала как опциона</i> .....                      | 1135 |
| <i>Последствия для принятия решений</i> .....  | 1142 |
| <i>Заключение</i> .....  | 1145 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 1145 |

**Глава 31****Увеличение стоимости: подход на основе оценки**

|   |      |
|---|------|
| <b>дисконтированных денежных потоков</b> .....                  | 1149 |
| <i>Действия, создающие стоимость и не влияющие на нее</i> ..... | 1149 |
| <i>Способы увеличения стоимости</i> .....                       | 1151 |
| <i>Цепочка увеличения стоимости</i> .....                       | 1173 |
| <i>Заключительные соображения по увеличению стоимости</i> ..... | 1179 |
| <i>Заключение</i> .....   | 1181 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                                | 1182 |

**Глава 32**

|  |      |
|--|------|
| <b>Увеличение стоимости: EVA, CFROI и прочие инструменты</b> ..... | 1187 |
| <i>Добавленная экономическая стоимость</i> .....                   | 1188 |
| <i>Денежная рентабельность инвестиций</i> .....                    | 1207 |
| <i>Заключительные замечания об увеличении стоимости</i> .....      | 1215 |
| <i>Заключение</i> .....  | 1216 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....                                   | 1217 |

**Глава 33****Вероятностный подход к оценке: анализ сценариев, дерево решений и моделирование**.....

|   |      |
|---|------|
| <i>Анализ сценариев</i> .....           | 1221 |
| <i>Дерева решений</i> .....             | 1228 |
| <i>Имитационное моделирование</i> ..... | 1238 |

---

|  |      |
|--|------|
| <i>Общий взгляд на вероятностные подходы к оценке риска</i> .....        | 1252 |
| <i>Заключение</i> .....  | 1255 |
| <i>Контрольные вопросы</i> .....   | 1256 |
| <b>Глава 34</b>  |      |
| <b>Обзор и заключение</b> .....  | 1261 |
| <i>Выбор моделей оценки</i> .....  | 1261 |
| <i>Какой подход следует использовать?</i> .....                          | 1262 |
| <i>Выбор правильной модели дисконтированных денежных потоков</i> .....   | 1268 |
| <i>Выбор правильной модели сравнительной оценки</i> .....                | 1273 |
| <i>Когда следует использовать модели ценообразования опционов?</i> ..... | 1280 |
| <i>Заключение</i> .....  | 1280 |
| <b>Литература</b> .....  | 1283 |
| <b>Алфавитный указатель</b> .....  | 1303 |



## *Предисловие к русскому изданию*

Уважаемые читатели!

Представляем вашему вниманию специальный русскоязычный тираж книги профессора А. Дамодарана «Инвестиционная оценка», изданной при поддержке Банковской группы ЗЕНИТ. Асват Дамодаран является крупнейшим исследователем теории стоимости и процесса оценки, признанным в мировом финансовом сообществе. Его издания и практические модели давно стали повседневными инструментами для специалистов-оценщиков, аналитиков и даже финансовых руководителей государств. В данном издании раскрываются философские и экономические аспекты теории стоимости и риска, подробно рассматриваются основные подходы и методы оценки (как традиционные, так и современные), приводятся практические рекомендации.

Определение рыночной стоимости любого актива (особенно такого комплексного актива, как бизнес предприятия) является весьма сложной и творческой задачей, решение которой требует от специалиста четкого понимания макроэкономических и отраслевых аспектов, финансовой, бухгалтерской, юридической и налоговой специфики бизнеса. Результат оценки часто опирается на ряд спорных предположений и экспертных суждений, поэтому проведение корректной оценки требует от специалиста высокого профессионализма, четкого понимания факторов, влияющих на результат, точного знания методик и подходов.

В российских условиях определение рыночной стоимости является особенно сложной задачей. Практические трудности, связанные с построением долгосрочных макроэкономических и отраслевых прогнозов, ограниченность российского фондового рынка, небольшое количество сделок купли-продажи (по сравнению с экономически более развитыми странами), а также недостаток публичной и достоверной финансовой информации о компаниях и сделках существенно осложняют работу специалиста-оценщика и приводят к повышенному влиянию субъективных факторов.

Оценка является повседневным инструментом при современном ведении бизнеса, при этом ее методы и подходы непрерывно совершенствуются. Основание новых технологических компаний и развитие финансовых рынков привело к появлению новых, «креативных» методик оценки, которые делают акцент на исследовании факторов риска и неопределенности.

Приятного чтения!

Банковская группа ЗЕНИТ



## Предисловие

Эта книга посвящена оценке: оценке акций, облигаций, опционов, фьючерсов и реальных активов. 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.

Последнее десятилетие оказалось очень насыщенным с точки зрения оценщиков по целому ряду причин. Во-первых, быстрый рост азиатских и латиноамериканских рынков вывел на первый план компании развивающихся стран. В настоящем издании им уделено более значительное внимание. Во-вторых, мы стали свидетелями того, как макроэкономические факторы обрушивают стоимость компаний во время банковского кризиса 2008 г. и как стираются границы между развитыми и развивающимися рынками. Наблюдения, сделанные мною во время кризиса относительно безрисковых процентных ставок, премий за риск и оценки денежных потоков, включены в эту книгу. В-третьих, в последнее десятилетие появились социальные сети с незначительной выручкой и чрезмерной рыночной капитализацией, в которых видится повтор доткомовского пузыря 1990 гг. В общем, чем больше все меняется, тем больше остается прежним. Наконец, выход на фондовые рынки новых игроков (хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и активных трейдеров) изменил ситуацию на рынках и в сфере инвестирования до неузнаваемости. Каждый такой поворот заставляет задавать один и тот же вопрос: «Актуальна ли оценка стоимости на этом рынке?» Я отвечаю на него однозначно: «Да, и даже в большей мере, чем прежде».

По мере того как технологии превращают печатные издания в анахронизм, меняются и мои подходы к представлению информации. Прежде всего, эта книга доступна в электронном формате, и я надеюсь, что она не менее полезна, чем и печатная версия. Потом, все методы оценки, приведенные в книге, освещаются на веб-сайте ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)),

где также можно найти большое количество баз данных и электронных таблиц. Примеры из этой книги там постоянно обновляются, что позволяет приблизить их к реальности.

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 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 разделы в любом порядке, не теряя при этом нить изложения.

# 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 неопределенность, 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

Оскар Уайльд 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 прибыль 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 есть инвесторы, готовые приобрести его по этой 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<sup>1</sup>, 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<sup>2</sup> 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 инвестиционной 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 вероятности, искажена в собственную пользу. Хотя это еще и не свидетельствует о бесполезности подобной оценки, аналитики должны подходить к ней с долей скептицизма.

---

<sup>1</sup> 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?

<sup>2</sup> 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.

## ПРЕДВЗЯТОСТЬ ПРИ АНАЛИЗЕ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Граница между анализом собственного капитала и умением продавать стирается, по большей части, в периоды «иррационального оптимизма». В конце 1990-х гг., 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 «заводилиами» 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) 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.

## 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 меняется 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 2010 г. такие социальные сети, как LinkedIn и Zynga, были настолько популярными на рынке, что возникает вопрос, не повторение ли это уже известной истории. Хотя эти компании кажутся невероятно перспективными из-за широкой базы участников, они делают лишь первые шаги на пути коммерциализации своих перспектив.

В некоторых случаях новая информация может повлиять на стоимость всех фирм из определенного сектора экономики. Так, в начале 2008 г. высокую оценку получали компании финансового сектора на ожидании того, что их темпы роста и доходность сохранятся и в будущем. Однако уже в начале 2009 г. они оценивались намного ниже, поскольку банковский кризис 2008 г. обнажил слабые места и скрытые риски этого бизнеса.

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). Повышение процентных ставок также влияет на все инвестиции, хотя и в разной степени.

Когда аналитики меняют свои оценки, от них требуют обоснования, особенно с учетом того, что в некоторых случаях изменение оценок становится проблемой. В данной ситуации уместно вспомнить слова Джона Мейнарда Кейнса, сказанные в ответ на критику по поводу изменения позиции по одной фундаментальной экономической проблеме: «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 главе 23, 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 входе. 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 допол-

нительными 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 акции 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 хо-

рошо, 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 в 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 пони-

маем. 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»<sup>1</sup>. Покупатели франшизы сосредоточивают внимание на небольшом числе видов бизнеса, которые они хорошо понимают, и пытаются приобрести недооцененные фирмы. Часто, как в случае с Баффеттом, покупатели франшизы достигают влияния на руководство этих фирм и приобретают возможность менять их финансовую и инвестиционную политику. Долгосрочная стратегия строится здесь на следующих базовых принципах:

- инвесторы, хорошо понимающие бизнес, способны оценить его более адекватно;
- недооцененные виды бизнеса можно приобретать, не рассчитывая на вздутие цены выше их истинной стоимости.

Оценка играет в этой философии ключевую роль, поскольку покупателей франшизы привлекает определенный вид бизнеса, который, как они верят, является недооцененным. Их также интересует, какую величину дополнительной стоимости они смогут создать путем реструктуризации бизнеса и его корректного управления.

**Технические аналитики, или чартисты (chartists).** Технические аналитики верят, что умонастроения инвесторов влияют на изменение цен в столь же высокой степени, как и любые фундаментальные финансовые переменные. Информация, становящаяся известной в процессе торгов — движение цен, объем торгов, сделки без покрытия и т. д., — дает представление о психологии инвесторов и будущем движении цен. Предположение, лежащее в основе подобных прогнозов, заключается в следующем: цены движутся, следуя определенным образцам, так называемым «моделям»; количество финансовых инвесторов, применяющих эти модели в свою пользу, слишком мало для их устранения; а средний инвестор на рынке руководствуется скорее своими эмоциями, чем рациональным анализом.

Хотя оценка не играет такой уж значительной роли в техническом анализе, у технических аналитиков существуют способы интеграции оценок в свою работу. Например, оценку можно использовать для определения линий поддержки и сопротивления на ценовых графиках<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Это цитата из послания Баффетта к держателям акций Berkshire Hathaway за 1993 г.

<sup>2</sup> На ценовых графиках «линия поддержки» обычно означает нижнюю ценовую границу, ниже которой цена едва ли опустится, а линия сопротивления означает верхнюю ценовую границу, которую цена, скорее всего, не преодолеет. Хотя эти уровни обычно оцениваются на основе прошлых цен, для их определения можно использовать интервал стоимости, полученный с помощью методик оценки (т. е.

**«Торговцы на информации» (information traders).** Цены движутся на основе информации о фирме. «Торговцы на информации» пытаются совершать торговые сделки либо опережая поступление информации, либо вскоре после ее поступления на финансовые рынки. Хорошие новости побуждают их к покупке, а плохие — к продаже. Основопологающее предположение заключается здесь в том, что эти торговцы могут предвидеть появление определенной информации и оценить реакцию рынка на эту информацию лучше, чем средний инвестор на данном рынке.

Внимание «торговца на информации» сосредоточено на связи между информацией и изменением стоимости, а не на стоимости самой по себе. Таким образом, «торговец на информации» может купить акции даже переоцененной фирмы, если верит, что грядущее сообщение заставит цены подняться, поскольку оно будет содержать более позитивные, чем ожидалось, новости. Если существует связь между степенью переоценки или недооценки фирмы и реакцией цены акции на новую информацию, то для «торговца на информации» оценка может сыграть свою роль в инвестировании.

**«Рыночные тактики» (market timers).** «Рыночные тактики» заметили (на достаточно законных основаниях), что выигрыш от критических изменений рынков гораздо значительнее, чем доходы, возникающие благодаря верному выбору ценных бумаг. Они доказывают, что легче предсказать движения рынка, чем выбирать ценные бумаги, и что эти предсказания можно обосновывать наблюдаемыми факторами.

Хотя оценка конкретных ценных бумаг, возможно, и бесполезна для подобного рода торговцев, ее можно использовать в стратегиях, связанных с выбором точного момента входа в рынок, по крайней мере двумя следующими способами:

1. Можно оценивать рынок в целом, а затем сравнивать полученную оценку с текущим уровнем цен.
2. Можно использовать модель оценки для определения стоимости всех акций, а результаты сравнительного анализа различных фрагментов рынка можно будет использовать для выяснения, является ли конкретный рынок переоцененным или недооцененным. Например, если количество акций, переоцененных, согласно модели дисконтирования дивидендов, увеличивается по отношению к количеству недооцененных акций, то, по всей вероятности, появляется повод считать рынок переоцененным.

---

максимальная стоимость становится «линией сопротивления», а минимальная стоимость — «линией поддержки»).

**«Эффективные рыночники» (efficient marketers).** «Эффективные рыночники» полагают, что рыночная цена в любой момент времени представляет наилучшую оценку истинной стоимости фирмы. Таким образом, любая попытка поживиться на собственных субъективных представлениях об эффективности рынка принесет больше убытков, чем прибыли. «Эффективные рыночники» предполагают, что рынки быстро и точно обобщают поступающую информацию, а финансовые инвесторы мгновенно используют любое проявление неэффективности рынка. При этом считается, что все ошибки рынка вызваны существующими на нем «трениями», они проявляются, например, в транзакционных издержках, которые нельзя устранить посредством арбитражных решений.

Для «эффективных рыночников» оценка является полезным упражнением по выяснению причин продажи акции именно по той цене, по которой она продается. Поскольку фундаментальная предпосылка здесь заключается в том, что рыночная цена является наилучшей оценкой истинной стоимости компании, то целью становится выявление предположений относительно риска и роста, неявно присутствующих в рыночной цене, а не поиск переоцененных и недооцененных фирм на ее основе.

## **Оценка при проведении анализа с целью приобретения**

При рассмотрении вопроса о покупке фирмы оценка играет ключевую роль. Фирма или индивидуальный покупатель должны принять решение относительно справедливой стоимости приобретаемой фирмы, прежде чем предлагать цену за нее, а фирма, предназначенная к продаже, должна определить собственную разумную цену, прежде чем принять или отвергнуть предложение.

Кроме того, при проведении подобной сделки существуют особые факторы, которые необходимо учитывать. Во-первых, прежде чем принимать решение о покупке, следует учитывать эффект синергизма, или синергии (совместное действие), комбинированной стоимости обеих фирм (фирмы-цели и фирмы-покупателя). Те, кто полагает, что синергию невозможно оценить и выразить в количественной форме, оказываются неправыми. Во-вторых, при определении справедливой цены необходимо также принимать во внимание то воздействие на стоимость, которое могут оказать изменения в управлении и реструктуризация покупаемой фирмы. Это важно, особенно при враждебном поглощении (поглощении конкурирующей фирмы).

Наконец, существуют значительные трудности, обусловленные предвзятостью в оценках подобного рода. Покупаемые фирмы часто бывают чересчур оптимистичны в своих оценках. Это особенно характерно при



поглощении конкурирующей фирмы, когда ее представители пытаются убедить своих акционеров, что предлагаемая цена слишком мала. Аналогично, если фирма-покупатель решила осуществить приобретение из стратегических соображений, то из аналитиков начнут «выжимать» оценки, обосновывающие данную сделку.

## Оценка в корпоративных финансах

Если при работе с корпоративными финансами целью является максимальное увеличение стоимости фирмы<sup>1</sup>, то следует очертить отношения между финансовыми решениями, корпоративной стратегией и стоимостью фирмы. В последние годы фирмы, занимающиеся консалтинговыми услугами в сфере менеджмента, начали давать советы предприятиям по поводу способов увеличения стоимости<sup>2</sup>. На основе их советов зачастую проводилась финансовая реструктуризация этих фирм.

Стоимость фирмы можно непосредственно соотнести с принимаемыми ею решениями: реализуемыми проектами, их финансированием и политикой в области выплаты дивидендов. Понимание данных взаимоотношений является ключевым в принятии решений, направленных на увеличение стоимости, а также при проведении продуманной финансовой реструктуризации.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Оценка играет ключевую роль во многих сегментах финансовой сферы: в корпоративных финансах, при слиянии и приобретении фирм, а также при управлении портфелями. Методики, содержащиеся в этой книге, предоставляют широкий спектр инструментов, которые могут использовать аналитики в каждом из этих сегментов, однако здесь следует повторить предостережение, высказанное в этом разделе. Оценка не является вполне объективным методом, и любые установки и предубеждения, которые аналитик привносит в процесс оценки, отражаются на полученной величине стоимости. И, наконец, даже самая лучшая оценка представляет собой расчет, которому присуща значительная вероятность ошибки.

---

<sup>1</sup> На этом предположении построена большая часть теории корпоративных финансов.

<sup>2</sup> Главным стимулом для этого стал страх перед враждебным поглощением. Компании все чаще обращаются к «консультантам по увеличению стоимости» за советом, как реструктуризировать финансы, повысить стоимость и избежать поглощения.

## КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

*В приведенных ниже заданиях, если не указано иное, премия за риск инвестирования в акции принимается равной 5,5%.*

1. Стоимость инвестиции — это:
  - а) текущая стоимость денежных потоков на инвестицию;
  - б) величина, определяемая восприятием инвестора;
  - в) величина, определяемая спросом и предложением;
  - г) зачастую субъективная оценка, в которой отражаются предубеждения аналитика;
  - д) все указанное выше.
2. Многие утверждают, что стоимость основывается на восприятии инвестора, и только на нем, а денежные потоки и доходы не имеют значения. Данное соображение неверно по следующим причинам:
  - а) Стоимость определяется доходностью и денежными потоками, а восприятие инвестора не имеет значения.
  - б) Восприятие имеет значение, но оно подвержено изменениям. Стоимость должна основываться на чем-то более устойчивом.
  - в) Инвесторы иррациональны. Следовательно, их восприятие не может определять стоимость.
  - г) Стоимость определяется восприятием инвестора и помимо всего прочего базовой доходностью и денежными потоками. Восприятие должно основываться на реальном положении вещей.
3. При помощи некоей модели оценки вы получаете стоимость, равную \$15 за акцию. Рыночная цена акции — \$25. Разницу можно объяснить:
  - а) неэффективностью рынка — рынок переоценивает акцию;
  - б) использованием некорректной модели оценки акции;
  - в) ошибками во входных данных модели;
  - г) всем вышеперечисленным.

# ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ

**А**налитики используют на практике широкий круг моделей — от самых элементарных до весьма изощренных. Предположения, лежащие в основе этих моделей, зачастую сильно различаются, и все же модели имеют общие черты, которые можно отнести к нескольким широким категориям. Используемая классификация имеет свои преимущества. С ее помощью стало легче определить место отдельных моделей в общей картине, понять различия, возникающие в результате их применения, и, возможно, даже усмотреть фундаментальные логические ошибки.

Вообще говоря, существуют три подхода к оценке. Первый из них — оценка дисконтированных денежных потоков (discounted cash flow — DCF) — соотносит стоимость актива с текущей стоимостью ожидаемых в будущем денежных потоков, приходящихся на данный актив. Согласно второму подходу, определяемому как сравнительная оценка, стоимость актива следует вычислять, анализируя ценообразование сходных активов, связывая его с какой-либо переменной (например, с прибылью, денежными потоками, балансовой стоимостью или объемом продаж). Третий подход — оценка условных требований — предполагает использование модели ценообразования опционов для измерения стоимости активов, имеющих характеристики опциона. Некоторые из таких активов — это финансовые активы, обращающиеся на рынке (такие, как варранты), другие — не являются торгуемыми на рынке и основываются на реальных активах (проекты, патенты, запасы нефти). Последний вид опционов часто называют реальными опционами. Результаты оценки могут оказаться совершенно различными в зависимости от применяемого подхода. Одна из целей этой книги — объяснить причины подобных различий в стоимости, получаемой с помощью разных моделей, и помочь выбрать правильную модель для решения конкретной задачи.

## ОЦЕНКА ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Хотя оценка дисконтированных денежных потоков — это всего лишь один из трех подходов к оценке, и большинство оценок, выполняемых в реальном мире, основывается на сравнительной оценке, данный подход служит основой для построения всех остальных. Для получения корректной относительной оценки необходимо понимание основных идей оценки дисконтированных денежных потоков. Скажем, для оценки активов при помощи модели ценообразования опционов часто приходится начинать с оценки дисконтированных денежных потоков. Любой, кто понимает основы первого подхода, способен проанализировать и другие подходы. В данном разделе обсуждаются основополагающие идеи этого подхода, рассматривается философское обоснование оценки дисконтированных денежных потоков, а также исследуются вариации данного подхода.

### Основы оценки дисконтированных денежных потоков

Фундамент, лежащий в основе данного подхода, — это правило приведенной стоимости (present value — PV), согласно которому стоимость любого актива соответствует приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков, приходящихся на данный актив:

$$\text{Стоимость} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где  $n$  = срок жизни актива;

$CF_t$  = денежные потоки за период  $t$ ;

$r$  = ставка дисконтирования, отражающая риск ожидаемых денежных потоков.

Денежные потоки различаются в зависимости от вида актива — это могут быть дивиденды (в случае акций), купоны (проценты) и номинальная стоимость (в случае облигаций), а также денежные поступления после уплаты налогов (в случае реальных проектов). Ставка дисконтирования есть функция риска ожидаемых денежных потоков. При этом более высокие ставки приписываются более рискованным активам, а пониженные — проектам с большей безопасностью.

В действительности, можно расположить оценки дисконтированных денежных потоков на некоторой непрерывной шкале. С одного ее края будет находиться свободная от риска дефолта облигация с нулевым купоном и гарантированными денежными потоками в будущем. Дисконтирование этих денежных поступлений по безрисковой ставке покажет стоимость об-

лигации. Далее по шкале следуют корпоративные облигации, для которых денежные потоки создаются купонами и существует риск отказа от платежей. Стоимость данных облигаций можно определить при помощи дисконтирования денежных потоков по процентной ставке, отражающей риск отказа от платежей. Двигаясь вверх по шкале рискованности, мы приходим к акциям без фиксированного дивиденда (equities), когда ожидаемые денежные потоки характеризуются высокой степенью неопределенности. Стоимость в данном случае следует определять на основе приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков, дисконтированных по ставке, которая отражает уровень данной неопределенности.

### **Исходные положения оценки дисконтированных денежных потоков**

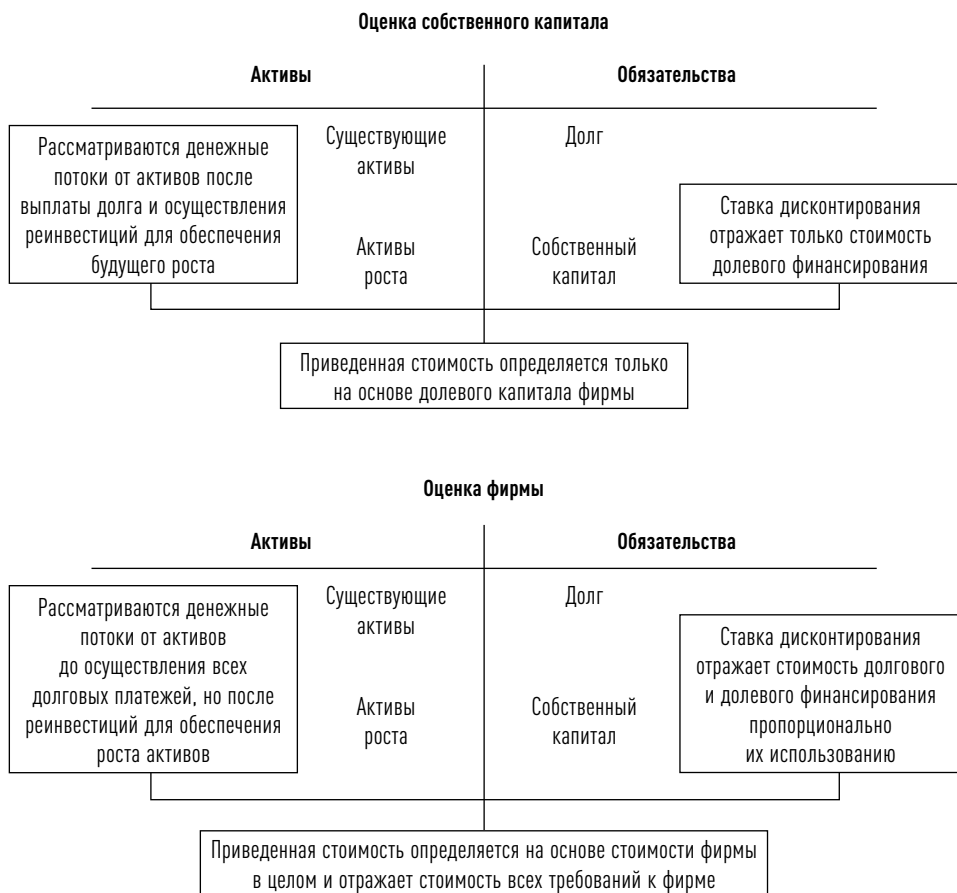
Оценивая дисконтированные денежные потоки, мы пытаемся определить внутреннюю стоимость (intrinsic value) актива, основанную на фундаментальных факторах. Что такое внутренняя стоимость? За недостатком лучшего определения будем считать, что это — «стоимость, приписанная фирме хорошо известным аналитиком, который не только корректно оценил ожидаемые денежные потоки фирмы, но и верно определил ставку дисконтирования для данных потоков, при этом его оценки были абсолютно точными». Даже если задача определения внутренней стоимости может показаться невыполнимой, особенно при оценке молодых компаний с присущей им неопределенностью относительно будущего, эти оценки могут отличаться от рыночных цен, приписанных таким компаниям. Другими словами, рынки делают ошибки. Значит ли это, что рынки неэффективны? Не совсем так. Хотя рыночные цены могут отклоняться от внутренней стоимости (основанной на фундаментальных факторах), ожидается, что эти две величины рано или поздно сойдутся.

### **Классификация моделей оценки дисконтированных денежных потоков**

Существуют буквально тысячи моделей дисконтированных денежных потоков. Инвестиционные банки или консультационные фирмы часто заявляют, что их модели лучше или точнее, чем используемые другими фирмами. Однако в конечном итоге модели дисконтированных денежных потоков могут отличаться лишь несколькими деталями.

**Оценка собственного капитала и оценка фирмы.** Существуют два подхода к оценке бизнеса. Первый — это оценка на основе собственного

капитала, а второй — оценка бизнеса в целом, при котором помимо собственного капитала учитывают капитал других держателей требований к фирме (владельцы облигаций, привилегированных акций). Хотя в обоих случаях дисконтируются ожидаемые денежные потоки, соответствующие величины денежных потоков и применяемые ставки дисконтирования различаются в зависимости от выбранного способа. На рис. 2.1 представлена сущность этих подходов.



**Рис. 2.1.** Различия подходов к оценке на основе стоимости собственного капитала и на основе стоимости фирмы

Стоимость собственного капитала определяется путем дисконтирования денежных потоков, проходящихся на собственный капитал (т. е. сальдо денежных потоков после всех расходов, реинвестирования, выплат по налоговым обязательствам, а также платежей по процентам и по основной сумме долга), по ставке дисконтирования, равной стоимости привлечения