

Том Коупленд

Тим Коллер

Джек Муррин

# СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ

ОЦЕНКА  
&  
УПРАВЛЕНИЕ



Третье издание

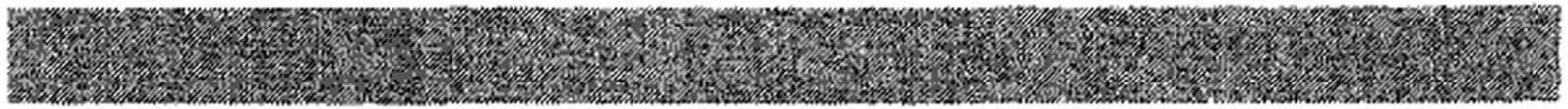
*McKinsey & Company, Inc.*

---

Том Коупленд

Тим Коллер

Джек Муррин



# СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ

ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ

Третье издание



УДК 336.713\*003.12(075)

ББК 65.262.1я7

К73

Перевела с английского, научный редактор  
*Н. Н. Барышникова*

**Коупленд Т<sub>м</sub> Коллер Т., Муррин Дж.**

К73 Стоимость компаний: оценка и управление. - 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. - 576 с.: ил.  
ISBN 5-901028-98-8 (рус.)

Насколько успешен ваш бизнес? Следует ли осуществлять тот или иной проект? Всегда ли рост - производства, продаж, прибыли — сулит процветание в будущем? Единственный верный критерий правильного решения подобных вопросов: увеличивает ли компания стоимость для своих владельцев, акционеров. Это и есть предмет предлагаемой книги. За 10 с лишним лет, прошедших с ее первого выхода в свет, она завоевала широкое признание в деловой среде повсюду в мире, включая и нашу страну. С тех пор ее авторы изрядно обогатили свой практический опыт стоимостной оценки в совместной работе с самыми разнообразными компаниями. К тому же мировая экономика на рубеже тысячелетий претерпевает явные метаморфозы, получившие отражение в многочисленных экономических исследованиях последнего времени. В связи с этим нынешнее издание книги полностью обновлено: главы, составлявшие основу предыдущих изданий, целиком переписаны, и к ним добавились шесть совершенно новых глав (в частности, освещающие специфику оценки компаний на новых развивающихся рынках, в высокотехнологичном секторе электронной коммерции, в страховом бизнесе и т. д.). В результате таких изменений книга превратилась в самодостаточное прикладное пособие по выявлению источников стоимости, ее оценке и внедрению в повседневную деятельность компании принципов управления стоимостью, существенно повышающих экономический потенциал всякого коммерческого предприятия. Благодаря продуманной структуре и доступному изложению материала (с упором на практическое применение описываемых методик) пользоваться этим пособием могут не только специалисты в данной области, но и практикующие менеджеры, владеющие элементарными знаниями по корпоративным финансам.

УДК 336.713.003.12(075)

ББК65.262.1Я7

Охраняется Законом РФ об авторском праве. Воспроизведение всей книги или ее части в любом виде воспрещается без письменного разрешения издателя.

© 1990,1994, 2000 by McKinsey & Company, Inc.  
All rights reserved.

Лицензионный перевод с английского издания,  
опубликованного John Wiley & Sons, Inc.

© ЗАО «Олимп—Бизнес», перевод  
на рус. яз., оформление, 2005  
Все права защищены.

ISBN 5-901028-98-8 (рус.)

ISBN 0-471-36190-9 (англ.)

# Содержание

Об авторах.....	xiv
Предисловие .....	1
Часть первая	
Стоимость компании и задачи менеджера	
Глава 1. Почему стоит ценить стоимость? .....	11
ПРЕОБЛАДАЮЩЕЕ ЗНАЧЕНИЕ СТОИМОСТИ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ.....	12
Рынок корпоративного управления и контроля.....	13
Взросшая роль опционов на акции.....	15
Рост популярности акций.....	17
Несостоятельность пенсионных систем.....	19
ЭКОНОМИКА, ОРИЕНТИРОВАННАЯ НА АКЦИОНЕРОВ, РАБОТАЕТ ЛУЧШЕ .....	20
РЕЗЮМЕ.....	23
Глава 2. Менеджер, ориентированный на стоимость .....	25
КАК СТАТЬ МЕНЕДЖЕРОМ, ОРИЕНТИРОВАННЫМ НА СТОИМОСТЬ.....	-
<hr/>	
<u>КОРПОРАЦИЯ EG: ПРИМЕР</u> .....	27
<hr/>	
ЧАСТЬ 1: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА.....	-
Чем занимается EG.....	—
Финансовые результаты деятельности EG .....	29
Приход Ральфа Аемски.....	—
ЧАСТЬ 2: РАОАФ — РЕОРГАНИЗАТОР .....	30
Оценка текущей рыночной стоимости.....	31
Стоимость EG «как она есть».....	35
Потенциальная стоимость EG вследствие внутренних улучшений .....	37
Погониальная стоимость EG вследствие внешних улучшений.....	41
Новые перспективы роста.....	44
Потенциальная стоимость финансового конструирования.....	45
План структурной перестройки EG.....	46
ЧАСТЬ 3: РАОАФ — МЕНЕДЖЕР, ОРИЕНТИРОВАННЫЙ НА СТОИМОСТЬ .....	48
Планирование на основе стоимости.....	49
Стоимостные показатели для установления целей и оценки результатов .....	50
Вознаграждение на основе стоимости.....	51
Оценка стоимости стратегических инвестиций.....	52
Информационный обмен с инвесторами .....	54
Новая роль финансового директора .....	55
РЕЗЮМЕ.....	58

Глава 3. Фундаментальные принципы создания стоимости.....	60
ПЕРВЫЕ ГОДЫ.....	61
НОВЫЙ ЗАМЫСЕЛ ФРЕДА.....	62
ФРЕД ПРОВОДИТ ОТКРЫТОЕ АКЦИОНИРОВАНИЕ.....	65
ФРЕД ОСВАИВАЕТ СМЕЖНЫЕ ОБЛАСТИ .....	67
УРОКИ ИЗ ОПЫТА ФРЕДА .....	68
Глава 4. Мания измерения, или Как уцелеть под лавиной показателей стоимости .....	69
СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ - В ДЕТАЛЯХ .....	72
УСПЕХИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: «БЕГУЩАЯ ДОРОЖКА» ОЖИДАНИЙ .....	-
Проблемы с общей доходностью для акционеров.....	—
Рыночная добавленная стоимость: дополнительный показатель.....	74
РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ КАК ВОПЛОЩЕНИЕ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА .....	78
ПОДОПЛЕКА ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА: РОСТ И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ .....	84
ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ПОКАЗАТЕЛИ.....	87
РЕЗЮМЕ .....	88
Глава 5. Деньги — всему голова.....	89
ОБЩАЯ ДОХОДНОСТЬ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ СВЯЗАНА С ИЗМЕНЕНИЕМ ОЖИДАНИЙ.....	91
УРОВЕНЬ РЫНОЧНЫХ ЦЕН СВЯЗАН С РЕНТАБЕЛЬНОСТЬЮ КАПИТАЛА И РОСТОМ .....	92
РЫНОК СМОТРИТ ГЛУБЖЕ КОСМЕТИЧЕСКИХ УХИЩРЕНИЙ С ПРИБЫЛЬЮ .....	95
РЫНОК УСТРЕМЛЕН В БУДУЩЕЕ.....	99
СЛЕДСТВИЯ НЕЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА ДЛЯ КОРПОРАТИВНОГО МЕНЕДЖЕРА .....	103
РЕЗЮМЕ .....	104
Глава 6. Создание стоимости.....	105
ЦЕЛЕВЫЕ УСТАНОВКИ И НОРМАТИВЫ.....	108
Установки: декларация намерений.....	109
Количественные целевые нормативы создания стоимости.....	-
УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМ ПОРТФЕЛЕМ.....	110
Стратегия: анализ характера корпорации.....	—
Текущая деятельность: анализ возможностей внешней и внутренней реструктуризации.....	112
Рост: анализ трех временных горизонтов.....	-
ОРГАНИЗАЦИЯ. ОРИЕНТИРОВАННАЯ НА СТОИМОСТЬ.....	ИЗ
ИЗУЧЕНИЕ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ.....	115

УПРАВЛЕНИЕ БИЗНЕСОМ .....	120
Разработка стратегии создания стоимости для бизнес-единицы.....	121
Установление целевых нормативов создания стоимости.....	-
Регулярный контроль за результатами деятельности.....	123
УПРАВЛЕНИЕ ПЕРСОНАЛОМ.....	125
ПРИСТУПАЕМ К СОЗДАНИЮ СТОИМОСТИ .....	128
РЕЗЮМЕ .....	129
 Глава 7. Слияния, поглощения и совместные предприятия.....	 130
ПОБЕДИТЕЛИ И ПОБЕЖДЕННЫЕ .....	131
Рыночная реакция <i>ex ante</i> .....	132
Результаты <i>ex post</i> .....	134
ПРИЧИНЫ НЕУДАЧ .....	136
Сверхоптимистичная оценка рыночного потенциала.....	-
Переоценка синергии.....	137
Небрежение поиском проблем.....	-
Завышение цены в азарте торгов.....	138
Неудачная интеграция после поглощения.....	-
ЭТАПЫ УСПЕШНЫХ ПРОГРАММ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ.....	139
Этап 1: домашняя работа.....	-
Этап 2: отбор кандидатов.....	141
Этап 3: углубленная оценка самых перспективных кандидатов.....	-
Этап 4: ухаживание, переговоры и торги.....	144
Этап 5: управление интеграцией после слияния.....	145
СОВМЕСТНЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	147
РЕЗЮМЕ .....	150

## Часть вторая

### Оценка стоимости денежного потока: практическое руководство

Глава 8. Схемы оценки стоимости.....	153
МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА КОММЕРЧЕСКОГО ПРЕДПРИЯТИЯ.....	154
Стоимость основной деятельности.....	156
Стоимость долга.....	159
Стоимость собственного капитала.....	-
КАКИЕ ФАКТОРЫ ОПРЕДЕЛЯЮТ ВЕЛИЧИНУ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА И СТОИМОСТЬ.....	-
МОДЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ.....	166
МОДЕЛЬ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ.....	169
МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА НА АКЦИИ.....	174
МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ .....	176

ДРУГИЕ ПОДХОДЫ.....	176
Использование реальных, вместо номинальных, денежных потоков и ставок дисконтирования.....	177
Дисконтирование доналогового, вместо посленалогового, денежного потока.....	-
«Формульные» версии метода дисконтированного денежного потока.....	178
РЕЗЮМЕ.....	179
Глава 9. Анализ результатов прошлой деятельности .....	180
ПРЕОБРАЗОВАНИЕ БУХГАЛТЕРСКИХ ОТЧЕТОВ.....	181
Инвестированный капитал.....	183
Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов ( <i>NOPLAT</i> ).....	187
Рентабельность инвестированного капитала ( <i>ROIC</i> ).....	189
Экономическая прибыль ( <i>EP</i> ).....	190
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК.....	192
ПОЭЛЕМЕНТНЫЙ АНАЛИЗ <i>ROIC</i> И ПОСТРОЕНИЕ ИНТЕГРАЛЬНОЙ КАРТИНЫ .....	196
КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ И ЛИКВИДНОСТЬ.....	198
Покрытие процента.....	199
Долг/совокупные средства инвесторов.....	200
Норма инвестирования.....	201
Коэффициент дивидендных выплат.....	-
ОСОБО СЛОЖНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА.....	-
Репутация.....	202
Операционный лизинг.....	203
Пенсионные обязательства.....	-
Специальные фонды и резервы.....	204
Миноритарное участие.....	207
Медицинское обеспечение пенсионеров.....	-
Капитализация расходов инвестиционного типа.....	-
Поправки на спорадичность инвестиций и срок жизни постоянных активов.....	208
Эффект инфляции.....	210
<u>    HEINEKEN: ПРИМЕР.....</u>	<u>212</u>

## Глава 10. Оценка затрат на капитал..... 228

ФОРМУЛА СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ.....	229
ДЕЙСТВИЕ 1: «ВЗВЕШИВАНИЕ» РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ.....	231
Оценка текущей структуры капитала.....	232
Обзор структур капитала сопоставимых компаний.....	237
Анализ финансовой философии руководства.....	238

ДЕЙСТВИЕ 2: ОЦЕНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИЗДЕРЖЕК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИЗ НЕСОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА.....	238
Прямой долг инвестиционного класса.....	239
Долг ниже инвестиционного класса.....	-
Субсидируемый долг.....	241
Долг в иностранной валюте.....	242
Лизинг.....	243
Прямые привилегированные акции.....	-
ДЕЙСТВИЕ 3: ОЦЕНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИЗДЕРЖЕК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИЗ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА .....	-
Модель оценки долгосрочных активов (МОДА).....	244
Бета канула в Лету? Критика МОДА.....	254
Модель арбитражного ценообразования (МАЦ).....	256
<hr/>	
<u>НЕЙНЕКЕН; ПРИМЕР</u> .....	260
Глава 11. Прогнозирование будущей деятельности .....	264
ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТИ И СТЕПЕНИ ДЕТАЛИЗАЦИИ ПРОГНОЗА .....	265
ВЫЯВЛЕНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПЕРСПЕКТИВ КОМПАНИИ.....	266
Анализ отраслевой структуры (модель Портера).....	267
Сегментный анализ потребительского рынка.....	269
Анализ конкурентной бизнес-системы.....	270
Отраслевая модель Койна—Субраманиама.....	271
ПЕРЕВОД СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПЕРСПЕКТИВ НА ЯЗЫК ФИНАНСОВОГО ПРОГНОЗА.....	272
Валовой итог или плавающий итог.....	274
Инфляция.....	275
РАЗРАБОТКА СЦЕНАРИЕВ.....	277
ПРОВЕРКА ВНУТРЕННЕЙ СОГЛАСОВАННОСТИ И УТОЧНЕНИЕ ПРОГНОЗА .....	278
НЕКОТОРЫЕ ФАКТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ КАК ОРИЕНТИР ДЛЯ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ .....	279
<hr/>	
<u>НЕЙНЕКЕН: ПРИМЕР</u> .....	283

Глава 12. Оценка продленной стоимости.....	301
ФОРМУЛА ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, РЕКОМЕНДУЕМАЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА.....	303
ФОРМУЛА ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, РЕКОМЕНДУЕМАЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ.....	306
ПРОБЛЕМЫ С ИНТЕРПРЕТАЦИЕЙ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ.....	307
Влияет ли продолжительность прогнозного периода на оценку стоимости?... -	
Недоразумения с <i>ROIC</i> .....	309
Когда создается стоимость?.....	310

ОЦЕНКА ПЕРЕМЕННЫХ ДЛЯ РАСЧЕТА ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ .....	312
РАСПРОСТРАНЕННЫЕ ЗАБЛУЖДЕНИЯ.....	314
ОБЗОР ДРУГИХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ .....	316
Другие методы на основе дисконтированного денежного потока.....	-
Методы, не связанные с дисконтированным денежным потоком.....	319
БОЛЕЕ ИЗОЩРЕННЫЕ ФОРМУЛЫ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ .....	320
<hr/>	
<u>HEINEKEN: ПРИМЕР</u> .....	323

### **Глава 13. Расчеты и интерпретация результатов..... 325**

РАСЧЕТЫ И ПРОВЕРКА РЕЗУЛЬТАТОВ .....	-
ИНТЕРПРЕТАЦИЯ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ .....	328
ИСКУССТВО СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ .....	329
<hr/>	
<u>HEINEKEN: ПРИМЕР</u> .....	331

## Часть третья

### Прикладные аспекты оценки стоимости

### **Глава 14. Оценка многопрофильных компаний ..... 337**

ПРОЦЕДУРА ОЦЕНКИ МНОГОПРОФИЛЬНОЙ КОМПАНИИ .....	338
Определение бизнес-единиц и их денежных потоков.....	339
Определение денежных издержек и выгод корпоративного центра.....	341
Оценка налоговых ставок для бизнес-единиц.....	344
Определение структуры капитала и затрат на капитал для бизнес-единиц.....	345
Определение ставки дисконтирования для корпоративного центра.....	350
Суммарная стоимость корпорации в целом.....	351
РЕЗЮМЕ .....	352

### **Глава 15. Оценка компаний в электронном бизнесе..... 354**

АНАЛИЗ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА. КОГДА. В ОТСУТСТВИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА. НЕЧЕГО ДИСКОНТИРОВАТЬ.....	355
НАЧНЕМ С БУДУЩЕГО.....	357
ВЗВЕШИВАНИЕ ПО ВЕРОЯТНОСТЯМ.....	359
АНАЛИЗ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ СТОИМОСТИ.....	361
НЕУСТРАНИМАЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ.....	364
РЕЗЮМЕ .....	365

Глава 16. Оценка циклических компаний.....	366
ЦЕНОВАЯ ДИНАМИКА АКЦИЙ ЦИКЛИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ.....	-
Когда теория вступает в противоречие с практикой.....	367
Во всем виноваты прогнозы прибыли?.....	369
Рынок оказывается прозорливее аналитиков с их согласованными прогнозами.....	370
МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ЦИКЛИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ.....	372
РЕЗЮМЕ .....	375
Глава 17, Оценка зарубежных подразделений .....	376
ДЕЙСТВИЕ 1: АНАЛИЗ ПРОШЛЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ.....	378
Перевод из валюты в валюту.....	-
Международное налогообложение.....	380
Минимизация налогов и трансфертное ценообразование.....	382
ДЕЙСТВИЕ 2: ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В ВАЛЮТЕ ЗАРУБЕЖНОГО ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ .....	384
ДЕЙСТВИЕ 3: ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ.....	387
ДЕЙСТВИЕ 4: ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА .....	388
ЭФФЕКТ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ .....	389
РЕЗЮМЕ .....	394
Глава 18. Оценка компаний за пределами США.....	395
РАЗЛИЧИЯ В БУХГАЛТЕРСКОМ УЧЕТЕ .....	396
Резервы.....	397
Пенсионные программы.....	398
Деловая репутация.....	-
Переоценка постоянных активов.....	402
Отложенные налоги.....	-
Консолидация.....	404
Перевод из валюты в валюту.....	-
Неоперационные активы.....	406
НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ.....	407
ЗАТРАТЫ НА КАПИТАЛ.....	411
РЕЗЮМЕ .....	416
Глава 19. Оценка компаний на развивающихся рынках.....	417
ЭФФЕКТ ИНФЛЯЦИИ В ФИНАНСОВОМ АНАЛИЗЕ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ .....	419
Основания для проведения оценки как в реальном, так и в номинальном выражении.....	-
Порядок действий при составлении прогнозов в реальном и номинальном выражении.....	422
Другие бухгалтерские проблемы.....	424

РАСХОЖДЕНИЯ МЕЖДУ ВАЛЮТНЫМИ КУРСАМИ И ИНФЛЯЦИЕЙ.....	425
ОЦЕНКА С УЧЕТОМ РИСКОВ, ХАРАКТЕРНЫХ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ.....	427
Как учитывать страновые риски: «за» и «против».....	-
Учет рисков в оценке денежного потока посредством разработки всеобъемлющих сценариев.....	430
ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ .....	432
Базовые постулаты.....	-
Оценка затрат на собственный капитал.....	434
Оценка посленалоговых затрат на заемный капитал.....	438
Сводный расчет затрат на капитал для развивающихся рынков.....	440
РЕЗЮМЕ .....	441

## Глава 20. Применение модели оценки опционов

для определения ценности гибкости .....	442
МЕТОДЫ ОЦЕНКИ РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ.....	444
СИСТЕМАТИКА ОПЦИОНОВ.....	448
СРАВНЕНИЕ РАЗНЫХ МЕТОДОВ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ .....	451
ЧИСЛОВЫЕ ПРИМЕРЫ .....	455
Дерево событий.....	456
Дерево решений.....	458
ПРОЦЕДУРА ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ .....	460
ОПЦИОНЫ НА ПРАКТИКЕ .....	464
Добыча криптонита (опцион на переключение).....	-
Многоэтапные инвестиции (сложный опцион).....	466
Сложный «арочный» опцион (адаптивный опцион).....	467
ОПЦИОНЫ НА СТОРОНЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ .....	469
Оценка отзывных конвертируемых облигаций.....	-
Затраты на капитал по отзывным конвертируемым ценным бумагам.....	473
РЕЗЮМЕ .....	475

## Глава 21. Оценка банков.....

СЛОЖНОСТИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ БАНКОВ .....	477
ОЦЕНКА БАНКОВ ПО СОБСТВЕННОМУ КАПИТАЛУ .....	478
Определение свободного денежного потока для акционеров.....	479
Применение модели спреда или модели прибыли.....	480
ОЦЕНКА БАНКА ИЗВНЕ .....	482
Прибыли или убытки на несовпадении процентных ставок.....	-
Определение качества ссудного портфеля.....	485
Пример стоимостной оценки банка извне.....	486

ОЦЕНКА БАНКА ИЗНУТРИ.....	49С
Банк, обслуживающий население.....	491
Банк, обслуживающий корпоративных клиентов.....	496
Казначейство и головной офис.....	496
РЕЗЮМЕ .....	500
 Глава 22. Оценка страховых компаний.....	 501
БУХГАЛТЕРСКИЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СТРАХОВОЙ КОМПАНИИ.....	-
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ ДЕРЖАТЕЛЕЙ АКЦИЙ.....	508
ПРИМЕР СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ: TransAmerica.....	512
Прошлые результаты.....	-
Прогнозирование свободного денежного потока.....	516
Определение затрат на собственный капитал.....	—
Оценка продленной стоимости.....	522
УПРАВЛЕНИЕ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ В СТРАХОВЫХ КОМПАНИЯХ .....	-
Раздельное управление активами и страховой деятельностью.....	523
Управление налогами и прибылью.....	524
Изменение стратегий в результате анализа факторов стоимости.....	525
РЕЗЮМЕ.....	527
 <i>Приложение. Еще о модели</i> скорректированной приведенной стоимости.....	  528
ПРОСТОЙ ПРИМЕР.....	529
ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ ФОРМУЛ.....	531
КАКОЙ ИЗ ФОРМУЛ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ.....	~
 Предметный указатель .....	 534

# Об авторах

Авторы этой книги ~ нынешние или бывшие партнеры McKinsey & Company, входившие в руководство Экспертной группы McKinsey по корпоративным финансам. Изложенные в этой книге концепции и методики использовались авторами при проведении сотен проектов в области корпоративной стратегии, слияний и поглощений, управления стоимостью для компаний-клиентов более чем в сорока странах мира.

**McKinsey & Co., Inc.** — ведущая международная консалтинговая компания; основана в США в 1926 г. McKinsey консультирует ведущие компании мира по вопросам стратегии, организации, операционной деятельности, а также в таких областях, как финансы, информационные технологии, НИОКР, продажи, маркетинг, производство, дистрибуция.

**Том Коупленд** - бывший партнер McKinsey и один из руководителей Экспертной группы по корпоративным финансам. До начала работы в McKinsey преподавал финансовые дисциплины в школе менеджмента Андерсона при Калифорнийском университете в Лос-Анджелесе. Был также адъюнкт-профессором в Нью-Йоркском университете, а сейчас является старшим преподавателем Массачусетского технологического института. Т. Коупленд - соавтор двух знаменитых учебников: «Financial Theory and Corporate Policy» («Финансовая теория и корпоративная политика») и «Managerial Finance» («Управленческие финансы»). Получил докторскую степень в Пенсильванском университете и степень MBA (магистр делового администрирования) в школе бизнеса Уортона.

**Тим Коллер** - партнер McKinsey, ранее был одним из руководителей Экспертной группы по корпоративным финансам в США и Европе. До начала работы в McKinsey был вице-президентом фирмы Stern Stewart & Co., занимающейся финансовым консультированием. Получил степень MBA в бизнес-школе Чикагского университета.

**Джек Муррин** — директор McKinsey & Company, один из основателей и руководителей Экспертной группы по корпоративным финансам. Ранее занимал высшие стратегические и финансовые посты в ведущих компаниях, последний из которых — старший управляющий директор и директор по корпоративному развитию в Bankers Trust Corp. Имеет сертификат дипломированного независимого бухгалтера и степень MBA, присвоенную школой бизнеса Стенфордского университета.

Издательство публикует текст «Об авторах» в редакции московского отделения  
McKinsey & Company

# Предисловие

**П**ервое издание этой книги вышло в свет еще в 1990 г., но до сих пор привлекает к себе все новых читателей повсюду в мире. Мы уверены, что книга приобрела такой успех благодаря тому, что в ее основу положены фундаментальные экономические принципы. По мере пополнения своего практического опыта мы непрерывно обновляли материал книги и старались отшлифовать текст, но фундаментальные принципы какими были, такими и остались - они не меняются ни с течением времени, ни с пересечением национальных границ.

Нашей книгой мы хотим донести до всех очень простую мысль: компании процветают, когда создают реальную экономическую стоимость для своих акционеров, и компании создают стоимость, когда вкладывают капитал с доходностью, превышающей затраты на его привлечение. Этот принцип в равной степени выдерживается и в США, и в Европе, и в Азии. Он одинаково приложим и к зрелым производственным отраслям, и к быстрорастущему интернет-сектору. Разница лишь в небольших технических деталях.

Когда компании забывают эту непреходящую истину, пагубные последствия не заставляют себя ждать, о чем выразительно свидетельствуют волна враждебных поглощений, охватившая США в 1980-х годах; лопнувший «пузырь» японского рынка в 1990-х; тяжелый кризис 1998 г. в Юго-Восточной Азии; наконец, медленный рост и высокая безработица, от которых уже долгое время страдает Европа. Хотя в истоке подобных событий всегда можно обнаружить комплекс причин — чаще всего это бездарная политика правительства и структурные диспропорции, — главным катализатором цепной реакции такого рода экономических потрясений и затяжных недугов неизменно служит пренебрежение менеджеров созданием стоимости.

Эта книга написана для тех менеджеров (и будущих менеджеров), кто хочет, чтобы их компании создавали стоимость. Это книга о том, «как надо делать». Мы надеемся, что она станет вам постоянным пособием, к которому вы будете обращаться снова и снова. И если мы хорошо потрудились, то вскоре в ней не останется живого места от ваших подчеркиваний в тексте и пометок на полях. Словом, эта книга не для журнального столика, а для рабочего стола.

## НЕОБХОДИМОСТЬ УПРАВЛЯТЬ СТОИМОСТЬЮ

За последние два десятилетия два направления корпоративной мысли и корпоративной практики слились воедино, наделав много шума. Корпоративные финансы не являются больше исключительной прерогативой финансистов. Корпоративная стратегия перестала быть заповедной вотчиной генеральных директоров. Игроки финансового рынка все глубже внедряются в реальный бизнес через выкупы компаний за счет займов, враждебные поглощения, битвы за голоса акционеров. В то же время корпорации усилиями своих руководителей все активнее осваивают финансовые рынки через слияния/поглощения, реструктуризации, те же выкупы компаний за счет займов, выкупы собственных акций и т. д. и т. п. Финансирование и инвестиции сегодня неразрывно связаны. Например, в мире Интернета высокая цена акций играет существенную роль для успешных поглощений или привлечения в компанию талантов - лучших специалистов.

Эта новая реальность ставит перед менеджерами новую серьезную проблему: необходимость *управлять стоимостью* и самым пристальным образом, как никогда прежде, следить за тем, чтобы стратегии на общекорпоративном уровне, а также на уровне отдельных хозяйственных единиц способствовали созданию добавленной стоимости. В своей «погоне за стоимостью» менеджеры зачастую сталкиваются с неизбежностью самых радикальных мер, вплоть до распродажи «сокровищ короны» или даже полной реструктуризации своих компаний. В связи с этим они нуждаются в более систематизированных и надежных методах поиска новых путей развития в условиях бурных преобразований корпоративной среды, вызванных слиянием стратегии и финансов. Например, в результате реструктуризаций компании открывают для себя новые возможности приобретения активов или целых предприятий, которые обладают для них большей ценностью, нежели для прежних владельцев.

## ЗАЧЕМ НУЖНА ЭТА КНИГА

В своем первом воплощении эта книга появилась на свет как практическое руководство для консультантов компании McKinsey. Такое «происхождение» раскрывает ее истинное назначение. Хотя материал книги вобрал в себя самые последние достижения научной мысли, в сущности, она носит прикладной характер. Ее главная цель - *развеять ореол таинственности*, которым окружена сфера оценки стоимости, и наглядно показать взаимосвязь между корпоративной стратегией и финансами.

Мы уверены, что владение знаниями и навыками стоимостной оценки и умение использовать ее результаты в качестве критериев для плодотворных хозяйственных решений являются необходимой предпосылкой успешного бизнеса в сегодняшней конкурентной среде. Отчетливо понимать суть стоимостной оценки должны и высшие руководители компаний,

и оперативные менеджеры, и финансовые менеджеры. Слишком часто, однако, оценку стоимости отдают на откуп записным экспертам. По сей день многие воспринимают ее как обособленную дисциплину, своего рода «вещь в себе», а не как важный инструмент более эффективного ведения бизнеса.

В нашей книге мы надеемся снять завесу непонимания с оценки стоимости, описывая шаг за шагом, как проводить такую оценку добротной и правильно. Мы буквально разложили по полочкам схемы стоимостной оценки, которыми сами пользуемся в нашей консультационной работе, и «оживили» их, проиллюстрировав реальными примерами, чтобы показать роль практических знаний и суждений в разработке и применении моделей стоимостной оценки. И самое главное, мы постарались объяснить, как на основе оценки стоимости принимать толковые решения, задающие верное направление деятельности компании.

Эта книга может быть полезна широкому кругу читателей. Вот только несколько примеров.

- *Оперативные менеджеры.* Сейчас, более чем когда-либо, руководителям корпораций и отдельных предприятий необходимо четко представлять себе, как оценивать стоимость альтернативных стратегий. Им нужно знать, какую стоимость они смогут обрести в результате реструктуризации или других серьезных преобразований. Кроме того, перед ними стоит задача внедрить в своих организациях стоимостное мышление и принципы управления стоимостью.
- *Практические специалисты по корпоративным финансам.* Владеть методами стоимостной оценки и понимать взаимосвязь между финансами и стратегиями особенно важно для финансовых руководителей, для специалистов по слияниям/поглощениям, для профессионалов в области корпоративных финансов, для менеджеров, ответственных за корпоративное развитие, для специалистов по стратегическим разработкам. Все, что касается стоимости — ее создания, оценки, публичного освещения, — составляет суть их работы.
- *Инвесторы; управляющие инвестиционными портфелями; фондовые аналитики.* Для этих профессионалов наша книга наверняка будет полезным практическим руководством по стоимостной оценке денежных потоков. Они найдут в ней все необходимое для фундаментального анализа ценных бумаг, поскольку стоимость компании напрямую увязана здесь с экономической прибылью, которую приносят ее активы и предприятия.

## КОГДА ПОЛЬЗОВАТЬСЯ КНИГОЙ

Эта книга написана в первую очередь и главным образом для тех, кто стремится развивать свою способность наращивать стоимость в интересах акционеров. Более всего эта книга пригодится для следующих целей.

- *Оценка альтернативных стратегий корпорации или отдельных предприятий, а также конкретных программ в рамках этих стратегий.* Подобные

стратегии охватывают такие инициативы, как разработка и внедрение на рынок новых продуктов, капиталовложения, образование совместных предприятий и т. п.

- *Оценка масштабных операций*, таких как слияние, поглощение, обособление структурных единиц, рекапитализация, выкуп акций.
- *Применение методов управления на основе стоимости* для анализа и выработки целевых нормативов эффективности компании и ее подразделений. Очень важно знать, в какой мере предприятие при его нынешней результативности и организационной структуре способно наращивать стоимость и создает ли оно ее вообще. Не менее важно понимать, какие оперативные факторы оказывают наибольшее воздействие на стоимость и способствуют ее увеличению.
- *Обмен информацией с основными заинтересованными группами*, особенно с акционерами, по поводу стоимости компании. Наша фундаментальная предпосылка заключается в том, что источником стоимости компании служит ее способность производить денежные потоки и извлекать прибыль из инвестиций на основе этих денежных потоков. С нашей точки зрения, многие компании могли бы значительно улучшить информационный обмен с рынком и его участниками, то есть гораздо полнее и быстрее, чем сейчас, оповещать рынок о ценности своих планов и стратегий. Но прежде всего им самим надо научиться управлять стоимостью и понимать, сколько богатства они создают и почему.

## ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЕ ИСТОКИ

Как-то раз редактор парижской газеты «Le Figaro» спросил одного из соавторов этой книги: «А что, вообще говоря, нового в вашем подходе?». Если иметь в виду собственно методологию, то наш ответ: «Практически ничего!». Оценка стоимости - давно существующая финансовая методика, концептуальными истоками которой служат метод приведенной стоимости в бюджетном планировании и метод стоимостной оценки акций, разработанный профессорами, будущими лауреатами Нобелевской премии Мертоном Миллером (Merton Miller) и Франко Модильяни (Franco Modigliani) в их статье «Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares» («Дивидендная политика, рост и оценка стоимости акций»), опубликованной в 1961 г. в «Journal of Business». Именно им в первую очередь мы обязаны самой концепцией оценки стоимости, хотя другие пошли еще дальше в популяризации их подхода. В частности, профессор Альфред Рапппорт (Alfred Rappaport) из Северо-Западного университета (один из учредителей ALCAR) и Джоуэл Стерн (Joel Stern) из Stern, Stewart & Co. одними из первых распространили выведенную Миллером и Модильяни формулу стоимости на практику, а также разработали и внедрили на рынок компьютерные инструменты, облегчающие компаниям использование этой методики.

## СТРУКТУРА КНИГИ

Книга состоит из трех частей. В первой части мы даем общий обзор стоимостной оценки и управления стоимостью с точки зрения менеджера. Во второй части последовательно, шаг за шагом, *описывается процесс* оценки стоимости компании. Третья часть посвящена наиболее сложным проблемам стоимостной оценки и особым случаям.

В первой части (гл. 1 —7) раскрывается взаимосвязь между стратегией компании и ее стоимостью. В главе 1 мы доказываем, что главная задача и центральная проблема менеджеров высшего эшелона сегодня — это *управление стоимостью в интересах акционеров*. В главе 2 мы рисуем портрет менеджера, ориентированного на стоимость, подробно разбирая конкретный пример из реального опыта генерального директора, которому пришлось реорганизовывать свою компанию и прививать на всех ее уровнях новую философию управления стоимостью. В главе 3 обобщены базовые принципы создания стоимости на еще одном простом примере, где основное внимание уделяется не столько математическим расчетам, сколько интуитивному пониманию экономики бизнеса. В главе 4 мы попытались навести некоторый порядок в разнородных показателях и способах измерения стоимости (с которыми вам неизбежно доведется столкнуться), сведя их в простую, но вместе с тем всеобъемлющую систему. В главе 5 изложены эмпирические свидетельства в пользу нашего подхода к оценке стоимости на основе дисконтированного денежного потока. В главе 6 описываются «гибкие» элементы организационной структуры, играющие немаловажную роль в переходе компании на стоимостные принципы управления. Наконец, в главе 7 рассматривается процесс создания стоимости в контексте слияний, поглощений и стратегических альянсов (союзов).

Вторая часть (гл. 8—13) представляет собой самодостаточное практическое пособие по оценке стоимости однопрофильных компаний. В ней мы даем общее описание метода дисконтированного денежного потока и объясняем, как его применять. Здесь последовательно разбираются конкретные приемы анализа прошлой деятельности компании, прогнозирования свободного денежного потока, определения подходящих альтернативных издержек привлечения капитала, выявления источников стоимости и истолкования результатов такого анализа. Для дополнительной помощи практику мы проводим «показательную:» оценку стоимости реальной компании (Heineken), как это должен делать сторонний аналитик, пользуясь широко доступной информацией.

Третья часть (гл. 14—22) посвящена особенностям оценки стоимости в более сложных ситуациях. Сюда вошли главы по оценке быстрорастущих интернет-компаний, многопрофильных фирм, циклических компаний, банков, страховых компаний. Еще в трех главах разбираются специфические проблемы стоимостной оценки за пределами США: зарубежных подразделений, местных компаний в других развитых странах, компаний

на развивающихся рынках. Наконец, мы описываем применение теории оценки опционов к активам, обязательствам и инвестиционным решениям корпораций.

## ЧТО НОВОГО В ТРЕТЬЕМ ИЗДАНИИ

За 10 лет между первым и третьим изданиями этой книги мы обрели богатый прикладной опыт стоимостной оценки благодаря нашей консультационной работе с клиентами и, кроме того, получили массу отзывов и предложений от читателей предыдущих изданий. На основе этого опыта мы почти полностью переписали основные главы и существенно обновили материал остальных, уделив гораздо больше внимания практическим проблемам, с которыми сталкиваются менеджеры и аналитики в повседневной работе. К тому же мы добавили шесть новых глав. Совершенно новые главы касаются интернет-компаний, циклических компаний и страховых компаний. Самостоятельная глава теперь отведена также проблемам стоимостной оценки на развивающихся рынках. Наконец, мы включили две новые главы в начало книги: одна из них посвящена не столько математическому, сколько интуитивному обоснованию принципов создания стоимости; во второй вводится всеобъемлющая система разнородных стоимостных показателей, используемых в управленческой практике.

## РАСЧЕТНЫЕ ТАБЛИЦЫ ДЛЯ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ

В настоящее время в продаже имеются компьютерные диски с электронной моделью стоимостной оценки на основе табличной программы Excel. Эта электронная модель очень схожа с моделью, которой мы пользуемся в своей практике. Модель проста в применении в самых разнообразных ситуациях: при оценке слияний/поглощений, при оценке хозяйственных единиц для проведения реструктуризации или внедрения принципов управления стоимостью, при оценке последствий важных стратегических решений для стоимости компании и т. д. (Мы, впрочем, не отвечаем за качество решений, к которым вы можете прийти в результате самостоятельного введения в модель собственных данных.) Если вы хотите приобрести эту табличную программу, позвоните по телефону 1-800-225-5945 или посетите сайт [ymwJfyjleyYaluatiQn.com](http://ymwJfyjleyYaluatiQn.com).

*Том Коупленд,  
Тим Комер,  
Джек Муррин*

## НАШИ БЛАГОДАРНОСТИ

Всякая книга является плодом труда не одних только авторов, но и многих других людей. Безусловно, не стала исключением и эта книга, хотя бы уже потому, что она — результат коллективных усилий специалистов по корпоративным финансам, работающих в компании McKinsey, а также опыта консультантов повсюду в мире.

Прежде всего нам хотелось бы выразить глубокую признательность Энниусу Бергсма. Именно Энниус положил начало развитию Экспертной группы McKinsey по корпоративным финансам в середине 1980-х годов и оказался тем «орудием Судьбы», благодаря которому пересеклись жизненные пути трех авторов этой книги. Именно он в свое время «заставил» нас превратить внутреннее (для сотрудников McKinsey) пособие по оценке стоимости в настоящую книгу для широкой аудитории. Он оказывал нам всяческую поддержку, необходимую для осуществления этого замысла. Он всегда был главным советником и партнером в наших дискуссиях. И к тому же он выступил соавтором главы 1 «Почему стоит ценить стоимость?».

Особой благодарности с нашей стороны заслуживает Фред Глюк. Фред сыграл ведущую роль в формировании в компании McKinsey культуры «накопления знаний». Будучи управляющим директором компании, Фред стал поистине крестным отцом нам и многим нашим коллегам. И Фред всегда активно ратовал за создание в McKinsey мощной консультационной службы по корпоративным финансам.

Что касается непосредственно третьего издания, мы чрезвычайно обязаны нескольким людям за сотрудничество в работе над основными главами. Дейвид Кригер провел анализ и оценку стоимости Heineken, к коим мы обращаемся на протяжении всей книги. Сузана Нолен внесла огромный вклад в главу 6 «Создание стоимости», почти целиком построенную на внутренних проектах, которыми руководит Сузана. Мими Джеймс умело провела нас сквозь лабиринт стоимостной оценки компаний на развивающихся рынках в главе 19. Элис Ху позволила нам проникнуть в мир Интернета, помогая писать главу 15. Диссертация Марко де Хеера по оценке циклических компаний послужила основой для главы 16. Владимир Антикаров и Фил Кинан стойко трудились вместе с нами над изложением методов оценки опционов в главе 20. Габриэль Гарсиа и Мими Джеймс были поистине незаменимы при подготовке главы 22, посвященной оценке страховых компаний. Валери Юдал и Аннмари ван Некк обновили модель стоимостной оценки на основе Excel, сделав ее более простой в применении и более гибкой. Замечательную помощь в проведении анализа и необходимых расчетов для третьего издания оказали Элис Ху, Ирина Григоренко, Ким Фогель, Дейвид Твидди, Крис Джонс, Дейвид Райт и Сандип Васвани. Мы должны также поблагодарить Петри Алласа, Андрэ Аннема, Оливера Берлага, Ричарда Доббса, Джорджа Фенна, Марка Годхарта, Кевина Кайзера и Питера де Вита за полезные соображения, критические замечания и подбор формул.

Нам хотелось бы еще раз сказать спасибо всем тем, кто участвовал в подготовке двух первых изданий. Мы особенно обязаны Дейву Фуреру за денную и ночную работу над первоначальными набросками этой книги более 10 лет назад. Первые два, как и третье, издания книги опираются на труд, мысли и аналитические разработки Карлоса Абада, Бафорда Александера, Пата Анслингера, Али Азгара, Билла Барнетта, Дана Бергмана, Питера Биссона, покойного Джоуэла Блика, Стива Коули, Йохана Депратера, Майкла Додда, Уилла Драпера, Кристиана ван Дратена, Дейвида Эрнста, Билла Фаллона, Рассы Фрейдина, Ало Гоша, Кейко Хонда, Филадельфоса, Шиянджоу Го, Курта Лозерта, Билла Льюиса, Перри Мойлиноффа, Майка Мюррея, Хуана Окампо, Джона Пейшенса, Билла Пурше, Франка Рихтера, Дейвида Ротшильда, Сильвии Стефини, Конрада Стилбруинера, Ахмеда Таха, Билла Трента, Джона Вайнера, Джека Уэлча и Дейвида Вилленски.

За помощь в подготовке рукописи и координацию бесконечных писем, сообщений по электронной почте, телефонных звонков между четырьмя странами и семью часовыми поясами мы просто обязаны выразить благодарность нашим ассистентам — Марлизе Зваан и Бетси Беллинграт. Джеф Андерсен замечательно оформил и разместил иллюстрации, сопровождающие текст.

Аллан Голд, взявший на себя труд отредактировать рукопись, без устали напоминал нам, что мы пишем для читателей, а не для самих себя. Кроме того, в критических ситуациях Аллан служил надежным прикрытием для усталых авторов. Немалый вклад в редактирование книги внесла также Нэнси Николс.

Мы не смогли бы уделить необходимое время и силы работе над книгой без поддержки и ободрения со стороны руководителей Экспертной группы McKinsey по корпоративным финансам и стратегии, особенно Кристиана Каспара и Рона Хьюма. Мы признательны также Алану Кантроу за его мудрые советы.

С удовольствием благодарим и наших редакторов в издательстве Wiley, Памелу ван Бгссен и Клаудио Кампузано, а также Нэнси Маркус Ленд и ее персонал из Publications Development Company за печать тиража и выпуск издания в свет.

Наконец, великая благодарность — самым главным нашим помощникам, Мэгги Коупленд, Мелиссе Коллер и Венди Мердок. Без их понимания, одобрения и поддержки эта книга попросту никогда не была бы создана.

Г. К.,  
Т. К.,  
Дж. М.

С Т О И М О С Т Ь

К О М П А Н И И

И З А Д А Ч И

М Е Н Е Д Ж Е Р А

# ОГЛАВЛЕНИЕ ПЕРВОЙ ЧАСТИ

## ГЛАВА 1

Почему стоит ценить стоимость? 7 7

## ГЛАВА 2

Менеджер, ориентированный на стоимость 25

## ГЛАВА 3

Фундаментальные принципы  
создания стоимости 60

## ГЛАВА 4

Мания измерения, или Как уцелеть  
пол лавиной показателей стоимости 69

## ГЛАВА 5

Деньги – всему голова 89

## ГЛАВА 6

Создание стоимости 105

## ГЛАВА 7

Слияния, поглощения  
и совместные предприятия 130

# Почему стоит ценить стоимость ?

Эта книга повествует о том, как оценивать стоимость компаний и как пользоваться оценкой стоимости для принятия более толковых хозяйственных решений. Все изложенное здесь зиждется на нашей твердой вере в то, что те менеджеры, кто стремится к созданию стоимости для акционеров, лучше заботятся о здоровье своих компаний, нежели те, кто не уделяет достойного внимания стоимости. Мы считаем также, что более здоровые компании, в свою очередь, укрепляют экономику в целом, способствуют повышению уровня жизни людей и открывают перед ними более богатые возможности для карьерного роста и ведения бизнеса.

Насколько важное место занимает стоимость для акционеров в ряду других критериев экономического благополучия, таких как занятость, социальная ответственность бизнеса или качество окружающей среды, — вокруг этого вопроса извечно бурлят непримиримые споры, и несть им конца. Зачастую эти споры сводятся к жесткому противопоставлению акционеров всем остальным заинтересованным группам. В Соединенных Штатах и Великобритании, по крайней мере в силу сложившихся здесь идеологических и правовых устоев, господствующее влияние приобрела идея, согласно которой акционеры яв-

Мы выражаем благодарность Энниусу Бергсма, который является соавтором этой главы.

ляются собственниками корпорации, совет директоров представляет их интересы и избирается ими, а естественная функция корпорации заключается в максимальном увеличении стоимости для акционеров.

В континентальной Европе гораздо большим авторитетом издавна пользуется явно расширительное толкование целей хозяйственных организаций. Во многих случаях такое толкование находит формальное воплощение в структуре и принципах корпоративного управления. Например, по голландским законам, совету директоров акционерного общества — то есть, по сути, крупной корпорации — вменяется в обязанность обеспечивать непрерывность функционирования компании, а вовсе не представлять интересы акционеров в преследовании цели максимизации стоимости. Сходная философия положена в основу корпоративного управления в Германии и в Скандинавских странах.

Наша главная задача в этой книге состоит *не в том*, чтобы анализировать противоречие между моделью, ориентированной на акционеров, и моделью, ориентированной на все заинтересованные группы, *не в том*, чтобы согласовывать эти модели, и тем более *не в том*, чтобы подливать масло в огонь дебатов по этой теме. Вместе с тем мы уверены, что менеджеры должны стремиться к созданию стоимости по двум причинам. Во-первых, в большинстве экономически развитых стран акционеры в любом случае определяют круг основных задач высшего менеджмента компаний. Во-вторых, экономика, ориентированная на акционеров, как выясняется, работает лучше, чем иные экономические системы, а интересы остальных причастных групп ничуть не страдают от «господства» акционеров.

## ПРЕОБЛАДАЮЩЕЕ ЗНАЧЕНИЕ СТОИМОСТИ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ

В начале 2000 г. компания Vodafone AirTouch приобрела германский конгломерат Mannesmann, и это стало первым в истории враждебным поглощением германской фирмы негерманской фирмой<sup>1</sup>. Это событие продемонстрировало, что модель стоимости для акционеров завоевывает все более прочные позиции в Европе. Сегодня уже можно утверждать, что в большинстве экономически развитых стран менеджеры должны стремиться к созданию стоимости для акционеров. На преобладающее значение стоимости для акционеров работают четыре важных фактора.

1. Зарождение в 1980-х годах активного рынка корпоративного управления и контроля в ответ на явную неспособность многих менеджерских команд справиться с радикальными переменами в их отраслях.
2. Растущая роль привязанных к акциям форм вознаграждения большинства высших менеджеров как в США, так и во многих европейских странах.

<sup>1</sup> Формально Mannesmann согласилась на сделку, но произошло это лишь после того как стало ясно, что акционеры компании склоняются в пользу Vodafone AirTouch.

3. Увеличение доли владения акциями в составе активов, принадлежащих домохозяйствам, которое последовало за укреплением американских и европейских фондовых рынков после 1982 г.
4. Массовое осознание того факта, что сложившиеся системы социального обеспечения, особенно в континентальной Европе и Японии, чреватые банкротством.

### **Рынок корпоративного управления и контроля**

В 1982 г. экономика США начала оправляться после затяжного периода высокой инфляции и медленного экономического роста. Многие секторы промышленности нуждались в коренной перестройке. Скажем, изобретение шин с радиальным кордом увеличило эффективный срок службы автомобильных покрышек более чем вдвое, что привело к гигантскому перепроизводству. Вместо того чтобы ликвидировать избыточные производственные мощности и вывести лишние деньги из бизнеса, большинство крупных производителей шин продолжали усиленно инвестировать, тем самым загнав себя к концу десятилетия в полнейший тупик.

В то же самое время пенсионные фонды и страховые компании стали предоставлять все больше средств новым типам инвесторов, прежде всего партнерствам, специализирующимся на выкупах компаний за счет займа, таким как Kohlberg, Kravis, and Roberts (KKR) или Clayton, Dubilier, and Rice. В 1981 г. из 2328 слияний/поглощений в США 99 были осуществлены в форме выкупа за счет займа<sup>2</sup>, к 1988 г. число таких выкупов увеличилось до 381 при общем числе слияний/поглощений 4049. Но даже эти впечатляющие цифры — не самое главное. Важнее понять, какие события разворачивались на рынке. Выкупы за счет займа раз от раза приобретали все большие объемы; высшую строчку в этом «хит-параде» заняла сделка с компанией RJR Nabisco на 31,4 млрд дол. Это произошло спустя всего четыре года после первого выкупа за счет займа, превысившего по объему 1 млрд дол., когда в 1984 г. партнерство KKR приобрело конгломерат Wometco. Хотя многие выкупы за счет займа носили характер дружественного слияния, сам механизм подобных сделок вполне подходит и для враждебных поглощений. Фактически наиболее заметные враждебные поглощения конца 1980-х годов осуществлялись именно в форме выкупа за счет займа, самым выразительным примером чему стала сделка с RJR Nabisco.

Выкупы за счет займа наряду с массовым распространением такого финансового инструмента, как высокодоходные облигации, ввергли большую часть корпоративной Америки в серию враждебных поглощений. Неудивительно, что мишенями посягательств со стороны захватчиков ста-

<sup>2</sup> G. Baker and G. Smith. *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*. Cambridge, England: Cambridge University Press, 1998.

ли компании, не способные эффективно справиться с крупными изменениями в своих отраслях. Скажем, в том же производстве автопокрышек BF Goodrich и UniRoyal сумели провести реструктуризацию на основе дружественного слияния, тогда как Goodyear и GenCorp (владельцы General Tire) подверглись «нападению».

Столь бурное зарождение рынка корпоративного управления и контроля вызвало к жизни ответную реакцию со стороны зрелых устойчивых предприятий и их исполнительного руководства. Уже к 1984 г. «Круглый стол бизнеса» - организация, представляющая крупнейшие корпорации в США, - выработал рабочий документ, в котором получили поддержку взгляды различных заинтересованных групп на корпоративное управление и который в значительной мере отражал подходы, преобладающие в Европе. К концу десятилетия возросшее и громогласное недовольство рынком корпоративного управления и контроля, воплощенного в массовых враждебных поглощениях с большой долговой нагрузкой, привело к некоторому увяданию этого рынка, правда, только временному.

В конце 1990-х годов на рынке слияний и поглощений вновь наступил расцвет с той лишь разницей, что теперь большинство сделок уже носило дружественный характер. Менеджеры познали значение стоимости для акционеров и, усвоив прежние уроки, больше не дожидались атак захватчиков. Тем временем волна выкупов за счет займа перекинулась на Европу. Здесь появилось множество групп, занимающихся такими выкупами, а американские фирмы стали присматривать себе объекты для сделок не только на своей территории, но и в Европе.

Каким образом выкуп за счет займа создает стоимость? Ответ на этот вопрос укладывается примерно в такую логику. Многие зрелые устойчивые компании, которые становятся мишенями враждебного поглощения, производят очень обильный свободный денежный поток. Причем некоторые из этих фирм - в частности, производители автопокрышек, представители нефтегазовой отрасли, компании сектора потребительских товаров — зачастую не располагают привлекательными инвестиционными возможностями, по крайней мере в достаточном количестве. Тем не менее «природный инстинкт» всякого коммерческого предприятия понуждает реинвестировать деньги в бизнес, вместо того чтобы возвращать их акционерам. Такая политика нередко приводит к невыгодным инвестициям, которые разрушают стоимость. Невыгодные инвестиции могут принимать следующие формы: компания вкладывает деньги в известные ей, но непривлекательные виды бизнеса, или в те виды бизнеса, которые компании совершенно не знакомы и в которых она вряд ли преуспеет.

В подобных обстоятельствах вмешательство извне служит просто инструментом для прекращения экономически нецелесообразного распределения ресурсов. В процессе выкупа за счет займа эта задача решается посредством замещения собственного капитала заемными средствами, в результате чего большую часть свободного денежного потока волей-неволей приходится

выводить из предприятия и возвращать на рынок капитала в форме выплат кредиторам (процентов по долгу и основной суммы займа). Такая процедура, как правило, требует внешнего вмешательства, хотя то же самое компания может проделать добровольно, предприняв рекапитализацию с использованием финансового рычага, то есть взяв заем и употребив полученные деньги на выкуп у инвесторов значительной доли собственных акций.

В этих двух случаях порядок действий разный, но присутствует одна общая черта: в результате существенно увеличивается стоимость, причитающаяся нынешним акционерам компании. На самом деле, когда целью корпорации является максимизация *стоимости для* акционеров, расточительное расходование денег на непривлекательные бестолковые инвестиции гораздо менее вероятно, чем когда менеджеры преследуют какие-то другие цели (например, поддержание уровня занятости).

Короче говоря, увлечение реструктуризациями, охватившее 1980-е годы, стало реакцией на неспособность многих корпораций совладать с меняющимися условиями и перестроить свою деятельность по мере устаревания традиционных продуктов и рынков или по мере истощения привлекательных инвестиционных возможностей в освоенных видах бизнеса. Инструментом таких реструктуризаций как раз и послужил рынок корпоративного управления и контроля. Основная предпосылка существования этого рынка заключается в том, что менеджеры вправе управлять корпорацией ровно до тех пор, пока не найдется другая команда менеджеров, которая, следуя альтернативной стратегии, в состоянии значительно повысить рыночную стоимость этой самой корпорации. Стало быть, главной движущей силой «смены власти» являются скверные результаты деятельности компании по критерию стоимости для акционеров.

### **Возросшая роль опционов на акции**

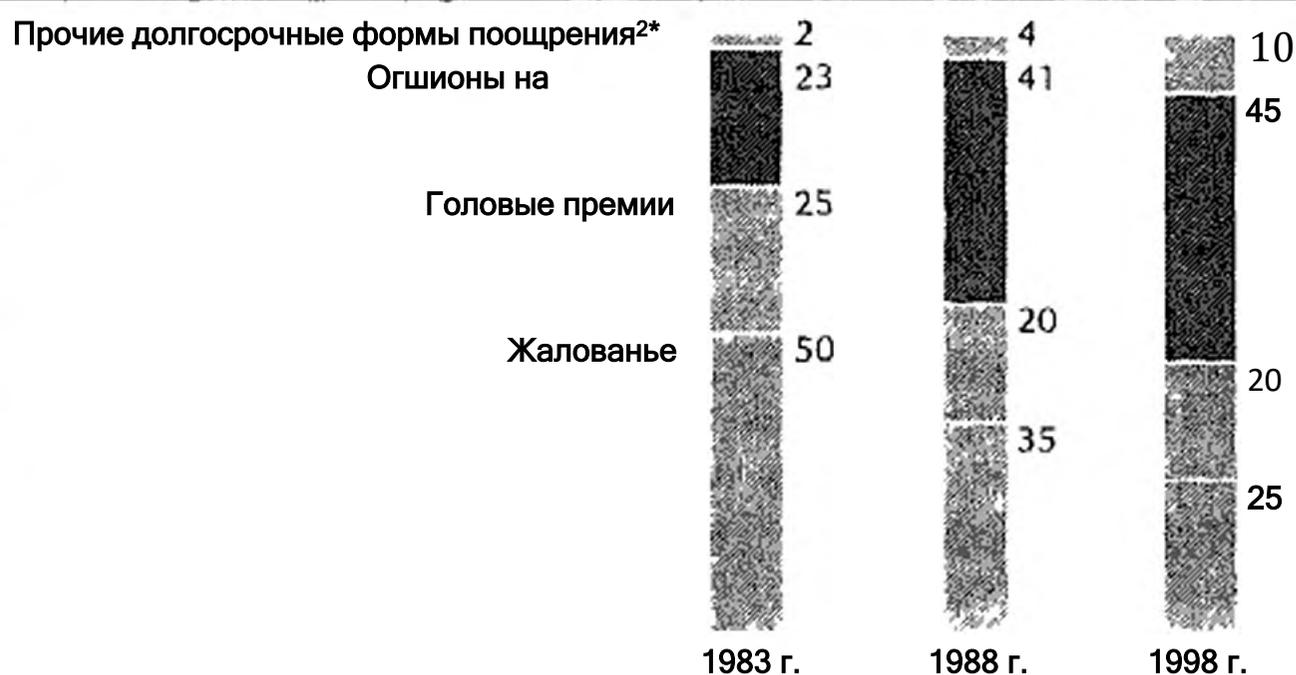
В середине 1970-х годов в Соединенных Штатах усилилась обеспокоенность очевидным расхождением интересов между менеджерами и акционерами. Отчасти подобные настроения произрастали на почве десятилетнего спада прибыльности корпораций и стагнирующих цен акций. Но отчасти эту обеспокоенность подпитывала растущая популярность модели, ориентированной на все заинтересованные группы, которая, по мнению поборников стоимости для акционеров, стала служить оправданием низкой результативности компаний. Между тем некоторые ученые занялись исследованием мотивации менеджеров в принятии решений, касающихся распределения ресурсов; эту область научных изысканий принято называть *теорией агентских отношений*. В 1976 г. Йенсен и Меклинг опубликовали статью<sup>3</sup>,

<sup>3</sup> M. Jensen and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. October. P. 305—360.

где описали ситуацию предыдущих десятилетий, когда менеджеры корпораций следовали стратегиям и осуществляли проекты, не способствующие оптимизации ресурсов (с точки зрения акционеров), и призвали изменить систему вознаграждения менеджеров, так чтобы теснее связать ее с интересами акционеров. Опционы на акции уже и тогда составляли часть пакета вознаграждения большинства высших корпоративных руководителей в США, но из-за незначительного размера, приходившегося на эту форму оплаты, а также из-за общей вялости фондового рынка вследствие высокой инфляции мотивационное воздействие таких опционов на поведение менеджеров было весьма слабым.

Положение изменилось в начале 1980-х годов. По мере распространения выкупов за счет займа, особенно осуществляемых командой менеджеров, постепенно начали встречаться примеры, когда и успехи компании по созданию стоимости для акционеров, и размер вознаграждения, которое высшие руководители получали от своего владения акциями, стали весьма основательными и заметными. Приблизительно тогда же, в 1982 г., Совет управляющих Федеральной резервной системы ввел в действие программу, которая позволила резко снизить инфляцию, что, в свою очередь, подхлестнуло рост стоимости акций. В результате такого сочетания факторов роль опционов на акции в оплате труда менеджеров значительно усилилась. Как показано на рисунке 1.1, к 1998 г. приведенная стоимость опционов на акции насчитывала 45% в среднем (медианном) пакете оплаты высшего исполнительного руководства корпораций открытого типа.

Рисунок 1.1. Составляющие среднего пакета вознаграждения  
главного исполнительного директора в США<sup>1)</sup>  
(числовые данные — в %)



<sup>1)</sup> Данные по компаниям открытого типа с доходом свыше 1 млрд дол в 1983 г., свыше 3 млрд дол. в 1988 г. и свыше 5 млрд дол. в 1995 г.

<sup>2)</sup> Оценка приведенной стоимости поощрения на момент предоставления.

В то же самое время на советы директоров обрушился нарастающий шквал критики за пренебрежение ими своей обязанностью преследовать интересы акционеров (обязанностью, возложенной на них правовыми нормами, по крайней мере в США). Развернулось массовое движение с требованием, чтобы члены совета директоров не из числа исполнительного руководства тоже имели долю акций своей компании, что заставит их — хотя бы ради собственных интересов — уделять больше внимания доходу акционеров. К концу 1990-х годов уже 48% средних и крупных компаний выделяли членам советов директоров акции или опционы на акции (для сравнения, в 1983 г. таких компаний не было, можно считать, ни одной).

Распространение опционов на акции привело к тому, что значение дохода акционеров в качестве мерила эффективности работы менеджеров существенно возросло. Причем этот процесс не замыкается границами Соединенных Штатов. Сегодня акции или опционы на акции образуют важную составляющую оплаты труда исполнительного руководства компаний и в Великобритании, и во Франции. По всей видимости, с нарастанием глобальной конкуренции среди фирм за управленческие таланты опционы на акции будут приобретать все большее признание в странах с открытой экономикой.

### **Рост популярности акций**

Заметное оживление американского и европейского фондовых рынков с начала 1980-х годов способствовало не только распространению опционов на акции как средства вознаграждения менеджеров, но и росту популярности владения акциями среди домохозяйств во многих странах. Это совсем не означает, что американские и неамериканские домохозяйства в массе своей превратились в активных инвесторов, вкладывающих деньги напрямую в акции отдельных компаний. Что на самом деле произошло — это увеличение в составе населения доли держателей акций, осуществляющих инвестиции через посредство взаимных (паевых) фондов или пенсионных программ. В число самых громогласных поборников стоимости для акционеров входят крупные пенсионные фонды, подобные California Public Employees Retirement System (Калифорнийская система *пенсионного обеспечения* государственных служащих; для краткости — Калифорнийский пенсионный фонд), в чьем управлении находятся активы на 130 млрд дол., значительная часть которых представлена акциями разных компаний.

Как видно из таблицы 1.1, акции образуют крупнейшую категорию активов, куда вкладывали средства пенсионные фонды США и Великобритании в 1996 г. — 58 и 76% соответственно. Это резко контрастирует с ситуацией в таких странах, как Германия (8%) и Италия (3%), хотя и здесь положение быстро меняется: все большая часть пенсионных активов этих стран перемещается в акции.

Таблица 1.1. Распределение активов пенсионных фондов, 1996 г.

	США		Франция			Германия		Италия		Нидерланды		Великобритания		Япония	
	млрд долл	%	млрд франк	%	млрд марк	%	млрд лир	%	млрд гульден	%	млрд фунт	%	млрд иен	%	
Денежные средства	225	5	6	12	9	7	12	17	8	2	43	4	112	10	
Облигации	1130	25	36	54	61	47	21	29	105	30	142	14	530	46	
Акции	2618	58	16	24	10	а	2	3	107	31	764	76	360	31	
Прочее	546	12	7	10	49	за	38	52	130	37	61	6	155	13	

Источник: Investment Company Institute.

Похоже, акционерная культура укореняется во многих европейских странах. Отчасти этому способствовала приватизация крупных государственных монополий в таких сферах экономики, как, например, телекоммуникации, где правительства превратились в активных продавцов акций приватизируемых фирм. Примечательна в этом смысле развернувшаяся в Германии кампания в поддержку приватизации Deutsche Telekom, получившая выразительное название «Deutschland Aktienland» («Германия - страна акций»). Великолепная динамика, демонстрируемая в дальнейшем акциями приватизированных фирм, сильно прибавила популярности инвестициям в акции в этих странах.

Таблица 1.2 показывает значительное развитие рынка акций в Соединенных Штатах (она отражает как прямые вложения в акции, так и косвенные вложения через взаимные фонды, пенсионные счета либо иные формы паевого участия). Если в 1975 г. акциями владели 25 млн человек, или 12% населения США, то к 1995 г. это число увеличилось до 69 млн, или 26% соответственно. В таких обстоятельствах прежнее противопоставление труда капиталу утрачивает актуальность. Отныне акционер - это не кто-то сторонний, отныне акционер — это я и ты, это мы с вами. Как следствие, идеологический накал, питающий дебаты на тему антагонизма между акционерами и остальными заинтересованными группами, потихоньку ослабевает. Чем больше людей пополняют ряды акционеров, тем большее признание получает стоимость для акционеров как естественная цель корпорации.

Таблица 1.2. Владение акциями в США

Год	Число людей (в млн)	Доля населения (%)
1975	25,3	11,9
1980	30,2	13,5
1985	47,0	20,1
1990	51,4	21,1
1995	69,3	26,3

Источник: New York Stock Exchange «Share ownership» (выпуски отдельных лет).

## Несостоятельность пенсионных систем

Четвертый фактор, под воздействием которого заметно возросло значение стоимости для акционеров, — это бомба с часовым механизмом, заложенная под государственные пенсионные системы большинства экономически развитых стран. В этих странах официальная государственная пенсия составляет основную часть дохода пенсионеров (лидируют здесь Германия и Швеция, где государственная пенсия обеспечивает пенсионерам соответственно 95 и 91% дохода). Большинство государственных пенсионных систем устроено по распределительному принципу «заработал-заплатил», смысл которого в том, что взносы работающих сегодня идут на выплату пенсий сегодняшним пенсионерам. Этот принцип замечательно подходил к ситуации, когда количество пенсионеров было относительно невелико по сравнению с численностью работающих, чьими взносами обеспечиваются пенсионные выплаты. Но сейчас положение меняется.

В 1990 г., например, в Германии на одного пенсионера приходилось примерно два работающих. К 2035 г. это соотношение составит уже один к одному. Следовательно, если не принять никаких мер, в 2035 г. средняя ставка обязательного пенсионного сбора с работающего в Германии повысится до 34,1% валовой заработной платы — против 19,7% в 1996 г. Именно в таких условиях и свершаются революции!

Избежать пенсионного кризиса можно, хотя это и нелегко. Большинство аналитиков сходится во мнении, что у этих стран нет другого выбора, кроме внедрения в той или иной форме накопительной (фондовой) пенсионной системы, когда хотя бы часть взноса, собираемого с работника, откладывается на выплату пенсии ему самому. Проблема в том, как перейти от распределительной системы «заработал-заплатил» в чистом виде к частично или полностью накопительной системе. Накопительная пенсионная система имеет несколько разновидностей, но все они сводятся к одному: *необходимо, чтобы сбережения в накопительной части системы обеспечивали привлекательную доходность.*

С учетом всего этого одно из решений состоит в повышении пенсионного взноса на достаточную величину, чтобы образовался излишек, который можно реинвестировать; тогда взносы вкуче с доходами от инвестиций покрыли бы будущий дефицит. Вот простенький пример того, как это могло бы работать в Германии. Если добавочные взносы инвестировать в германские правительственные облигации, которые традиционно обеспечивают реальную доходность около 4%, то пенсионный взнос нужно увеличить до 3103 марок, что равнозначно сокращению чистого (остающегося в распоряжении работника) дохода на 13%. Если же эти сбережения инвестировать в германский частный сектор, где реальная долгосрочная доходность в период с 1974 по 1993 г. составляла в среднем 7,4%, то взнос с учетом необходимой прибавки сокращается до 2068 марок. А если бы германский частный сектор действовал настолько же успешно, как и американский, где реаль-

ная долгосрочная доходность в тот же период составляла 9,1%, то годовой пенсионный взнос уменьшился бы уже до 1706 марок, то есть остающийся в распоряжении работника доход сократился бы только на 7%.

Стало быть, подобное решение в сочетании с другими мерами, такими как постепенное повышение пенсионного возраста, позволяет уменьшить бремя пенсионных выплат до уровня, когда в обществе достигим политический консенсус, при условии, конечно, что инвестиционные фонды обеспечивают приличную доходность. Обезвреживание «пенсионной бомбы» требует, чтобы частный сектор соответствовал определенному стандарту, в котором первостепенное значение придается способности поддерживать высокую доходность инвестированного капитала и создавать возможности для вложения дополнительного капитала тоже с высокой доходностью. Отсюда понятно, почему Калифорнийский пенсионный фонд является одним из самых ярких поборников стоимости для акционеров в США и недвусмысленно декларирует свою уверенность в том, что стоимость для акционеров должна стать приоритетной целью также и на других рынках.

Коль скоро существует объективная потребность в переходе к накопительным пенсионным программам и устранении «соперничества» между поколениями — неважно, в Германии или в любой другой развитой стране, - компании просто с необходимостью *должны* испытывать постоянное давление, понуждающее их к созданию стоимости для акционеров.

## ЭКОНОМИКА, ОРИЕНТИРОВАННАЯ НА АКЦИОНЕРОВ, РАБОТАЕТ ЛУЧШЕ

Мы сомневаемся, что заметное укрепление экономики США, датируемое серединой 1980-х годов, осуществилось бы без дисциплины акционерного капитализма и без растущей заинтересованности участников экономики в создании стоимости для акционеров.

Нацеленность корпоративной Америки на стоимость для акционеров способствует ограничению инвестиций в устаревшие стратегии — и даже сворачиванию таких инвестиций — в большей степени, нежели любая альтернативная модель. Именно стремление овладеть рычагами влияния на конечный результат экономической деятельности вызвало к жизни Шумпетеровскую концепцию «созидательного разрушения». Более того, едва ли есть основания утверждать (как делают многие, хотя чаще всех — менеджеры отстающих компаний), что рынок капитала отличается большей недальновидностью, чем другие корпоративные «суверены», — свидетельством тому рост числа и стоимости высокотехнологичных и интернет-компаний, акционировавшихся в последние годы. Бестолковый - пожалуй, так еще можно сказать про рынок капитала, но недальновидный?... Наверняка нет.

Теперь о фактических экономических показателях. Большинство экономистов сходятся во мнении, что главным критерием благополучия экономи-

Индекс- США = 100

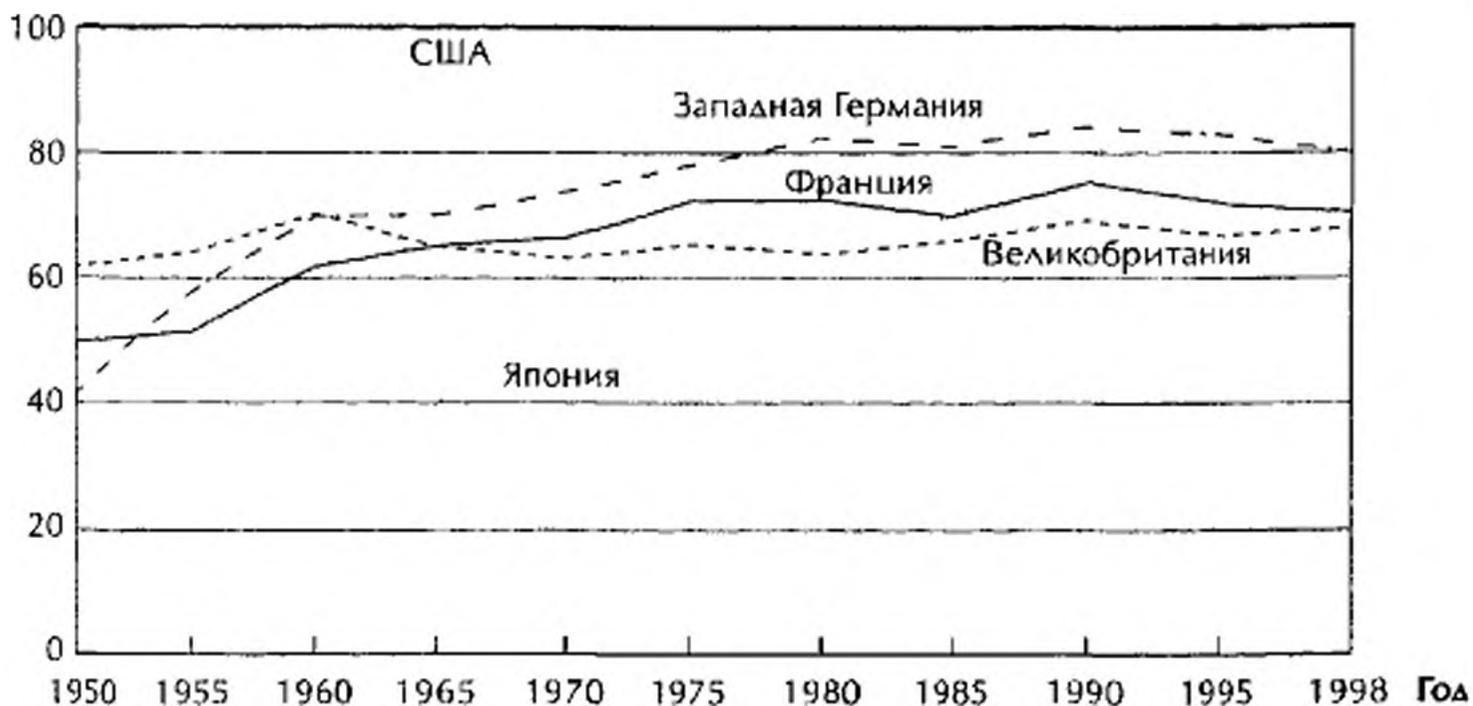


Рисунок 1.2. ВВП на душу населения

ки служит величина валового внутреннего продукта (ВВП) в расчете на душу населения. Как показывает рисунок 1.2, США — самая капиталистическая и дружелюбная к акционерам экономика в мире — опережает по этому параметру другие развитые страны более чем на 20%. Вплоть до 1975 г. другие страны наверстывали упущенное, сокращая свое отставание, но с тех пор сближение прекратилось. Скорее, отрыв США только увеличился.

С 1994 по 1997 г. исследовательский центр компании McKinsey (McKinsey Global Institute) провел серию исследований с общей целью: проанализировать причины различий между США и другими странами по ВВП на душу населения. Согласно результатам этих исследований, охвативших Соединенные Штаты, Германию и Японию, своим преимуществом США обязаны гораздо более высокой продуктивности факторов производства, особенно капитала (см. рис. 1.3). Каким образом США сумели обойти остальных, имея норму сбережения, которую часто клеймят как совершенно недостаточную? Ответ на этот вопрос заключается в том, что происходит с этими сбережениями. В США они инвестируются в более производительные (т. е. экономически выгодные или, другими словами, создающие стоимость) проекты, нежели в Германии или Японии. Как явствует из рисунка 1.4, финансовая отдача в корпоративном секторе США в период с 1974 по 1993 г. была значительно выше, чем в Германии и Японии.

Из всего этого вовсе не следует, что система стоимости для акционеров всегда воспринималась как справедливая. Реструктуризация лишила работы многих людей и покалечила немало жизней. В то же время можно сказать, что способность экономики создавать рабочие места — или хотя бы уменьшать их нехватку — есть лучшая мера справедливости. По этому критерию достижения США в сравнении с другими странами говорят сами за себя.

Рисунок 1.3. Истоки различий между странами по ВВП рыночного сектора в расчете на душу населения

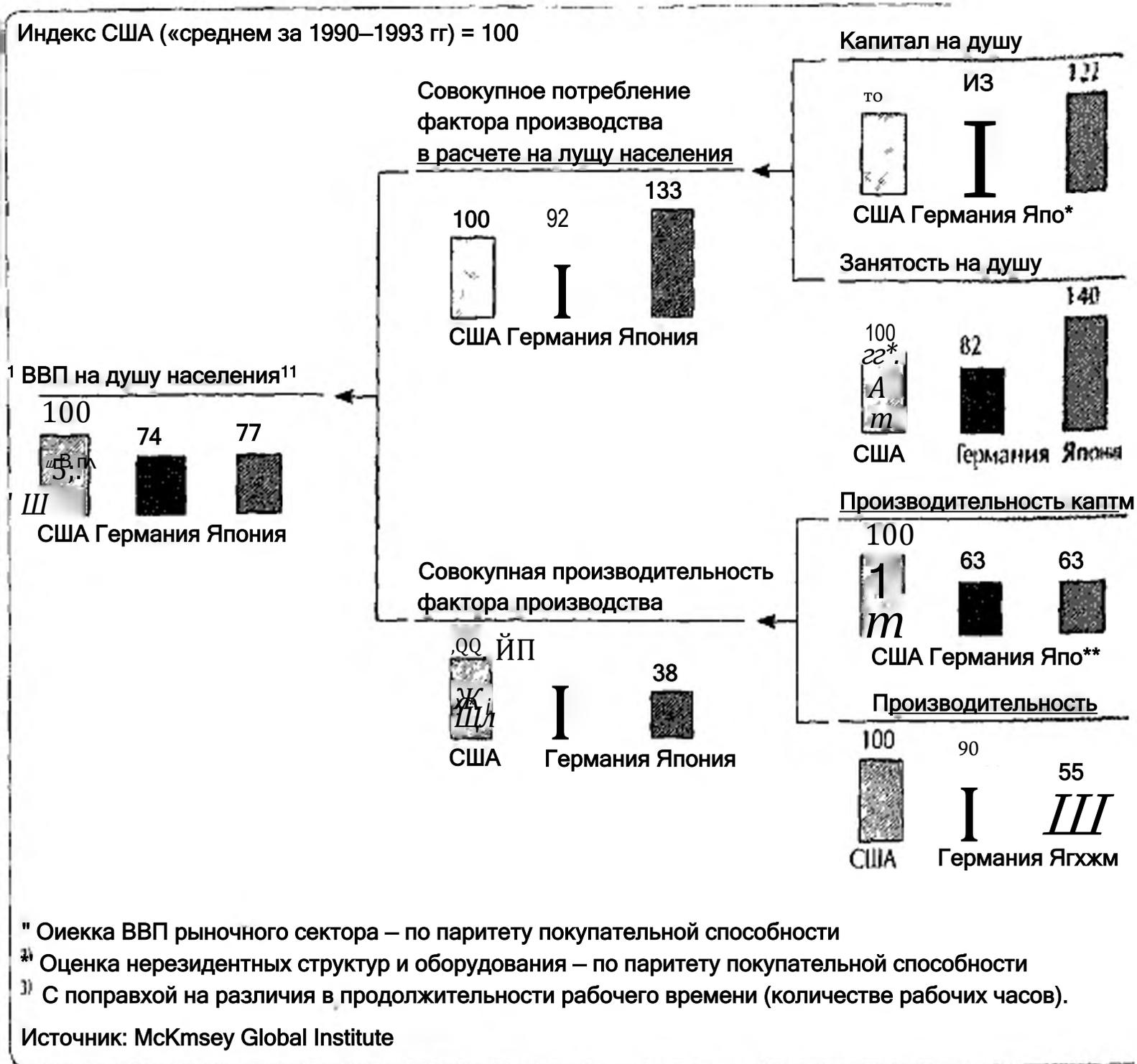


Рисунок 1.4. Годовая финансовая отдача в корпоративном секторе, 1974—1993 гг.<sup>1)</sup>



Примерно два столетия назад Адам Смит утверждал, что самые производительные и новаторские компании приносят наивысший доход владельцам и привлекают наилучших работников, которые в свою очередь оказываются еще более производительными и еще больше увеличивают доход, - одним словом, образуется благодатный замкнутый круг. С другой стороны, компании, разрушающие стоимость, вовлекают себя в порочный круг и неминуемо гибнут.

Если говорить современным языком, компания, нацеленная на преумножение стоимости для акционеров, лучше отвечает своему назначению, будучи достойным корпоративным гражданином общества. Почему? Да просто потому, что такая компания создает все больше стоимости для акционеров. Давайте посмотрим на ситуацию с точки зрения одной из заинтересованных сторон — работников. Компания, которая старается во что бы то ни стало наращивать прибыль, пренебрегая ради этого улучшением условий труда, недоплачивая работникам и экономя на поощрениях, непременно столкнется с трудностями в привлечении и сохранении высококвалифицированных кадров. Сегодня, когда рабочая сила становится все более мобильной и все более образованной, компания такого типа в конце концов окажется низкоприбыльной. Вот тут-то и выясняется со всей очевидностью, что хорошее отношение к людям - это еще и хороший бизнес.

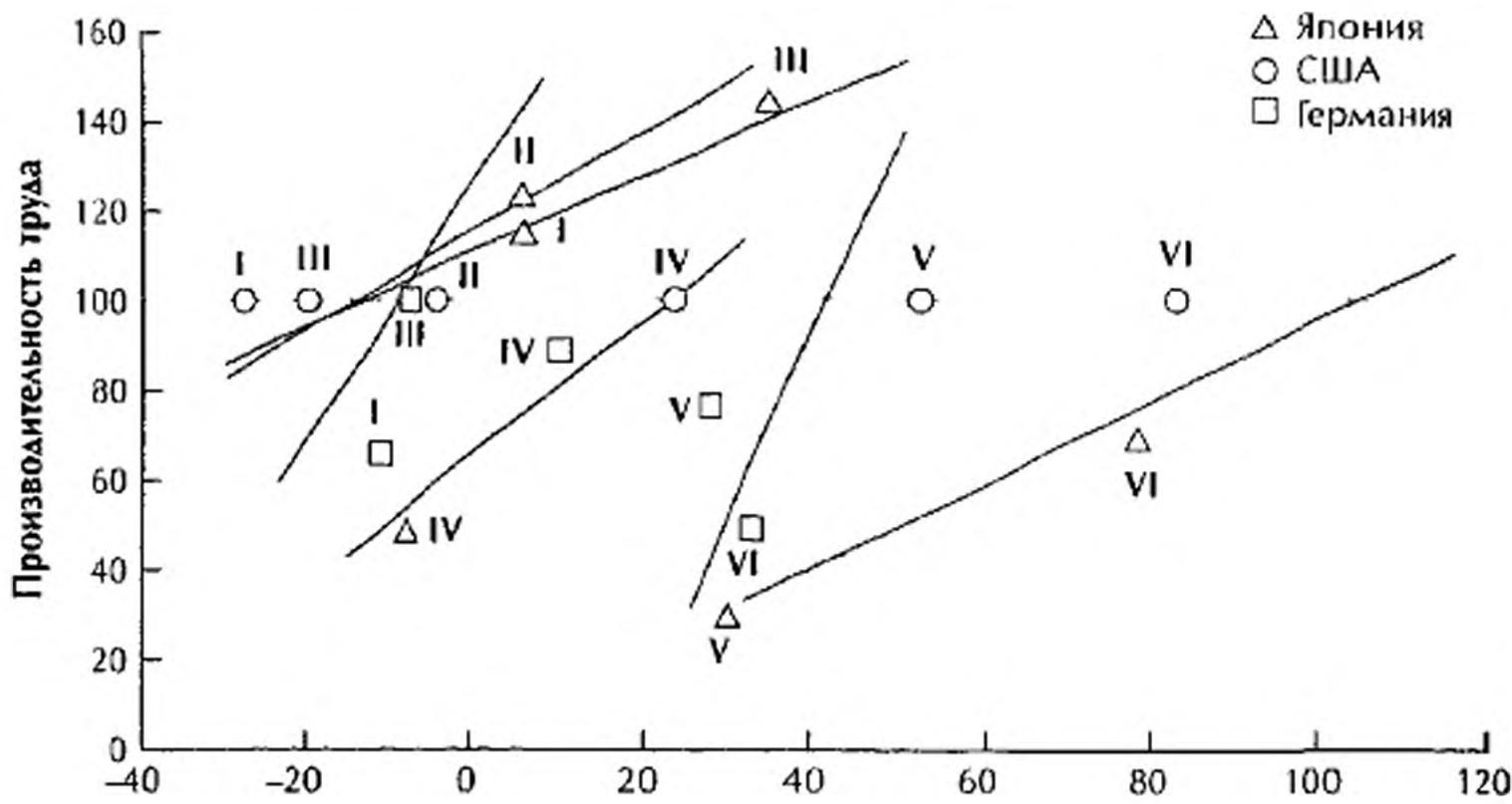
Эмпирические наблюдения тоже вполне наглядно подтверждают наш вывод, что увеличение богатства акционеров не наносит ущерб другим заинтересованным группам. В предыдущем издании этой книги мы анализировали взаимосвязь между производительностью труда, благосостоянием акционеров и уровнем занятости на примере нескольких отраслей в США, Японии и Германии. Результаты того анализа воспроизведены здесь на рисунках 1.5 и 1.6. Мы пришли к заключению, что компании, отличающиеся более высокой производительностью труда, как правило, создают и больше стоимости, нежели фирмы с низкой производительностью труда, причем эта прибавка в стоимости достигается не за счет работников в целом. Компании, способные создавать больше стоимости, создают также больше рабочих мест.

## РЕЗЮМЕ

С увеличением числа и влияния акционеров в экономически развитых странах неуклонно пополняются ряды менеджеров, которые отводят стоимости роль важного мерил результатов корпоративной деятельности. Хорошо ли это? Как показывает практика, нацеленность на стоимость для акционеров идет на пользу не только самим акционерам (группе, куда входит большинство из нас), но и экономике в целом и всем остальным заинтересованным группам.

Рисунок 1.5. Рыночная добавленная стоимость и производительность труда

1983–1991 гг производительность в США - 100 -

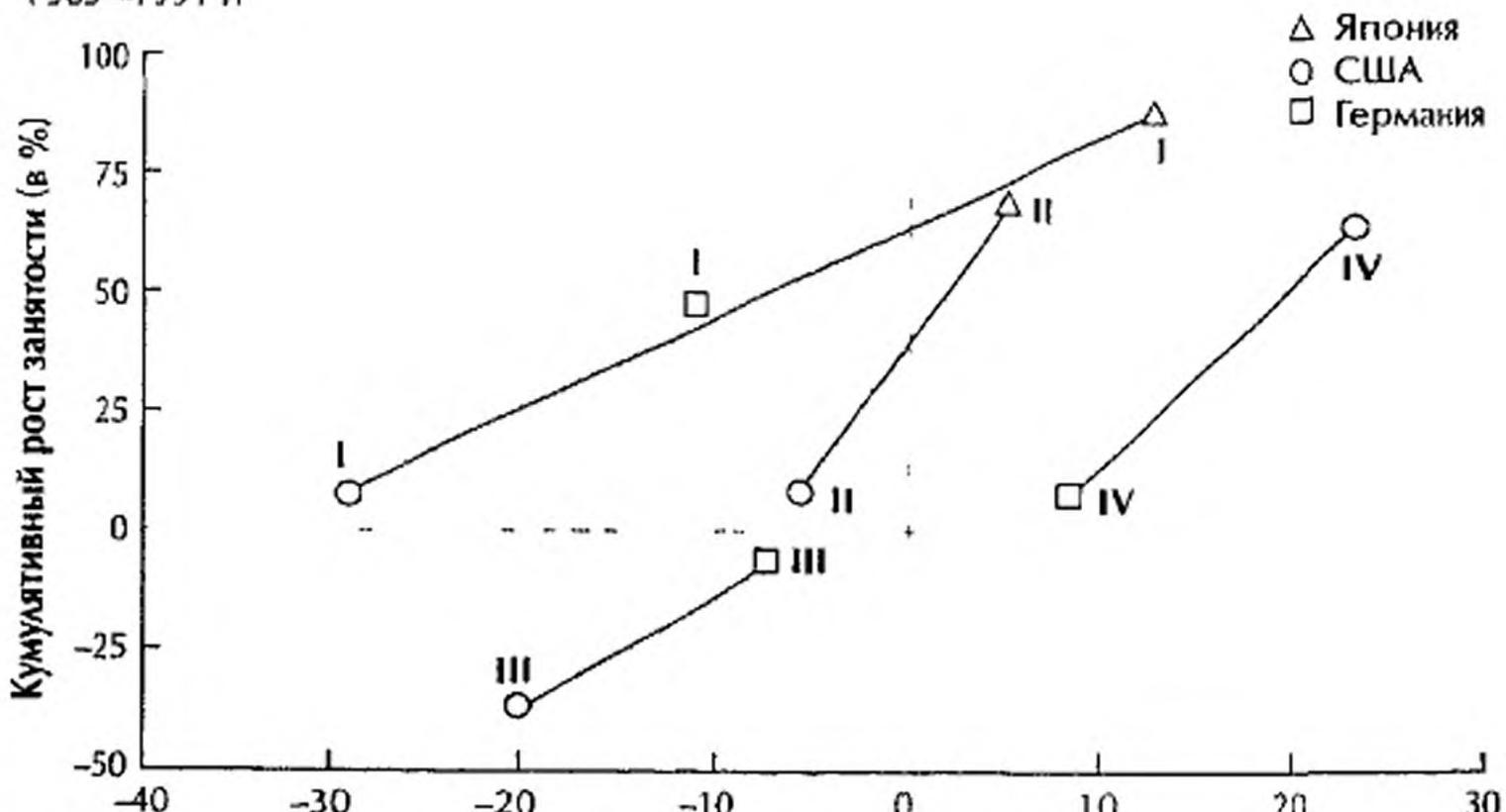


Изменение рыночной добавленной стоимости как доля в объеме продаж за 1991 г. (в %)

- |                                  |                          |
|----------------------------------|--------------------------|
| I Автомобилестроение             | IV Розничная торговля    |
| II Производство автозапчастей    | V Нишевая промышленность |
| III Сталелитейная промышленность | VI Пивоварение           |

Рисунок 1.6. Рыночная добавленная стоимость и рост занятости

1983–1991 гг



Изменение рыночной добавленной стоимости как доля в объеме продаж за 1991 г. (в %)

- |                               |                                  |
|-------------------------------|----------------------------------|
| I Автомобилестроение          | III Сталелитейная промышленность |
| II Производство автозапчастей | IV Розничная торговля            |

# Менеджер, ориентированный на стоимость

**В** главе 1 мы говорили о том, что созданная стоимость - важнейший критерий результатов деятельности менеджеров. В этой главе на конкретном примере объясняется, что означает управление, направленное на максимизацию стоимости; иными словами, что значит — быть менеджером, ориентированным на стоимость.

## КАК СТАТЬ МЕНЕДЖЕРОМ, ОРИЕНТИРОВАННЫМ НА СТОИМОСТЬ

Превращение в менеджера, ориентированного на стоимость, не есть некое таинство, доступное лишь избранным. Вместе с тем это требует совершенно иного мышления, отличного от того, какое присуще нынче множеству менеджеров. Необходимо сменить приоритеты и сосредоточиться на долгосрочных денежных потоках, а не на ежеквартальных изменениях прибыли на акцию. Кроме того, нужно научиться беспристрастно, исходя из стоимостных показателей, оценивать результаты деятельности корпорации и видеть в ее предприятиях именно то, что они представляют собой на самом деле - инвестиции в производственные мощности, которые либо дают прибыль сверх альтернативных издержек привлечения капитала, либо не

дают. Менеджера, ориентированного на стоимость, отличают способность оценивать свое предприятие глазами стороннего наблюдателя и готовность использовать любую возможность для преумножения стоимости. И наконец, что самое важное, надо выработать и привить всем звеньям организации философию управления стоимостью. Возведение стоимости для акционеров в ранг приоритетной задачи — это не единовременное мероприятие, к которому понуждает лишь давление со стороны акционеров или угроза возможного поглощения. Это должно стать постоянным образом действий.

По сути, переход на стоимостные принципы управления имеет два разных аспекта. Первый — это структурная перестройка, которая позволила бы высвободить стоимость, заключенную в недрах компании. Ближайшие последствия этой меры могут колебаться в весьма широком диапазоне — от весьма скромных до ошеломляющих: например, двукратный, а то и трехкратный рост цены акций всего за несколько месяцев. Однако подобные результаты иногда обходятся слишком дорого. Порой они достигаются лишь ценой массовых увольнений и отказа компании от некоторых своих подразделений. Но менеджерам удастся избежать таких катаклизмов в будущем, если они усвоят второй аспект управления на основе стоимости, а именно стоимостный подход к руководству компанией и ведению бизнеса после реструктуризации. Это предполагает выбор приоритетов по критерию создания стоимости; переориентацию систем планирования, оценки результатов деятельности и материального поощрения на показатель стоимости для акционеров; общение с инвесторами на языке стоимости.

Совершив эти шаги, которые превращают управление стоимостью в обыденную часть повседневного процесса принятия решений и всей деятельности компании, менеджеры смогут до минимума сократить разрыв между свойственным компании потенциалом создания стоимости и ее реальной способностью делать это. Следовательно, в дальнейшем едва ли потребуются серьезные структурные перестройки, нужда в которых обычно возникает тогда, когда такой разрыв чрезмерно велик. Те менеджеры, кто хорошо освоил практику управления стоимостью, способны через ряд мелких преобразований вывести свои компании на такой высокий уровень эффективности, какого не всегда удастся достичь даже путем самых всеобъемлющих реструктуризаций.

В оставшейся части этой главы мы на реальном примере, почерпнутом из опыта наших клиентов, покажем, как принципы управления стоимостью преломляются в практической деятельности. Наша цель — продемонстрировать процесс преобразования компании в свете стоимости для акционеров и соответствующей философии управления. Этот пример является своего рода предварительным обзором методов стоимостной оценки и общей схемы их применения, подробному описанию которых посвящен основной материал нашей книги.

---

# КОРПОРАЦИЯ ЕС: ПРИМЕР

---

## ЧАСТЬ 1: ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

В начале 1999 г Ральф Аемски возглавил корпорацию ЕС в качестве председателя совета директоров и генерального директора. Предшествующие 10 лет Ральф был президентом компании Consumerco, самого крупного подразделения корпорации EG, с которого, собственно, и начиналась ее деятельность, прежде чем она взялась осваивать прочие сферы бизнеса, поглотив ряд других компаний. К сожалению, некоторое время назад основные институциональные держатели акций ЕС стали выказывать недовольство результатами работы корпорации.

### Чем занимается ЕС

В 1998 г. объем продаж EG чуть превысил 3,5 млрд долл. Компания занималась главным образом тремя видами бизнеса — производством товаров массового потребления, общественным питанием и производством мебели — и соответственно имела три подразделения- Consumerco, Foodco и Woodco.

Consumerco специализировалась на производстве потребительских товаров и продавала их напрямую продовольственным магазинам и аптекам по всей территории США. Компания имела преобладающую долю (более 40%) на рынках большинства товаров своего ассортимента, целиком состоящего из лицензионных (франшизных) продуктов известных торговых марок.

Woodco — компания средних размеров — конкурировала за свою долю в чрезвычайно фрагментарном мебельном бизнесе. Она была образована путем поглощений и теперь состояла из восьми небольших самостоятельных предприятий, присоединенных на протяжении десяти лет. Все они обслуживали низко- и среднеценовой сегмент рынка взаимодополняющих (сопутствующих) товаров. Предприятия Woodco продавали свои продукты под собственными оригинальными торговыми марками. В начале 1999 г. предприятия все еще действовали как автономные единицы, однако EG начала объединять их в одно структурное целое, стремясь по возможности консолидировать разрозненные административные, торговые и производственные функции. Корпорация планировала также создать общую торговую марку, которая связала бы воедино широкий ассортимент товаров Woodco и могла бы служить базой для пополнения этого ассортимента.

До описываемого времени подразделения Woodco демонстрировали очень неровные финансовые результаты. Руководители каждого из восьми предприятий сильно различались своими управленческими возможностями и эффективностью. Более того, коммерческий успех этих предприятий в разной степени зависел от их способности следовать за последними веяниями

мебельного стиля и молы. Некоторые из них вполне успешно справлялись с этой задачей, однако неровные результаты их деятельности с годами показали, к каким катастрофическим последствиям ведет отставание от общей тенденции. Тем не менее руководители Woodco были убеждены в том, что сумеют построить крупный и успешный бизнес. Они полагали, что объединение разрозненных хозяйственных единиц позволит значительно сократить производственные издержки и усилить управляемость компании в целом. По их расчетам, благодаря усилиям нового совместного отдела сбыта и маркетинга компании удастся увеличить объем продаж и повысить норму прибыли. Подобные рассуждения менеджеров Woodco казались правдоподобными, так как подтверждались опытом нескольких других игроков в отрасли, добившихся устойчиво высоких прибылей, отчасти путем рациональных преобразований поглощенных ими малоэффективных предприятий.

Компания Foodco, третье основное подразделение EG, работала в сфере общественного питания. Она владела небольшой сетью ресторанов быстрого обслуживания, а также на договорных условиях предоставляла услуги по организации питания крупным корпорациям и другим учреждениям по всей стране. Foodco сформировалась в результате внутреннего роста, а также нескольких небольших поглощений за предыдущие пять лет. Прежний исполнительный директор EG, рассматривая Foodco как основной двигатель роста всей корпорации, поддерживал ее планы интенсивного расширения и связанных с ним крупных капиталовложений. К началу 1999 г. Foodco получала неплохую прибыль, однако все еще пребывала на начальном этапе реализации этих планов. Она оставалась мелким игроком в ресторанном бизнесе

Рисунок 2.1. Корпорация EG: подразделения, 1998 г.

{числовые данные — в млн дол.}



{<sup>1)</sup> EBITA — прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов.

и обслуживала на контрактной основе всего нескольких корпоративных клиентов. В обоих сегментах бизнеса фирма испытывала острейшую конкуренцию, однако менеджеры верили в то, что их подход к делу и громкое имя Consumerco — главного подразделения EG, которое использовалось в качестве торговой марки Foodco, позволят последней закрепиться на ведущих ролях в отрасли.

Помимо Consumerco, Foodco и Woodco корпорация EG владела еще несколькими предприятиями помельче: компанией недвижимости (Pgorco), небольшой финансовой компанией по обслуживанию населения (Finco) и несколькими небольшими газетами (Newsco). Никто из ныне работающих сотрудников EG не мог припомнить, зачем корпорация приобрела эти предприятия. Они вошли в бизнес-портфель корпорации еще в 1970-х годах. Все они приносили прибыль, хотя значительно уступали в размерах трем основным подразделениям EG (см. рис. 2.1).

### Финансовые результаты деятельности EG

В целом финансовые итоги деятельности корпорации EG за предыдущие пять лет были весьма посредственными. Рост прибыли не поспевал за инфляцией, а рентабельность собственного капитала колебалась вокруг 10%. Отчасти проблема состояла в том, что на EG свалились неблагоприятные «особые статьи» расходов, которые ухудшили ее итоговые показатели. Хотя помимо этого компании в течение нескольких лет не удавалось обеспечить запланированные рост и операционную прибыль на своих предприятиях.

С точки зрения инвесторов, цена акций компании в последние несколько лет отставала от рыночных цен. Аналитики оплакивали прискорбные итоги деятельности компании, которые выглядели тем более неутешительно на фоне сильной и зарекомендовавшей себя торговой марки Consumerco. Они были разочарованы также медленным наращиванием прибылей в других подразделениях компании. Некоторые фондовые аналитики даже предположили, что EG не остается ничего другого, кроме расформирования, хотя бы частичного (т.е. отъединения от корпорации некоторых структурных единиц). Исполнительное руководство и совет директоров корпорации очень тревожило, что они не в состоянии убедить рынок ценить акции EG выше.

### Приход Ральфа Аемски

Ральфу Аемски было хорошо известно угрожающее положение корпорации, и уже несколько лет он в полный голос призывал уделять больше внимания стоимости для акционеров. Ральф был убежден, что EG обладает изрядными резервами для наращивания своей стоимости. После отставки прежнего председателя и генерального директора EG совет директоров вверил Ральфу руководство корпорацией, тем самым отлав должное его революционным идеям и прекрасным показателям возглавляемой им Consumerco.

Ральф понимал, что действовать надо быстро. Он планировал прежде всего **ВЫЯВИТЬ** возможности немедленной реструктуризации ЕС и реализовать их в более длительной перспективе, он намеревался внедрить такие системы и **МЕТОДЫ** управления, которые помогли бы ЕС не упускать подобные многообещающие возможности в будущем.

## ЧАСТЬ 2: РАЛЬФ — РЕОРГАНИЗАТОР

В первую же неделю пребывания в должности генерального директора Ральф начал осуществлять проект по оценке возможностей структурной перестройки внутри EG. Ему хотелось как можно быстрее принять меры, которые увеличили бы стоимость для акционеров и убедили рынок в том, что EG стоит дороже ее текущей рыночной цены.

Для реализации этого проекта он создал рабочую группу, куда пошел он сам как председатель, финансовый директор ЕС и главы подразделений Аналитики. Из финансового аппарата выполняли вспомогательные функции, подготавливая все необходимые материалы для оценки стоимости, а руководитель каждой бизнес-единицы отвечал за своевременное выполнение соответствующей работы на его предприятии. Члены группы встречались дважды в неделю, чтобы подвести промежуточные итоги, сделать выводы и, самое главное, поддержать заданный темп работы. Ральф надеялся, что этот проект уже через шесть—восемь недель позволит сформулировать выполнимые рекомендации для дальнейших действий.

Ральф долго и напряженно размышлял о том, не лучше ли ради сохранения конфиденциальности и ускорения процесса подводить итоги в более узком составе, чтобы на совещаниях присутствовали только он сам, финансовый директор да несколько финансовых аналитиков. Но он отверг этот вариант по нескольким причинам. Во-первых, он рассчитывал опереться на здравое суждение своих директоров, которым известна эя подноготная их предприятий лучше, чем кому бы то ни было. Во-вторых, Ральф хотел с самого начала вовлечь их в процесс, поскольку им отводилась ключевая роль в совершенствовании бизнеса и это нужно было довести до их разумения. Наконец, Ральф хотел, чтобы они на собственном опыте постигали новые принципы работы, ибо планировал отныне ежегодно проводить такого рода «разбор полетов».

В рамках общей аналитической схемы Ральф намеревался исследовать стоимость имеющихся у EG предприятий по шести параметрам, которые он представил себе в виде гексаграммы структурной перестройки (см рис 2.2). Отправной точкой анализа с помощью гексаграммы должно было стать доскональное изучение текущей рыночной стоимости EG. Затем группе надлежало оценить стоимость предприятий EG «как она есть» (т. е. в нынешнем состоянии), их потенциальную стоимость вследствие внутренних улучшений; внешнюю «продажную» стоимость предприятий, перспективы роста и возможности наращивания стоимости посредством финансового конструирования. Все эти оценки затем следовало соотнести со стоимостью EG на фондовом рынке, дабы оценить потенциальную выгоду для акционеров.

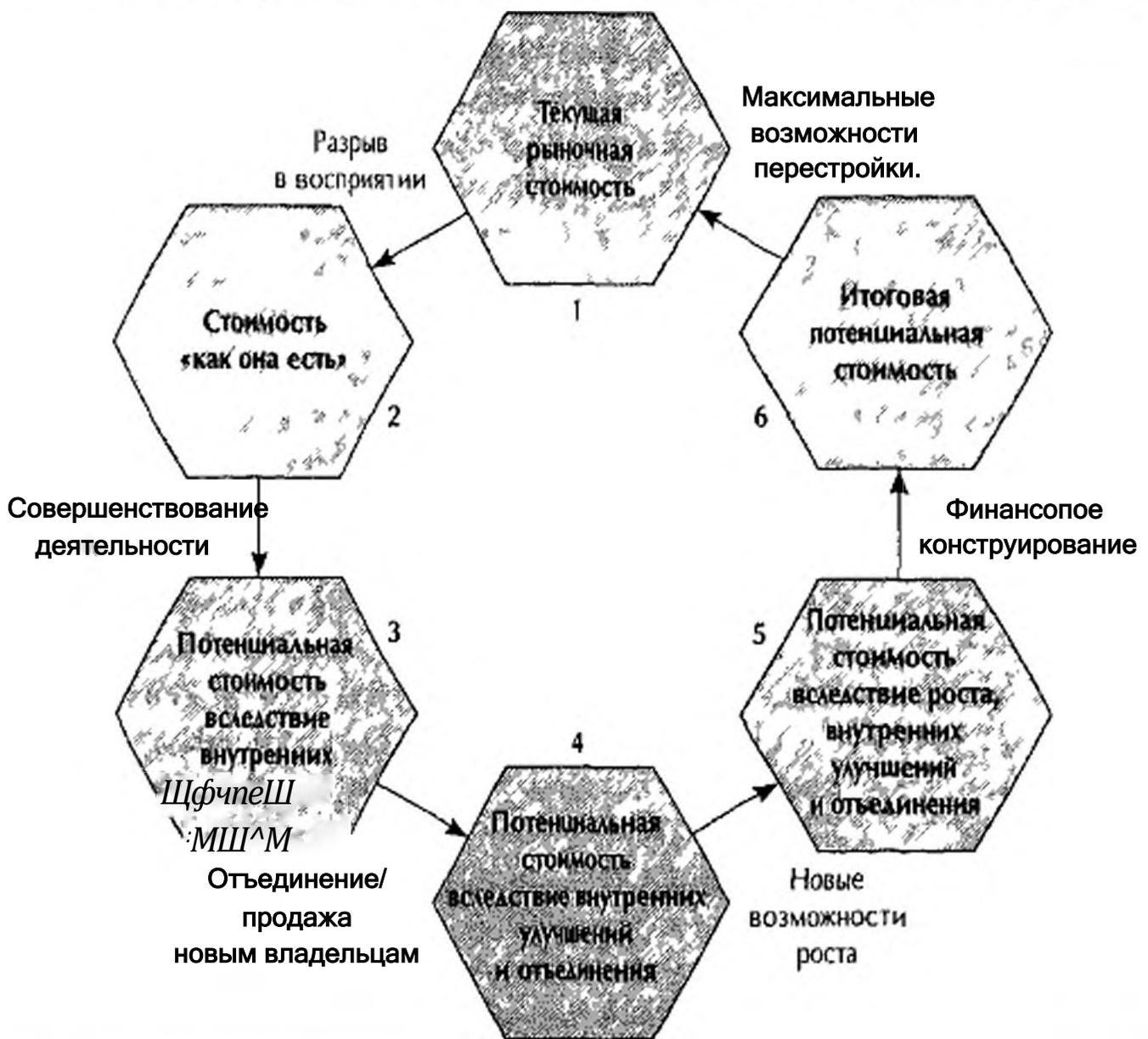


Рисунок 2.2. Гексаграмма структурной перестройки

от всеобъемлющей реструктуризации ЕС. Такое сравнение позволило бы также выявить разрыв между инвесторами и менеджерами ЕС в восприятии будущих перспектив бизнеса. По завершении анализа у Ральфа и его команды должно было сложиться целостное, подкрепленное фактами понимание того, в каком состоянии находится деловой портфель корпорации и какими возможностями наращивания стоимости она располагает.

### Оценка текущей рыночной стоимости

Первое, что сделал Ральф, — рассмотрел деятельность EG с точки зрения акционеров. Он уже знал, что в последнее время ЕС не особенно хорошо работала на своих акционеров и ее доходы от *основной* деятельности оказались не такими высокими, как надеялись инвесторы. Но Ральфу хотелось получить более систематизированное представление о рыночных перспективах корпорации, поэтому его команда принялась анализировать положение ЕС на фондовом рынке, ее исходное финансовое состояние, успехи в создании и инвестировании денежного потока, подспудные выводы рынка относительно результатов ее будущей деятельности.

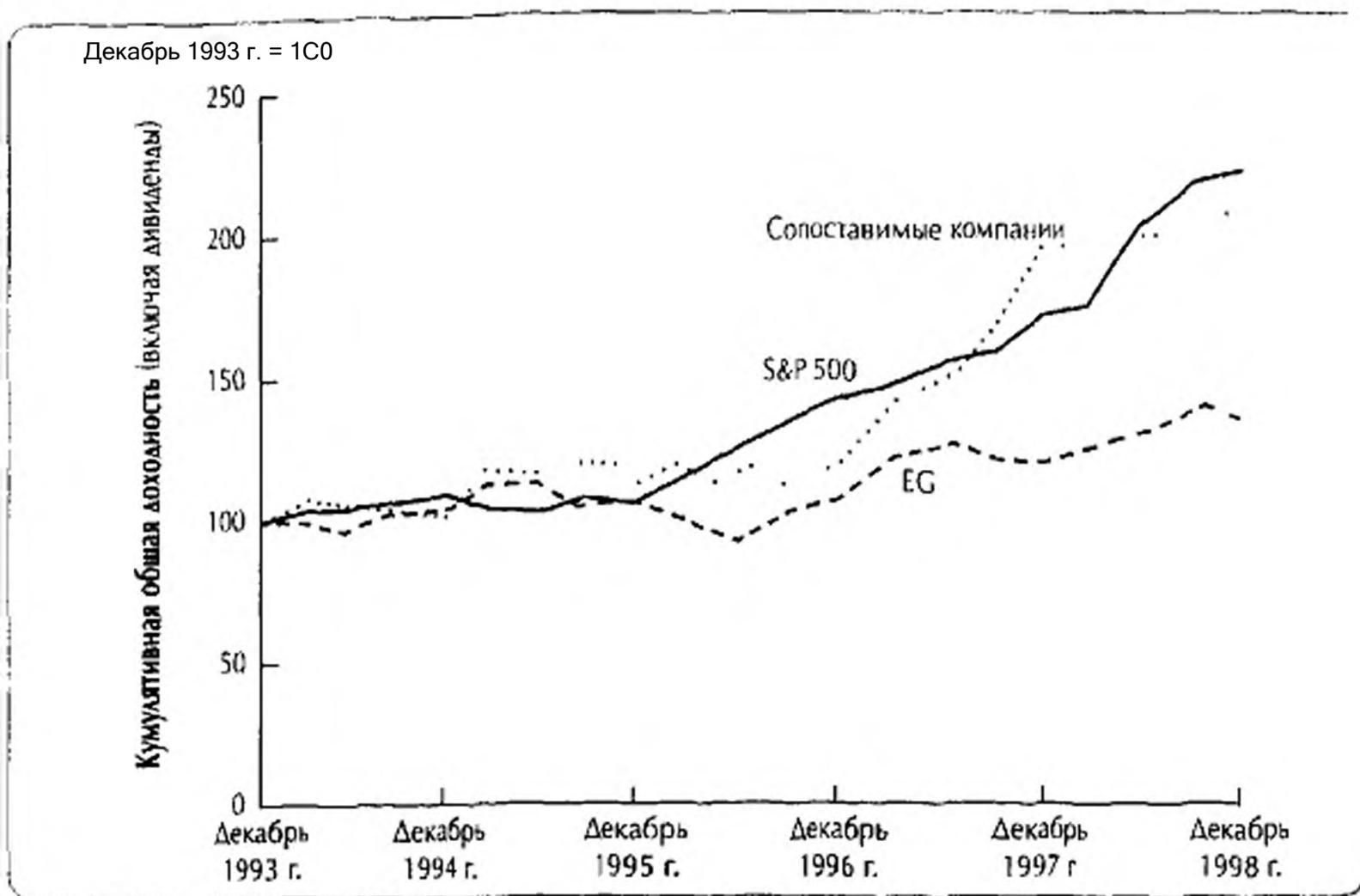


Рисунок 2.3. Корпорация EG: сравнительная доходность для акционеров

Все, что Ральф узнал из этого анализа, повергло его в глубочайшее уныние — и на многое открыло глаза. Доходность, которую EG давала своим инвесторам, на самом деле оказалась не только ниже рыночной в целом, но и ниже доходности 8 произвольной выборке сопоставимых компаний (см. рис. 2.3). Результаты сравнения EG с ее деловыми «коллегами» огорчили Ральфа, но не удивили: по текущей стоимости его компания отставала от других даже в относительном выражении — в сопоставлении с балансовой стоимостью инвестированного капитала (см. рис. 2.4).

Из анализа также следовало, что несколько событий заметно сбили рыночную стоимость EG. С 1992 по 1997 г. EG осуществила ряд поглощений

Рисунок 2.4. Корпорация EG: сравнительная оценка текущей стоимости (рыночная/балансовая стоимость), декабрь 1998 г.

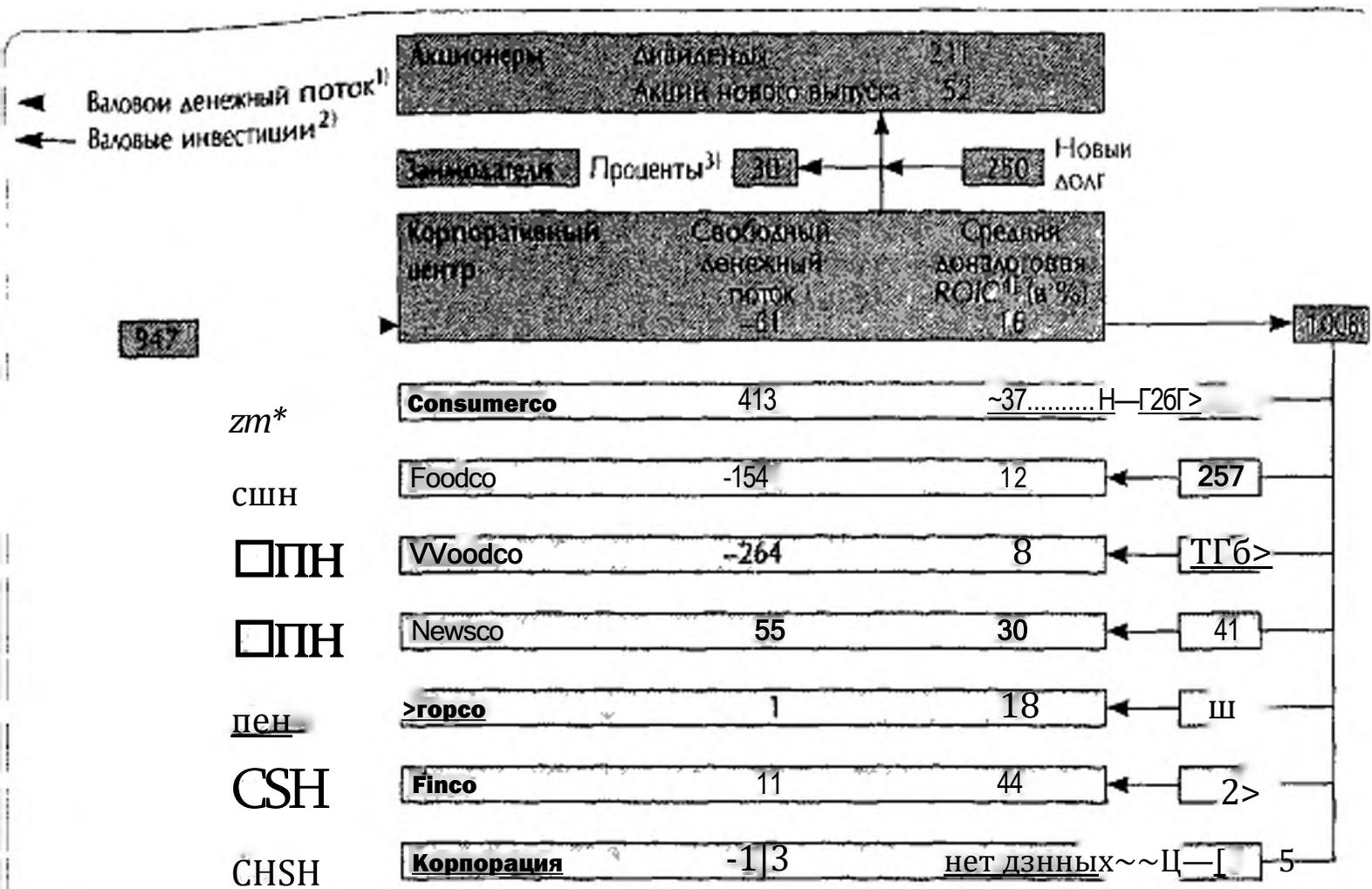
ради укрепления и развития мебельного бизнеса Woodco. Ральф заметил, что вскоре после каждого такого приобретения цена акций EG падала в сравнении с общерыночной, а также с курсом акций аналогичных компаний. Фактически, когда рабочая группа подсчитала влияние этих курсовых падений на общую стоимость EG, она обнаружила, что общая стоимость корпорации в долларовом выражении уменьшилась примерно на величину премий, которые EG заплатила за свои поглощения сверх рыночной цены. По всей видимости, фондовый рынок не поверил в то, что EG сумеет повысить стоимость приобретенных предприятий. Он расценил ценовые премии, выплаченные EG в процессе поглощений, просто как неблагоприятный переход стоимости от ее инвесторов к акционерам поглощенных компаний.

Ральф счел, что в этом есть определенная логика. Поскольку ЕС фактически ничего не сделала для этих компаний после того, как они были куплены, нет никаких оснований оценивать их выше, чем до поглощения. Похоже, не имел особого значения и тот факт, что эти сделки были тщательно структурированы и финансировались отчасти за счет заемных средств, благодаря чему EG удалось избежать «разводнения» прибыли на акцию. Рынок не поддавался на эти уловки.

Продолжив изучать финансовые результаты каждого подразделения EG, группа заметила, что на протяжении последних пяти лет Consumerco обеспечивала высокую, стабильную рентабельность вложенного капитала (35% и выше). Однако прибыли компании росли лишь вровень с инфляцией. Тем временем *Woodco испытывала* устойчивый спад рентабельности. У *Foodco*, напротив, прибыли росли, хотя рентабельность инвестиций оставалась низкой из-за высокой потребности ресторанного бизнеса в капиталовложениях. Все эти факторы, вместе взятые, подавляли общую рентабельность капитала EG и сдерживали рост прибыли.

Особенно заинтересовала Ральфа одна разновидность инвестиционного анализа: карта денежных потоков ЕС, построенная на информации за последние пять лет (см. рис. 2.5). На ней видно, что EG создавала значительный по величине свободный денежный поток в бизнесе Consumerco, основную часть которого *поглотили Woodco и Foodco* и лишь *сравнительно малая* часть реинвестировалась в Consumerco. Более того, очень немного денежных средств поступало назад к акционерам EG. На самом деле в последние пять лет EG приходилось занимать деньги, чтобы выплачивать дивиденды акционерам. Поскольку, по убеждению Ральфа, источником стоимости для акционеров служит доходность денежных потоков, создаваемых компанией, он еще сильнее укрепился во мнении, что EG «высасывала» денежные средства из Consumerco и реинвестировала их в предприятия, не способные обеспечить надлежащую отдачу акционерам.

Дабы окончательно удостовериться в своих выводах и понять, насколько они согласуются с той оценкой, которую дает EG фондовый рынок, Ральф потратил целый день на чтение всех отчетов о его компании, написанных за последнее время фондовыми аналитиками. Затем он посетил нескольких ведущих аналитиков, наблюдавших за акциями EG, чтобы узнать их мнение об истинном *положении компании*. Он был удивлен тем, как благосклонно к нему отнеслись. По всей видимости, прежний генеральный директор не особенно жаловал фондовых аналитиков. Он ни разу не беседовал с ними один на один,



1) Равно посленалоговой прибыли от основной деятельности плюс амортизации  
 2) Равно сумме капиталовложения затрат на погашения, прироста оборотного капитала и прочих активов  
 3) Числ. процентные платежи без учета налоговых льгот  
 4) ROIC — рентабельность инвестированного капитала

Рисунок 2.5. Корпорация EG: кумулятивный денежный поток за пять лет вплоть до 31 декабря 1998 г. (числовые данные, кроме ROIC, — в млн дол.)

чтобы понять их точку зрения. Когда же он все-таки встречался с ними, то лишь затем, чтобы растолковать, почему акции его компании должны котироваться выше, и никогда — чтобы выслушать их мнение о EG. Один аналитик доходчиво объяснил Ральфу, почему EG утратила доверие рынка, наглядно проиллюстрировав свои доводы диаграммой, представленной на рисунке 2.6. Из нее видно, что аналитикам приходилось постоянно корректировать СБОИ прогнозы прибыли EG в сторону понижения.

То, что Ральф услышал о своей компании, доставляло сплошные огорчения, однако вполне совпадало с его собственным видением ситуации. Аналитики считали, что в последние годы EG вела себя излишне самодовольно, скупая новые предприятия и ничуть не заботясь об отдаче. Более того, по их мнению, EG так и останется малопривлекательным объектом для инвестиций, если только Демски своими решительными действиями не продемонстрирует большую готовность создавать стоимость в интересах акционеров. Однако для этого менеджерам еще предстоит выявить стоимостный потенциал корпорации и реализовать его. Аналитики полагали, что EG могла бы добиться синергического эффекта от совместных усилий, если бы нашла стратегических покупателей для некоторых своих предприятий, хотя, по их убеждению, подлинную проблему

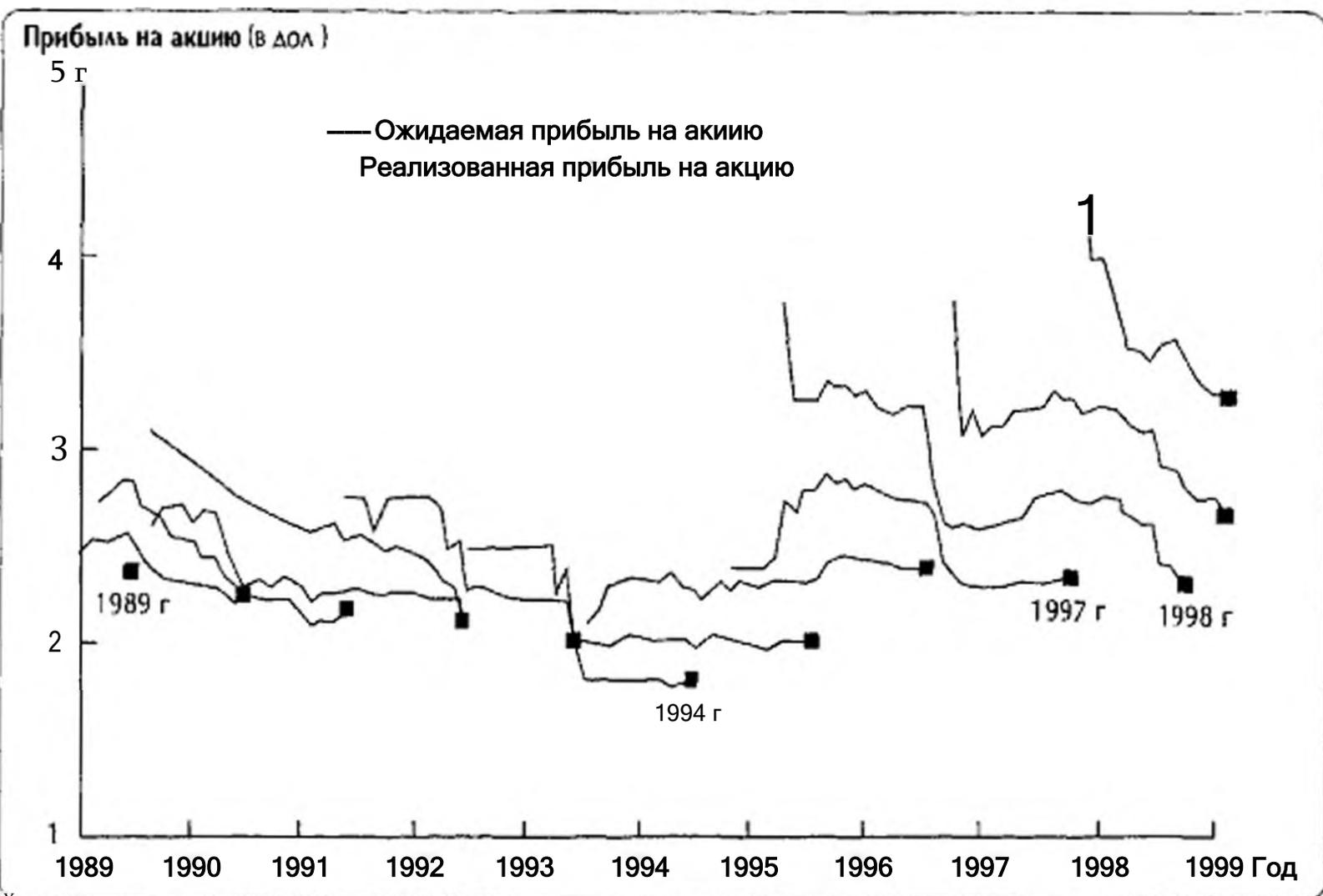


Рисунок 2.6. Корпорация ЕС: неизменные разочарования динамикой прибыли

для EG представляли ее собственные менеджеры, не уделяющие должного внимания созданию стоимости для держателей акций.

### Стоимость ЕС «как она есть»

В качестве следующего шага группа Ральфа приступила к оценке стоимости каждой составляющей бизнес-портфеля EG на основании прогнозируемых *будущих* денежных потоков. С этой целью группа построила модели движения денежных средств для каждого предприятия, а затем принялась собирать вводные данные для прогнозов. Многие нужные сведения — в частности, ожидаемые темпы роста продаж, норма прибыли, потребность в оборотных средствах и капиталовложениях и т. д. — содержались в бизнес-планах самих подразделений. Тем временем финансисты компании занялись оценкой затрат на привлечение капитала для каждого подразделения.

Собрав необходимые вводные данные, группа рассчитала два «эталонных» набора дисконтированных денежных потоков в качестве предварительной базы для дальнейшего сравнительного анализа. Первый набор строился на простой экстраполяции итогов деятельности каждого предприятия за прошлые периоды, в данном случае были выбраны последние три года. Полученные таким образом прогнозы использовались для оценки стоимости каждого предприятия EG, а также затрат, связанных с функционированием головного офиса корпорации, и стоимости инвестиций, не относящихся к основной деятельности. В таблице 2.1. показана «структура стоимости», которой группа воспользовалась для сопоставления совокупной стоимости EG с ее текущей рыночной стоимостью.

Таблица 2.1. Корпорация EG: оценка стоимости методом экстраполяции результатов прошлой деятельности  
(числовые данные, кроме последней строки, — в млн дол )

	Дисконтированный денежный поток	Инвестированный капитал	Приращение (+)/потеря (-) стоимости
Consumarco	1750	700	+ 1050
Foodco	300	300	—
Woodco	200	300	-100
New sco	175	120	+55
Proper.	125	100	-15
Finco	25	55	-30
Корпоративные накладные расходы	-425	0	-125
Итого	2150	1615	+535
Долг	-	300	-
Стоимость собственного капитала	1850	1315	+535
Рыночная стоимость	2400		
Стоимостный разрыв	-550		
Доля з рыночной стоимости (%)	-23		

Группа сразу же подметила несколько важных деталей. Во-первых, совокупная стоимость, исчисленная по результатам прошлой деятельности, оказалась значительно ниже рыночной стоимости EG. Во-вторых, без кардинального повышения эффективности Foodco ее бизнес (рестораны вкупе с контрактными услугами по организации питания) будет стоить гораздо дешевле того капитала, который EG вложила в компанию за последние несколько лет. В-третьих, львиную долю стоимости EG образуют денежные потоки, создаваемые Consumarco. И наконец, затраты на корпоративный головной офис, если оценивать их по стоимостным меркам, составляют слишком большую долю от совокупной стоимости EG — почти 25%.

Изучив удручающую картину, которую дала экстраполяция прошлых результатов, Ральф попросил свою группу рассчитать стоимость EG исходя из предпосылки, что цели, заложенные в нынешние бизнес-планы, будут достигнуты. Но и в этом случае картина оказалась малоутешительной, как видно из таблицы 2.2. При условии выполнения планов совокупная стоимость EG превысит текущую рыночную стоимость, но всего на 10%. На первый взгляд, вроде бы неплохая весть, однако Ральф понимал, что это чрезвычайно напряженные планы, во всяком случае — по обычным меркам ЕС. Особенно ему не понравилось, что компании придется изо всех сил добиваться выполнения намеченных планов только ради того, чтобы удержаться практически на прежнем уровне, с точки зрения держателей акций. Видимо, на рынке сложилось твердое убеждение, что либо EG самостоятельно повысит свою эффективность, либо в очень скором времени ее ожидает поглощение, и тогда необходимые усовершенствования проведет тот, кто перекупит компанию. Ральф начинал все отчетливее понимать: если он хочет, чтобы за время его пребывания во главе EG акционеры продолжали вкладывать деньги в компанию, ей срочно нужны свежие радикальные идеи, способные оказать мощное воздействие на стоимость этих инвестиций.

Таблица 2,2. Корпорация EG: оценка стоимости по бизнес-планам  
{числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в млн дол.}

	Экстраполяция прошлых результатов	Бизнес-планы	Разница (в %)
Consumerco	1750	2115	+21
Foodco	300	275	-Я
Woodco	200	000	+200
Newsco	175	200	+ 14
Propco	125	150	+20
Finco	25	35	+40
Корпоративные накладные расходы	<u>-425</u>	<u>-425</u>	0
Итого	2150	2950	+37
Долг	<u>-300</u>	<u>-300</u>	
Стоимость собственного капитала	1850	2650	+43
Рыночная стоимость	<u>2400</u>	<u>2400</u>	
Стоимостный разрыв	-550	+250	
Доля в рыночной стоимости (в %)	-23	+10	

Кроме того, Ральф с интересом отметил, какие изменения стоимости отдельных предприятий следуют из их планов. Например, согласно плану Consumerco, ее стоимость должна возрасти примерно на 20%, что несомненно оказало бы сильное влияние *на* всю EG, хотя бы из-за крупного размера Consumerco. С другой стороны, стоимость Foodco фактически должна снизиться, несмотря на предусмотренное планом значительное увеличение числа торговых точек, а также совокупного объема продаж и прибылей. Для Ральфа это могло означать только одно: рентабельность инвестиций в этот бизнес слишком низка. Менеджер Foodco больше заботит рост, нежели доходность. Консолидированная Woodco, напротив, продемонстрировала готовность существенно повысить стоимость своего мебельного бизнеса. От остальных подразделений EG (газет, финансовой компании и фирмы по недвижимости) тоже можно было ожидать кое-каких положительных сдвигов.

На этом этапе Ральф сделал несколько предварительных выводов. Consumerco должна работать еще лучше, учитывая ее большой вклад в успехи всей компании. Foodco следует поменять свою стратегию и стремиться к наращиванию стоимости, а не только размеров. Консолидация Woodco оказалась намного важнее для совокупной стоимости EG, чем он раньше думал, и этот процесс необходимо продолжить. Наконец, корпорации в целом придется приложить огромные усилия только для того, чтобы удержать стоимость для акционеров на прежнем уровне, и любой неверный шаг может напрочь обрушить цену ее акций.

### Потенциальная стоимость EG вследствие внутренних улучшений

Установив стоимость EG «как она есть» (в нынешнем состоянии), команда Ральфа попыталась определить, сколько могло бы стоить каждое предприятие при более агрессивных планах и стратегиях. Первым делом группа выявила ключевые факторы стоимости каждого предприятия. Менеджеры прикинули,

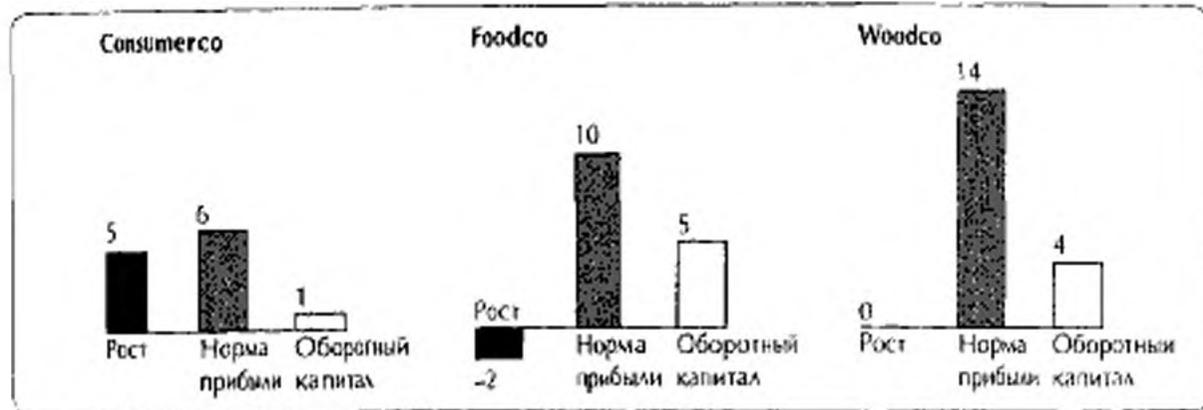


Рисунок 2.7. Корпорация ЕС: эффект изменения ключевых показателей (числовые данные – в %)

как при прочих равных условиях повлияют на стоимость предприятий увеличение продаж на 1%, повышение нормы прибыли на 1 процентный пункт и сокращение капиталоемкости. Результаты такого анализа, показанные на рисунке 2.7, говорят о том, что каждому предприятию присущи свои ключевые факторы стоимости, foodco оказалась наиболее восприимчива к сокращению капиталоемкости и повышению нормы прибыли. Вместе с тем при неизменных норме прибыли и капиталоемкости Foodco будет терять в стоимости, если ее рост ускорится. Рост невыгоден, когда рентабельность инвестированного капитала остается ниже затрат на капитал. Woodco проявила наибольшую чувствительность к повышению нормы прибыли, которое, как надеялся Ральф, последует за консолидацией входящих в нее предприятий. Consumerco наиболее чутко откликнулась на рост продаж: благодаря высокой норме прибыли Consumerco и превосходному использованию капитала каждый доллар продаж оборачивается здесь большей прибылью и большим денежным потоком.

Затем группа Ральфа занялась изучением потенциальных возможностей повышения эффективности каждого предприятия. Один из методов, которые использовала группа, сводился к простому сравнению каждого предприятия EG с другими подобными компаниями по основным параметрам текущей деятельности. Кроме того, группа условно разбила каждое предприятие ЕС на *бизнес-системы*, что позволило шаг за шагом сопоставить относительную величину издержек, производительности и инвестиций ЕС с аналогичными показателями ее конкурентов на основании наблюдений и аналитических данных, которые предоставили менеджеры подразделений. Результаты этого сравнительного анализа вкупе с финансовыми соотношениями доказали обоснованность предположения, что некоторые предприятия EG в самом деле могли бы выйти на значительно более высокий уровень эффективности.

Cor.sumerco, несмотря на уже достаточно высокую норму прибыли, имела резервы для значительного увеличения дохода с продаж при дальнейшем повышении нормы прибыли.

- Рабочая группа обнаружила, что Consumerco в последние годы урезала свои расходы на НИОКР и рекламу, создавая денежные потоки для

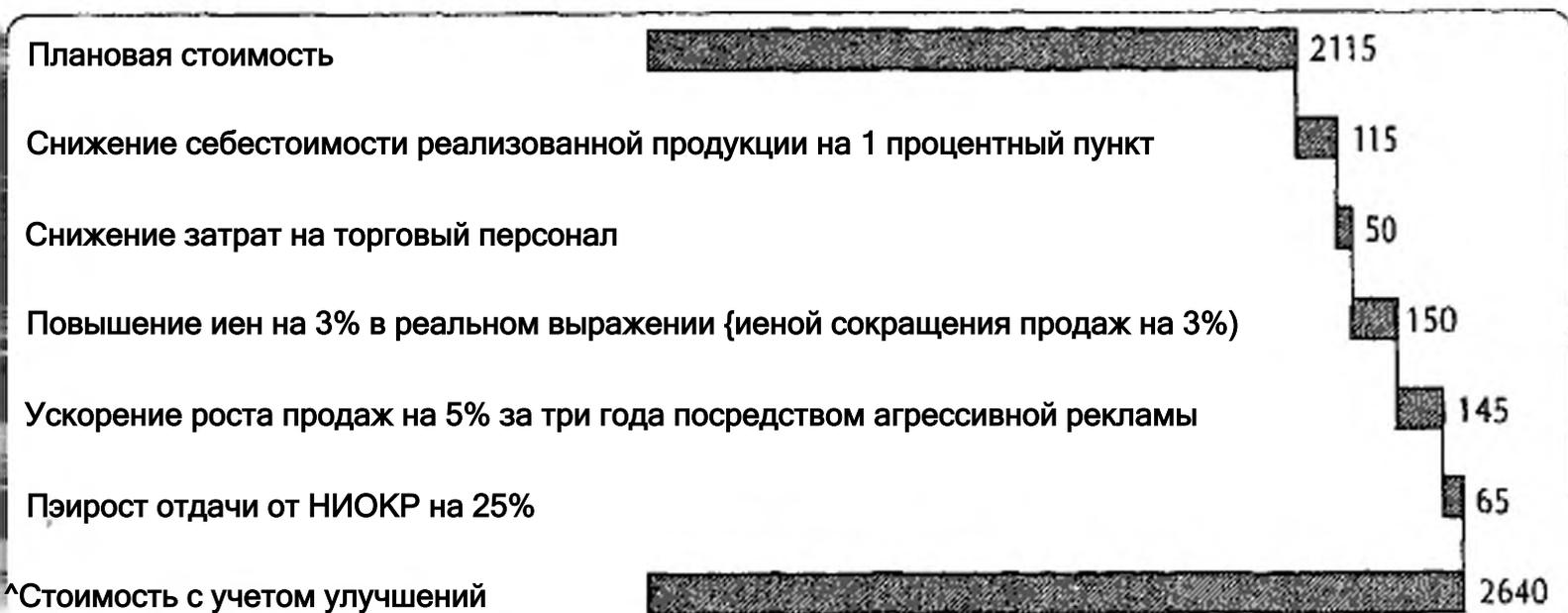
диверсификации ЕС и для смягчения неблагоприятных последствий низкой эффективности других составляющих делового портфеля корпорации. Группа Ральфа пришла к выводу, что краткосрочное увеличение этих расходов повлечет за собой существенный прирост объема продаж уже имеющихся продуктов, а также позволит компании внедрить на рынок новые высокоприбыльные продукты

- Несмотря на лидирующие позиции Consumerco в своих сегментах рынка, ее иены отставали от иен менее популярных торговых марок. Исследования группы показали, что иены на большинство категорий товаров могут быть повышены. По оценкам группы, стоимость, которая будет создана вследствие этого повышения цен, с лихвой покроет потери от ожидаемого сокращения продаж.
- Группа проанализировала работу торгового персонала Consumerco и заключила, что по уровню его производительности компания более чем вдвое уступает другим фирмам, использующим те же каналы сбыта. Ральф усмотрел здесь скрытые резервы, и анализ подтвердил, что, если принять соответствующие меры, производительность торговой службы может быть повышена.
- И наконец, команда Ральфа выявила дополнительные возможности по снижению себестоимости реализованной продукции, особенно в совершенствовании материально-технического снабжения и управления запасами. Согласно оценкам группы, себестоимость без особых усилий можно снизить на 1 процентный пункт.

Когда группа приняла во внимание последствия этих внутренних улучшений, выяснилось, что стоимость Consumerco может вырасти, по самым скромным подсчетам, на 25%, как показано на рисунке 2.8.

Woodco, мебельное подразделение ЕС, тоже имело скрытые резервы для существенного превышения своих плановых показателей при условии, что оно будет преобразовано и сумеет работать на уровне других лучших компаний отрасли. Однако для этого Woodco нуждалась в смене стратегии после консолидации, а именно в переносе акцента с абсолютного роста на

Рисунок 2.8. Корпорация EG: стоимостный эффект внутренних улучшений в Consumerco (в млн дол.)



повышение прибыльности. Это, в свою очередь, требовало налаживания таких информационных и управленческих систем, которые позволили бы менеджерам жестче контролировать свои предприятия. Кроме того, Woodco следовало укрепить свои позиции в основном, массовом, сегменте рынка, где основательные производственные навыки обеспечили бы компании серьезные конкурентные преимущества. Очевидно, это означало отказ от планов проникновения в «верхние» сегменты рынка; хотя там выше цены и потенциальная отдача, самым важным фактором успеха в этих сегментах является превосходный дизайн, в чем Woodco явно уступала конкурентам. Поэтому для нее было бы разумнее, опираясь на свои сильные стороны, держаться массового сегмента мебельного рынка и наращивать здесь свои преимущества и прибыли. Пример конкурентов подтверждает эти выводы. Наивысшей доходностью в мебельном бизнесе отличаются либо те компании, которые делают упор на продукцию массового спроса, либо те, что жертвуют объемом производства, но выигрывают на новаторском дизайне. Тем же фирмам, которые пытаются «усидеть на двух стульях», — а таких довольно много — едва удастся сводить кони с конями.

Что до Foodco с ее ресторанным бизнесом, то она, похоже, была обречена на «игру в отстающих». В этой отрасли царит острейшая конкуренция. Несколько крупных игроков здесь получают вполне достойные прибыли, но даже им приходится неустанно бороться за свое дилерство. Более того, оказалось, что у Foodco нет никаких преимуществ, за которые можно было бы зацепиться. Торговая марка Consurgerco, которой пользовалась Foodco, практически ничем не могла помочь в ресторанном бизнесе. Foodco была явно неспособна достичь в обозримом будущем существенной экономии за счет масштабов деятельности. Положение усугублялось тем, что Foodco проявляла зверский аппетит на капиталовложения, которые требовались ей для расширения производственных мощностей, но не обеспечивала отдачи от этих новых инвестиций, достаточной для возмещения связанных с ними альтернативных издержек. Группа Ральфа сочла, что Foodco почти неизбежно придется ограничить свою деятельность лишь высокодоходными ресторанами и в дальнейшем проявлять большую осмотрительность, преследуя цели роста. Но даже и при этой наилучшей стратегии требовалось еще изыскать пути сокращения затрат на капитал, используемый в бизнесе Foodco, либо через предоставление франшиз/перелачу прав управления по контракту, либо посредством значительного увеличения долговой нагрузки. В противном случае вклад Foodco в наращивание стоимости ЕС так и останется мизерным.

Такому же анализу были подвергнуты и более мелкие подразделения EG. Помимо этого группа критически изучила ситуацию с корпоративными накладными расходами и здесь тоже открыла возможности для изрядного сокращения издержек. Многие годы численность корпоративного аппарата EG неизменно росла. Подразделения тоже раздули штаты до такой степени, что стали больше похожи на самостоятельные фирмы. Ральф считал, что издержки корпоративного центра можно урезать на 50%.

В конце концов Ральф пришел к выводу, что потенциальная внутренняя стоимость предприятий FG составляет по меньшей мере 3,6 млрд дол., что

Таблица 2.3. Корпорация ЕС: потенциальная стоимость вследствие внутренних улучшений

(числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в млн дол.)

	Экстраполяция прошлых результатов	Бизнес- планы	Потенциальная стоимость	Разница (в %)
Consumergo	1750	2115	2640	+25
foodco	300	275	300	+9
Wbcdco	200	600	800	+33
Newscs	175	200	215	+8
Propco	125	150	160	+7
finco	25	35	35	0
Корпоративные накладные расходы	<u>-425</u>	<u>-425</u>	<u>-225</u>	-
Итого	2150	2950	3925	+33
Долг	<u>-300</u>	<u>-300</u>	<u>-300</u>	
Стоимость собственного капитала	1850	2650	3625	+37
Рыночная стоимость	<u>2400</u>	<u>2400</u>	<u>2400</u>	
Стоимостный разрыв	-550	+250	+1225	
Доля в рыночной стоимости (в %)	-23	+10	+51	

на 50% выше ее текущей рыночной стоимости (см. табл. 2.3). И это не считая дополнительной стоимости, которую можно извлечь из продажи отдельных предприятий EG владельцам, способным распорядиться ими лучше (такой исход мог ожидать, например, сравнительно малопривлекательный бизнес Foodco).

Ральф и его группа воспряли духом, поскольку увидели реальный шанс превратить EG в преуспевающую компанию. Им не терпелось сделать следующий шаг и оценить стоимость EG как кандидата на частичное расформирование. Они были полны уверенности, что у них возникнет еще масса новых идей о том, какие усовершенствования можно провести в интересах своих акционеров.

### Потенциальная стоимость ЕС вследствие внешних улучшений

Группа Ральфа решила исследовать внешнюю стоимость каждого предприятия EG в четырех разных сценариях развития событий: (1) продажа стратегическому покупателю (другой компании, способной реализовать оперативные и стратегические преимущества синергии); (2) выделение в самостоятельную компанию, или обособление; (3) выкуп за счет займа менеджерами или третьей стороной; (4) ликвидация.

Группа начала с самых простых стоимостных оценок: за сколько продавались бы акции предприятий ЕС на рынке, будь они самостоятельными фирмами. Для этого группа выяснила стоимость нескольких компаний открытого типа, сопоставимых с каждым предприятием EG. Оценивая стоимость предприятий EG как самостоятельных хозяйственных единиц, группа воспользовалась текущими данными фондового рынка (такими, например, как коэффициент цена/прибыль, коэффициент рыночная/балансовая стоимость, отношение рыночной стоимости к объему продаж). В результате группа пришла к выводу, что простое расформирование на обособленные компании и продажа их акций

на открытом рынке при текущих рыночных ценах не принесет конечной выгоды акционерам EG. Какую-то выгоду дало бы сокращение бремени корпоративных накладных расходов, однако общая сумма, вырученная от публичной продажи отдельных частей компании, была бы меньше текущей цены акций EG.

Точно так же оценка стоимости предприятий как кандидатов на выкуп за счет займа не давала оснований полагать, что, разбитая на части, корпорация в целом будет стоить дороже, чем теперь (особенно с учетом налогов, которые ЕС придется уплатить при продаже предприятий). Лишь Consumerco с ее мощными и стабильными денежными потоками была естественным кандидатом на выкуп за счет займа в отличие от других подразделений корпорации.

Последний вариант финансового преобразования, целесообразность которого рассмотрела группа Ральфа, — полная либо частичная ликвидация, или декапитализация, предприятий. Единственным из трех основных подразделений EG, для которого это имело бы смысл, оказалась Foodco, владевшая крупным «пакетом\*» недвижимости Землю и помещения, занятые под рестораны, можно распродать по частям, а затем закрыть ресторанное подразделение Foodco. У группы Ральфа сложилось впечатление, что некоторые объекты недвижимости при альтернативном использовании стоили бы дороже, чем в их нынешней ресторанной обстановке. Однако распространять этот вывод на всю Foodco в целом неверно: компания обладала большей ценностью как действующее предприятие, нежели как объект ликвидации. Сам факт детального анализа объектов недвижимости, находящихся в собственности Foodco, говорит о том, что менеджеры подумывали о закрытии и продаже некоторых из них, в том числе и прибыльных.

Единственным подразделением EG, чья стоимость при ликвидации группа Ральфа расценила выше его стоимости в действующем состоянии, оказалась финансовая компания потребительского кредитования. В этом сегменте финансовых услуг настолько обострилась конкуренция, что разница между затратами на привлечение заемных средств и процентом, зарабатываемым на выдаче новых ссуд, перестала покрывать операционные издержки. Группа Ральфа обнаружила, что имеющийся ссудный портфель можно продать дороже, чем стоит сама компания. По сути, оставаясь в деле и развивая бизнес, компания с каждым годом расплывала часть стоимости, кроющейся в существующем ссудном портфеле. К тому же Ральф не сомневался, что будет сравнительно легко продать этот портфель и полностью выйти из бизнеса.

Между финансовой компанией и другими подразделениями ЕС не существовало взаимосвязей, из-за которых ликвидация могла бы нарушить налаженный ход дел. Оставалось еще рассмотреть вариант продажи всей компании целиком или поискать способы укрепить ее позиции на рынке, однако создавалось впечатление, что в конце концов все завершится бесповоротным выходом из бизнеса.

Поразмышляв над тем, какую стоимость можно извлечь из расчленения EG финансовыми методами, Ральф четко осознал, что финансовое маневрирование в чистом виде обладает весьма ограниченными возможностями. Даже при самом лучшем раскладе для каждого подразделения EG финансовые игры ничего не добавляют к текущей рыночной стоимости корпорации.

И наконец, Ральф подытожил собранные его группой данные о том, какой стоимостью обладают структурные подразделения EG для стратегических покупателей — потенциальных владельцев, способных осуществить необходимые улучшения для наращивания стоимости предприятий. Из этого анализа со всей очевидностью следовало, что Consumerco, самое крупное подразделение ЕС, могло бы стоить гораздо дороже в руках другого владельца — даже после того, как Ральф достигнет намеченного уровня потенциальной стоимости. Стратегический покупатель мог бы найти для себя несколько источников повышения стоимости Consumerco. Прежде всего это те самые возможности улучшить показатели роста и прибыльности, которые группа Ральфа уже выявила. Ральф прекрасно понимал, что эти возможности очевидны для любого потенциального покупателя, анализирующего деятельность Consumerco даже по опубликованным, открытым данным. Не менее важным источником стоимости стала бы экономия на издержках при объединении Consumerco с предприятиями сектора потребительских товаров, принадлежащими потенциальному покупателю. Например, можно было бы объединить торговые службы и уволить значительную часть штатного торгового персонала Consumerco. Потенциальная экономия достижима и за счет руководящего состава Consumerco — в результате слияния с существующей управленческой структурой другой компании сектора потребительских товаров.

Помимо снижения издержек покупатель мог бы рассчитывать на улучшение дел в Consumerco благодаря внедрению более жизнеспособных маркетинговых приемов и более энергичным усилиям по разработке новых продуктов. Ральф считал, что эти две сферы деятельности, с трудом поддающиеся количественной оценке, нуждаются в серьезном усовершенствовании в Consumerco, которая никогда не славилась сильными специалистами по маркетингу. Компания привыкла к высокой прибыльности своих продуктов, которую обеспечивало им неоспоримое лидерство ее узнаваемой торговой марки. Все эти факторы, вместе взятые, указывали на то, что стратегический покупатель мог выложить за Consumerco свыше 3,2 млрд дол. — сумму, значительно превышающую текущую стоимость компании в составе EG (около 2 млрд дол.). Это также больше и потенциальной стоимости Consumerco, которая, по прежним оценкам группы Ральфа, после всех необходимых преобразований в лучшем случае составит для EG 2,6 млрд дол. Поскольку на Consumerco приходилась изрядная доля стоимости всей EG, над корпорацией в целом нависла угроза враждебного поглощения со стороны другого собственника, желающего прибрать к рукам Consumerco.

Потенциальные стратегические покупатели могли найтись и для других подразделений EG, поэтому группа Ральфа попыталась по возможности точно оценить стоимость этих подразделений для каждого претендента. По заключению группы, Foodco способна привлечь другую, более устойчивую, компанию в ресторанном бизнесе, которая могла бы избрать одну из двух стратегий. С одной стороны, она может ускорить развитие Foodco, употребив свои управленческие навыки для повышения прибыльности предприятий Foodco. С другой — перестроить работу всех ресторанов Foodco в соответствии с собственной концепцией ресторанного бизнеса у Foodco.

Таблица 2.4. Корпорация EG; сравнительные оценки внешней стоимости  
(числовые данные — в млн дол.)

	Consumerco	Foodco	Woodco	Propco	Finco	Newsco
Выкуп за счет займа	2500	290	—	—	—	180
Обособление	2000	280	55	—	25	140
Ликвидация	—	260	25	130	50	—
Продажа стратегическому покупателю	3250	350	155	175	35	190
Наивысшая стоимость	3250	350	155	175	50	190

В самом деле было несколько удачно расположенных заведений. В общем, казалось, что EG выгоднее продать Foodco, поскольку даже после уплаты налогов с этой сделки она принесла бы EG больше стоимости, чем заложено в ее собственных планах развития этого подразделения.

Woodco могла бы привлечь одну из нескольких компаний отрасли, известных своей заинтересованностью в приобретении и повышении эффективности более мелких мебельных фирм. Однако не имело смысла продавать Woodco, пока в ней не завершился процесс консолидации. Никакой потенциальный покупатель не захочет идти на риск и приобретать предприятие, которое может окончательно развалиться при переходе к новому владельцу. Практически Woodco не подлежала продаже в течение следующих 12—18 месяцев, разве что по весьма невыгодной цене. Но через 18 месяцев у EG появятся веские основания вновь рассмотреть этот вопрос. К тому времени компания модернизируется, и Ральф сумеет составить более четкое представление о способности менеджеров Woodco вывести ее на уровень отраслевых лидеров. Если Woodco удастся своими силами достичь таких результатов, то EG лучше сохранить ее, используя в качестве плацдарма для поглощения других мебельных фирм. Если же Woodco за это время не сумеет добиться высокой эффективности, то лучше будет продать ее по гораздо более выгодной цене, чем в настоящее время.

В таблице 2.4 сведены выводы, к которым пришла группа Ральфа, оценивая стоимость предприятий EG в разных сценариях. По заключению группы, даже с поправкой на упомянутые трудности, связанные с продажей Woodco, EG могла бы сильно прибавить в стоимости сверх своей нынешней рыночной цены, если распродавать ее по частям лучшим потенциальным владельцам.

### Новые перспективы роста

Ральф видел, что проведенный его группой анализ реструктуризации пока распадается на разрозненные составляющие, а ему хотелось получить целостную картину. В частности, до сих пор был упущен важный элемент «мозаики» — рост. Хотя Ральф уже наметил несколько конкретных мер для ускорения роста Consumerco на ближайшее время, в более длительной перспективе, вероятнее всего, приходилось ожидать лишь весьма скромной динамики. А ведь

долгосрочный рост — Ральф хорошо это знал — служит компании тем самым «магнитом», который притягивает к ней неослабный интерес менеджеров и инвесторов. К тому же Ральф чувствовал, что в торговой марке Consumerco таится могучий, по сию пору нереализованный потенциал.

Все те голы, что Ральф работал в компании, его не переставало удивлять странное обстоятельство: никто всерьез не обсуждал возможность «выпестовать» новые предприятия, органически связанные с бизнесом Consumerco. Не обсуждались также и радикальные меры вроде крупных поглощений. Ральф отчетливо сознавал, что вопрос о долговременном росте срочно нужно поставить в повестку дня. Беглый анализ показал: если Ральф изыщет ресурсы для роста продаж дополнительно на 500 млн — 1 млрд дол., то он сумеет увеличить рыночную стоимость Consumerco на 800 млн дол., а то и больше. Такой потенциал есть, считал Ральф, но каким должно быть его практическое воплощение — по этому поводу четкого представления у Ральфа еще не сложилось. Это может быть международная экспансия, это может быть предложение новых услуг розничным клиентам или это может быть выход непосредственно на конечного потребителя.

Итак, Ральф понимал, что, отдавая первоочередной приоритет реструктуризации F.G, он вместе с тем должен внушить всем своим сотрудникам необходимость постоянно помнить о долгосрочной перспективе. Он требовал, чтобы все итоговые сводки по результатам анализа реструктуризации явственно отражали эту насущную потребность в долгосрочном росте. Он был готов ждать шесть—девять месяцев, пока не завершится реструктуризация, после чего намеревался без промедления приступить к целенаправленным действиям в обеспечение роста.

### Потенциальная стоимость финансового конструирования

Помимо всего прочего Ральф поручил своему финансовому директору основательно изучить финансовую структуру ЕС и разработать активный план, позволяющий воспользоваться налоговыми преимуществами долгового финансирования. Ао сих лор ЕС старалась поддерживать свой кредитный рейтинг на уровне ДА по классификации агентства Standard & Poor (S&P); ей нравилось считать себя компанией высокого инвестиционного класса. Однако Ральф знал, что многие фирмы отягощены намного более крупными долгами и при этом прекрасно себя чувствуют. В сущности, блестящие показатели этих фирм объясняются как раз тем, что их менеджеры больше озабочены созданием дополнительных денежных потоков, более критично оценивают свои инвестиционные потребности и так называемые постоянные издержки.

ЕС имела обильные и устойчивые денежные потоки, способные выдержать гораздо более крупную задолженность. Consumerco, генерировавшая основную массу денежных средств, сохраняла устойчивость даже в периоды спада деловой активности. Ральф понимал, что ему не требуется слишком *большой* финансовый резерв, учитывая относительную зрелость основного бизнеса EG и его ограниченную потребность в капитале. Он был также уверен в том,

что EG сумеет получить доступ к необходимым источникам финансирования, когда возникнет нужда в крупном расширении или поглощении, если это будет экономически оправданно. Иначе это были бы бессмысленные инвестиции.

Согласно расчетам финансового директора EG, корпорация в самом деле способна принять на себя значительно большую долговую нагрузку — в зависимости от того, какое покрытие процента готов поддерживать Ральф. А по мере улучшения финансовых показателей предприятия EG могли бы без напряжения вынести еще большее долговое бремя. Ральф прикинул, что в следующие шесть месяцев ЕС в состоянии осилить как минимум 500 млн дол. нового долга и использовать полученные средства для выкупа своих акций или выплаты специальных дивидендов. Этот долг позволит EG повысить налоговую эффективность своей структуры капитала, что добавит акционерам корпорации около 200 млн дол. приведенной стоимости (при условии, что комбинированная предельная ставка федерального налога и налога штата составляет примерно 40%).

### План структурной перестройки ЕС

Группа Ральфа проанализировала стоимость EG с учетом самых разных факторов, в результате чего были созданы все необходимые предпосылки для разработки полномасштабного плана структурной перестройки компании. Как показано в таблице 2.5, группа наметила последовательную схему конкретных действий, которые Ральф и его менеджеры могли предпринять в каждой сфере бизнеса. Если бы Ральфу благополучно удалось выполнить этот план, акционеры ЕС получили бы крупные выгоды. В таблице 2.6 и на рисунке 2.9 показаны прогнозные источники увеличения стоимости акций EG и ее ожидаемый прирост сверх текущей рыночной стоимости. Вкратце, план реструктуризации включал в себя следующие меры.

Таблица 2.5. Корпорация EG: общая схема структурной перестройки

Сфера бизнеса	Действие
Coowmerco	Снизить себестоимость реализованной продукции Реорганизовать торговую службу Увеличить расходы на рекламу и НИОКР Улучшить маркетинговую деятельность
foodco	Продать
Woosco	Сохранить и консолидировать, продать, если за два года менеджмент не добьется заметного повышения эффективности
Propco	Продать
Рико	Ликвидировать
Newsco	Продать
Корпоративный центр	Сократить на 50%, децентрализовать оставшуюся часть
Першитяы роста	Наметить иели
Финансы	Увеличить долговую нагрузку, остановившись на кредитном рейтинге BBB, с тем чтобы получить налоговые выгоды

Таблица 2.6. Корпорация EG: увеличение стоимости в результате структурной перестройки (числовые данные, кроме последнего столбца, — в млн дол.)

	Экстраполяция прошлых результатов	План реструктуризации	Разница (в %)
Consumercos	1750	2900	+66 от внутренних улучшений
Foodco	300	350	+17 от продажи
Woodco	200	800	+300 от консолидации/ продажи
New sco	175	190	+9 от продажи
Propco	125	160	+28 от продажи
finco	25	45	+80 от ликвидации
Корпоративные накладные расходы	-425	-225	+47 от сокращения
1 Слоговые выгоды долга	—	200	—
Итого	2150	4420	+106
Долг	-300	=300	
Стоимость собственного капитала	1850	4120	+123
Перспективы роста	0	800 и более	
Стоимость собственного капитала с учетом перспектив роста	1850	4920	+166

- Внести улучшения в деятельность Consumercos, с тем чтобы удвоить ее и без того уже довольно высокую стоимость: повысить товарные цены, увеличить инвестиции в рекламу и разработку новых продуктов, реорганизовать работу штатного торгового персонала для повышения его производительности, привлечь нескольких высококлассных специалистов по маркетингу из ведущих компаний сектора потребительских товаров, сократить непомерно раздутый административный аппарат подразделения.
- Ускорить консолидацию предприятий Woodco, а после сменить направленность планов компании, нацелив ее на увеличение доходов в базовом сегменте мебельного рынка и отказ от попыток проникнуть в более «высокие» сегменты.
- Остановить дальнейшее расширение Foodco и выставить компанию на продажу.
- Выставить на продажу ссудный портфель финансовой компании и предпринять меры по сворачиванию других видов ее деловой активности.
- Продать газетное подразделение и компанию по недвижимости — объекты собственности сами по себе ценные, но без толку обременяющие EG.
- Пересмотреть корпоративные накладные расходы исходя из предпосылки, что EG сумеет нормально работать, имея небольшой административный аппарат и постепенно превращаясь в компанию холдингового типа, то есть передав функции корпоративного центра в подразделения.
- Изменить структуру капитала EG, взяв в долг 500 млн дол. и довольствуясь кредитным рейтингом ВВВ вместо привычного АА.

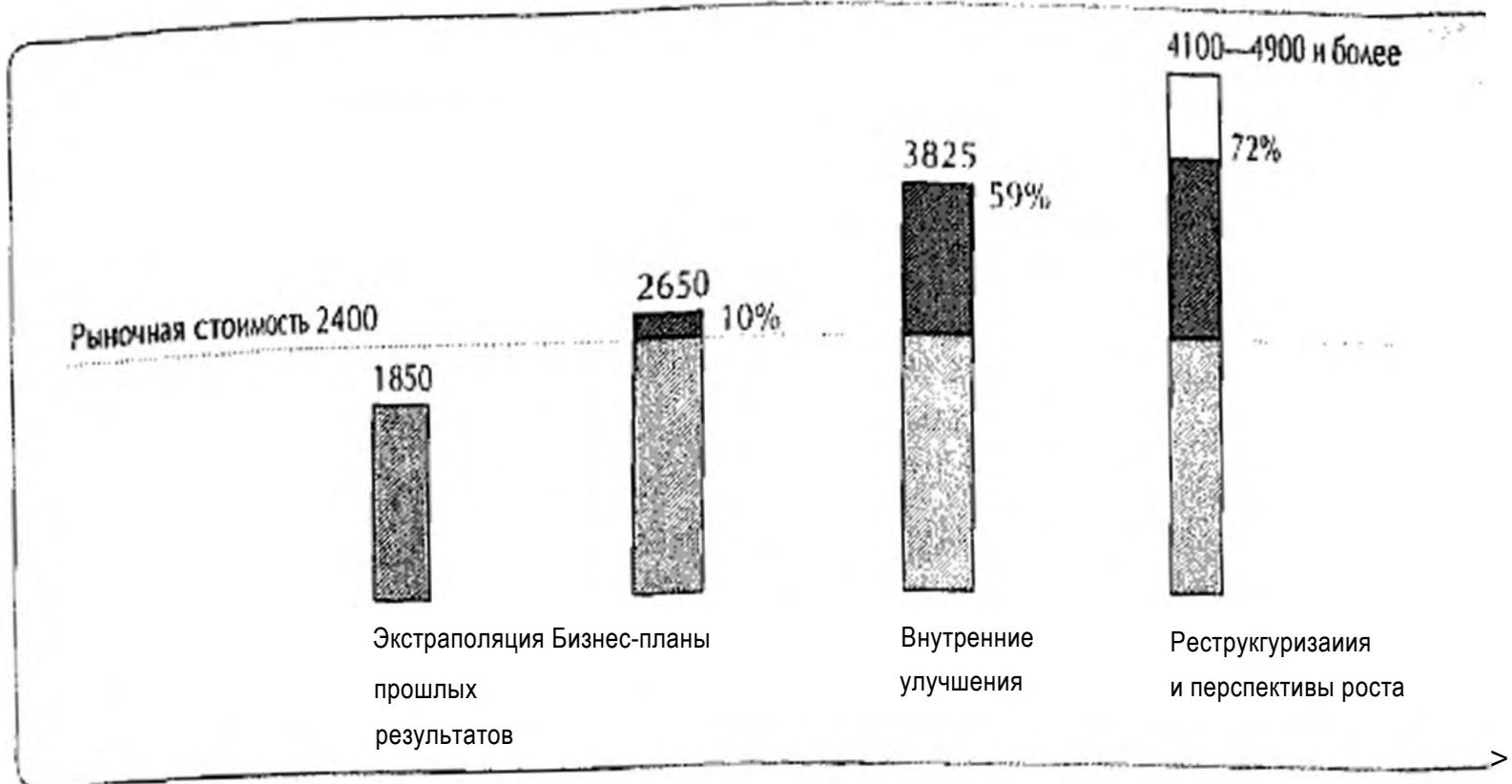


Рисунок 2.9. Корпорация EG: приращение стоимости (в млн дол.)

- Найти новые возможности роста в развитие мощной торговой марки EG и освоение новых навыков — хотя с этим, вероятно, придется подождать, пока не выполнены все остальные пункты плана.
- Разработать плодотворную стратегию оповещения инвесторов о плане реструктуризации и его потенциальном влиянии на стоимость ЕС.

Ральф и его группа не сомневались в действенности своего плана. Они могли предпринять немедленные и решительные шаги, и это позволяло надеяться на быстрый и благоприятный отклик рынка на их программу.

### ЧАСТЬ 3: РАЛЬФ – МЕНЕДЖЕР, ОРИЕНТИРОВАННЫЙ НА СТОИМОСТЬ

План структурной перестройки EG в самом деле вызвал рост курса акций компании. Едва план был объявлен, цена EG сразу подскочила вверх. Когда же инвесторы убедились в том, что EG действительно проводит обещанные мероприятия, курс акций поднялся еще выше. За первые шесть месяцев 1999 г. акции EG поднялись в цене на 40 процентных пунктов относительно рыночного индекса. Аналитики, следившие за развитием дел в EG, перестали предрекать грядущее поглощение корпорации и принялись расхваливать ее «преображение».

Нет надобности говорить, насколько Ральф и его группа были удовлетворены достигнутыми результатами. Ральф сожалел о том, что ему пришлось уволить часть административного персонала и продать некоторые предприятия EG, но утешался тем, что сделал это более упорядоченно и гуманно, чем сделал бы другой, сторонний, владелец. Несмотря на первые успехи, Ральф понимал, что он пока лишь в начале пути и ему предстоит еще масса работы до завершения перестройки, а к тому же он должен привить своим менеджерам новое стоимостное мышление. Более того, он опасался, что, если этого не сделать, многие скоро вновь впадут в самодовольство, и тогда придется заново накапливать потенциал приращения

стоимости. Он хотел укрепить тот пока еще непрочный фундамент, который построил собственными руками.

Ральф запланировал шесть шагов, благодаря которым он мог бы привить менеджерам EG навыки управления стоимостью.

1. При планировании и подведении итогов деятельности прежде всего ориентироваться на созданную стоимость.
2. Разработать соответствующие стоимостные показатели для установления целевых нормативов и оценки результатов деятельности.
3. Перестроить систему поощрения в EG таким образом, чтобы стимулировать создание стоимости для акционеров.
4. Оценивать стратегические инвестиционные решения *исключительно* с точки зрения их влияния на стоимость.
5. Наладить более продуктивный обмен информацией с инвесторами и фондовыми аналитиками для своевременного и четкого оповещения их о стоимости различных проектов EG.
6. Изменить роль финансового директора EG.

Ниже в этой главе развиваются планы и соображения Ральфа по каждому из перечисленных пунктов (а в гл. 6 излагается системный подход).

### Планирование на основе стоимости

Одну из главных причин того удручающего положения, в какое попала EG, Ральф усматривал в недостатке внимания к созданию стоимости при разработке планов как на уровне корпорации в целом, так и на уровне ее бизнес-единиц, и в таком же пренебрежении стоимостью при подведении итогов деятельности подразделений. По твердому убеждению Ральфа, все менеджеры высшего звена просто обязаны сосредоточиться на создании стоимости. Прежде всего Ральф потребовал, чтобы все планы компании строились на доскональном анализе стоимости каждого ее подразделения в разных сценариях развития событий. Кроме того, он ввел в практику ежегодный пересмотр корпоративного портфеля EG в свете перестроечной гексаграммы для выявления любых новых возможностей реструктуризации.

Такой перенос акцента на стоимость требовал некоторых изменений и в подходах EG к своей корпоративной стратегии. Было ясно, что по меньшей мере весь следующий год EG придется заниматься структурной перестройкой. Однако на будущее Ральфу надо было разработать план сохранения преимуществ EG на рынке корпоративного контроля. Для этого ему требовалось получить более четкое представление о том, какими реальными умениями и активами располагает компания и в каких сферах бизнеса они обладают наивысшей ценностью. А главное, прежде чем строить дальнейшие планы на основе этих самых умений и активов, Ральф хотел удостовериться, что они поддаются строгой количественной оценке по их вкладу в повышение прибылей, ускорение роста и т. п. Прежде, считал Ральф, EG слишком часто допускала поверхностный анализ своих реальных возможностей и вступала в

новый бизнес, не имея ясного представления о том, в какой именно области и почему EG способна лучше конкурентов распорядиться своей собственностью и добавить больше стоимости акционерам. В качестве первого шага Ральф в том же голу сформировал рабочую группу, которой было поручено провести такого рода инвентаризацию, основательно изучить ключевые умения и активы EG в сравнении с ее основными конкурентами, а также обозначить новые направления бизнеса, где EG могла бы добиться успеха.

Перенос акцента на стоимость требовал также определенных изменений и на уровне отдельных бизнес-единиц. Схема реструктуризации помимо прочего предусматривала конкретные стратегические и оперативные действия для менеджеров подразделений. Кроме того, менеджеры подразделений теперь должны были по-другому оценивать деятельность своих предприятий, уделяя основное внимание тем факторам, от которых зависит стоимость этих предприятий, — будь то рост продаж, норма прибыли или эффективность использования капитала. Все привыкли обращать внимание главным образом на рост прибыли, но для дальнейшего продвижения вперед самое важное значение приобретают другие критерии: приростная стоимость и экономическая отдача от инвестиций. В некоторых случаях это означает отказ от расширения бизнеса, которое в прежние годы всегда приветствовалось. В других случаях менеджерам предстоит свыкнуться с неприятной мыслью о снижении отчетных прибылей, поскольку с экономической точки зрения нецелесообразно инвестировать средства в НИОКР или рекламу, отдача от которых придет не скоро. Ральф сознавал, что его менеджерам будет трудно перестроить свое мышление, ибо в прошлом ничто не побуждало их к этому. Чтобы помочь им, он решил поделиться с руководителями подразделений результатами проведенного структурного анализа и организовать для них цикл учебных семинаров по созданию стоимости для акционеров.

### Стоимостные показатели для установления целей и оценки результатов

Ральф понимал, что прежде всего его менеджерам нужны ясные и четкие цели и надежные критерии для оценки своих успехов и неудач. Хотя основным итоговым показателем была и остается рыночная цена акций (или ее динамика), ему требовалось что-то более конкретное, «подвластное» усилиям менеджеров, особенно оперативных. Он также понимал, что традиционные бухгалтерские показатели — скажем, чистая прибыль — не отражают альтернативных издержек привлечения капитала, используемого в создании прибыли. С другой стороны, такой показатель, как рентабельность инвестированного капитала  $\{ROIC\}^*$ ,

\* и далее ради краткости в качестве условных обозначений терминов кое-где в тексте и в формулах используются сокращения, образованные от английских наименований: **ROIC** — от **Return on Invested Capital** (рентабельность инвестированного капитала), **EP** — от **economic profit** (экономическая прибыль), **PV** — от **present value** (приведенная стоимость), **MVA** — от **market value added** (рыночная добавленная стоимость), **WACC** — от **weighted average cost of capital** (средневзвешенные затраты на капитал) и т. д. Полный перечень терминов на русском и английском языках, а также соответствующих сокращений (условных обозначений) содержится в Предметном указателе в конце книги. — **Примеч. научного редактора.**

не отражает рост, необходимый для создания дополнительной стоимости. По этой причине Ральф обратился к показателю, в котором учитывается и рост, и рентабельность инвестиций, именуемому *экономической прибылью* (EP). Экономическая прибыль представляет собой разность между рентабельностью инвестированного капитала и альтернативными издержками, умноженную на величину инвестированного капитала:

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{капитал} \times \text{инвестированного} - \text{издержки} \cdot \left( \begin{array}{l} \text{альтернативные} \\ \text{капитала} \end{array} \right)$$

Ральф избрал этот показатель, так как знал, что дисконтированная (приведенная) стоимость будущей экономической прибыли (плюс текущий объем инвестированного капитала) равна величине дисконтированного денежного потока (подробнее об этом см. гл. 3 и 4). Другими словами, EG могла бы максимально увеличить свой дисконтированный денежный поток, максимально повысив экономическую прибыль. Ральф потребовал, чтобы все стратегические планы и сметы каждого предприятия обязательно содержали определенный целевой норматив экономической прибыли.

Понимая, что менеджерам среднего звена тоже нужны целевые нормативы и критерии оценки текущих результатов, на которые они могли бы непосредственно воздействовать, Ральф попросил руководителей структурных подразделений корпорации разложить целевую экономическую прибыль на составляющие ее параметры хозяйственной деятельности, которыми могли бы руководствоваться оперативные менеджеры. Например, работу управляющего производством можно оценивать по удельным производственным издержкам, качеству продукции или соблюдению сроков поставок. О работе торговой службы можно судить по росту продаж, предоставляемым ценовым скидкам и торговым издержкам, выраженным как доля дохода от реализации.

Такая комплексная система целевых нормативов и критериев результативности требовала новых подходов и от бухгалтеров корпорации, привыкших иметь дело лишь с традиционными учетными данными. Поначалу бухгалтеры сопротивлялись новшествам, но Ральф убедил их в преимуществах интегрированного учета финансовых и производственных результатов деятельности и перехода на более значимые с экономической точки зрения финансовые показатели.

### Вознаграждение на основе стоимости

Ральф верил в то, что система вознаграждения и поощрения может стать одним из самых мощных рычагов в его руках, с помощью которого ему удастся нацелить всех сотрудников EG на создание новой стоимости. Действующая в компании система давала высшим менеджерам относительно мало стимулов. Они получали какие-то премиальные, но это составляло довольно-таки скромную долю в общей оплате труда. Они также получали опционы на акции, но мало кто видел в них достойное вознаграждение за хорошую работу, на котором

можно склотить состояние Ральфу было ясно, что система поощрения высших руководителей не побуждает их к созданию стоимости Премии выплачивались исходя из целевого норматива прибыли на акцию, но Ральф знал, что соблюдение этого норматива далеко не всегда сопряжено с созданием стоимости Кроме того, вознаграждение руководителей бизнес-единиц больше зависело от итогов деятельности ЕС в целом, нежели от положения дел на их предприятиях

Ральф решил, что для осуществления поставленных им задач подходят несколько схем поощрения Он попросил своих специалистов по калрам выделить каждому из подразделений некое подобие акций, то есть разработать программу отсроченного вознаграждения, привязанного к целевому нормативу экономической прибыли, в которой размер вознаграждения определялся бы достижением текущих целей по конкретным факторам стоимости

## Оценка стоимости стратегических инвестиций

Внедрение стоимостных принципов в процессы планирования и подведения итогов деятельности должно было в корне изменить положение дел в EG. Однако Ральф понимал, что необходимо также изменить принятое в компании отношение к крупным статьям расходов

Для оценки капитальных затрат EG, подобно большинству других компаний, применяла анализ дисконтированного денежного потока как минимум за последние пять лет Все это хорошо и прекрасно, но Ральф усматривал два недостатка в подобном подходе Во-первых, капитальные затраты не увязывались достаточно жестко со стратегическими и оперативными планами отдельных предприятий и в силу этого с трудом поддавались измерению, поскольку выпадали из общего контекста работы компании Во-вторых, при анализе заявок на капиталовложения в EG применялась единая для всей корпорации минимально приемлемая (предельная) норма рентабельности. Однако исследования, проведенные перед реструктуризацией, показали, что все подразделения EG различаются по уровню риска, поэтому при оценке капиталовложений к ним следует применять разные предельные нормы рентабельности. Дело еще усугублялось тем, что эта единая норма была сильно завышена в стремлении изначально отсеять нереалистичные проекты. Следствием всего этого была низкая эффективность инвестиционного процесса. По сведениям Ральфа, компания отказалась от многих инвестиций, способных обеспечить отлачу выше затрат на капитал, только потому, что они не соответствовали непомерно завышенной предельной норме рентабельности, принятой в EG. С другой стороны, крупные проекты капиталовложений не подвергались достаточно тщательному исследованию, поскольку весь процесс был низведен до простой игры с цифрами и предпосылками. Ральф намеревался жестко увязать цикл капитальных затрат со стратегическими и оперативными планами, дабы обеспечить надежную базу для их реалистичной оценки. Он также поручил финансовой службе компании рассчитать подходящие для каждого подразделения минимально приемлемые нормы рентабельности — равные в соответствии с их индивидуальными затратами на капитал

По мнению Ральфа, одну из самых серьезных проблем EG в прошлом составляла оценка поглощений. Он знал, что поглощения 1980-х годов, в результате которых образовалась Woолсо, обошлись корпорации слишком дорого. Анализ в преддверии реструктуризации показал, как эта переплата отразилась на цене акций. К счастью, теперь Ральф, как генеральный директор, взял процесс принятия решений о новых поглощениях под свой непосредственный контроль. Согласно его требованию, отныне любая заявка на поглощение, выдвинутая финансовым директором либо руководителем того или иного подразделения, должна сопровождаться тщательной оценкой доходности денежных потоков от этой сделки. Он не желал повторять ошибки своего предшественника, наивно полагавшего, будто поглощение имеет смысл с точки зрения стоимости просто потому, что в первые год или два после сделки бухгалтерская картина прибыли выглядит вполне радужно.

Ральф подошел к этому вопросу очень просто. Либо стоимость денежного потока от поглощения, на которую могут рассчитывать акционеры EG, будет выше той цены, какую EG придется заплатить за него, либо Ральф отказывается от приобретения И, по его убеждению, такую стоимостную оценку без труда можно поставить на систематическую основу — во всяком случае, куда более систематическую, чем в прошлом.

Сначала менеджеры EG должны оценить стоимость компании-мишени «как она есть» — точно по той же схеме, какую они применяли к собственной корпорации. Затем с помощью перестроечной гексаграммы нужно определить, какие внутренние улучшения позволили бы повысить стоимость этой компании как самостоятельной хозяйственной единицы. Менеджеры компании-мишени либо способны, либо не способны осуществить эти улучшения своими силами. Далее менеджерам ЕС следует оценить потенциальный синергический эффект от объединения этой компании с другими предприятиями EG на постоянной основе. Оценка синергии должна иметь конкретное количественное выражение — как мера воздействия на стоимость. И наконец, менеджеры ЕС должны подумать о стратегических опционах, которые сулит поглощение. Таким опционам трудно дать стоимостную оценку, и все же это очень важно. Например, поглощение могло бы открыть EG доступ к новой технологии или на новый рынок; и то, и другое при соответствующих условиях может принести в будущем изрядную прибавку стоимости.

Вооруженный этой информацией, Ральф сумеет более обоснованно судить о целесообразности любого приобретения — гораздо более обоснованно, чем удавалось руководству EG в прошлом. Он будет точно знать, сколько EG может позволить себе заплатить за то или иное предприятие И что не менее важно, он будет яснее представлять, как поступать с предприятием после поглощения. Кроме того, прежде чем затевать переговоры о возможном приобретении, Ральфу нужно прикинуть, какой стоимостью обладает компания-мишень для других потенциальных покупателей; таким образом он надежно обезопасит себя и от бесплодных торгов, и от покупки компании по завышенной цене. Он конечно же не захочет попасть впросак, отдав всю потенциальную стоимость кандидата на поглощение продающим акционерам. В конце концов, почему EG должна выполнять всю работу, а продающие — снимать все сливки?

Заявки на поглощение должны подвергаться еще одному испытанию Менеджерам EG следует теперь отказаться от мысли, что поглощение — лучший способ запустить новый бизнес Ральф убедил их в том, что сначала надо рассмотреть другие способы вступить в дело — например, через совместное предприятие. Это может послужить достойной заменой поглощению, которое всегда подобно большому взрыву, какое-то время поглощение может казаться быстрым и легким решением, однако впоследствии оно нередко превращается в постоянный источник проблем, ослабляющий позиции компании на фондовом рынке

### Информационный обмен с инвесторами

Ральф планировал и дальше усиленно работать над тем, чтобы вернуть корпорации доверие инвесторов и аналитиков с Уолл-стрит В первую очередь для этого необходимо регулярно отслеживать мнение аналитиков об успехах и перспективах корпорации V Ральфа были на то две причины. Во-первых, ему хотелось удостовериться, что рынок в любой момент времени имеет достаточно информации для оценки компании Во-вторых, Ральф знал, что рынок умен и хитер Рыночные котировки акций EG и других компаний многое говорили ему о положении дел в отрасли и у его конкурентов Он не верил в то, что можно ввести рынок в заблуждение по поводу истинного состояния EG, да и не пытался сделать это. Вместе с тем он был убежден, что единственно надежная стратегия — относиться к отдельным инвесторам и инвестиционному сообществу в целом не менее бережно, чем к потребителям и служащим Если бы прежнее руководство дало себе труд услышать и понять отзывы рынка о EG, то компания, возможно, и не попала бы в такое трудное положение

Ральф считал, что руководству EG следует не только отслеживать мнения аналитиков и постоянно встречаться с ними, но и активнее снабжать инвесторов более внятной информацией А для этого в своих регулярных беседах с фондовыми аналитиками и в пресс-релизах корпорации он неустанно подчеркивал, какую дополнительную стоимость EG создает для держателей акций и что она для этого делает Ему даже подумалось, что было бы неплохо включить в ежегодный отчет корпорации раздел под названием «Перспективы стоимости вашей компании», содержащий ясное и подробное описание стратегии компании по наращиванию стоимости

По его мнению, EG могла бы пойти еще дальше и публиковать собственные оценки стоимости компании, коль скоро они будут построены на четких исходных предпосылках. Ральф знал: подобная информационная стратегия резко отличается от того, что принято в других компаниях, и от того, что было принято в EG в недавнем прошлом. Однако он полагал, что схематичные — и, как правило, туманные — описания ежегодных изменений в результатах деятельности, которыми заполнены типичные годовые отчеты многих корпораций, не приносят большой пользы инвесторам. Точно так же красивые глянцевые фотографии и пышные фразы первых разделов многих годовых отчетов мало помогают инвесторам составить ясное представление о том, куда движется компания и что происходит с их инвестициями

## Новая роль финансового директора

Для того чтобы усилия Ральфа по внедрению в EG стоимостных принципов управления увенчались успехом, очень важно было изменить роль финансового директора. Ральф ясно видел, что связь между стратегией бизнеса и финансовой стратегией становится все более тесной, и прежде всего, стратегия корпорации, коль скоро она призвана обеспечить преимущества на рынке корпоративного контроля и на финансовом рынке, должна, по определению, диктоваться финансовыми соображениями. Более того, требовалось проделать большую работу, чтобы превратить управление стоимостью в ключевой элемент стратегии и общего управления EG. Ральф нуждался в сильном исполнителе, способном помочь ему в этом.

Так сложилось, что финансовые руководители EG занимались исключительно прикладными вопросами, такими как казначейские операции и управление фондами, подготовка финансовых отчетов, организация отдельных сделок и т. п. Ральфу требовалось намного большее, и поскольку ныне действующему финансовому директору в конце года предстояло уйти на пенсию, Ральф усмотрел в этом прекрасную возможность придать этой должности новое содержание и функции. Замысел Ральфа сводился к тому, чтобы наделить финансового директора ответственностью одновременно и за корпоративную стратегию, и за финансы. Новый руководитель должен стать связующим звеном между стратегическими и оперативными планами подразделений, с одной стороны, и финансовыми потребностями корпорации и ее инвесторов — с другой. Ральф составил должностную инструкцию для этого руководителя, получившего в EG титул исполнительного вице-президента (ИВП) по корпоративной стратегии и финансам (см. табл. 2.7). Прежде всего, перед ИВП поставлена задача стать чем-то вроде «суперфинансового директора» и руководить выработкой корпоративной стратегии, а также вместе с Ральфом и главами подразделений наращивать способность всей организации аккумулировать стоимость.

В обязанности ИВП входит также управление повседневными финансовыми делами и подготовка финансовых отчетов корпорации. Однако его (или ее) успех на этом посту будет измеряться преимущественно достижениями EG в освоении стоимостных принципов управления. Так, в случае успешной деятельности ИВП у EG всего за год могли бы появиться передовая корпоративная стратегия, подкрепляющая ее четкая финансовая стратегия и такие главы подразделений и ведущие менеджеры, которые при подготовке своих планов и предложений руководствуются соображениями наращивания стоимости. Фондовые аналитики стали бы намного лучше разбираться в стратегии ЕС и с полным основанием могли бы исключить ее из числа кандидатов на расформирование. Долгосрочные успехи ИВП следует оценивать в свете общих результатов команды менеджеров, призванной обеспечить акционерам высокую доходность, реализовать новые возможности роста, создающие дополнительную стоимость, и помочь корпорации завоевать в финансовых кругах репутацию передовой компании, вставшей на путь управления стоимостью.

По расчетам Ральфа Аемски, осуществление его шестиступенчатого плана, в результате которого управление стоимостью станет неотъемлемым элементом

Таблица 2.7. Корпорация EG: должностная инструкция исполнительного вице-президента по корпоративной стратегии и финансам

## КОНЦЕПЦИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

ИВП исполняет функции ведущего советника генерального директора корпорации и глав подразделений по важным стратегическим и оперативным вопросам, а также управляет финансовой и плановой службами корпорации. ИВП отвечает за:

- корпоративную стратегию;
- финансовую стратегию;
- бюджетный и управленческий контроль;
- финансовый менеджмент.

Корпоративная стратегия. ИВП играет ведущую роль в координации деятельности по разработке общекорпоративной стратегии максимизации стоимости на всех уровнях организации. В том числе:

- обеспечивает составление планов по максимизации стоимости ЕС в каждом из действующих подразделений, а именно
  - оценивает стоимостный потенциал этих планов на регулярной основе.
  - следит за тем, чтобы планы отражали важнейшие вопросы: (1) ключевые предпосылки и основания для внутренних улучшений; (2) внешние возможности создания стоимости (например, стоимость предприятия для другого владельца),
  - своевременно оповещает генерального директора и глав подразделений о возникновении проблем и вносит предложения по их разрешению,
  - вырабатывает финансовые нормативы и налаживает систему оценки достигнутых результатов относительно намеченных целей;
- участвует в разработке стратегии корпоративного роста, направленной на создание дополнительной стоимости для акционеров, а именно
  - отслеживает благоприятные рыночные возможности в сферах бизнеса, тесно связанных с текущим бизнесом корпорации,
  - оценивает, в какой степени имеющиеся у EG профессиональные ресурсы и активы позволяют воспользоваться этими возможностями, и при необходимости вносит предложения по их наращиванию для восполнения пробелов,
  - оценивает новые специфические предложения с точки зрения производственной и финансовой целесообразности;
- планирует и осуществляет крупные сделки, необходимые для проведения в жизнь стратегии ЕС.

Финансовая стратегия. ИВП отвечает за выработку и реализацию общей финансовой стратегии EG, подкрепляющей деловую стратегию корпорации и позволяющей максимизировать стоимость для акционеров. В том числе:

- формирует такую структуру капитала, которая отвечает бы цели создания стоимости, и вносит предложения по дивидендной политике;
- разрабатывает и осуществляет стратегию оповещения инвесторов и финансового сообщества в целом о важнейших планах и достижениях ЕС;
- организует и осуществляет все крупные финансовые операции, включая займы, эмиссию и выкуп акций.

деятельности EG, займет два года. Но для этого нужен новый ИВП, да и от самого Ральфа потребуются много времени и усилий. Если удастся внедрить стоимостные подходы в системы планирования и оценки результатов, наладить анализ всех крупных решений на основе их вклада в стоимость, преобразовать систему вознаграждения менеджеров высшего звена и организовать более внятный и последовательный информационный обмен с фондовым рынком,

Табл. 2.7 (продолжение)

бюджетный и управленческий контроль. ИВП организует информационный процесс в корпорации, следя за тем, чтобы менеджеры располагали верной информацией для постановки целей, принятия решений и оценки результатов. В том числе:

- координирует работу по подготовке краткосрочных оперативных смет и бюджетов;
- устанавливает ключевые показатели деятельности для каждой бизнес-единицы;
- следит за тем, чтобы контроль за работой бизнес-единиц со стороны менеджеров был налажен надлежащим образом;
- совместно с генеральным директором, и главами подразделений оценивает результаты деятельности бизнес-единиц.

Финансовый менеджмент. ИВП обеспечивает эффективное управление финансовой деятельностью корпорации. В том числе:

- следит за выполнением всех объявленных и подтвержденных обязательств;
- осуществляет контроль за сохранностью активов ЕС;
- обеспечивает комплексное и эффективное управление денежными средствами, дебиторской и кредиторской задолженностью;
- ведет налоговую документацию и оплачивает все налоговые обязательства;
- изыскивает и реализует возможности сокращения налогового бремени EG;
- поддерживает тесные ежедневные связи с банками ЕС;
- управляет пенсионным фондом ЕС;
- руководит осуществлением программ управления рисками ЕС.

#### КРИТЕРИИ УСПЕХА

Работа ИВП признается успешной при соблюдении следующих условий.

Год спустя:

- выработана внятная корпоративная стратегия и сделаны первые шаги в ее осуществлении;
- выработана и принята к исполнению четкая и подробная финансовая стратегия;
- главы подразделений и ведущие менеджеры при составлении своих планов и оценок руководствуются соображениями стоимости для акционеров;
- налажена бесперебойная работа финансовой службы;
- фондовые аналитики понимают стратегию корпорации и расценивают EG как сильную компанию, а не как кандидата на расформирование.

Три года спустя:

- EG обеспечивает своим акционерам превосходную доходность;
- ЕС приступила к осуществлению нескольких проектов расширения, направленных на создание дополнительной стоимости (предпочтительно – на основе внутренних инвестиций);
- фондовые аналитики рассматривают EG как «ведущего управляющего стоимостью» на своих предприятиях.

#### ОСНОВНЫЕ РЕСУРСЫ

В аппарат ИВП входят корпоративное казначейство, бухгалтерия, плановый и налоговый отделы. Кроме того, ИВП подотчетны финансовые службы бизнес-единиц. ИВП наделен широкими полномочиями в формировании своего аппарата.

окончате таб\*. на ар. 58

то это поможет EG добиться преимуществ на рынке корпоративного контроля и принесет изрядные выгоды ее акционерам. Более того, комплексное осуществление этих преобразований облегчит EG выбор корпоративных приоритетов в дальнейшем, поскольку все серьезные решения будут оцениваться по единому критерию; как они повлияют на стоимость компании.

Табл. 271(окончание)

**ВАЖНЕЙШИЕ ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ВЗАИМОСВЯЗИ**

Интегрирующая роль ИВП требует тесного взаимодействия со всеми ключевыми руководителями EG

- *Генеральный директор* ИВП представляет генеральному директору свои рекомендации и аналитические выкладки (по всем важным вопросам ИВП проводит в жизнь решения генерального директора по финансово-политике)
- *Руководители* подразделений ИВП в сотрудничестве с главами подразделений обеспечивает бесперебойную работу с истечением планирования отчетности и контроля и устраняет противоречия между приоритетами корпорации и ее бизнес-единиц. Кроме того ИВП оказывает главам подразделений консультативную помощь по финансовым вопросам и аналитическую поддержку по особым проектам

ИВП и его аппарат поддерживают ключевые внешние связи, в том числе с

- инвесторами, фондовыми аналитиками, рейтинговыми агентствами и финансовой прессой
- финансовыми институтами, банками и инвестиционными компаниями)
- независимыми аудиторами
- регулирующими и налоговыми органами

**ВАЖНЕЙШИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ НАВЫКИ/КВАЛИФИКАЦИОННЫЕ ТРЕБОВАНИЯ**

ИВП должен иметь широкий кругозор в бизнесе и обладать следующими характеристиками

- практическое знание бизнеса и превосходные аналитические способности особенно в деловой стратегии и финансовом анализе
- способность сохранять независимость суждений и противостоять предложениям генерального директора и топ-менеджеров в то же время сохраняя уважительные и доверительные отношения с ними
- близость к финансовым кругам
- способность возглавить переговоры и управлять их ведением! по крупным сделкам
- крепкие административные способности и умение руководить людьми

Кроме того ИВП должен обладать знаниями в следующих областях

- финансовые рынки
- бухгалтерский и управленческий учет,
- казначейские операции, финансирование
- налогообложение

**РЕЗЮМЕ**

Способность управлять стоимостью - важнейший элемент толковой корпоративной стратегии, которая обогащает акционеров и поддерживает преимущества компании на рынке корпоративного контроля. Как видно из примера корпорации EG, управление стоимостью - это не какой-то мистический процесс. Методы и приемы оценки стоимости бывают довольно сложными в деталях, однако по своим задачам и применению они сравнительно просты и прозрачны. Цель остальных глав нашей книги — развеять ореол таинственности, которым окружен процесс перехода на стоимостные принципы управления в большинстве компаний.

Как и в случае с EG, управление стоимостью складывается из трех основных этапов: во-первых, *изучение* ситуации с созданием стоимости в компании за последние несколько лет и определение возможностей структурной

перестройки; во-вторых, *реализация* этих возможностей, для чего обычно не обойтись без решительных действий, таких как отсоединение некоторых структурных единиц компании или, наоборот, приобретение новых либо реструктуризация в какой-то иной форме; и в-третьих, *внедрение стоимостной философии* в деятельность компании

Управление стоимостью вовсе не означает создание стоимости посредством финансовых манипуляций. Напротив, управление стоимостью означает выработку жизнеспособных стратегий и оперативных планов для всех подразделений компании. Между жизнеспособной стратегией и созданием стоимости существует тесная связь. Как уже поняли руководители многих фирм, финансовые манипуляции сами по себе редко оказываются плодотворными.

Хотя большинство компаний не находится в таком отчаянном положении, в какое попала EG, они только выиграли бы от основательного изучения возможностей структурной перестройки. Однако этот потенциал зачастую так и остается нереализованным. Возможно, причина в том, что многие компании, которым уже довелось пережить масштабную реструктуризацию, считают, что такое происходит лишь однажды. Но как мы говорили в главе 1, реструктуризации и активный рынок корпоративного контроля — это непреложные факты сегодняшней корпоративной жизни. Вот почему менеджерам следует отыскивать и использовать новые возможности *создания* стоимости *постоянно*, а не по случаю, когда в двери стучится угроза враждебного поглощения. Такой непрерывный поиск требует коренных изменений в организации и текущей деятельности всех подразделений компании. Начав действовать уже сегодня, менеджеры, ориентированные на стоимость, избавят себя от необходимости под нажимом обстоятельств преодолевать серьезные проблемы в будущем.

# Фундаментальные принципы создания стоимости

**Д**ля того чтобы научиться верно измерять стоимость компании и эффективно управлять ею, вы должны понимать фундаментальные принципы создания стоимости. Поэтому, прежде чем углубляться в подробности стоимостной оценки в главе 4, мы хотим наверняка удостовериться, что вы уяснили для себя эти принципы. Настоящая глава иллюстрирует основы создания стоимости на условном примере компании, которую мы будем здесь называть «Железо от Фреда».

Бизнес Фреда за время своего существования претерпел заметную трансформацию. Фред начинал как владелец небольшой сети магазинов, торгующих электронным оборудованием. Затем Фредом овладела идея выстроить собственную «Техно-Суперимперию» и придать своим магазинам качественно новый облик. Такое расширение бизнеса требовало больших денег, и ради привлечения дополнительного капитала Фред провел открытое акционирование компании. Воодушевленный первыми успехами, Фред задумал освоить соседние области розничной торговли, открыв для этого два новых магазина — «Мебель от Фреда» и «Садовый инвентарь от Фреда». В конце концов у Фреда образовался розничный конгломерат, и тут его настигли неизбежные трудности в управлении такого рода сложным предприятием.

## ПЕРВЫЕ ГОДЫ

Поначалу Фред владел небольшой сетью магазинчиков электроники. Не будучи знатоком финансов, он обратился к нам с вопросом, как ему выяснить, насколько привлекателен его бизнес с точки зрения финансовых результатов. Для пущей простоты мы посоветовали ему измерить рентабельность инвестированного капитала (которая исчисляется как посленалоговая прибыль от основной деятельности, деленная на сумму вложенного капитала, включая оборотный капитал и основные средства, такие как земельные участки, здания и оборудование), а затем прикинуть, смог бы он заработать столько же, если бы вложил свои деньги куда-то еще (скажем, инвестировал их на фондовом рынке).

По расчетам Фреда, рентабельность инвестированного капитала у него составила 18%. Мы предположили, что, вложив деньги на фондовом рынке, он заработал бы всего 10%. Фред остался этим очень доволен, ведь его инвестиции приносят ему больше того, что он мог бы заработать каким-либо иным способом.

Потом Фред поинтересовался, следует ли ему пытаться максимально увеличивать рентабельность инвестированного капитала. Один из его магазинов обеспечивал только 14% рентабельности, и если бы Фред его закрыл, то тем самым повысил бы свою среднюю рентабельность инвестированного капитала. Мы посоветовали ему заботиться не столько о рентабельности как таковой, сколько о комплексном показателе, в котором совмещены как рентабельность инвестированного капитала (в сопоставлении с затратами на капитал), так и абсолютная величина инвестированного капитала. Такой показатель принято называть *экономической прибылью*. Для наглядности мы привели Фреду простой пример (см. табл. 3,1).

Экономическая прибыль вычисляется как разность между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал, умноженная на величину инвестированного капитала. В нашем примере экономическая прибыль изначально составляет 800 тыс. дол. Если Фред закрывает свой низкорентабельный магазин, средняя рентабельность инвестированного капитала возрастает, но экономическая прибыль уменьшается. Даже несмотря

Таблица 3.1. «Железо от Фреда»: анализ низкорентабельного магазина

	ROIC** (в%)	WACC <sup>2)</sup> {в %1	Разность (в %)	Инвестированный капитал {в тыс дол 1	Экономическая прибыль (в тыс дол)
Компания в целом	18	10	8	10 000	800
Без низкорентабельного магазина	19	10	9	8 000	720

<sup>1)</sup> ROIC — рентабельность инвестированного капитала

<sup>2)</sup> WACC — средневзвешенные затраты на капитал



Рисунок 3.1. Фред и Салли: прогнозируемая операционная прибыль

на то что магазин уступает по рентабельности другим магазинам Фреда, он все равно приносит отдачу выше затрат на капитал. Главная задача в долгосрочной перспективе - максимизировать экономическую прибыль, а не рентабельность инвестированного капитала. Наши доводы убедили Фреда, и он отправился восвояси с твердым намерением заняться повышением экономической прибыли.

Но почта сразу Фред вернулся очень расстроенный. Его сестра Салли, владелица розничной сети «Магазины Салли», только что рассказала ему о своих планах агрессивного роста. На рисунке 3.1 сравниваются прогнозы роста операционной прибыли для «Магазинов Салли» и для компании Фреда. Как видите, Салли прогнозирует гораздо более быстрый рост операционной прибыли. Фреду претила сама мысль о том, что его собственная сестра может обойти его.

Не торопись с выводами, сказали мы. Как Салли намерена добиться такого роста? И что у нее происходит с экономической прибылью? Фред опять ушел, чтобы разведать обстановку, а когда вернулся, принес с собой схему, которую вы видите на рисунке 3.2. Да, действительно, для достижения запланированных темпов роста Салли избрала путь массивных капиталовложений. Из-за этого ее рентабельность инвестированного капитала существенно снизится, что приведет к падению экономической прибыли, несмотря на рост операционной прибыли. У Фреда отлегло от сердца, и он отправился к Салли, чтобы все ей хорошенько растолковать.

### НОВЫЙ ЗАМЫСЕЛ ФРЕДА

Какое-то время Фред жил припеваючи, вполне довольный концепцией экономической прибыли. Но потом он явился к нам опять, на сей раз с новой идеей, которую он назвал «Техно-Суперимперия Фреда». Дело в том, что, изучив результаты предварительного анализа своего замысла (а теперь у него уже был собственный штат финансовых аналитиков), Фред сделал

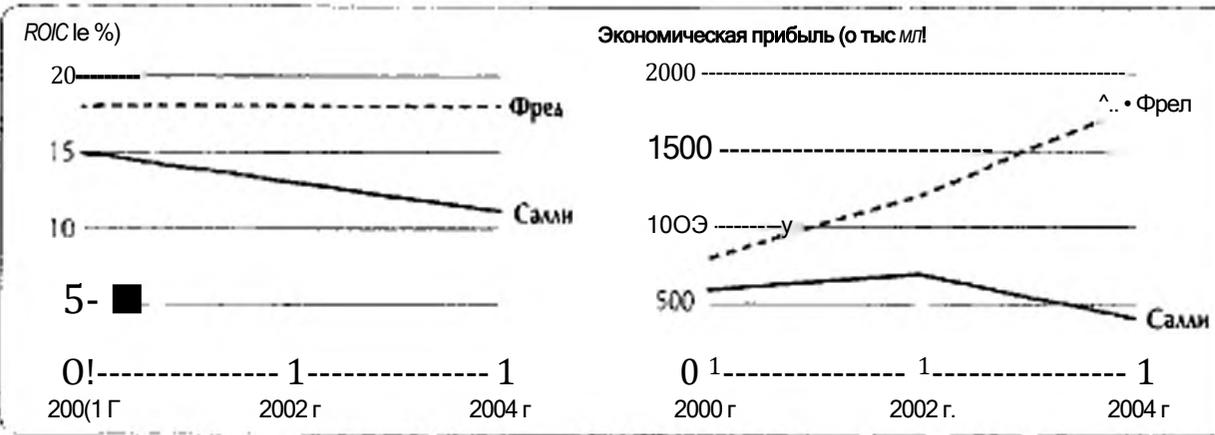


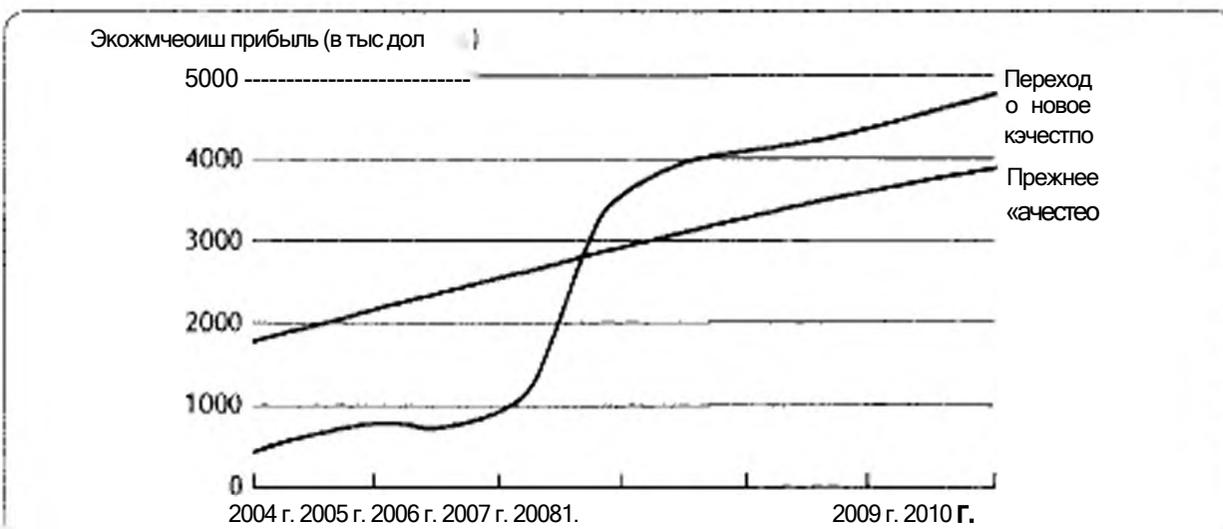
Рисунок 3.2. Фред и Салли: прогнозируемая экономическая прибыль

неприятное открытие: если он проведет модернизацию своих магазинов, как задумал, то в следующие несколько лет экономическая прибыль снизится, поскольку новый проект требует дополнительных капиталовложений (см. рис. 3.3). Через четыре года ситуация с экономической прибылью выправится, но Фред не знал, каким образом ему компенсировать краткосрочный спад экономической прибыли в преддверии грядущего процветания.

Да, Фред, ты прав, ответили мы. Для такого дела тебе нужны более изощренные инструменты финансового анализа. До сих пор мы старались объяснить все как можно проще. Но теперь ты столкнулся с ситуацией, когда незамысловатое правило максимизации экономической прибыли не дает однозначный ответ. Здесь тебе не обойтись без *дисконтированного денежного потока*, известного также под наименованием *приведенная стоимость*.

Фред сказал, что слышал о дисконтированном денежном потоке. Это способ свести все будущие результаты деятельности компании к одному числовому показателю. Вы прогнозируете будущий денежный поток компании и приводите его к настоящему времени дисконтированием по тем же затратам

Рисунок 3.3. Новый замысел Фреда



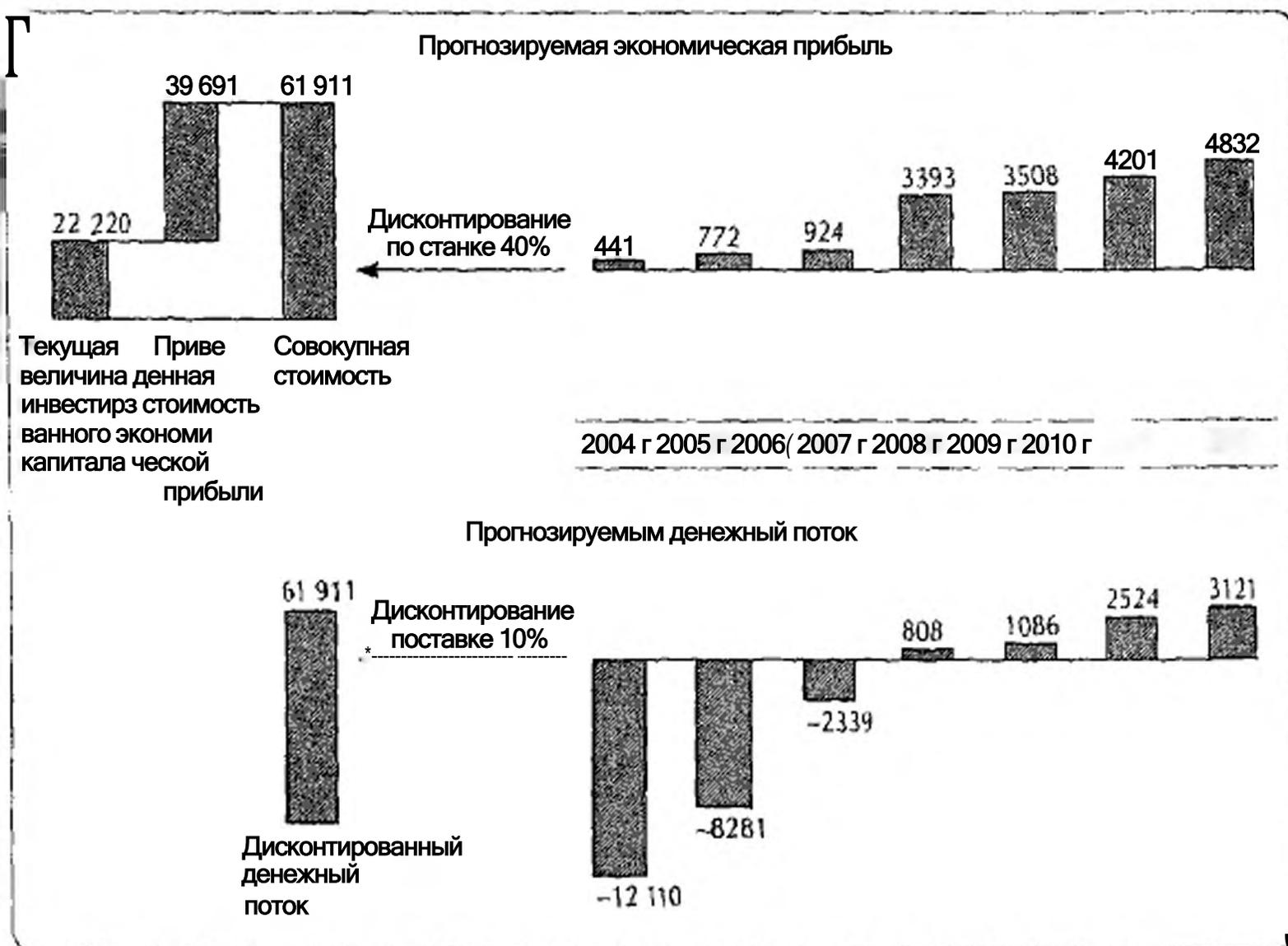


Рисунок 3.4, Равнозначность модели дисконтированного денежного потока и модели экономической прибыли (числовые данные — в тыс дол.)

на капитал (альтернативным издержкам привлечения капитала), о которых мы упоминали выше. Мы помогли Фреду приложить модель дисконтированного денежного потока к его новому замыслу. Мы продисконтировали прогнозируемый денежный поток по ставке 10%. Приведенная стоимость его компании в прежнем состоянии насчитывала 58 млн дол. При осуществлении нового проекта приведенная стоимость возросла до 62 млн дол. Фред успокоился, поняв, что может идти дальше.

Но все же, спросил Фред, как мне разобраться - когда использовать модель дисконтированного денежного потока, а когда модель экономической прибыли? И в чем между ними разница?

Хороший вопрос, ответили мы. На самом деле между ними нет разницы. Давай продисконтируем экономическую прибыль по тем же затратам на капитал. Если дисконтированную экономическую прибыль прибавить к капиталу, инвестированному сегодня, получится такой же ответ, как и при расчете дисконтированного денежного потока (причем не приблизительно, а в точности такой же, до последнего цента). Это показано на рисунке 3.4<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Подробное описание моделей дисконтированного денежного потока и экономической прибыли см. в главе 8.

## ФРЕД ПРОВОДИТ ОТКРЫТОЕ АКЦИОНИРОВАНИЕ

Итак, Фред овладел приемом, позволяющим обоснованно принимать важные стратегические решения, последствия которых простираются на многие годы вперед. Он с успехом воплотил в жизнь замысел своей «суперимперии» и вот теперь опять пришел к нам с еще более грандиозными планами. Мне нужны новые магазины, заявляет он, и поэтому я нуждаюсь в дополнительном капитале. К тому же я хочу предоставить некоторым из моих служащих возможность стать собственниками. В общем, я решил на открытое акционирование. Что надо делать?

Хорошо, отвечаем мы, теперь ты должен понять, в чем разница между финансовым рынком и реальным рынком и как они связаны между собой. Наша задача — объяснить тебе, что успехи на одном рынке совсем не обязательно означают успехи на другом.

До сих пор мы говорили только о реальном рынке: сколько прибыли ты зарабатываешь или какова величина твоего денежного потока относительно суммы вложенных тобой денег. Удастся ли тебе довести до максимума свою экономическую прибыль или денежный поток? На реальном рынке у тебя есть простое правило для принятия решений, выбирай такую стратегию или такое оперативное решение, какие максимизируют приведенную стоимость будущего денежного потока либо будущей экономической прибыли.

Когда компания выходит на финансовый рынок (или рынок капитала), правила принятия решений, действующие на реальном рынке, практически не меняются, просто жизнь становится сложнее — ведь менеджерам теперь приходится управляться сразу с двумя типами рынков.

После того как компания проводит открытое акционирование (продает свои акции широкому кругу инвесторов, которые затем могут торговать ими на организованном рынке), цена ее акций устанавливается в процессе взаимодействия (по ходу торговых сделок) между инвесторами и биржевыми спекулянтами. Цена акций определяется тем, что *думают* инвесторы по поводу их стоимости. Каждый инвестор решает для себя, сколько *должны* стоить акции, и вступает в торги исходя из того, выше или ниже текущая цена акций его собственной оценки их подлинной стоимости.

Подлинная стоимость акций, в свою очередь, определяется способностью компании генерировать в будущем денежный поток или прибыль. По сути, это означает, что инвесторы платят за те результаты, которых они *ожидают* от компании в будущем, а не за то, чего компания достигла в прошлом, и, уж конечно, не за ее нынешние активы.

Так сколько мы выручим от продажи наших акций? — звучит следующий вопрос Фреда. Допустим, объясняем мы, рынок в целом оценивает будущие достижения твоей компании примерно так же, как и ты сам. Стало быть, первым делом надо составить прогноз будущей деятельности компании и продисконтировать ожидаемый денежный поток. Как показывает такой анализ, подлинная стоимость твоих акций равна 20 дол. на акцию.

Очень интересно, говорит Фред, ведь в расчете на акцию я вложил только 7 дол. капитала. Значит, продолжаем мы, рынок готов приплатить тебе за каждую акцию по 13 дол. сверх инвестированного капитала в качестве премии за экономическую прибыль, которую твоя компания заработает в будущем. Но если инвесторы платят мне премию «авансом», недоумевает Фред, как они могут на этом что-то выгадать?

А они могут и не выгадать, отвечаем мы. Давай посмотрим, что произойдет, если твоя компания будет работать в точном соответствии с твоими собственными ожиданиями и с ожиданиями рынка. Попробуем оценить стоимость компании через пять лет.

Если компания будет работать, как ты и ожидаешь, и если по истечении пяти лет ожидания не изменятся, то стоимость компании спустя пять лет составит 32 дол. на акцию. Допустим, ты не платишь никаких дивидендов. Стало быть, инвестор, купивший акцию сегодня за 20 дол., сможет продать ее через пять лет за 32 дол. В пересчете на год это дает доходность 10% — ровно ту же величину, какую мы использовали в качестве ставки дисконтирования при анализе будущих результатов твоей компании. Любопытно здесь то обстоятельство, что пока твоя компания функционирует на уровне ожиданий, доходность для твоих акционеров равна альтернативным издержкам их инвестиций.

С другой стороны, если тебе удастся превзойти ожидания рынка, твои акционеры заработают больше 10%. Если же твоя компания будет работать хуже, чем ожидается, то твоим акционерам достанется меньше 10%.

Инвестиции на фондовом рынке сродни игре в спортивный тотализатор. Возьмем, к примеру, американский футбол — здесь ставки устанавливаются на основе определяемого рынком спреда, то есть разницы в набранных командами очках. Когда вы ставите на фаворита, для того чтобы ваша ставка выиграла, ваша команда должна не просто победить, но и набрать больше очков, чем заложено в спреде. Другими словами, фаворит должен набрать больше очков, чем от него ждут, чтобы ставки его болельщиков выиграла.

Так значит, говорит Фред, доходность, которую получают инвесторы, определяется не столько успехами моей компании как таковыми, сколько ее успехами относительно рыночных ожиданий? Совершенно верно, отвечаем мы. Следовательно, я должен заботиться о результатах моей компании одновременно и на реальном рынке, и на финансовом рынке? Точно. Если ты создаешь приличную стоимость на реальном рынке (зарабатывая прибыль, покрывающую затраты на капитал, и развиваясь быстрыми темпами), но при этом все же не оправдываешь ожидания инвесторов, те будут разочарованы. Твоя задача, как менеджера, — максимизировать подлинную стоимость компании и умело управлять ожиданиями финансового рынка.

Управлять ожиданиями рынка — мудреное дело. Тебе совсем не нужно, чтобы эти ожидания были слишком завышенными или слишком заниженными. Нам встречались компании, которые убеждали рынок, что достигнут

превосходных результатов, а потом не сдержали свои обещания. Это приводило не только к немедленному падению цены акций таких компаний, но и к утрате доверия к ним со стороны рынка на многие годы вперед. Вместе с тем, если рынок ждет от твоей компании немногого и, соответственно, цена ее акций слишком низка в сравнении с тем потенциалом, которым обладает компания, она вполне может оказаться мишенью враждебного поглощения.

Ну ладно, говорит Фред, я готов к акционированию. После чего Фред благополучно организовал первичное публичное предложение акций и привлек необходимый компании капитал.

### ФРЕД ОСВАИВАЕТ СМЕЖНЫЕ ОБЛАСТИ

Компания «Железо от Фреда» быстро росла и с завидным постоянством превосходила ожидания рынка, так что по цене акций устойчиво держалась в лидерах. Фред уверился, что его команда менеджеров способна поддерживать быстрый рост его «Техно-Суперимперии», и решил попытать счастья с новыми задумками: магазинами «Мебель от Фреда» и «Садовый инвентарь от Фреда». Однако ему не приходило в голову, что по мере разветвления и усложнения его предприятия управлять им тоже будет сложнее. Фред всегда обладал отменным чутьем в бизнесе. Но с расширением бизнеса ему неизбежно пришлось передавать все больше полномочий по принятию решений другим сотрудникам, и он уже не мог быть так уверен, что все идет хорошо.

Фред рассказал нам, что его финансовые специалисты наладили систему планирования и контроля, позволяющую наблюдать динамику экономической прибыли по каждому магазину и по каждому подразделению в целом. Целевые нормативы экономической прибыли устанавливаются ежегодно на следующие три года, фактические результаты отслеживаются каждый месяц, и вознаграждение менеджеров привязано к успехам в достижении установленных целей. И все же он не убежден, что компания держится в русле того долгосрочного развития, какого ожидает от нее рынок и он сам.

Тебе нужна система планирования и контроля, ориентированная на перспективу, а не только на прошлые финансовые показатели, ответили мы. Так-так, сказал Фред, объясните-ка поподробнее.

Как ты уже и сам заметил, Фред, с финансовыми показателями сопряжена проблема: они ничего не могут сообщить о том, насколько менеджеры справляются с укреплением бизнеса на будущее. Например, в краткосрочной перспективе менеджеры могут улучшить финансовые результаты в ущерб потребителям (сократив обслуживающий персонал магазинов или свернув программы обучения работников), техническому состоянию оборудования или развитию торговых марок. Словом, ты должен «встроить» в эту систему показатели, связанные с удовлетворением потребителей или

с узнаваемостью торговых марок, то есть показатели, которые могут дать тебе представление о твоих будущих позициях, а не только о том, как складываются дела сейчас.

Ну вот, наконец Фред вполне доволен. Теперь он приходит к нам, только чтобы, как говорится, нанести визит вежливости.

### УРОКИ ИЗ ОПЫТА ФРЕДА

История Фреда - это, конечно, очень упрощенный пример, но она высвечивает главные принципы создания и оценки стоимости. Вот пять основных правил создания стоимости.

1. На реальном рынке вы создаете стоимость, если зарабатываете на инвестированном капитале больше альтернативных издержек привлечения капитала.
2. Чем больше средств вы инвестируете с доходностью выше затрат на капитал, тем больше стоимости вы создаете (т. е. рост прибавляет стоимость, коль скоро рентабельность капитала превышает затраты на капитал).
3. Следует выбирать такие стратегии, которые максимизируют приведенную стоимость ожидаемых денежных потоков или экономической прибыли (в обоих случаях результат будет один).
4. Рыночная цена акций равна их подлинной стоимости, которая определяется рыночными ожиданиями будущих результатов компании, но сами рыночные ожидания могут не совпадать с объективными (несмещенными) прогнозами будущих результатов.
5. Доходность для акционеров больше зависит от изменения ожиданий, нежели от фактических результатов деятельности компании.

# Мания измерения, или Как уцелеть под лавиной показателей стоимости

**Н**а примере Фреда из главы 3 мы видели, каким образом компании создают стоимость и как эту стоимость можно измерить. В реальной жизни на менеджеров обрушивается лавина советов и предложений по поводу того, какими параметрами следует измерять стоимость: *TRS* (общая доходность для акционеров), *DCF* (дисконтированный денежный поток), *EP* (экономическая прибыль)<sup>1</sup>, *EVA<sup>m</sup>* (экономическая добавленная стоимость), *CFROI* (рентабельность, или доходность, инвестиций, исчисленная по денежному потоку), *ROIC* (рентабельность инвестированного капитала), *EPS* (прибыль на акцию), норма прибыли и прочее, и прочее. Но по нашему мнению, все эти дебаты о том, какой из показателей лучше, отвлекают внимание от главного, для чего нужна оценка стоимости: помочь менеджерам принимать плодотворные решения и нацелить всех работников компании на приращение стоимости.

Попытки сравнивать показатели, имеющие разное назначение, только вносят лишнюю путаницу. Скажем, между дисконтированным денежным потоком и экономической прибылью вообще нечего выбирать.

<sup>1</sup> Экономическая прибыль - общеупотребимое понятие, синонимичное термину экономическая добавленная стоимость (*EVA<sup>TM</sup>*), введенному в обращение консультационной компанией Stern Stewart.

Дисконтированный денежный поток сводит к одному числовому значению все результаты деятельности компании на протяжении времени и используется в стратегическом анализе. А экономическая прибыль - это краткосрочный финансовый показатель.

Впрочем, некоторые показатели и вправду лучше других. Мы отдаем предпочтение экономическим критериям (таким как экономическая прибыль) перед бухгалтерскими критериями (такими как прибыль на акцию). Во-первых, как свидетельствуют эмпирические наблюдения, курс акций зависит именно от денежного потока, а не от прибыли на акцию. Во-вторых, на основании экономических критериев легче найти разумный компромисс между краткосрочными и долгосрочными результатами. И наконец, экономические критерии дают более наглядное представление об источниках стоимости.

Однако совершенных показателей результативности не существует. Поэтому мы используем комплексную систему, где сочетаются разные экономические показатели, описывающие различные аспекты деятельности компании (см. рис. 4.1). Такая система выявляет, какая группа показателей лучше освещает каждый аспект и как все эти показатели соотносятся между собой.

В левой части рисунка 4.1 обозначен главный итоговый критерий результативности компании: стоимость для акционеров на фондовом рынке. Коль скоро это именно обобщающий итоговый показатель, менеджеры не могут пользоваться им в качестве инструмента принятия решений, но они могут устанавливать целевые нормативы стоимости для акционеров.

Стоимость для акционеров на фондовом рынке необходимо увязать с каким-то показателем подлинной внутренней стоимости. Внутренняя стоимость определяется прежде всего долгосрочной способностью компании

Рисунок 4.1. Комплексная система стоимостных показателей



производить денежный поток. Следовательно, внутреннюю стоимость можно измерять величиной дисконтированного денежного потока. По критерию внутренней стоимости, основанной на дисконтированном денежном потоке, можно оценивать конкретные инвестиционные возможности или стратегии подразделений либо всей компании в целом.

Будучи ценным инструментом стратегического анализа, дисконтированный денежный поток не годится для оценки прошлых результатов деятельности, поскольку он исчисляется на основе прогнозов. Еще один недостаток дисконтированного денежного потока заключается в том, что сам по себе он с трудом поддается выявлению и измерению. Однако дисконтированный денежный поток можно связать с важными финансовыми показателями. К числу финансовых параметров, определяющих величину дисконтированного денежного потока, относятся рост (дохода и прибыли) и рентабельность инвестированного капитала (в соотношении с затратами компании на капитал).

Краткосрочные финансовые показатели нередко высвечивают важные изменения в создании стоимости с большим запозданием, поэтому нам нужны также некие оперативные и стратегические индикаторы, именуемые факторами создания стоимости (или, для краткости, просто факторами стоимости). Контроль за такими факторами стоимости позволяет избежать ситуаций, когда долгосрочное создание стоимости приносится в жертву краткосрочным финансовым результатам. Кроме того, факторы стоимости полезны еще и тем, что помогают отыскивать перспективные возможности извлечения стоимости и направлять усилия организации в эти приоритетные области.

Каждая группа показателей, представленных на рисунке 4.1, играет свою роль в процессе принятия решений и в управлении основной деятельностью компании.

- Корпоративное руководство может устанавливать целевые нормативы создания стоимости, выраженные через рыночную стоимость компании или общую доходность для акционеров.
- Альтернативные стратегии и инвестиционные возможности, а также стоимость бизнес-единиц или компании в целом можно оценивать на основании внутренней стоимости (по критериям дисконтированного денежного потока либо опционной стоимости).
- Внутреннюю стоимость можно выразить через набор кратко- и среднесрочных финансовых нормативов, а также через нормативы оперативных и стратегических факторов стоимости.
- Успехи хозяйственной деятельности можно оценивать, сравнивая фактические результаты с установленными целевыми нормативами (как по финансовым параметрам, так и по ключевым факторам стоимости). Вознаграждение менеджеров (оплату труда и другие формы материального поощрения) можно связать с результатами деятельности по этим критериям.

## СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ - В ДЕТАЛЯХ

В оставшейся части главы мы подробнее рассмотрим отдельные элементы комплексной системы показателей стоимости. Давайте сосредоточимся на четырех ключевых вопросах.

- 1 Каков наилучший способ определить успехи компании с точки зрения фондового рынка?
- 2 Какова логика оценки стоимости компании методом дисконтированного денежного потока и в чем его отличие от других методов стоимостной оценки (прежде всего — от метода мультипликатора)?
- 3 Если дисконтированный денежный поток является наилучшим критерием стоимости компании, зачем нам обращать внимание на рентабельность инвестированного капитала или рост?
- 4 В чем заключаются недостатки всех финансовых показателей и почему их необходимо дополнять нефинансовыми критериями?

### УСПЕХИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: «БЕГУЩАЯ ДОРОЖКА» ОЖИДАНИЙ<sup>2</sup>

Многие финансовые аналитики считают общую доходность для акционеров (TPS) — которая складывается из дивидендов и курсового роста акций - наилучшим критерием результативности компании. Хотя общая доходность для акционеров обладает многими замечательными достоинствами, при неумелом применении этот показатель может ввести в глубочайшее заблуждение относительно успехов компании, что чревато извращением мотивации менеджеров и принятием неверных решений. Для оценки результатов деятельности нужен комплексный подход.

### **Проблемы с общей доходностью для акционеров**

От показателя результатов деятельности требуется нечто большее, чем простое отражение курсового роста или падения акций. Он должен отсекай разного рода «шумовые помехи», вызванные случайными событиями на рынке, и точно описывать, каким образом и какими средствами менеджеры создают стоимость. С этой точки зрения показатель общей доходности для акционеров обладает явно ограниченными возможностями.

Цена акций зависит от многих факторов, помимо усилий менеджеров. На отрезках времени от одного до трех лет (именно за такие периоды обычно

<sup>2</sup> Материал этого раздела позаимствован из статьи: *R. Dobbs and T. Roller The Expectations Treadmill // McKmsey Quarterly 1998 № 3. P. 32—43*

рассчитываются значения *TRS* для целей оценки результатов деятельности) на ценовую динамику акций неизбежно влияет состояние рынка в целом или отраслевого сектора, где действует компания. Как показал анализ общей доходности для акционеров в выборке из примерно 400 фирм, рыночные или отраслевые колебания объясняют в среднем более 40% доходности за период от одного года до трех лет

Отсюда следует, что при оценке результатов только по критерию общей доходности для акционеров менеджеры фактически получают вознаграждение или подвергаются взысканию за неподвластные им события (эту проблему можно смягчить, если использовать показатель *TRS* не сам по себе, а в соотношении с рыночным либо отраслевым индексом). Однако традиционные схемы поощрения посредством опционов на акции построены как раз на таком ущербном принципе, так что «бычий» рынок 1990-х годов щедро награждал всех держателей опционов, но больше других — менеджеров компаний, отличившихся самыми жалкими успехами. Обратную сторону той же медали образует все более острая проблема, связанная с повышенной изменчивостью высокотехнологичных отраслей. Когда из-за пересмотра рейтинга этих отраслей их акции стремительно упали в цене, компании столкнулись с необходимостью переоценить выделенные менеджерам опционы на акции, чтобы удержать в своих рядах ключевых сотрудников.

На непродолжительных промежутках времени расхождения между фактическими результатами деятельности и обращенными к ним рыночными ожиданиями, а также изменения этих ожиданий сильнее влияют на цену акций, нежели результаты как таковые. Именно сюрпризы, которые преподносят компании, приводят к тому, что их показатели *TRS* оказываются выше или ниже среднерыночного уровня. В итоге компании, устойчиво оправдывающие самые высокие рыночные ожидания, могут обнаружить, что им не удастся обеспечить своим акционерам высокую общую доходность. Возможно, рынок верит, что менеджеры делают все от них зависящее, но эта благосклонность уже нашла отражение в нынешней цене акций.

Разобраться в этой проблеме помогает аналогия с тренажером «бегущая дорожка». Ожидания будущих финансовых достижений компании, которые уже встроены в цену акций, можно уподобить скорости «бегущей дорожки». Если менеджерам удастся превзойти эти ожидания, они ускоряют движение «дорожки» и тем самым обеспечивают акционерам доходность выше средней. По мере совершенствования деятельности компании «дорожка» бежит все быстрее. Чем лучше работают менеджеры, тем большего ждет от них рынок; фактически они вынуждены постоянно разгонять «дорожку», просто ради того чтобы удержать завоеванные высоты.

Для самых выдающихся компаний «дорожка» мчится быстрее, чем для кого-либо еще. Менеджерам трудно «бежать» вровень с ожиданиями, ни разу не споткнувшись. Дальнейшее ускорение дается ценой огромных усилий. В конце концов наступает момент, когда больше разогнаться уже невозможно.

Это объясняет, почему непревзойденные менеджеры за непродолжительное время способны обеспечить лишь вполне ординарный прирост цены акций. Если их вознаграждение определяется главным образом общей доходностью для акционеров (через механизм опционов на акции), то, скорее всего, их заслуги вознаграждаются недостаточно. Эта ущербная ситуация иллюстрирует старую поговорку о различии между хорошей компанией и хорошими инвестициями: на коротком отрезке времени хорошая компания - это не всегда хорошие инвестиции, и наоборот.

С другой стороны, в случае с компаниями, от которых рынок ждет немного, оценка результативности по критерию общей доходности для акционеров нередко приводит к завышенному вознаграждению менеджеров. Скажем, в первые годы после выхода из серьезного кризиса превзойти ожидания сравнительно легко, поскольку «бегущая дорожка» ожиданий еще не разогналась. Рыночная цена отражает изменения результатов деятельности, ожидаемые в будущем, так что менеджеры могут обеспечить акционерам высокую общую доходность благодаря лишь весьма скромным улучшениям в работе компании.

Когда рынок производит переоценку компании, дабы отразить рост обращенных к ней ожиданий, здесь вступает в действие мощный эффект мультипликатора. В динамике цены акций проявляется приведенная стоимость всякого изменения ожиданий, относящихся к будущему денежному потоку на все предстоящие годы. Как следствие, общая доходность для акционеров может подняться более чем на 50%. Одного только объявления о назначении нового генерального директора может оказаться достаточно, чтобы акции прибавили в цене больше 10%, причем даже еще до того как новый руководитель вступил должность и уж наверняка задолго до того как в деятельности компании произошли какие-либо улучшения. В тот день 1996 г., когда банк Credit Suisse объявил о назначении Лукаса Мюлеманна на пост генерального директора, акции банка подорожали примерно на 20%, что увеличило стоимость для акционеров на 3 млрд дол.

### **Рыночная добавленная стоимость: дополнительный показатель**

Альтернативный рыночный критерий результативности компании — рыночная добавленная стоимость (*MVA*) - уверенно набирает популярность, особенно после того как консультационная фирма Stern Stewart стала публиковать в журнале «Fortune» и в других финансовых изданиях по всему миру свои рейтинги компаний по *MVA*. Рыночная добавленная стоимость вычисляется как разность между рыночной стоимостью компании (ее долга и собственного капитала) и величиной инвестированного капитала. Коэффициент рыночная стоимость/капитал - вариация показателя рыночной добавленной стоимости, но только не в абсолютном (денежном), а в относительном выражении — определяется делением рыночной капитализации

компании (долга и собственного капитала) на величину инвестированного капитала.

При использовании рыночной добавленной стоимости и коэффициента рыночная стоимость/капитал возникают проблемы, связанные с точностью определения и измерения, поскольку оба показателя исчисляются на основе бухгалтерских данных. Кроме того, они обладают тем же недостатком, что и общая доходность для акционеров: некоторые их важные составляющие неподконтрольны менеджерам. Вместе с тем они служат ценным дополнением к общей доходности для акционеров, ибо освещают деятельность компании в ином ракурсе.

Общую доходность для акционеров можно трактовать как ускорение или замедление «бегущей дорожки». Она служит критерием достигнутых результатов относительно ожиданий финансового рынка и изменения этих ожиданий. Общая доходность для акционеров показывает, насколько успешно компания берет «планку», установленную рыночными ожиданиями; иными словами, она отражает улучшения в деятельности компании. Что же касается рыночной добавленной стоимости и коэффициента рыночная стоимость/капитал, то эти показатели можно трактовать как нынешнюю скорость «бегущей дорожки». Они говорят о том, как финансовый рынок сейчас воспринимает будущие результаты компании в сопоставлении с величиной вложенного капитала. Таким образом, они позволяют оценить абсолютный уровень текущей деятельности компании.

Дабы лучше понять различие между *TRS* и *MVA*, давайте рассмотрим пример с двумя крупными розничными сетями США — Sears и Wal-Mart. За пять лет вплоть до 31 декабря 1997 г. у Sears среднее значение *TRS* достигло 22% в год, тогда как Wal-Mart удалось добиться лишь 5% в год. Означает ли это, что Sears создает больше стоимости? Или что она лучше работает?

Значения рыночной добавленной стоимости и коэффициента рыночная стоимость/капитал для Sears и Wal-Mart представлены на рисунке 4.2. На 31 декабря 1997 г. рыночная капитализация Wal-Mart (сумма долга и собственного капитала) насчитывала 101,3 млрд дол., а величина инвестированного капитала — 32,1 млрд дол. Это дает *MVA* в размере 69,2 млрд дол. — один из наивысших показателей в мире. У Sears, при рыночной стоимости 42,5 млрд дол. и величине инвестированного капитала 30,7 млрд дол., *MVA* составила 11,8 млрд дол. Теперь посмотрим на коэффициент рыночная стоимость/капитал: у Wal-Mart он равен 3,2, а у Sears — 1,4. Иначе говоря, каждый доллар, вложенный в бизнес Wal-Mart, рынок оценил в 3,20 дол., тогда как каждый доллар, вложенный Sears, — только в 1,4 дол.

Wal-Mart создает больше стоимости, потому и коэффициент рыночная стоимость/капитал у нее выше. Тем не менее компания не сумела превзойти рыночные ожидания, ибо ее «бегущая дорожка» уже была разогнана до невозможности. Sears создает не так много стоимости, о чем свидетельствует и более низкий коэффициент рыночная стоимость/капитал. Но, проведя реструктуризацию, компания смогла превзойти рыночные ожидания. До

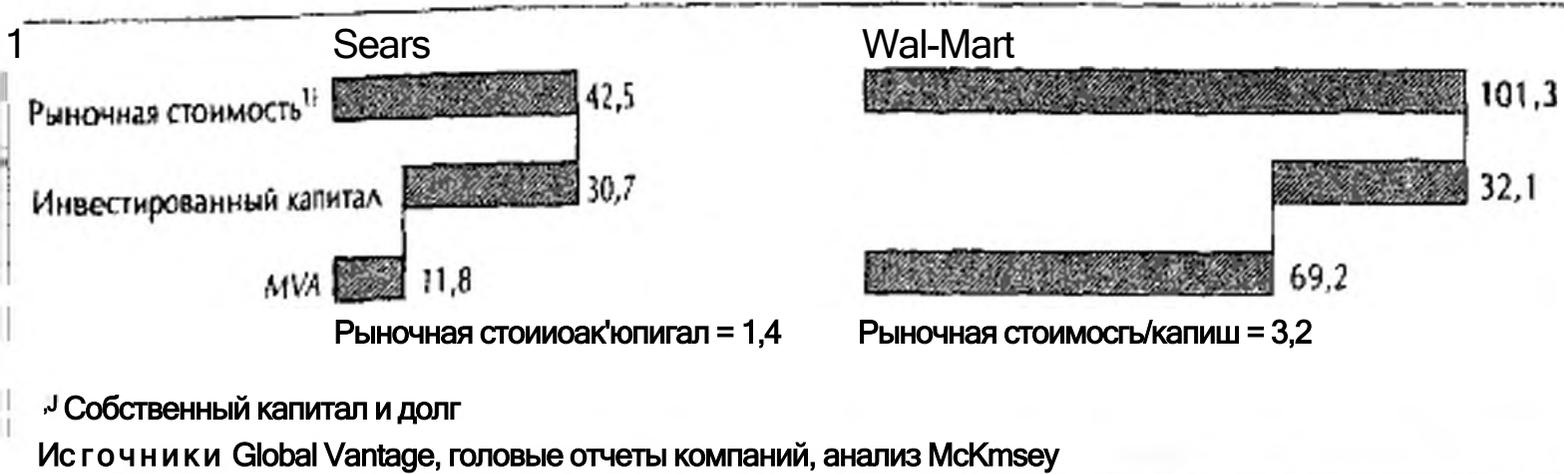
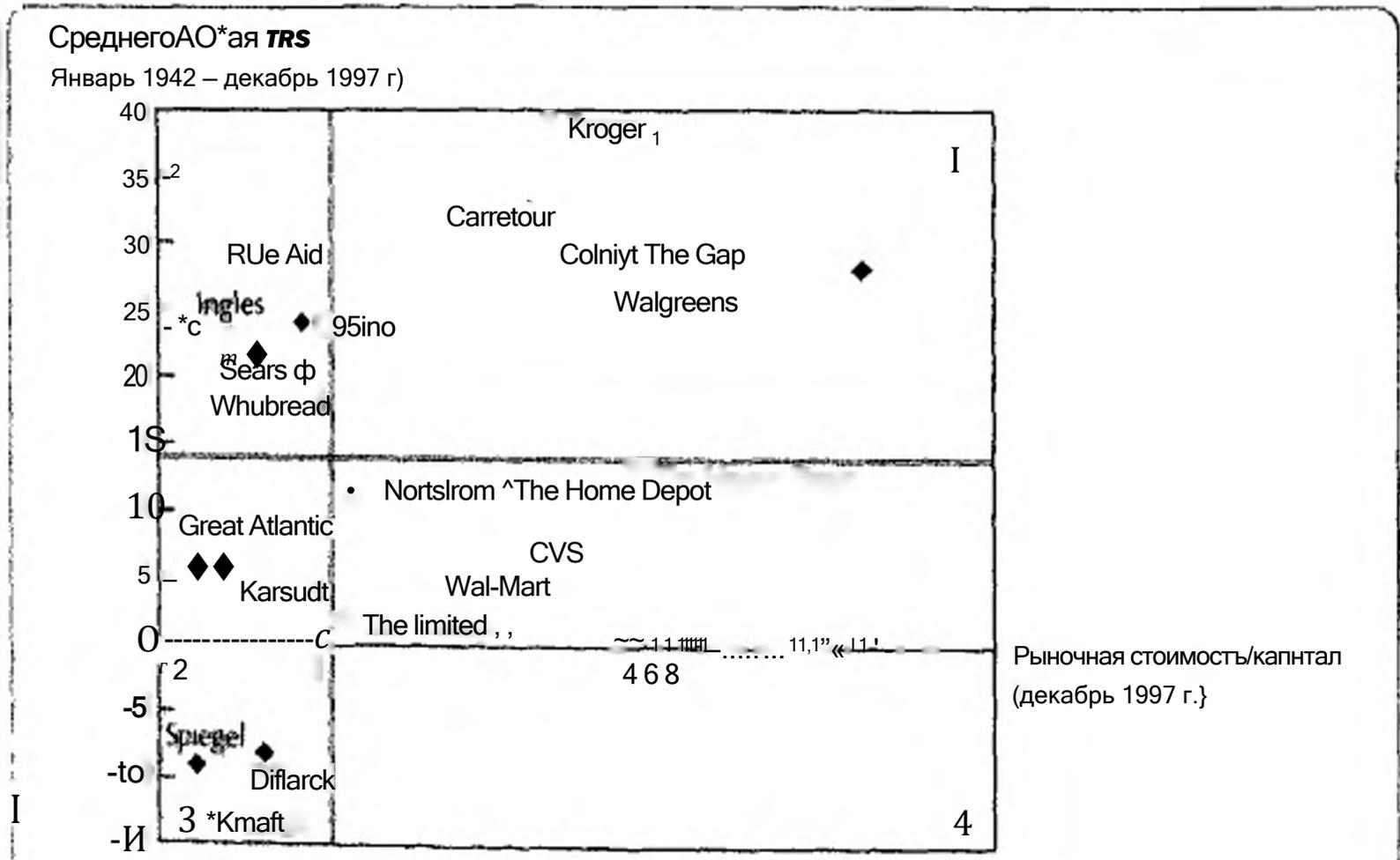


Рисунок 4.2. Рыночная добавленная стоимость: Sears и Wal-Mart, 31 декабря 1997 г. (числовые данные, кроме коэффициентов, — в млрд дол.)

тех пор ее «бегущая дорожка» двигалась медленно, и ее удалось ускорить. В общем можно сказать, что за эти пять лет обе компании потрудились на славу, если учитывать разные стартовые условия.

Сочетание TRS с коэффициентом рыночная стоимость/капитал высвечивает любопытную картину результативности компании, особенно когда для исследования берется период менее 10 лет. В качестве иллюстрации на рисунке 4.3 показаны достижения ведущих розничных фирм по критериям общей доходности для акционеров и отношения рыночной стоимости к инвестированному капиталу. Все представленные компании распределены по четырем квадрантам.

Рисунок 4.3. Рыночная капитализация и общая доходность для акционеров: ведущие фирмы розничной торговли



Источники: Global Vantage; годовые отчеты компаний; анализ McKinsey.

Компании из квадранта 1 - это корпоративная элита. Сюда вошли, например, американская розничная сеть The Gap (торговля одеждой), американская сеть супермаркетов Kroger и французская сеть супермаркетов Carrefour. Эти фирмы отличились исключительно высокой доходностью для акционеров за пять лет до декабря 1997 г. и достигли высокой рыночной стоимости относительно величины вложенного в них капитала. Противоположность им составляют компании из квадранта 3, испытывающие серьезные трудности. В их числе американская сеть супермаркетов Great Atlantic and Pacific, американская мелкооптовая сеть Kmart, германская розничная сеть Karstadt. Здесь, какую фирму ни возьми, общая доходность для акционеров низкая или даже отрицательная, а коэффициент рыночная стоимость/капитал ниже, чем у других розничных фирм. Компании из этого квадранта (как и из квадранта 1) легко оценить, поскольку они отстают (в другом случае - преуспевают) по обоим критериям.

Оценить компании из квадрантов 2 и 4 гораздо труднее. В квадранте 2 собраны фирмы, которые начали восстанавливаться после упадка. Среди них, в частности, Sears, американская аптечная сеть Rite Aid, а также британская сеть пивных, баров и ресторанов Whitbread. Они добились высокой доходности для акционеров, но коэффициент рыночная стоимость/капитал у них низкий. Пятью годами раньше, когда рынок не возлагал на них особых надежд, коэффициент рыночная стоимость/капитал у них был еще ниже. С тех пор они достигли лучших результатов, чем ожидалось, разогнав тем самым «бегущую дорожку», но по коэффициенту рыночная стоимость/капитал они так и остались в самом хвосте у лидеров отрасли.

Что касается квадранта 4, то здесь представлены либо жертвы неоправданно завышенных ожиданий рынка, либо в самом деле конченные неудачники. Возьмем для примера Wal-Mart и Nordstrom. У этих компаний относительно высокие коэффициенты рыночная стоимость/капитал, но низкая общая доходность для акционеров. Их можно опрометчиво принять за новоявленных неудачников. Несмотря на высокую стоимость, они не в состоянии превзойти - а если говорить по чести, то порой даже попросту оправдать - рыночные ожидания. Без досконального анализа невозможно сказать - то ли это результат неадекватных ожиданий рынка, то ли естественное следствие неспособности менеджеров реализовать потенциал своей компании. Ясно одно: «бегущая дорожка» мчится слишком быстро, и компаниям не по силам поспевать за ней.

Эти оценки построены на коэффициенте рыночная стоимость/капитал, то есть на относительном показателе, но мы с равным успехом могли бы воспользоваться абсолютным показателем рыночной добавленной стоимости. На рисунке 4.4 представлены результаты тех же самых розничных фирм, оцененные как по абсолютному, так и по относительному критерию (т. е. с поправкой на размер). В сопоставлении с величиной инвестированного капитала лидирует в нашей выборке The Gap, а рекорд в абсолютном выражении принадлежит Wal-Mart. The Gap создает больше стоимости на

	MVA 15 Млрд ДОЛ.)	Коэффициент рыночная стои.иость/ка питал
Wal-Mart	69	тттттт
The Home Depot	36	ттттттттэж 5,9
Carrefour	ттттт i6	«Ш! 3,6
Walgreens	тт и	Шй 5.5
The Gap	тт и	8.6
Sears	12	ШШ 1.4
Kroger	10	«RW» 4,9
CVS	<& 6	штттттж 4,5
Rite Aid	т. 5	шшшш 1,9
IT.e Limited	i 4	тжтя 2,4
Whitbread	3	a&m и
Nordstrom	3	ШШШ 2,7
Casino	3	шшшш i,9
Colruyt	-2	4,8
Karlad:	1	шт и
Dillard's	1	ЁЖ 1,2
Kmart	0	1,1
Great Atlantic	0	Ш 1,1
Ingles	0	V. o, a
Spiegel -1		ш 0,6

Источники: Global Vantage; годовые отчеты компаний; анализ McKi.nsey.

Рисунок 4.4. Рыночная добавленная стоимость в абсолютном и относительном выражении, 31 декабря 1997 г.

каждый вложенный доллар, но Wal-Mart создает больше богатства, как говорится, в общей массе. Что лучше? Трудно сказать, да это и неважно. Обе компании — звезды фондового рынка.

### РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ КАК ВОПЛОЩЕНИЕ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Второй вопрос, который нам надо выяснить для содержательного анализа нашей комплексной системы показателей, сводится к тому, чем определяется рыночная стоимость компаний. Для наглядности мы сравним два подхода к стоимостной оценке: модель дисконтированного денежного потока и модель мультипликатора прибыли. Сразу отметим, что первая дает более осмысленную и достоверную картину стоимости. Как мы покажем в следующей главе «Деньги — всему голова», поведение рынка вполне согласуется с этой концепцией.

Для начала вкратце опишем обе конкурирующие модели.

1. Согласно модели мультипликатора прибыли, стоимость компании определяется умножением бухгалтерской прибыли на некий коэффициент. В своей крайней форме модель мультипликатора прибыли придает значение только прибыли текущего или следующего года. В более сложной форме модель предполагает дисконтирование будущего потока прибылей

Таблица 4.1. Прогнозные прибыли компаний «Долговечная» и «Недолговечная» (числовые данные — в дол.)

Год	«Долговечная»					
	1	2	3	4	5	6
Объем продаж	кхю	1050	1100	1200	1300	1450
Денежные* расходы	-700	-745	-790	-880	-970	-1105
Амортизация	<u>-200</u>	<u>-200</u>	<u>-200</u>	-ш	<u>-200</u>	<u>-200</u>
Чистая прибыль	100	105	110	120	130	145

Год	«Недолговечная*					
	1	2	3	4	5	6
Объем продаж	1000	1050	НОС	1200	1300	1450
Денежные расходы	-700	-745	-790	-880	-970	-1105
Амортизация	<u>-200</u>	<u>-200</u>	<u>-200</u>	<u>-200</u>	<u>-200</u>	.Ж
Чистая прибыль	100	105	110	120	130	145

по некоторой ставке, или, как принято говорить, «нормализацию» годовой прибыли<sup>3</sup>.

- Согласно модели дисконтированного денежного потока, стоимость компании равна ожидаемому денежному потоку, дисконтированному по ставке, отражающей присущий ему риск.

Главная проблема, связанная с моделью мультипликатора прибыли, заключается в том, что она не позволяет напрямую оценивать тот «объект», который интересует инвесторов. Инвесторы не могут оплатить покупку дома или автомобиля бухгалтерской прибылью. Для потребления либо дополнительного инвестирования годятся только живые деньги, создаваемые в бизнесе. В таблице 4.1 представлены прогнозные данные отчета о прибылях и убытках двух компаний. Исходя из этой бухгалтерской информации, за какую компанию вы заплатили бы больше: «Долговечную» или «Недолговечную»? У обеих одинаковые прибыли и ожидаемые темпы роста,

<sup>3</sup> Существует разновидность модели мультипликатора, когда коэффициенты применяются не только к прибыли, но и к другим операционным показателям для простоты сравнения компаний. Например, фирмы, занимающиеся управлением активами, часто оценивают долей собственности под их управлением. В ноябре 1999 г. компания Allianz купила 70% PIMCO Advisors, крупной фирмы по управлению активами, за 3,3 млрд дол. В прессе появились комментарии по поводу этой сделки, где говорилось, что Allianz заплатила сумму, соответствующую 1,8% стоимости активов, находящихся в управлении PIMCO, тогда как Merrill Lynch в 1997 г. заплатила фирме Mercury Asset Management 3% от стоимости активов в управлении. Довольно большая разница, но хорошо это или плохо? Чья сделка выгоднее? Изучив все обстоятельства, вы могли бы обнаружить, что PIMCO и Mercury существенно отличаются друг от друга. В составе активов PIMCO преобладают бумаги с фиксированным доходом, которые приносят меньше прибыли, чем акции, на которых специализируется Mercury. И перспективы роста у них тоже очень разные. Цена покупки как доля стоимости активов могла бы послужить полезным ориентиром в предварительных торгах, но это, безусловно, не лучший критерий для принятия решений о крупных приобретениях.

поэтому в большинстве своем люди, скорее всего, применили бы к обеим одинаковый коэффициент цена/прибыль (скажем, 10) и, следовательно, были бы готовы выложить за них одинаковые суммы. Однако, как мы увидим чуть позже, это ошибочное решение, поскольку прибыль сама по себе не дает адекватного представления о стоимости, если не знать величину инвестированного капитала, требуемого для получения этой прибыли.

В таблице 4.2 представлены прогнозы денежных потоков обеих компаний (денежный поток здесь равен операционной прибыли за вычетом чистых инвестиций в оборотный капитал и основные средства, необходимые для поддержания роста компании). «Долговечная» использует производственное оборудование, подлежащее замене каждые три года, тогда как «Недолговечная» использует оборудование, которое подлежит ежегодной замене, но цена которого составляет 1/3 от пены оборудования «Долговечной». Кроме того, «Недолговечная» лучше собирает дебиторскую задолженность.

Итак, за какую компанию вы заплатили бы дороже? Большинство заплатило бы дороже за «Недолговечную», поскольку люди, как правило, предпочитают иметь деньги сейчас, а не потом. Заметьте, что совокупные денежные потоки за весь шестилетний период у обеих компаний одинаковые, хотя акционеры «Недолговечной» раньше получают свои деньги. В самом деле, если вы продисконтируете эти денежные потоки к началу первого года по ставке 10%, то увидите, что у «Недолговечной» приведенная стоимость денежного потока (323 дол.) примерно на 50% больше, чем у «Долговечной» (212 дол.). Этот пример иллюстрирует главный недостаток

Таблица 4.2. Прогнозные денежные потоки компаний «Долговечная» и «Недолговечная» (числовые данные — в дол.)

Год	«Долговечная»						Итого
	1	2	3	4	5	6	
Чистая прибыль	100	105	но	120	130	145	710
Дморгишия	200	200	200	200	200	200	1200
Капитальные затраты	-600	0	0	-600	0	0	-1200
Прирост дебиторской задолженности	<u>-250</u>	лхЦ	<u>-13</u>	<u>35</u>	л	<u>-23</u>	<u>-219</u>
Денежные средства акционеров	-550	292	297	-245	375	322	491

Гец	«Недолговечная»						Итого
	1	2	3	4	5	6	
Чистая прибыль	100	105	110	120	130	145	710
Амортизация	200	200	200	200	200	200	1200
Капитальные затраты	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-1200
Прирост дебиторской задолженности	<u>150</u>	л	л	<u>-15</u>	<u>-15</u>	<u>-23</u>	<u>19</u>
Денежные средства акционеров	-50	97	102	105	115	122	491

модели мультипликатора прибыли: если вы смотрите только на прибыль, не беря в расчет капитал, необходимый для создания этой прибыли, то вам никогда не придет в голову, что «Недолговечную» следует оценивать с применением к прибыли более высокого коэффициента, нежели при оценке «Долговечной». В этой модели не учитывается ни величина инвестиций, необходимых для создания прибыли, ни время их осуществления. Компания «Долговечная» стоит дешевле «Недолговечной» просто потому, что она инвестирует больше капитала (или одинаковый объем капитала, но раньше), чтобы достичь того же уровня продаж и прибыли.

В то же время модель дисконтированного денежного потока выявляет эту разницу в стоимости, так как в ней учитываются капитальные затраты и другие денежные потоки, требуемые для создания прибыли. Этот метод широко используется компаниями для оценки инвестиционных предложений. Но модель дисконтированного денежного потока применима и к целым предприятиям, которые, по сути, представляют собой просто совокупность отдельных инвестиционных проектов.

Метод дисконтированного денежного потока зиждется на простой идее: инвестиции добавляют стоимость, если их отдача (рентабельность) превышает отдачу от других инвестиций с такой же *степенью* риска. Иными словами, приданном уровне прибыли компания с более высокой рентабельностью инвестиций может *вкладывать* в бизнес меньше капитала, вместе с тем создавая больший денежный поток и, соответственно, больше стоимости.

Почему же тогда метод мультипликатора прибыли упорно продолжают использовать? Как и большинство других вещей, выдержавших проверку временем, он вполне хорошо срабатывает в определенных *обстоятельствах*. Когда прибыли отражают реальный денежный поток (скажем, на предприятиях с *небольшим* объемом капитала, как в производстве программного обеспечения), этот метод с достаточно приемлемым приближением позволяет оценить дисконтированный денежный поток. Но когда прибыли не совпадают с денежным потоком, метод мультипликатора прибыли непригоден.

Предположим, например, что компания «Долговечная» нашла способ ежегодно наращивать прибыль на 10% за счет соразмерного увеличения капиталовложений. В такой ситуации и модель мультипликатора прибыли, и модель дисконтированного денежного потока предполагают, что стоимость «Долговечной» тоже должна повыситься на 10%, поскольку и прибыль, и денежный поток каждый год возрастают на 10%. Стало быть, в этом случае метод мультипликатора прибыли дает верную оценку стоимости.

А теперь предположим, что главный бухгалтер «Долговечной» догадался увеличить прибыль первого года на 10%, просто отнеся на этот год некие доходные статьи, которые в противном случае были бы показаны во втором году (при этом фактические сроки денежных поступлений ничуть не изменились). Прибыль первого года увеличивается ровно настолько же, насколько она уменьшается во втором году. Метод мультипликатора прибыли в своей крайней форме зафиксировывает рост стоимости «Долговечной»

на 10%. Но модель дисконтированного денежного потока такими уловками не обманешь. Денежный поток не меняется, поэтому, согласно этой модели, стоимость «Долговечной» остается прежней.

Пока мы еще не совсем «очернили» метод мультипликатора прибыли, надо показать, как на его основе можно построить более изощренную модель, которая в некоторых обстоятельствах замечательно копирует модель дисконтированного денежного потока. Для этого необходимо включить в коэффициент цена/прибыль (Ц/П) *качество* прибыли, что позволит различать компании с одинаковыми прибылями, но с разными рисками или денежными потоками.

Приведем еще один простой пример - на сей раз с корпорациями «Стоимость» и «Размер», которые представлены в таблице 4.3. Обе компании опять-таки имеют одинаковые прибыли, но у корпорации «Стоимость» больше денежный поток. Давайте определим стоимость обеих компаний методом дисконтированного денежного потока.

Допустив, что обеим компаниям присущ одинаковый риск, мы можем дисконтировать их денежные потоки по одной и той же ставке — например, 10%. Кроме того, обе компании намерены поддерживать темпы роста прибыли и денежного потока в бесконечной перспективе. Справившись с оценкой бессрочной ренты с помощью алгебры, находим, что стоимость «Стоимости» насчитывает 1500 дол., а стоимость «Размера» — 1000 дол. Это означает также, что у «Стоимости» коэффициент Ц/П равен 15, а у «Размера» — 10.

Более высокая стоимость и более крупный денежный поток корпорации «Стоимость» объясняется в первую очередь тем, что для получения дополнительной прибыли она инвестирует меньше капитала. Так, вложив всего 25 дол. в первом году, во втором она получает 5 дол. дополнительной прибыли, тогда как «Размер» для такого же приращения прибыли инвестирует 50 дол. Рентабельность новых инвестиций корпорации «Стоимость» составляет 20%, а корпорации «Размер» — лишь 10%.

Таблица 4.3. Денежные потоки корпораций «Стоимость» и «Размер»  
(числовые данные — в дол.)

Год	Корпорация «Стоимость»				
	1	2	3	4	5
Чистая прибыль	100	105	110	115	122
Чистые инвестиции	-25	26	21	-29	-31
Денежные средства акционеров	75	79	83	87	91
Год.	Корпорация «Размер»				
	1	2	3	4	5
Чистая прибыль	100	105	110	116	122
Чистые инвестиции	-50	52	-55	-58	-61
Денежные средства акционеров	50	53	55	58	61

Мы можем вывести простую формулу, которая позволит нам определить коэффициенты Ц/П для обеих компаний<sup>4</sup>:

$$\text{Ц/П} = \frac{1 - \frac{g}{k}}{k - g},$$

где  $g$  — долгосрочные темпы роста прибыли и денежного потока,  
 $g$  — доходность (рентабельность) новых инвестиций,  
 $k$  — ставка дисконтирования

По этой формуле мы находим точные значения коэффициентов Ц/П для «Стоимости» и «Размера».

Корпорация «Стоимость»:

$$\text{Ц/П} = \frac{1 - 5\%/20\%}{10\% - 5\%} = 15$$

Корпорация «Размер»:

$$\text{Ц/П} = \frac{1 - 5\%/10\%}{10\% - 5\%} = 10.$$

Предложенная формула существенно улучшает метод мультипликатора прибыли, добавляя в расчет инвестиции и риск. Но она также обнажает недостатки этой наивной бухгалтерской модели. Например, как изменится стоимость «Стоимости», если ей удастся повысить свои темпы роста с 5 до 8%, но при этом рентабельность ее дополнительных инвестиций снизится с 20 до 10%? Базовая бухгалтерская модель предполагает, что в результате увеличения темпов роста прибыли стоимость возрастет. Однако наша формула говорит нам, что новый коэффициент Ц/П будет равен 10, а итоговая стоимость - 1000 дол., что означает существенное снижение стоимости. Таким образом, ускорение роста в данном случае идет в ущерб стоимости, но только усовершенствованная модель мультипликатора прибыли, учитывающая денежный поток, способна привести нас к правильным выводам.

Хотя усовершенствованная модель мультипликатора прибыли вполне хорошо работает в упрощенном мире, она начинает давать сбои, как только мы добавляем все сложности и проблемы реального мира.

- Различие подходов к бухгалтерскому учету товарно-материальных запасов, амортизации и других статей затрудняет согласованное измерение приростной отдачи инвестиций в разных компаниях.
- Инфляция искажает соотношение бухгалтерских прибылей и денежного потока.
- В бухгалтерской модели, которая пытается охватить весь экономический цикл одним-единственным коэффициентом Ц/П, не учитывается цикличность.

<sup>4</sup> Вывод этой формулы см. в главе 12.

- Взаимосвязь между инвестициями и отдачей от них не настолько проста, чтобы можно было сказать, что в одном году вкладывается капитал, а во все последующие годы он приносит стабильную отдачу.
- Базовый уровень прибыли еще нужно «нормализовать», очистив его от влияния разовых событий.

Мы могли бы выстроить чрезвычайно сложную модель мультипликатора прибыли, где были бы учтены все эти и другие соображения, но в большинстве случаев проще работать с моделью дисконтированного денежного потока, поскольку в нее уже изначально заложены ключевые стоимостные параметры, такие как инвестиции и риск.

## ПОДОПЛЕКА ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА: РОСТ И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

Итак, стоимость компании определяется дисконтированным денежным потоком. К сожалению, краткосрочные денежные потоки сами по себе - не слишком удачные измерители стоимости. Денежный поток за любой отдельный год (или за короткий период из нескольких лет) ни о чем не говорит и легко поддается разного рода манипуляциям. Ради улучшения краткосрочных показателей денежного потока компания может отложить капиталовложения, или урезать расходы на НИОКР, или сэкономить на рекламе. Но отрицательный денежный поток — это совсем не плохо, если компания вкладывает деньги в создание крупного положительного денежного потока в будущем.

Впрочем, еще важнее то обстоятельство, что денежный поток с трудом поддается осмыслению и толкованию. Вы не можете просто рассмотреть серию прошлых или прогнозируемых денежных потоков и сразу сказать, что именно за ними кроется. Мы уже упоминали, какие внутренние параметры определяют сам денежный поток: рост компании (ее дохода и прибыли) и рентабельность инвестированного капитала. Это третий вопрос, относящийся к нашей комплексной системе показателей.

Анализ рентабельности и роста помогает понять, почему эти рычаги создания стоимости могут оказывать разное влияние на денежный поток — в зависимости от текущего состояния бизнеса. Таблица 4.4 иллюстрирует это утверждение на примере условной компании. В таблице показано, как меняется стоимость компании при разных сочетаниях прогнозируемых темпов роста и рентабельности инвестированного капитала. (Таблица построена на предпосылке, что затраты на капитал равны 10%.) Как видите, когда компания уже достигла высокой рентабельности инвестированного капитала, она создает больше стоимости, если ускоряет свой рост, нежели продолжая повышать рентабельность. В то же время, когда прибыль не покрывает затраты на капитал, компания не способна создавать стоимость за счет роста, если не поднимет рентабельность выше затрат на капитал. На самом деле в такой ситуации дальнейший рост при неизменном уровне *ROIC* фактически разрушает стоимость.

Таблица 4.4. Как рентабельность инвестированного капитала и рост влияют на стоимость <sup>1)</sup>

Дисконтированный денежный поток	Годовой рост операционной прибыли	ROIC				
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	20,0%
	3%	887	1000	1058	1113	1170
	6%	708	1000	1117	1295	1442
	9%	410	1000	1354	1591	1886

Разрушение стоимости    Нейтральное состояние стоимости    Создание стоимости

<sup>1)</sup> Предпосылки исходная операционная прибыль = 100, затраты на капитал = 10%. по истечении 25 лет  
ROIC = затраты на капитал

Ниже вы видите сводку прошлых и прогнозируемых показателей свободного денежного потока компании Heineken, известного голландского производителя пива (числовые данные - в млн гульденов):

Год	Свободный денежный поток прошлые данные	Год	Свободный денежный поток прогноз
1994	238	1999	446
1995	618	2000	754
1996	-1035	2001	800
1997	560	2002	526
1998	364	2003	910

Из этого набора чисел нельзя почерпнуть ничего особенно интересного. Но давайте теперь взглянем на деятельность Heineken с точки зрения роста и рентабельности инвестированного капитала (числовые данные — в %):

	Фактические данные, 1994-1998 гг.	Прогноз, 1999-2003 гг.
Рост дохода	8,5	5,6
Рост прибыли (до вычета процентов, налогов и амортизации)	12,9	6,6
ROIC (с учетом деловой репутации)	12,3	12,3

Обладая этой информацией, мы уже можем сообразить, что на самом деле происходит с Heineken. Мы можем сравнить рост компании с общеотраслевыми показателями. Мы можем проследить, в лучшую или худшую сторону меняется ее рентабельность инвестированного капитала и как в этом смысле компания выглядит на фоне других носителей известных торговых марок. Однако здесь нужно сделать одно предостережение: компаниям не следует уделять одностороннее внимание рентабельности, пренебрегая ростом. Такой перекоп может обернуться для компании недальновидным выжиманием соков из нынешнего бизнеса и потерей темпов в долгосрочной перспективе.

Возвращаясь к нашему сравнению Sears с Wal-Mart, обратимся к рисунку 4.5, где показаны рост дохода и динамика ROIC этих двух компаний за

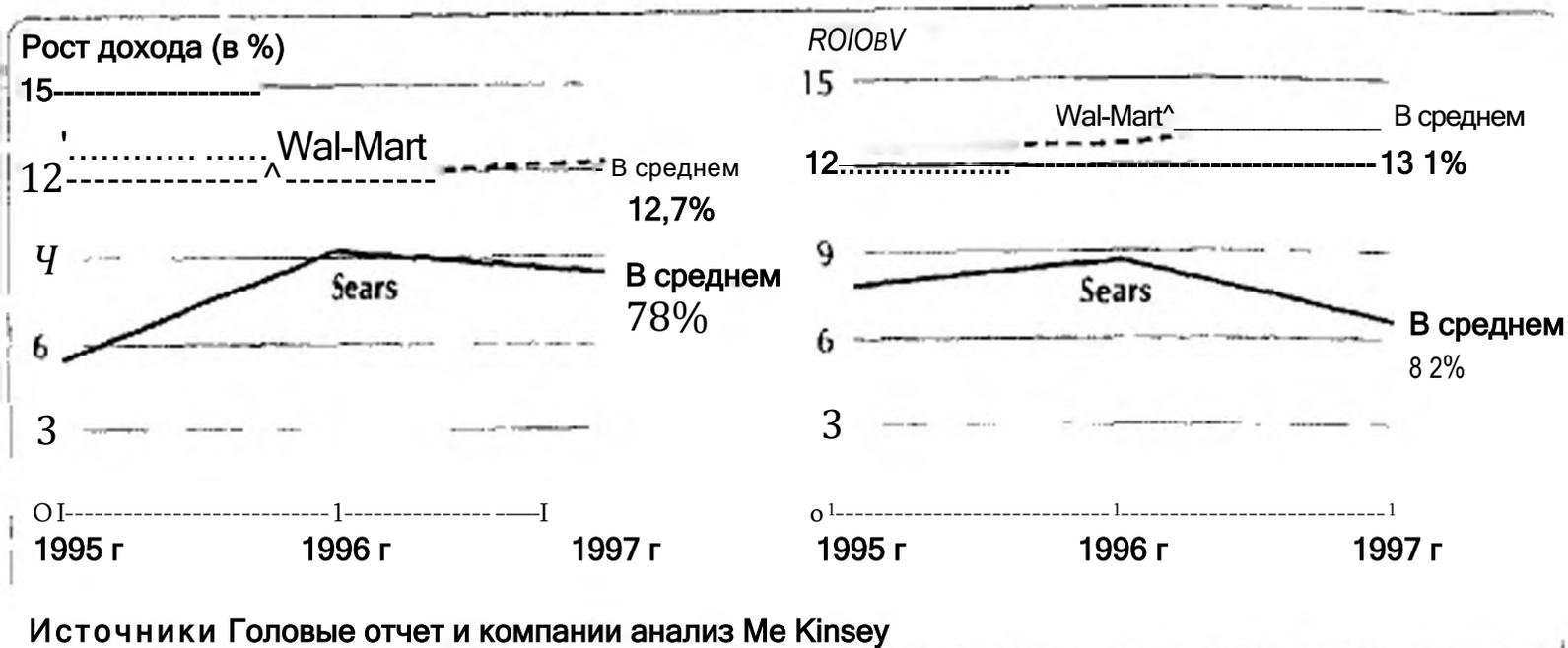


Рисунок 4.5. основополагающие финансовые результаты: Sears и Wal-Mart

период с 1995 по 1997 г. (До 1995 г. итоговые показатели Sears были сильно искажены наличием в ее портфеле непрофильных фирм Dean Witter Discover и Allstate Insurance.) В эти годы у Wal-Mart доход рос в среднем на 12,7% в год, а средняя рентабельность капитала составляла 13,1% — против, соответственно, 7,8 и 8,2% у Sears. (У обеих компаний затраты на капитал были равны приблизительно 9%.) Как видим, Wal-Mart отличалась более быстрым ростом и более высокой рентабельностью капитала.

Как же могло так получиться, что Sears обошла Wal-Mart по общей доходности для акционеров, когда основополагающие показатели у нее намного хуже? Ответ опять кроется в «бегущей дорожке» рыночных ожиданий. Рынок не возлагал на Sears больших надежд, и та сумела превзойти ожидания. Wal-Mart, наоборот, пала жертвой завышенных ожиданий. Пусть она и зарабатывает больше экономической прибыли, чем любая другая розничная компания в мире, поддерживая при этом устойчиво высокие темпы роста. Но рынок ждет от нее еще большего.

Мы можем также сравнить фактические результаты, достигнутые компаниями в прошлом, с обращенными к ним ожиданиями рынка. На рисунке 4.6 показаны прошлые результаты Sears и Wal-Mart, а сплошными линиями обозначены комбинации будущих темпов роста и будущей рентабельности капитала, соответствующие текущей рыночной стоимости каждой компании. Эти линии отражают тот уровень деятельности, которого должны достичь компании, дабы оправдать рыночные ожидания. Если компания обеспечивает такой уровень, то цена ее акций растет вровень с ее затратами на собственный капитал за вычетом нормы дивидендного дохода (при условии, что и рынок в целом движется в русле ожиданий). Если же она превосходит ожидания, то ее акции растут в цене быстрее. Как ожидается, Wal-Mart будет работать гораздо лучше, чем Sears, и даже лучше, чем она сама работала в прежние годы. Что до Sears, то с ней все наоборот. Похоже, рынок не ждет от нее даже таких результатов, какие она демонстрировала в прошлом.

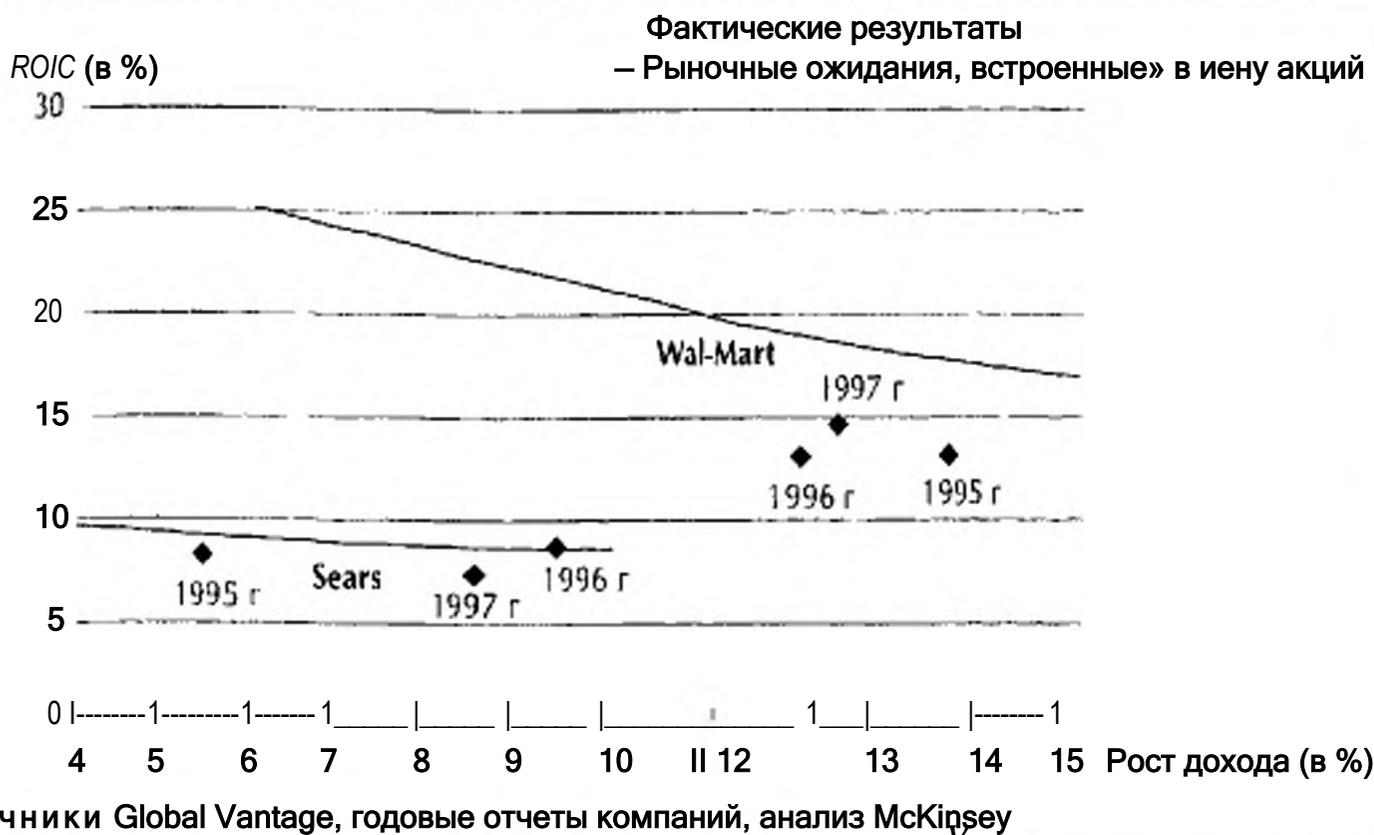


Рисунок 4.6. Рыночные ожидания: Sears и Wal-Mart

Темпы роста и рентабельность инвестированного капитала не только позволяют лучше, чем денежный поток, разобраться в экономике бизнеса; их можно использовать также при краткосрочном планировании в качестве целевых нормативов будущей деятельности для компании или ее подразделений. Взять, к примеру, ту же Heineken: менеджеры могут сравнить фактические значения *ROIC* и темпов роста с их прогнозными оценками, чтобы проследить, демонстрирует ли компания какой-либо прогресс. Свободный денежный поток для этих целей не годится.

### ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Четвертый вопрос, который мы обратили к нашей комплексной системе показателей, подразумевает, что одних только рыночных и финансовых критериев недостаточно, чтобы понять, почему компания работает так, а не иначе. Краткосрочные финансовые показатели бывают особенно обманчивыми. Кое-кто утверждает даже, что финансовые показатели ущербны в принципе, ибо ими очень легко манипулировать.

Представим себе для примера некую крупную компанию — производителя потребительских товаров, у которой имеется отделение фасованных пищевых продуктов. Давайте рассмотрим это отделение глазами финансового директора компании. Отделение занимало ведущие позиции на рынке и устойчиво, из года в год, демонстрировало все лучшие финансовые результаты. При столь выдающихся показателях в центральном аппарате компании никому не приходило в голову особенно вникать, как они достигнуты и что за ними кроется. На самом деле отделение добивалось таких

заоблачных успехов благодаря постоянному повышению товарных цен. Это привлекло в отрасль новых игроков и обернулось сокращением рыночной доли отделения. По мере обострения конкуренции отделению становилось все труднее удерживать свои прежние финансовые высоты. В итоге назрела необходимость в серьезной структурной перестройке.

Главная мораль этой истории такова: компаниям следует не меньше заботиться о том, каким образом их предприятия добиваются своих финансовых результатов, чем о том, чтобы они достигали установленных финансовых целей. Выявление нефинансовых факторов стоимости помогает лучше понять, чем обусловлены текущие результаты деятельности и как, скорее всего, сложатся дела в дальнейшем.

Кроме того, факторы стоимости могут служить опережающими индикаторами будущей деятельности. Финансовые показатели (*ROIC* и темпы роста) говорят о том, чем отличилась компания в прошлом, поэтому их называют отсроченными индикаторами (в том смысле, что они отражают прошлые результаты задним числом). А менеджерам нужны показатели, которые подсказывали бы, что предстоит в будущем, то есть им нужны опережающие индикаторы. Для нашего отделения фасованных продуктов хорошим опережающим индикатором была бы рыночная доля. Для фармацевтической компании роль опережающих индикаторов могут играть ее достижения в НИОКР. Чем сложнее и изощреннее становятся компании и финансовые рынки, тем большее значение приобретают эти самые опережающие индикаторы. Красноречивое свидетельство тому - высокая рыночная стоимость интернет-компаний и курсовая динамика их акций.

## РЕЗЮМЕ

В этой главе мы разобрали комплексную систему показателей, которая устраняет путаницу, возникающую из-за бесчисленного множества разрозненных критериев деятельности. Стоимость для акционеров, реализуемая на фондовом рынке, представляет собой главное мерило результативности компании. В стоимости для акционеров находит отражение подлинная внутренняя стоимость компании, которая определяется ее дисконтированным денежным потоком. Будучи ценным инструментом стратегического анализа, дисконтированный денежный поток тем не менее не пригоден для оценки прошлых результатов или для установления краткосрочных целевых нормативов. Но величина дисконтированного денежного потока, в свою очередь, зависит от таких финансовых параметров, как темпы роста дохода и рентабельность инвестированного капитала, а вот их уже можно использовать в качестве целевых нормативов и критериев прошлых результатов. Однако финансовые показатели следует дополнять стратегическими и оперативными факторами стоимости, которые позволяют уяснить, в каком направлении движется компания.

# Деньги — всему голова

**1** октября 1974 г. газета «The Wall Street Journal» опубликовала редакционную статью, автор которой горько сетовал на то, что прибыль на акцию широко используется в качестве показателя стоимости:

*Многие руководители, по-видимому, считают, что коли им каким-то образом удастся повысить отчетную прибыль своей компании, то ее акции непременно поднимутся в цене, даже если этот рост прибыли не является следствием глубоких экономических изменений. Другими словами, руководители думают, что они умные, а рынок — дурак. Но рынок-то как раз умен, а если кто и выставляет себя дураком, так это руководитель корпорации, верящий в таинственную силу прибыли на акцию*

Когда мы впервые цитировали эти слова в первом издании нашей книги в 1990 г., мы видели, что многие корпоративные менеджеры все так же преклоняются перед прибылью на акцию и, стало быть, все так же упорствуют в убеждении, что рынок — дурак. Но с тех пор ситуация изменилась. Теперь многие менеджеры признали, что рынок гораздо сметливее, чем они привыкли думать, и не дает обвести себя трюками с прибылью на акцию.

Особая благодарность Ирине Григоренко и Киму Фогелю за исследовательскую помощь в написании этой главы

Такая перемена взглядов затронула и Уолл-стрит. Алфред Джексон, бывший глава аналитического отдела в CS First Boston, рассказывает, как он внедрял в своем банке методы стоимостной оценки, основанные на денежном потоке и экономической прибыли]

*В октябре 1994 г я вступил в должность глобального директора отдела анализа акций в CS First Boston. Меня уже давно не удовлетворяли качество и приемы исследований, выполняемых нашей фирмой и другими представителями инвестиционного сообщества. Безраздельное, почти навязчивое «всплывание» к прибыли на акцию, и особенно кропотливое, с точностью до цента, высчитывание прибыли следующего квартала, отнимающее гигантское количество времени и сил. — все это казалось мне до крайности глупым. Такая практика совершенно расходилась с концепцией дисконтированного денежного потока, которую я когда-то изугал в бизнес-школе. У меня сложилось впечатление, что метод дисконтированного денежного потока, несмотря на его несомненное логическое превосходство, полностью игнорируется в реальном инвестиционном мире — по крайней мере среди аналитиков продающей стороны<sup>1</sup>.*

Нас воодушевляют такие передовые настроения в инвестиционном мире и на его Главной улице, но мы все же думаем, что путь предстоит еще очень долгий. В этой главе мы представим фактические свидетельства того, что поведение рынка вполне согласуется с предлагаемой теорией.

Эти свидетельства распадаются на четыре группы.

1. Изменения стоимости (или общей доходности для акционеров) больше связаны с изменением ожиданий, обращенных к результатам деятельности компании, чем с результатами как таковыми.
2. Уровень рыночных цен (или отношение рыночной к балансовой стоимости) связан с рентабельностью инвестированного капитала и темпами роста.
3. Рынок смотрит глубже косметических ухищрений с прибылью, уделяя пристальное внимание основополагающим экономическим результатам.
4. Рынок придает большое значение долгосрочным результатам, а не довольствуется лишь ближайшими показателями.

В конце главы мы коснемся неутраченных споров по поводу того, так ли уж эффективен фондовый рынок и что из этого следует для поведения менеджеров. Наша позиция неколебима: даже если рынок и проявляет неэффективность, то лишь незначительную и кратковременную, а значит, менеджеры должны вести себя так, будто рынок всегда совершенно эффективен.

<sup>1</sup> A Jackson. The How and Why of EVA\* at CS First Boston // Journal of Applied Corporate Finance. Spring 1996. Vol. 9. № 1. P 98-103.

## ОБЩАЯ ДОХОДНОСТЬ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ СВЯЗАНА С ИЗМЕНЕНИЕМ ОЖИДАНИЙ

В главе 4 мы наглядно показали, что общая доходность для акционеров больше зависит от того, как результаты деятельности компании соотносятся с рыночными ожиданиями, нежели от самих этих результатов в абсолютном выражении. Вот еще один пример: 15 октября 1997 г. Intel объявила о повышении прибыли на 19% от уровня прошлого года. Сразу после этого объявления акции Intel упали в цене на 6,3% - и все потому, что аналитики прогнозировали рост прибыли на 23%. На продолжительных отрезках времени (не менее 15 лет) общая доходность для акционеров будет связана с динамикой прибыли, ибо рост прибыли отражает денежный поток и рентабельность капитала. Но если мы возьмем более короткие периоды, то наверняка обнаружим, что для общей доходности не так важен собственно рост прибыли, как его соотношение с рыночными ожиданиями.

Мы провели специальное статистическое исследование, дабы установить корреляцию общей доходности для акционеров (*TRS*) с разными показателями деятельности: традиционной прибылью (ростом прибыли), с одной стороны, и экономической прибылью (ростом экономической прибыли) – с другой. Кроме того, воспользовавшись согласованными прогнозами прибыли из базы данных Zacks Research System, мы установили, как общая доходность для акционеров коррелирует с разностью между фактической экономической прибылью и ожидаемой экономической прибылью.

Согласно теории, общая доходность для акционеров тесно взаимосвязана с отклонениями от ожидаемых результатов деятельности, но почти никак не связана с абсолютными показателями прибыли. На рисунке 5.1 обобщены выводы из нашего анализа. Совокупный коэффициент корреляции  $R^2$  [называемый также *коэффициентом детерминации* и отображающий множественную зависимость результирующего показателя. – *Примет, наугного редактора*] показывает здесь вклад каждой из исследуемых переменных в величину *TRS*. Так вот, в случае отклонения от ожиданий  $R^2$  принимает очень высокое значение - около 40%.

Рисунок 5.1. Связь *TRS* с фактическими результатами деятельности и с отклонением результатов от рыночных ожиданий, 1992–1990 гг.

	$R^2$ 1в %	Число наблюдений
Уровень ожиданий	40,3	2390
Рост прибыли ия акцию	13,4	2390
Экономическая прибыль <sup>11</sup>	0,3	2182
Изменение эксикмическойпоибыли"	3,0	2182

<sup>11</sup> Рассчитано относительно уровня доном

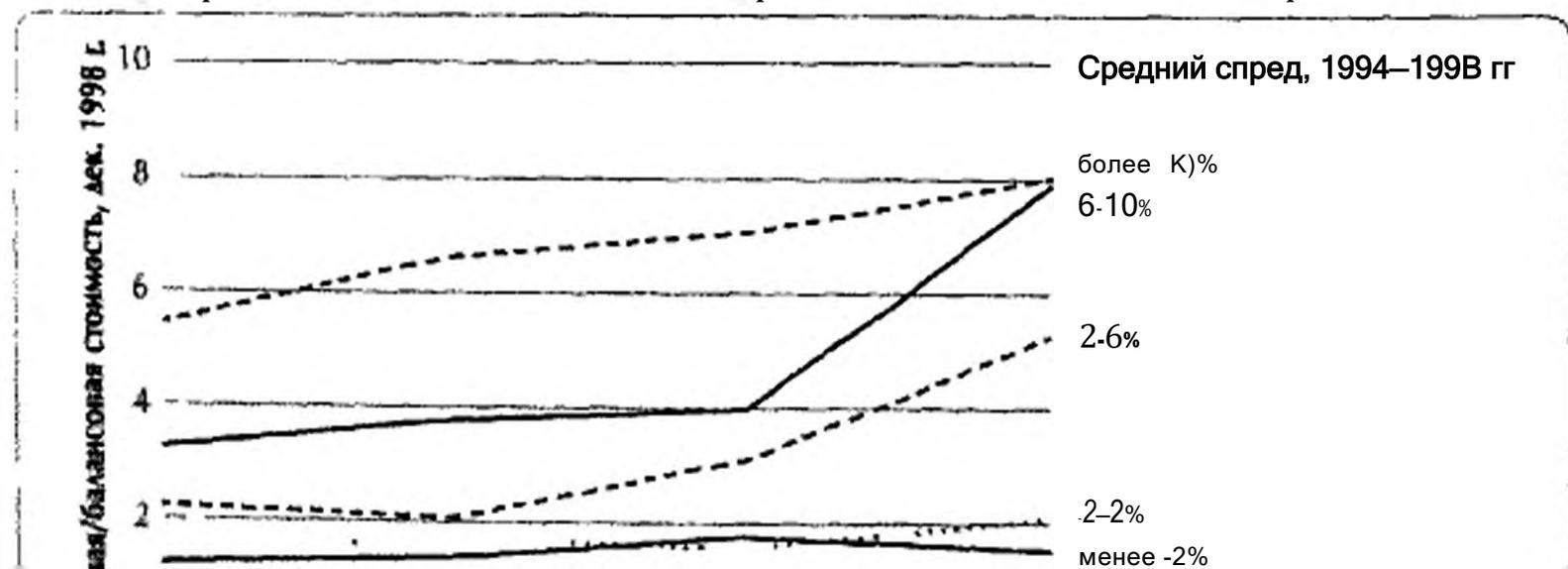
## УРОВЕНЬ РЫНОЧНЫХ ЦЕН СВЯЗАН С РЕНТАБЕЛЬНОСТЬЮ КАПИТАЛА И РОСТОМ

Итак\* из предыдущего анализа ясно, что изменения стоимости компании (общей доходности для акционеров) на коротких отрезках времени теснее связаны с относительными результатами деятельности - в сопоставлении с обращенными к ним ожиданиями, — чем с абсолютными результатами. С другой стороны, стоимость компании в каждый момент времени теснее связана с абсолютным уровнем деятельности (т. е. с ожидаемым ростом продаж или прибыли и с ожидаемой рентабельностью инвестированного капитала).

Как вы убедитесь чуть позже, фактическое поведение рынка подтверждает эту мысль. Мы изучили выборку из 340 крупнейших американских компаний, сравнив значения их рыночной стоимости с пятилетними темпами роста их продаж, а также со средним за пять лет спредом (т. е. расхождением в процентных пунктах) между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал. При этом мы сделали поправку на разницу в размерах компаний, разделив рыночную стоимость каждой на ее балансовую стоимость.

Затем мы распределили компании по группам с примерно одинаковыми темпами роста и величиной спреда (например, в одну группу попали все компании с темпами роста продаж от 9 до 13% и спредом от 2 до 6%). В каждой группе мы рассчитали среднее отношение рыночной к балансовой стоимости. Результаты нашего анализа показаны на рисунке 5.2. Как видите, в любом диапазоне темпов роста увеличение спреда ведет к повышению

Рисунок 5.2. Зависимость рыночной стоимости от спреда между рентабельностью капитала и затратами на капитал и от темпов роста



рыночной стоимости (относительно балансовой стоимости) Вы можете заметить также, что с более высокими темпами роста продаж сопряжен и более высокий коэффициент рыночная/балансовая стоимость, за исключением тех случаев, когда спред имеет низкие или отрицательные значения. Все это подтверждает наше предположение, что рынок оценивает компании на основании роста и рентабельности.

Для того чтобы проверить, насколько установленная зависимость статистически значима, мы определили регрессию коэффициентов рыночная/балансовая стоимость по нескольким переменным, включая спред и различные показатели роста. На рисунке 5.3 видно, что у нас получилось Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость по темпам роста продаж и по спреду дала очень высокое значение  $R^2$  - 46%. Причем когда мы взяли для расчета рост прибыли вместо роста продаж, результат остался таким же.

Из рисунка 5.3 явствует, что спред играет более важную роль, чем рост, и возможно даже, рост не имеет вовсе никакого значения. Но согласно теории, при высоких значениях спреда рост становится гораздо важнее для создания стоимости. (Это отчетливо видно на рис. 5.2.) Поэтому в качестве следующего шага мы разбили нашу выборку из 340 компаний на группы в соответствии с величиной спреда и провели в каждой группе отдельную регрессию коэффициента рыночная/балансовая стоимость по темпам роста. Как показывает таблица 5.1, для компаний с большим спредом рост приобретает огромное значение - вполне сообразно с теорией. У таких компаний кривая регрессии имеет крутой наклон (высокий угловой коэффициент), тогда как у компаний с малым спредом наклон кривой регрессии сравнительно пологий, статистически не отличающийся от нулевого.

Рисунок 5.3. Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость

Зависимая переменная	Регрессионная переменная 1	Регрессионная переменная 2	$R^2$ (а %)
Рыночная/балансовая стоимость лек 1998 г	Спред 1994—1998 гг	Рост дохода 1994-1998 гг	46
Рыночная/балансовая стоимость лек 1998 г	Сирел 1994—1998 гг	—	45
Рыночная/балансовая стоимость, лек 1993 г	Спред 1994—1998 гг	Рост дохода, 1994-1998 гг	40
Рыночная/балансовая стоимость лек 1993 г	Спред 1994—1998 гг	—	35
Рыночная/балансовая стоимость лек 1993 г	Рост дохода, 1994-1998 гг	—	10
Рыночная/балансовая стоимость лек 1998 г	Рост дохода, 1994-1998 гг	—	9
Рыночная/балансовая стоимость, дек 1998 г	Рост гем"	—	8
Рыночная/балансовая стоимость дек 1993 г	Рост ШГЛ"	—	4

г ШГЛ — прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов

Таблица 5.1. Регрессия коэффициента рыночная/балансовая стоимость в разных диапазонах спреда

Диапазон спреда	Число компаний	Угловой коэффициент регрессии	$R^2$	$T \cdot \text{standard error}$
Более 10%	70	5,8	0,03	15
6-10%	61	11,9	0,21	4,0
2-6%	67	10,7	0,36	6,9
-2-2%	96	2,4	0,08	29
Менее -2%	26	2,0	0,16	21

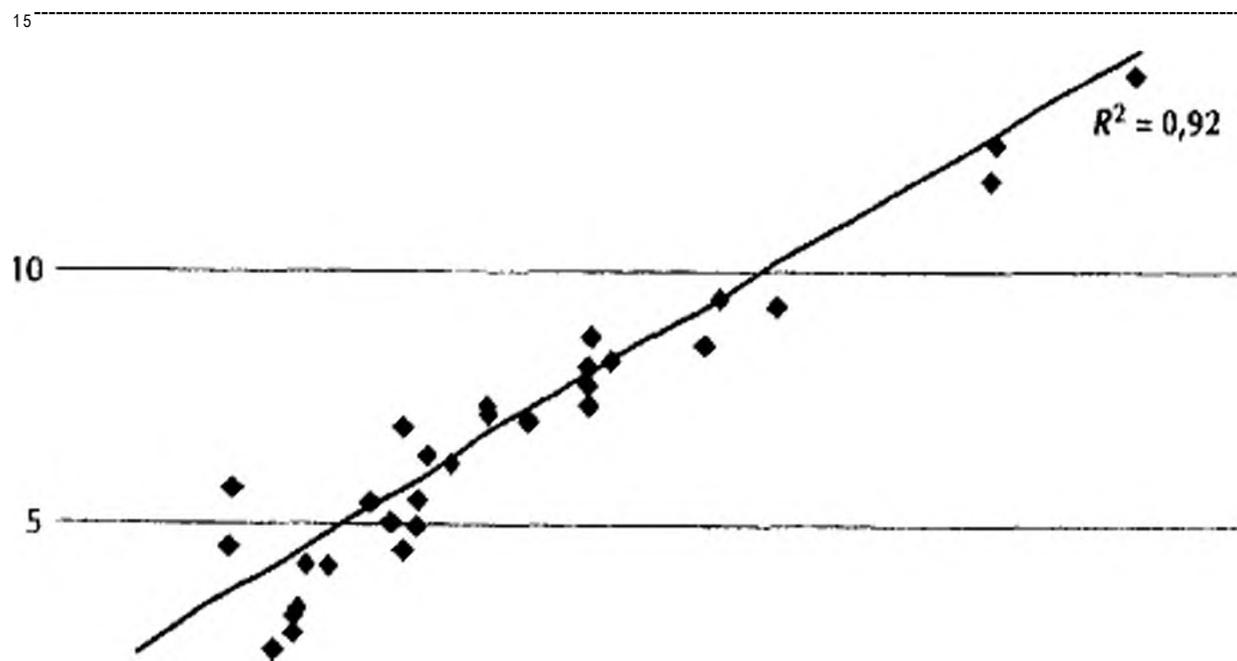
- Мера точности оценки отношения расчетного значения искомого коэффициента (в данном случае  $R^2$ ) к его средней квадратической погрешности — *Примечание научного редактора*

Продолжив испытание нашей концепции, мы применили метод дисконтированного денежного потока к 31 компании США. Для этого мы составили прогнозы денежных потоков, воспользовавшись оценками Value Line Investment Survey, и продисконтировали их по средневзвешенным затратам на капитал (WACC). Как видно на рисунке 5.4, мы обнаружили тесную корреляцию денежного потока с рыночной стоимостью.

Эти результаты нельзя расценивать как строгие научные доказательства, и мы, к сожалению, не в состоянии точнее проверить нашу гипотезу, измерив ожидаемые будущие темпы роста и рентабельность. Тем не менее наш анализ лишней раз подтверждает, что денежный поток, который зависит от сочетания роста и спреда (разности между рентабельностью инвестиций и

Рисунок 5.4. Корреляция между рыночной стоимостью и дисконтированным денежным потоком: 31 компания США, 1999 г.

Рыночная/балансовая стоимость



затратами на капитал), является определяющим фактором стоимости всякой компании.

## РЫНОК СМОТРИТ ГЛУБЖЕ КОСМЕТИЧЕСКИХ УХИЩРЕНИЙ С ПРИБЫЛЬЮ

Так ли уж наивен фондовый рынок, чтобы безоглядно принимать на веру бухгалтерские показатели, или все-таки он более пронизателен? Многие менеджеры, похоже, заморожены отчетной прибылью. Но жизнь недвусмысленно свидетельствует об одном: рынок смотрит гораздо глубже отчетных прибылей.

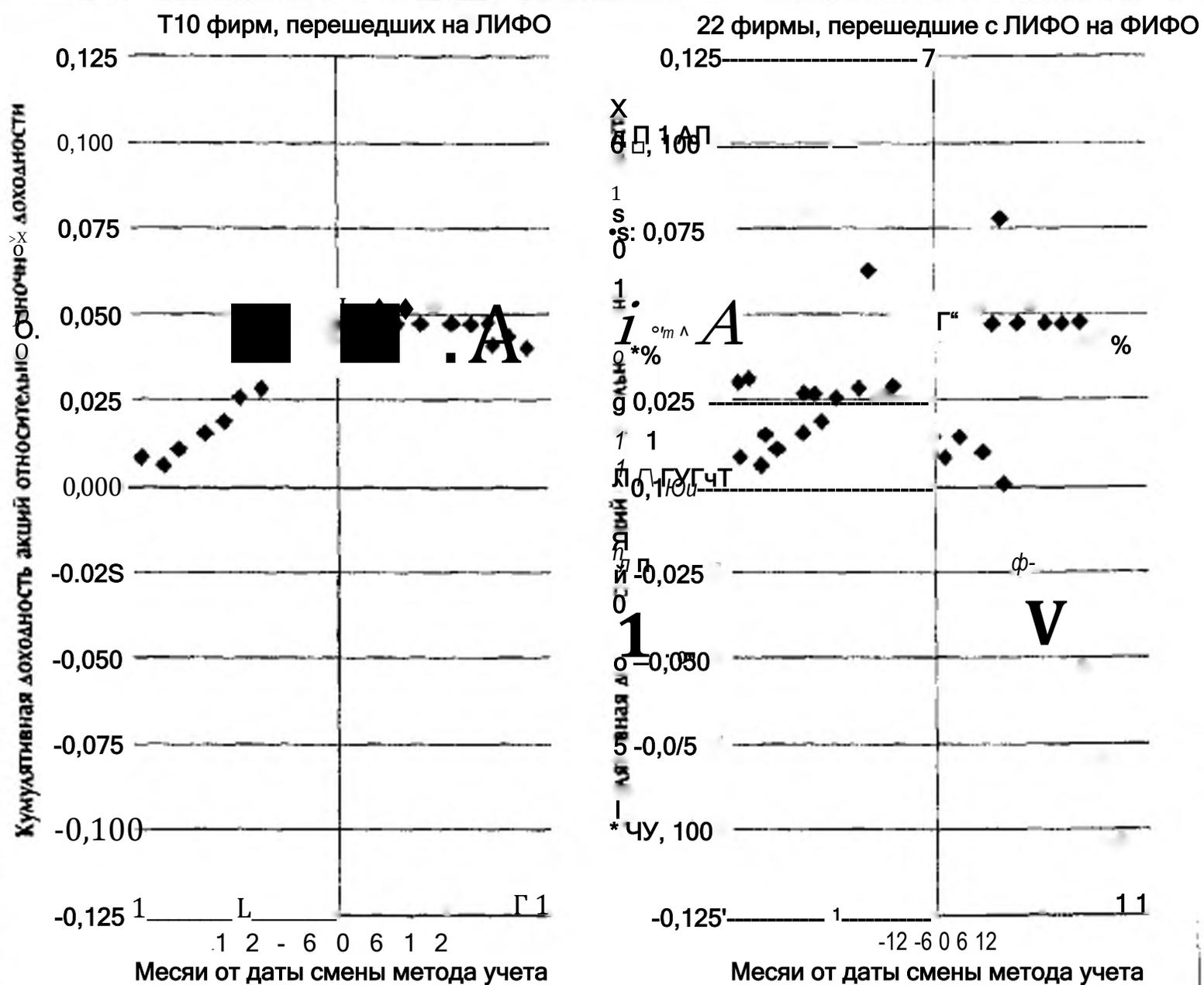
Простейшее подтверждение этого вывода дают компании, применяющие разные бухгалтерские методы в зависимости от того, для какого рынка они готовят свои финансовые отчеты. Возьмем, к примеру, Hoechst, одну из крупнейших промышленных фирм Германии, чей валовой доход в 1997 г. насчитывал более 50 млрд немецких марок. С 1996 г. акции Hoechst котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, в связи с чем компания обязана вести свою финансовую отчетность по бухгалтерским стандартам США. Прежде она подчинялась только германским бухгалтерским правилам. Сравните показатели чистой прибыли, выведенные с использованием одного и другого набора стандартов:

Год	Германские	Американские	Разность
	правила учета	правила учета	
	(в млн немецких марок)		(В %)
1995	1709	-57	—
1996	2114	1324	-37
1997	1343	377	-72

Если рынок принимает во внимание только отчетные прибыли, то какие из? Он не может произвольно выбрать какой-то один набор цифр, он просто вынужден заглядывать глубже отчетных прибылей.

Классическая область исследований на эту тему — учет запасов. Налоговые власти США требуют, чтобы при составлении финансовой отчетности компании использовали тот же метод учета запасов, что и при калькуляции налогооблагаемой прибыли. Как следствие, выбор того или иного метода учета влияет и на прибыль, и на денежный поток, но только в противоположных направлениях. В периоды роста цен метод ЛИФО\* (последним — в приход, первым — в расход) занижает прибыли по сравнению с методом ФИФО\* (первым — в приход, первым — в расход), ибо в первом случае себестоимость реализованных товаров исчисляется на основании более высоких поздних затрат. Уменьшение отчетной прибыли означает и

\* Сокращения от английских терминов: ЛИФО - LIFO (last in, first out), ФИФО — FIFO (first in, first out). — *Примеч. переводчика.*



Источник 5 Sunder. The Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices Problems of Measurement and Some Empirical Evidence// Empirical Research in Accounting Selected Studies 1973. P 18.

Рисунок 5.5. Как смена метода учета запасов влияет на цену акций

уменьшение налога на прибыль. А поскольку доналоговый денежный поток остается неизменным независимо от избранного метода учета, ЛИФО обеспечивает более крупный посленалоговый денежный поток, чем ФИФО, несмотря на более низкую отчетную прибыль.

Некоторые исследователи заинтересовались, как реагирует цена акций на смену компанией метода учета запасов. Бухгалтерская модель предполагает, что переход от ФИФО к ЛИФО ведет к снижению цены акций в преддверии уменьшения отчетной прибыли.

Фактически же исследователи обнаружили свидетельства (хотя и не исчерпывающие) того, что переход от ФИФО к ЛИФО влечет за собой *повышение* цены акций благодаря увеличению денежного потока, как и предполагает модель дисконтированного денежного потока. С поправкой на общее состояние рынка и другие факторы, действовавшие в то же время, можно утверждать, что акции фирм, перешедших на ЛИФО, резко дорожали, тогда как акции фирм, перешедших на ФИФО, падали в цене

(см. рис. 5.5). На самом деле, как обнаружили Биддл и Линдал (1982 г.), чем больше сокращаются налоги в результате перехода на ЛИФО, тем больший прирост цены акций обязан такому переходу<sup>2</sup>.

В контексте нашей темы еще показательнее, чем выбор между ЛИФО и ФИФО, различие стандартов учета слияний и поглощений. В Соединенных Штатах к сделке слияния или поглощения, которая квалифицируется как покупка, предъявляется требование, чтобы разница между ценой приобретенной компании и балансовой стоимостью ее активов (с некоторыми поправками) учитывалась как специфический нематериальный актив, именуемый деловой репутацией, и списывалась на амортизацию на протяжении периода до 40 лет. С другой стороны, когда слияние или поглощение квалифицируется как пул (соединение) интересов, приобретение отражается в отчетности по балансовой стоимости, без учета деловой репутации и ее амортизационного списания. Поскольку стоимость деловой репутации, как правило, не подлежит вычету из налоговой базы, денежный поток компании-покупателя остается неизменным вне зависимости от метода бухгалтерского учета. Однако при использовании метода пула интересов отчетная прибыль оказывается выше, так как с нее не списывается стоимость репутации<sup>3</sup>.

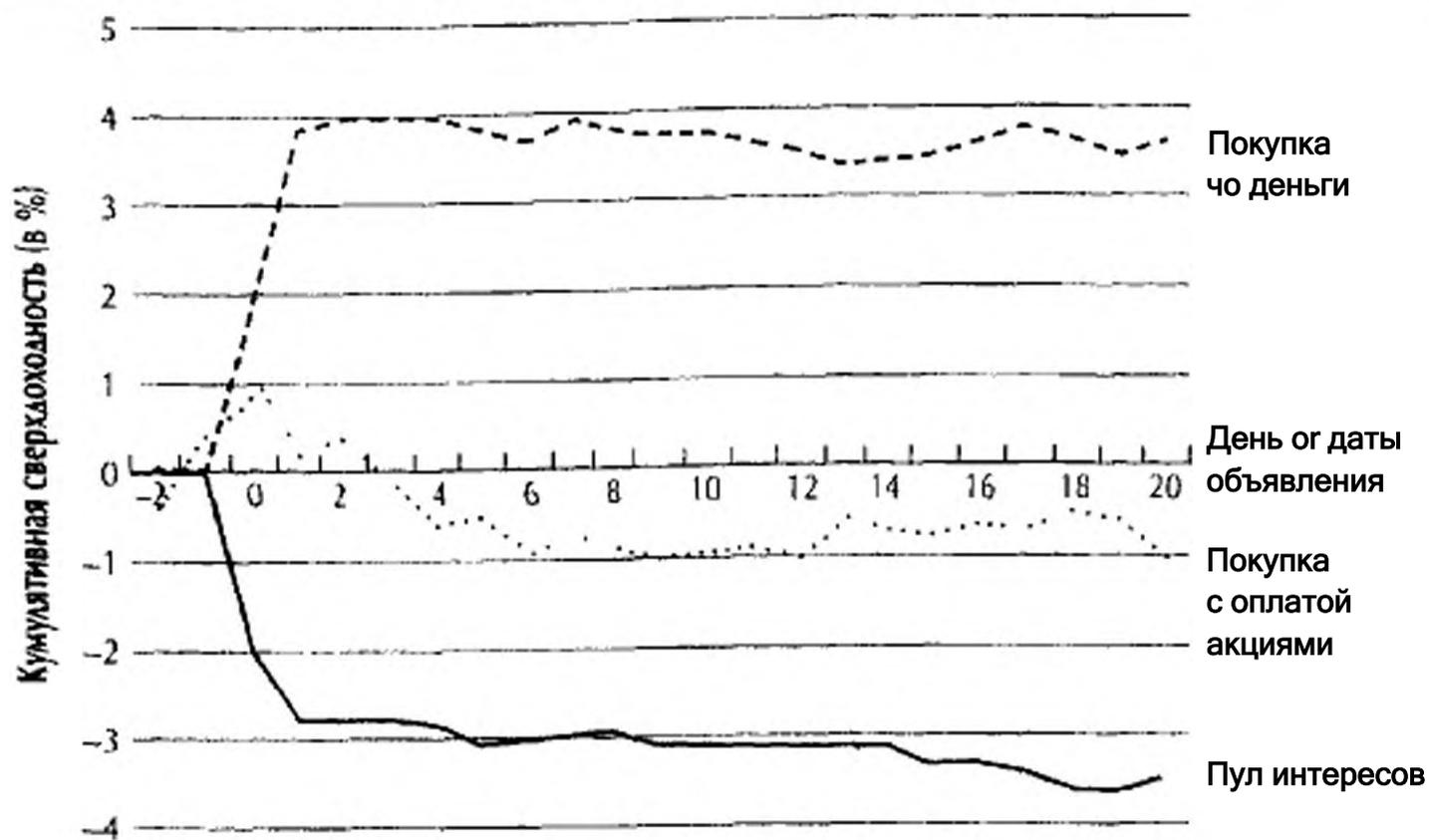
Принято считать, что рынок механически «проглатывает» любое влияние сделки на отчетную прибыль. Если так, инвесторы должны бы с большей благосклонностью относиться к сделкам, квалифицированным в бухгалтерском учете как пул интересов. Но Линденберг и Росс показали, что на самом деле все наоборот<sup>4</sup>. Изучив более 1400 сделок, они обнаружили, что рынок положительно откликнулся на сделки, учтенные как покупка и оплаченные деньгами, отрицательно — на сделки, учтенные как пул интересов, и нейтрально — на сделки, учтенные как покупка, но оплаченные акциями. Это показано на рисунке 5.6. Авторы предполагают, что отрицательная реакция на пул интересов может объясняться следующими причинами:

- рынок воспринимает метод пула интересов, в отличие от метода покупки, как попытку приобретающей компании обойти «ценовую дисциплину»;
- рынок сознает, что компания-покупатель, прибегнувшая к методу пула интересов, в ближайшее время не сможет реализовать такие возможности

<sup>2</sup> G. Biddle and F. Lindahl. Stock Price Reactions to UFO Adoptions: The Association Between Excess Returns and LIFO Tax Savings // Journal of Accounting Research. 1982. Vol. 53. P. 548-551.

<sup>3</sup> Управление стандартов финансового учета США внесло предложение отменить метод пула интересов при учете всех сделок слияния/поглощения, завершающихся после 31 декабря 2000 г. [Действительно, с 2001 г. в США вступили в силу новые правила, позволяющие учитывать слияния/поглощения только методом покупки. — *Примет, научного редактора.*]

<sup>4</sup> E. Lindenberg and M. Ross. To Purchase or to Pool: Does It Matter? // Journal of Applied Corporate Finance. Summer 1999. Vol. 12. № 2. P. 32-47.



И с точ и и к: Э Динденберг и М. Росс, группа финансовых стратег ий Salomon Smith Barney.

Рисунок 5.6. Реакция рынка на покупку и пул интересов

наращивания стоимости, как обособление или продажа активов, либо даже осуществить разовый выкуп акций<sup>5</sup>;

- все понимают, что, когда используется пул интересов, менеджеры приобретающей компании больше заботятся о приукрашивании прибыли, нежели о финансовой гибкости.

Динденберг и Росс пошли еще дальше: они исследовали, есть ли какие-то различия в рыночной оценке компаний, которые имеют на балансе подлежащую списанию деловую репутацию, по сравнению с прочими компаниями. Если рынок заглядывает глубже статей баланса, то компании с большими амортизационными списаниями репутации должны отличаться от остальных гораздо более высокими коэффициентами цена/прибыль. Это объясняется тем, что амортизация хоть и уменьшает отчетную прибыль не является, тем не менее, реальным денежным расходом. С другой стороны, оценочные коэффициенты, основанные на показателях денежного потока, таких, например, как *EBITDA* (прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации и износа), у этих компаний должны иметь примерно те же значения, что и у других фирм той же отрасли. Изучив 3633 компании, авторы выяснили, что, как и следовало ожидать, для компаний, несущих на балансе деловую репутацию, характерны повышенные коэффициенты Ц/П, но вполне средние коэффициенты на основе *EBITDA*.

<sup>5</sup> Такого рода операции запрещены в течение нескольких лет после завершения сделки, оформленной как пул интересов.

Любопытной иллюстрацией рассматриваемого вопроса может служить поглощение фирмой Wells Fargo банка First Interstate Bank в 1995 г.<sup>6</sup> Говорят, один аналитик тогда заявил, что «Wells здесь ничего не светит», поскольку ее предложение предусматривает учет сделки как покупки, тогда как в конкурирующее предложение со стороны First Bank System заложен более выгодный вариант, а именно пул интересов. Однако рынок пренебрег этим расхожим мнением и выбрал предложение Wells Fargo, несмотря на предстоящие списания репутации по 400 млн дол. в год. На самом деле акции Wells Fargo поднялись в цене на 3% в тот же день, когда было объявлено о том, что ее предложение взяло верх, и еще более чем на 20% в течение 10 следующих торговых дней.

Обратный пример являет нам поглощение телефонным гигантом AT&T фирмы NCR в 1991 г. Лис и Винсент пришли к выводу, что в этой сделке AT&T переплатила около 500 млн дол. лишь затем, чтобы склонить NCR к соединению интересов (большая часть этой суммы была заплачена «в обмен» на согласие NCR устранить все препятствия для учета сделки как пула интересов). По оценкам этих авторов, за то время, пока велись переговоры по сделке, рыночная стоимость AT&T сократилась на 4 млрд дол. — до 6 млрд дол.<sup>7</sup> Можно предположить, что настойчивое стремление AT&T добиться пула интересов заставило рынок *сильно усомниться* в стоимостном потенциале этой сделки.

## РЫНОК УСТРЕМЛЕН В БУДУЩЕЕ

Больше всего заблуждений по поводу того, как рынок оценивает бухгалтерскую прибыль, рождает вопрос о временных предпочтениях инвесторов. Многие менеджеры уверены, что фондовый рынок близоруко интересуется лишь краткосрочными прибылями. Им кажется, что рынок не придает должного значения долгосрочным инвестициям. Но даже беглый взгляд на то, как высоко фондовый рынок оценивает новоявленные интернет-компании, у которых еще нет никаких прибылей, а зачастую — и никаких продуктов для продажи, отчетливо показывает, что рынок более прозорлив и смотрит далеко в будущее. Так, например, в октябре 1999 г. рыночная капитализация Amazon.com составила 23 млрд дол., хотя к тому времени компания демонстрировала сплошные убытки. (Об оценке стоимости быстрорастущих компаний см. гл. 15.)

В этом разделе мы обобщим результаты исследований, свидетельствующих о том, что рынок устремлен в долгосрочную перспективу. Вас может удивить, почему мы ссылаемся на некоторые исследования более

<sup>6</sup> M. Davis. The Purchase vs. Pooling Controversy: How the Stock Market Responds to Goodwill // Journal of Applied Corporate Finance. Spring 1996. Vol. 9. № 1. P. 50—59.

<sup>7</sup> T. Lys and L. Vincent. An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR // Journal of Financial Economics. 1995. Vol. 39. P. 353-378.

чем десятилетней давности. Но в этом как раз нет ничего странного: просто в какой-то момент научное сообщество сочло, что проблема исчерпана, и ученые перестали ею заниматься.

Простейший способ определить временной горизонт фондового рынка - выяснить, какая доля текущей цены акций отражает ожидаемые дивиденды на ближайшие несколько лет. В произвольной выборке 20 компаний из списка «Fortune 500», представленных в таблице 5.2, в среднем только 9,2% совокупной стоимости акций можно отнести на счет дивидендов, ожидаемых в следующие пять лет. Ожидаемые дивиденды ближайших пяти лет внесли самый большой вклад в стоимость BankBoston - 20,4%. Отсюда ясно, что рынок нацелен на длительную перспективу. Этот вывод подтверждает и более строгий анализ, описанный ниже.

Как мы уже показали, одними только бухгалтерскими манипуляциями рынок не обманешь. Но менеджеры располагают и другими средствами улучшить отчетные прибыли в ущерб долгосрочному денежному потоку. Например, они могут сократить расходы на НИОКР или капитальные затраты на приобретение средств производства. В краткосрочной перспективе сокращение расходов на НИОКР ведет к росту прибыли (и денежного потока), но за счет отказа от разработки потенциально прибыльных новых продуктов в дальнейшем. Точно так же сокращение капитальных вложений

Таблица 5.2. Приведенная стоимость ожидаемых дивидендов в иене акций:  
20 компаний из списка «Fortune 500», декабрь 1997 г.

Компания	Приведенная стоимос гь дивидендов, ожидаемых следующие 5 лет (вдол)	Цена акции (в дол.)	Доля дивиденд в иене акциин (в%)
American General	5 л	54,06	10,7
BankBoston	9,60	46,97	20,4
BellAllantic	5,70	45,50	12,5
Comenca	5,51	60,17	9,2
DuPont	5,36	60,06	8,9
Exxon	6Д0	61,19	10,3
Ford	9,08	48,56	18,7
Gillette	2,35	50,22	4,7
Hasbro	из	31,50	5,5
Hewlett-Packard	3,03	62,38	4,9
Kellogg	3,67	49,63	7,4
Lockheed Martin	7,18	98,50	7,3
McGraw-Hill	5,92	74,00	8,0
Nordstrom	2,46	30,19	8,2
PPG Industries	5,51	57,13	9,6
Procter & Gamble	4,31	79,81	5,4
Reynolds Metals	5,50	60 Д>	9,2
United Technologies	5,36	72,81	7,4
Wachovia Corporation	7,67	81,13	9,5
Xerox	5,11	73,88	М
<b>В среднем</b>			<b>9/2</b>

Примешие- ставка дисконтирования принята за 12%

Источник: Cornpustat



Источник Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.

Рисунок 5.7. Благоприятная реакция фондового рынка на дополнительные инвестиции в НИОКР (в среднем по выборке 62 компаний)

увеличивает краткосрочную прибыль, поскольку новые инвестиционные проекты зачастую приносят низкую отдачу в первые годы их реализации.

Экономисты Комиссии по ценным бумагам и биржам проследили, как реагировали цены акций на объявления 62 компаний об осуществлении новых проектов НИОКР<sup>8</sup>. Как видно на рисунке 5.7, рынок крайне благосклонно откликнулся на эти объявления.

Наблюдения, относящиеся к капитальным затратам компаний, тоже подтверждают истинность модели дисконтированного денежного потока. Макконнелл и Мускарелла изучили реакцию фондового рынка на объявления о дополнительных капиталовложениях в средства производства<sup>9</sup>. Анализ выборки из 349 таких объявлений (не содержащих больше никакой другой специфической информации о компаниях) за период 1975-1981 гг. показал, что рынок в среднем положительно реагировал на увеличение капиталовложений и отрицательно — на их сокращение:

	Размер выборки	Доходность с поправкой на рынок (в %)
Производственные компании		
• увеличение бюджета	273	+1.3
• сокращение бюджета	76	-1,8
Коммунальные предприятия		
• увеличение бюджета	39	+0,4
• сокращение бюджета	17	-0.8

<sup>8</sup> Office of the Chief Economist. Institutional Owners, Tender Offers, and Long-Term Investment. Washington, DC: Securities and Exchange Commission, 1985.

<sup>9</sup> J. McConnell and C. Muscarella. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm // Journal of Financial Economics. 1985. March. P. 399-422.

В результате этого анализа выяснилось также, что подобная ситуация типична для всех отраслей, за исключением нефте- и газодобычи. Похоже, рынок в то время не верил, что вложения в разведку и разработку нефтегазовых месторождений — это прибыльные инвестиции. Если вспомнить о последующем падении нефтяных цен и о высокой себестоимости добычи в Соединенных Штатах (по сравнению с другими частями света), то, видимо, придется признать, что рынок тогда оказался прав. Во всяком случае совершенно очевидно, что рынок вовсе не склонен произвольно наказывать компании за долгосрочные инвестиции.

О том же свидетельствует еще одно исследование, проведенное Вулриджем<sup>10</sup>. Изучив двухдневную реакцию фондового рынка на объявления 634 компаний о стратегических инвестициях, он выявил крайне положительный ответ на все рассмотренные типы инвестиций:

Тип инвестиций	Размер выборки	Кумулятивная двухдневная доходность с поправкой на рынок (в %)
Капиталовложения	260	+0,35
Производственные стратегии	168	+0,84
Расходы на НИОКР	45	+ 1,20
Совместные предприятия	ш	±&Л>
В целом по выборке	634	+0,71

И наоборот, отказ компаний от бесплодных инвестиций (списание таких инвестиций) тоже встречает благосклонный отклик со стороны рынка, несмотря на кратковременные отрицательные последствия этой меры для прибыли. Хотя сложная природа процедуры списания инвестиций не позволяет провести полноценный статистический анализ, Мерсер, изучив 40 крупных списаний за период с 1984 по 1986 г., обнаружил, что в 60% случаев списание привело к росту цены акций<sup>11</sup>. Более того, цены акций возросли и в 75% случаев, когда списание инвестиций происходило в результате ликвидации целых предприятия.

Операции, связанные с изменением долговой нагрузки, и их влияние на цену акций и прибыль на акцию лишний раз подтверждают тот факт, что рынок ценит деньги, а не прибыли. Коупленд и Ли изучили 161 предложение об обмене ценных бумаг, включая свопы с акциями, за период 1962—1984 гг.<sup>12</sup> Это исследование показало, что изменение прибыли на акцию вследствие такого рода операций не имеет никакого значения. Единственное, что имеет значение, — повышается или снижается в итоге долговая нагрузка. Ниже вы видите средние изменения цены акций

<sup>10</sup> J. И Woolridge. Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame? // Journal of Applied Corporate Finance. Spring 1988. Vol. 1. № 1. P. 26-36.

<sup>11</sup> G. Mercer. A Review of Major Corporate Writeoffs, 1984-86, McKinsey & Co., 1987.

<sup>12</sup> T. Copektnnd and W, H. Lee. Exchange Offers and Stock Swaps — New Evidence // Financial Management. Autumn 1991. Vol. 20. № 3. P. 34-48.

после объявления таких операций относительно изменения рыночного индекса (числовые данные - в %):

	Операции, повышающие прибыль на акцию	Операции, снижающие прибыль на акцию
Операции, повышающие долговую нагрузку	3,77	8,41
Операции, снижающие долговую нагрузку	-1,18	—0.41

Операции, снижающие долговую нагрузку, в среднем вызывали отрицательный сдвиг в цене акций, независимо от их воздействия на прибыль на акцию. Более того, по мнению Коупленда и Ли, направление движения цены акций вероятнее всего объясняется тем, что инвесторы воспринимают операции, изменяющие долговую нагрузку, как сигнал от менеджеров о будущих изменениях денежного потока. Например, если сотрудники корпорации стремятся увеличить свою долю в собственности компании, то такая операция, возможно, указывает на ожидаемое увеличение будущего денежного потока.

### СЛЕДСТВИЯ НЕЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА ДЛЯ КОРПОРАТИВНОГО МЕНЕДЖЕРА

Иногда менеджеры приводят свидетельства рыночной неэффективности, оправдывая ими свою уверенность в иррациональном поведении фондового рынка. Такие менеджеры утверждают, что хоть скоро даже научные исследования обнаруживают несовершенства в работе рынка, любые доводы в пользу метода дисконтированного денежного потока не согласуются с реальной жизнью. Мы же со своей стороны утверждаем, что даже если рынок временами и проявляет неэффективность, менеджерам в принятии решений следует исходить из предпосылки, что рынок эффективен.

С тех пор как умные головы впервые выдвинули гипотезу эффективности рынка, прошло больше 30 лет. Но и по сей день она остается одной из самых спорных и обсуждаемых концепций в экономической науке, чтобы не сказать во всем цикле общественных наук<sup>13</sup>. К тому же она одна из самых превратно понятых. Как искренне считают многие деловые люди, эффективность рынка означает, что рынок всегда «все понимает правильно». Но у теории эффективности рынка гораздо более скромные претензии. Попросту говоря, рынок эффективен, если всякая новая информация быстро или даже мгновенно получает отражение в цене акций. Главный смысл этого в том, что инвесторам очень трудно «переиграть» рынок, если только они

<sup>13</sup> Превосходный обзор прежних и нынешних дискуссий вокруг эффективности рынка см.: R. Bail. *The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations* // D. Chew, Jr. (ed.). *The New Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill, 1999. P. 35—48.

не располагают более обширной или точной информацией, нежели рынок в целом. Торговые стратегии, вроде непрерывной купли-продажи, едва ли способны обеспечить доходность выше рыночной.

Как только ученые осмелились предположить, что фондовый рынок ведет себя эффективно, исследователи рьяно принялись выискивать аномалии. дабы опровергнуть этот тезис. Хотя время окончательных выводов еще не пришло, справедливости ради надо признать, что некоторые аномалии действительно были обнаружены. Для нашей темы здесь важен один вопрос. Что следует из неэффективности рынка для инвесторов и корпоративных менеджеров?

Очевидное следствие для инвесторов: несовершенства рынка открывают перед ними возможности делать деньги. Однако, чтобы воспользоваться такими возможностями, инвесторы должны располагать громадными вычислительными мощностями и обладать способностью непрерывно и ежесекундно совершать сделки с акциями. При всех несовершенствах рынка извлечь из них выгоду под силу лишь самым крупным и расторопным инвесторам. В любом случае, едва такие несовершенства становятся общеизвестны, они, как правило, исчезают и начинается поиск новых.

А каковы следствия рыночной неэффективности для корпоративных менеджеров? Коль скоро цена акций вашей компании в конце концов возвращается к долгосрочной стоимости ее денежного потока, в принятии стратегических решений вы вполне можете полагаться на модель дисконтированного денежного потока. Единственное, о чем вам действительно следует беспокоиться, - это долговременная динамика акций вашей компании, а, уж конечно, не о том, что на этой неделе они оказались недооценены на 5%.

Разумеется, если вы способны систематически выявлять случаи, когда акции вашей компании оценены неверно, то можете попытаться воспользоваться этой информацией, чтобы определить, в какой момент вам лучше продавать больше акций (или употребить акции для оплаты поглощения), а в какой — выкупать акции обратно. Однако когда дело доходит до стратегических решений, все факты недвусмысленно свидетельствуют о том, что поведение рынка лучше укладывается в модель дисконтированного денежного потока, нежели в бухгалтерскую модель.

## РЕЗЮМЕ

Менеджеры, применяющие для оценки стоимости метод дисконтированного денежного потока и, значит, уделяющие должное внимание наращиванию долгосрочного свободного денежного потока, будут вознаграждены повышением цены акций их компании. Свидетельства, которые дает рынок, более чем убедительны. Наивная увлеченность бухгалтерской прибылью зачастую ведет к принятию решений, разрушающих стоимость.

# Создание СТОИМОСТИ

**Б**ольшинство акционерных компаний сегодня ставит перед собой задачу создавать стоимость для своих акционеров. Для многих менеджеров вопрос заключается не в том «Почему мы должны создавать стоимость?», а в том «Как нам создавать побольше стоимости?». Применительно к разным сферам деятельности этот вопрос может звучать по-разному, например:

- Как нам выработать набор целевых нормативов, которые содействовали бы достижению нашей основной цели - созданию стоимости для акционеров?
- Как нам согласовать наши управленческие процессы с задачей создания стоимости?
- Как нам структурировать наши программы материального поощрения?

Особая благодарность Сузане Нолен - соавтору этой главы. В главе использован материал из работы «Making Value Happen», подготовленной группой сотрудников компании McKinsey, в числе которых Петри Аллас, Стив Бир, Ричард Бенсон-Армер, Парки Бонистил, Ричард Доббс, Джон Холл, Йоханна Лавуа, Сузана Нолен, Невилл Солкелд, Бас ван дер Бругг, Кристина Волшлагер. Исследование на тему «Performance Ethics», возглавляемое Уорреном Стрикландом, тоже оказало существенную помощь в раскрытии темы.

- Как нам встроить принципы стоимостного мышления в общую корпоративную культуру на всех уровнях?

Компаниям, желающим внедрить у себя систему управления, ориентированного на стоимость, можно предложить несколько методик. Некоторые из них опираются главным образом на оценку результатов деятельности, другие носят более масштабный характер и охватывают стратегию, финансы и организационную структуру бизнеса. Одни сулят практически немедленный эффект, тогда как другие требуют от менеджеров готовности посвятить себя многолетним программам модернизации. Для одних нужны огромные массивы данных и громоздкие учетно-информационные системы, чем они весьма напоминают программы планирования образца 1960-х годов; в других же можно обойтись минимальным объемом бумажной работы.

Вне зависимости от избранной методики не все компании добиваются успеха в реализации таких программ. Мы изучили общую доходность для акционеров в выборке компаний, объявивших о переходе на стоимостные принципы управления. После этого объявления лишь треть из них превзошла уровень отраслевого индекса более чем на 5%, причем такое положение сохранялось на протяжении трех, пяти и 10 лет. Мы предполагаем, что многие компании рассматривают переход к управлению, ориентированному на стоимость, как единовременный проект, а не как долгосрочный процесс преобразований, и в силу этого пожирают весьма скудные плоды.

Ключевая проблема не в том, имеется ли у компании специальная программа управления, ориентированного на стоимость. Вернее подходить к этой проблеме иначе: источником стоимости служит комплекс взаимосвязанных видов деятельности, которые в большинстве компаний уже налажены; главное, в какой мере эти виды деятельности приспособлены для создания стоимости и в какой мере ценности и поведение, способствующие созданию стоимости, встроены в «образ жизни» компании. Эта глава описывает, как выглядит компания, где активно применяются стоимостные принципы управления, и с чего следует начинать фирме, которая хочет достичь в этом деле высоких результатов.

Главная предпосылка создания стоимости заключается в том, что основу всех действий компании образует стоимостное мышление, которое, в свою очередь, складывается из двух составляющих — системы измерения (оценки) стоимости и стоимостной идеологии.

Коренной вопрос, связанный с измерением стоимости, сводится к тому, понимают ли менеджеры, каким образом компании создают стоимость и как фондовый рынок оценивает компании. Умеют ли менеджеры поддерживать равновесие между долгосрочными и краткосрочными целями или их интересуют только ближайшие результаты? Учитываются ли альтернативные издержки привлечения капитала при оценке деятельности компании? На какие критерии опирается принятая в компании система оценки результа-

ов - на экономические или на бухгалтерские? (В главах 3 и 4 подробно взбирались экономические подходы к измерению стоимости.)

**Стоимостная идеология** отражает заинтересованность высшего руководства компании в создании стоимости для акционеров. Такая идеология роявляется в образе мыслей и в поведении генерального директора. Вот только один аспект: действительно ли директор стремится создавать как можно больше стоимости или он хочет создавать лишь столько стоимости, сколько нужно, чтобы унять слишком ретивых акционеров. Еще один аспект: как директор воспринимает управление, ориентированное на стоимость. - как стиль жизни или всего лишь как кратковременный единоразовый проект. Например, сэр Брайан Питман, председатель правления Lloyds SB Group, уже в ] 980-х годах поставил перед своей компанией задачу удваивать цену акций каждые три года, а в 1998 г. заявил: «Мы готовы к преобразованиям ради того, чтобы вдвое увеличить стоимость компании - и чтобы ем самым раздвинуть рамки наших сегодняшних возможностей»<sup>1</sup>.

И наконец, нацеленный на стоимость руководитель не боится принимать непопулярные решения, если они сулят максимальное наращивание стоимости для акционеров в долгосрочной перспективе. Так, в конце 980-х годов аналитики подвергли жесткой критике компанию Pfizer за большие расходы на НИОКР. Но когда в 1990-х эти расходы обернулись авинообразным ростом продаж, рынок вознаградил Pfizer за терпение своей высокой ценой акций среди всех фармацевтических компаний. Почти всех фирм, преуспевших в управлении, ориентированном на стоимость, ервейшим и решающим фактором этого успеха стала приверженность высшего руководства идее стоимости для акционеров.

Как показывает рисунок 6.1. есть шесть важных областей управленческой деятельности, которые, будучи проникнуты стоимостным мышлением, помогают компании сосредоточить усилия на создании стоимости. Для того компания должна:

- 1) подкреплять свои идейные установки четкими количественными нормативами создания стоимости;
- 2) строго придерживаться такого подхода к управлению своим бизнес-портфелем, который максимизирует стоимость (не пренебрегая в случае необходимости и радикальной реструктуризацией);
- 3) удостовериться в том, что ее организационная структура и культура подчинены цели создания стоимости;
- 4) досконально изучить ключевые факторы стоимости, присущие каждому из ее хозяйственных подразделений;
- 5) наладить эффективное уг.равление своими подразделениями, устанавливая для них всеобъемлющие целевые нормативы и строго контролируя результаты деятельности;

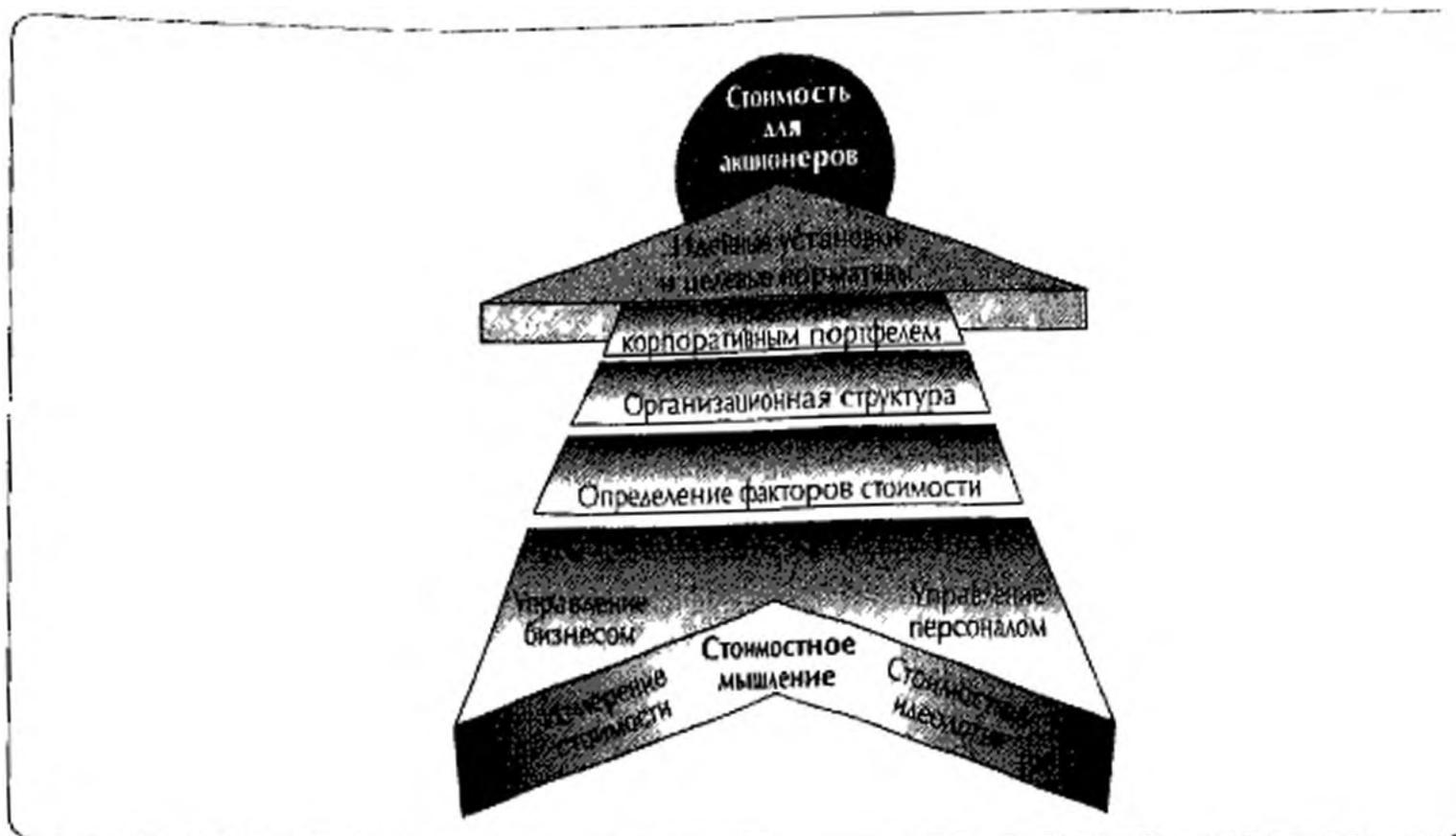


Рисунок 6.1. Сферы деятельности, служащие основой создания стоимости

- б) найти подходящие способы мотивации менеджеров и рядовых работников к созданию стоимости через материальное вознаграждение и другие формы поощрения.

Большинство этих мер продиктовано простым здравым смыслом. Однако, по нашим наблюдениям, основная масса компаний до сих пор не уделяет должного внимания систематической оценке успехов в этих областях. Ниже мы затронем каждую из них более обстоятельно.

### ЦЕЛЕВЫЕ УСТАНОВКИ И НОРМАТИВЫ

Стоимостное мышление может стать для компании мощным орудием достижения своих целей - при условии, конечно, что она сознает, каковы эти цели и как они связаны с созданием стоимости. Слишком часто, однако, публично провозглашаемые компаниями цели сводятся к простому улучшению прежних результатов и определяются скорее не экономическими критериями, а бухгалтерскими показателями, такими как прибыль на акцию. Точно так же и цели, устанавливаемые компаниями, как говорится, для внутреннего пользования (в заявлении предназначения или миссии), порой не имеют ничего общего с теми задачами, которые люди стараются решать в повседневной работе.

У компании, желающей на деле создавать стоимость, целевые установки должны сочетать в себе четкую декларацию намерений с количественными нормативами создания стоимости.

## Установки: декларация намерений

В большинстве случаев простого провозглашения цели максимизировать стоимость для акционеров компании недостаточно, чтобы воодушевить работников, сконцентрировать организационную энергию или придать своим устремлениям долгосрочный характер. Поэтому компании зачастую разрабатывают более широкий набор целевых установок. Хорошим примером служит компания Disney, которая выразила свою миссию таким девизом: «Снабжать людей нужной им развлекательной продукцией высокого качества» — и которая видит свое предназначение в том, чтобы «Создавать стоимость для акционеров, неизменно оставаясь при этом ведущей в мире компанией развлекательного бизнеса в творческом, стратегическом и финансовом планах».

Декларация намерений вдохновляет и объединяет всех участников только тогда, когда в ней отражены подлинные повседневные усилия руководства компании. В противном случае она может сыграть даже губительную роль, внушив людям подозрение, что и все прочие установки на создание стоимости так же неискренни. Поэтому очень важно, чтобы декларация намерений содержала побуждения и устремления, приложимые ко всей организации в целом и разделяемые всеми участниками. Вот лишь несколько примеров таких устремлений, способных вызвать горячую поддержку: убедить компанию от надвигающегося кризиса; сокрушить конкурента; создать нечто новое; совершить благородное дело; создать богатство и процветание. В практическом плане целевые установки должны отвечать на следующий вопрос: «Что за бизнес мы ведем и какого признания мы хотим добиться?». Наконец, целевые установки должны быть изложены понятным людям языком, без излишнего пафоса и абстрактных рассуждений.

## Количественные целевые нормативы создания стоимости

Компаниям необходимо придать своим устремлениям и установкам измеримую форму, для чего служат количественные нормативы, основанные на критериях создания стоимости. Некоторые компании намечают целевой норматив цены акций, обещая, скажем, удвоить ее в течение трех, четырех или пяти лет. Другие «нормируют» ключевые факторы стоимости, какими бы показателями они ни выражались — финансовыми (как прибыль до вычета процентов и налогов) или нефинансовыми (как число потребителей).

Каким образом компаниям следует устанавливать общие целевые нормативы? Не существует такого дедуктивного метода, который подсказал бы менеджерам, «сколько достаточно». Но есть три типа анализа, помогающие собрать необходимую базу данных.

1. Целевые нормативы следует соотносить с *ожиданиями финансового рынка*. Обратное приведение к настоящему времени ожиданий будущего роста и рентабельности инвестированного капитала, которые встроены в текущую

цену акций, дает представление о перспективах компании<sup>2</sup>; такого же рода информацию можно почерпнуть также из аналитических отчетов.

2. Кроме того, при разработке целевых нормативов следует учитывать *отраслевой контекст*, чтобы, во-первых, выявить реальные возможности на избранных компанией рынках, а во-вторых, понять, какие цели ставят перед собой конкуренты.
3. Наконец, крупные компании можно принять за *ролевые модели*, которые служили бы образцом как устанавливаемых нормативов, так и динамики фактических достижений.

В свете результатов такого анализа генеральный директор и другие высшие менеджеры должны рассмотреть цели своей компании, без колебаний расставаясь с предвзятыми и косными суждениями. Высшие менеджеры должны также соотнести намеченные целевые нормативы с прошлыми результатами компании, чтобы выяснить, какую брешь предстоит залатать. В идеале целевые нормативы следует устанавливать с некоторыми допусками, но не слишком большими, дабы не подрывать моральные устои сотрудников.

Целевые установки, сочетающие в себе жесткое требование достичь определенных финансовых показателей с более гибким по характеру обращением к людским сердцам и умам, рождают всеобъемлющую мотивацию к созданию стоимости.

## УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМ ПОРТФЕЛЕМ

Для максимизации стоимости компании нужно прежде всего выяснить, насколько ее нынешний портфель бизнес-единиц сообразуется с этой целью. Формирование портфеля не сводится лишь к финансовым операциям, поскольку акционеры имеют возможность самостоятельно покупать и продавать акции разных компаний, выбирая желательное для себя сочетание доходности и риска. Формирование портфеля - это, скорее, комплекс действий, направленных на реализацию стратегических преимуществ корпорации, неотступный поиск возможностей совершенствования и непрерывный контролируемый рост. Давайте рассмотрим процесс управления корпоративным портфелем в трех ракурсах.

### Стратегия: анализ характера корпорации

По мере того как обособление предприятий и распродажа активов получают все большее распространение среди компаний, тем, кто продолжает сохра-

<sup>1</sup> **Более** подробно об обратном приведении цены акций см.: Г. Koller and Л Dobbs. The Expectations Treadmill // McKinsey Quarterly. 1998. Vol. 3. P. 32-43.

Таблица 6.1. Семь известных типов характера корпораций

Тип характера	Признаки
«Мастер отраслевою строительства»	Регулярно отыскивает свободные ниши, не охваченные существующими птр?..слями, и формирует на их месте новые отрасли к собственной выгоде
«Мастер рыночных сделок»	Регулярно «переигрывает» рынок благодаря непревзойденной способности выявлять и осуществлять выгодные сделки Это достигается за счет превосходного знания подлинной стоимости компаний либо особенностей конкретной отрасли
«Мастер распределения редких ресурсов»	Эффективно размещает капитал, денежные средства, время и людские ресусосы среди многочисленных бизнес-единиц
«Мастер воспроизведения навыков»	Непрерывно распространяет накопленные навыки среди бизнес-единиц Таким образом, навык передачи умений и знаний по горизонтали выделяется, как преобладающий, из всех прочих функьиональных навыков
«Мастер оперативною управления»	Отличается непреходящей способностью прививать этическую ценность эффективной работы вкупе с соответствующими системалги поощрения и контроля внутри бизнес-единиц
«Кузница кадров»	Выводит на институциональный уровень модель набора, сохранения и повышения квалификации кадров, выделяющихся особой одаренностью из общей массы в отрасли
«Магнит активов роста»	Демонстрирует устойчивое превосходство в организации инновационной деятельности среди многочисленных бизнес-единиц

нять в собственности разнородные структурные подразделения, приходится искать оправдание такому решению. Исследователи не устают спорить о том, удастся ли большинству многопрофильных компаний создавать дополнительную стоимость сверх суммы стоимостей их составных частей. И все же встречаются многопрофильные компании, чей корпоративный центр неизменно выигрывает от диверсификации. Мы выявили семь типов «характера» корпораций, разнящихся способами, какими корпоративный центр может создавать добавленную стоимость (см. табл. 6.1). Благополучные многопрофильные компании, извлекающие стоимость из всех своих структурных подразделений, выказывают яркие признаки хотя бы одного, а то и нескольких из этих типов. Анализируя свой корпоративный портфель, компании следует определить, насколько хорошо ей удастся «роль» каждого типа, а если особых достижений нет ни в одной, то выбрать наиболее подходящую для своих предприятий и развивать соответствующие навыки.

## **Текущая деятельность: анализ возможностей внешней и внутренней реструктуризации**

В главе 2 вы видели, как Ральф Демски исследовал стоимостный потенциал EG Corporation посредством гексаграммы структурной перестройки. Такая гексаграмма позволяет количественно измерить эффект рычагов создания стоимости: информационного обмена с инвесторами, внутренних улучшений; расформирования (отъединения структурных подразделений); перспектив роста (как естественного, так и через слияния/поглощения); финансового конструирования. Гексаграмма помогает руководству понять, какой дополнительной стоимости можно ждать от реструктуризации и где кроются наиболее обещающие возможности.

### **Рост: анализ трех временных горизонтов**

Опыт компаний, устойчиво сохраняющих темпы роста выше средних, показывает, что в управлении своими бизнес-портфелями они ориентируются на три временных горизонта<sup>3</sup>. Таким образом эти компании гарантируют себе, что в их портфелях всегда присутствуют предприятия на всех трех стадиях развития, изображенных на рисунке 6.2.

1. Горизонт 1 охватывает нынешние ключевые бизнес-единицы, на которые, как правило, приходится львиная доля текущей прибыли и денежного потока.
2. Горизонт 2 охватывает новоявленные возможности, «молодые звезды» компании - те ее бизнес-единицы, которые уже обрели своих потребителей и приносят доход, даже если пока и не создают положительного денежного потока.
3. Горизонт 3 охватывает будущие возможности - перспективы, к обретению которых уже приложены те или иные начальные усилия, будь то пробный проект, неконтрольное участие или просто протокол о намерениях.

Концепцию управления, ориентированного на стоимость, нередко упрекают в недостатке внимания к наращиванию прибыли, но анализ горизонтов роста обеспечивает сбалансированный подход к потенциальным источникам создания стоимости.

Сочетание трех временных горизонтов помогает менеджерам раздвинуть традиционные рамки управления, ориентированного на стоимость, включив сюда и создание стоимости для фирмы. Иногда реструктуризация бизнес-портфеля ради приведения его в соответствие с корпоративной стратегией или ради образования новых растущих предприятий обладает более

<sup>3</sup> M. Begkai, S. Coley, and D. White. *The Alchemy of Growth: Kickstarting and Sustaining Growth in Your Company*. London: Orion Business 1999



Рисунок 6.2. Три горизонта роста

мощным потенциалом на будущее, нежели совершенствование деятельности какого-то отдельно взятого предприятия. Если же портфель имеет приемлемую структуру, то далее полезно присмотреться к таким аспектам осуществления стоимости, как организационное и оперативное управление.

## ОРГАНИЗАЦИЯ, ОРИЕНТИРОВАННАЯ НА СТОИМОСТЬ

Наличие «правильной» организации составляет ключевое условие создания стоимости, поскольку именно организация обеспечивает воплощение целевых установок и стратегии фирмы в отлаженной повседневной работе исполнителей. Не существует какого-то одного, единственно верного подхода к формированию организации, и фирме, стремящейся к осуществлению стоимости, вовсе не обязательно бросаться в пучину радикальной структурной перестройки. Наша работа с клиентами отчетливо показывает, что эффективность управления, ориентированного на стоимость, зависит как от «жестких», так и от «гибких» элементов организационной структуры. В число важнейших «жестких» элементов входят иерархия (кто кому подотчетен), распределение властных полномочий (кто какие решения вправе принимать), штатное расписание (кто занимает ключевые посты) и механизм координации (как налажены информационный обмен и делопроизводство). К «гибким» элементам относятся убеждения (насколько велик, по мнению людей, рыночный потенциал), ценности (что люди считают важным), а также стиль руководства.

Один существенный организационный вопрос звучит так: «Есть ли в нашей организации четкая система коллективной и персональной ответственности?». Если нет, компания наверняка испытывает сложности при установлении целевых нормативов, оценке результатов деятельности и вознаграждении за труд как подразделений, так и отдельных работников. В общем случае мы рекомендуем выделять структурные единицы по масштабу (объем продукции или число потребителей), подконтрольности (ответственность за прибыли/убытки) и степени значимости для бизнеса (она должна быть достаточно ощутимой, чтобы высшее руководство пожелало тратить время на обсуждение деятельности подразделений с их менеджерами).

В рамках подразделения тоже необходимо четко определить пределы ответственности за результаты деятельности для каждого человека или рабочей группы. Считается, что для создания стоимости лучше подходит децентрализованная организация, имеющая обычно плоскую структуру, так как она обеспечивает более прозрачный и внятный информационный обмен. Но не стоит забывать, что единственно «правильной» организации не существует, а значит, если у компании с централизованной структурой хорошо налажена система ответственности и четко распределены полномочия по принятию решений, ей нет нужды перестраиваться.

Организационная структура может сдерживать или, наоборот, подстегивать успешную работу. Скажем, главная организационная «ось», вокруг которой строится компания, должна соответствовать источникам ее конкурентных преимуществ (так, компанию, которая выигрывает от близости к рынку, видимо, лучше организовать с опорой на региональную «ось»). Однако изменение организационной структуры — это весьма болезненное вмешательство в повседневную жизнь компании. Менее резкие движения, такие, например, как перераспределение полномочий, назначение на ключевые посты новых людей или переналадка координационного механизма, порой тоже помогают компании решить организационные проблемы.

«Гибкие» элементы организации представляют собой не менее важные сдерживающие или стимулирующие факторы эффективной работы компании. Например, если инженеры придерживаются убеждения, что «каждое построенное нами предприятие должно быть приспособлено к индивидуальным нуждам потребителей», то это может повлечь за собой дополнительные расходы на конструирование и производство, снижающие общую прибыльность, тогда как потребителей на самом деле вполне удовлетворила бы стандартная модель. Стиль руководства может стать сдерживающим фактором, если действия менеджеров расходятся с теми ценностями, которые они провозглашают на словах. Для того чтобы компания создавала стоимость, психология и помыслы самих менеджеров должны быть нацелены на высокую результативность.

На убеждения и ценности людей трудно влиять напрямую. Один из применяемых нами подходов заключается в анонимном опросе менеджеров для

выяснения их отношения к определенным установкам и ценностям. Причем опрос предлагает обозначить не просто согласие или несогласие с неким тезисом («Мы должны расти»), но и степень приверженности конкретному убеждению («Я искренне считаю, что это важная цель»), его реалистичность («Думаю, мы способны достичь этой цели в намеченные сроки»), свои навыки в этой области («Я знаю, что надо делать, чтобы обеспечить рост»), а также другие логически связанные с ним убеждения. Хотя согласиться с предложенным тезисом могут многие участники, ответы на остальные вопросы порой обнаруживают удивительные расхождения. Когда люди сталкиваются с такими неоднозначными результатами опроса, это может послужить основой для дискуссии и выработки нового консенсуса. Возможно, дальнейшее углубление в организационную философию и выходит за рамки управления, ориентированного на стоимость, в его узком смысле, но порой без этого не обойтись, если компания хочет провести серьезные преобразования, чтобы наладить процесс создания стоимости.

### ИЗУЧЕНИЕ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ

Фирме, чье руководство поставило перед ней задачу создания стоимости, необходимо понять, какие элементы ее повседневных операций, а также крупных инвестиционных решений сильнее всего влияют на стоимость. При верном подходе определение факторов стоимости помогает менеджерам в трех смыслах. Во-первых, руководителям бизнес-единиц и их персоналу это помогает понять, каким образом их предприятия создают и максимизируют стоимость. Во-вторых, это позволяет установить приоритетность факторов стоимости и определить, куда надо в первую очередь направить (или переместить) ресурсы. В-третьих, это помогает руководителям бизнес-единиц и их персоналу осознать высшие приоритеты компании и подстроиться под них.

*Фактор стоимости* в том смысле, как это понятие употребляется здесь, — это некая переменная, от которой зависит результативность предприятия (например, эффективность производства или удовлетворение потребителей). Единицы измерения факторов стоимости называют *итевыми показателями деятельности (КПД)*. К ним относятся, в частности, загрузка производственных мощностей или норма сохранности состава потребителей. Набор КПД используется как для установления целевых нормативов, так и для оценки результатов работы. Правильное определение факторов стоимости требует соблюдения трех важных принципов.

1. *Факторы стоимости должны быть напрямую привязаны к созданию стоимости для акционеров и с необходимой детализацией доведены до всех уровней организации вплоть до самого нижнего. Увязывание факторов стоимости с общей целью создания стоимости для акционеров имеет*

два преимущества. Во-первых, это позволяет свести воедино задачи, стоящие на разных уровнях организации. Когда рядовые сотрудники и руководители бизнес-единиц придерживаются единого мнения о том, как повседневная деятельность предприятия сказывается на стоимости, они могут согласовать свои планы и оценки, устранив противоречия в целях, которых стремятся достичь в своей работе. Во-вторых, у менеджеров появляется возможность поддерживать должное равновесие и надлежащий порядок приоритетности между разными факторами стоимости, а также между краткосрочными и долгосрочными задачами. Когда предстоят трудные решения, руководство может использовать долгосрочное создание стоимости в качестве критерия для их принятия, а также в качестве обоснования принятых решений перед фондовым рынком.

Заметьте, что установка на создание стоимости для акционеров не отменяет других важных целей компании, таких как безопасность труда и производимых продуктов или охрана окружающей среды. Напротив, эти аспекты тоже можно включить в определение факторов стоимости и в систему оценки результатов. Плавное — установить четкие правила, диктующие, как и в каких обстоятельствах эти цели выступают на первый план перед максимизацией стоимости для акционеров, и тогда общий курс на стоимость не пострадает.

2. *При установлении целевых нормативов и при оценке результатов деятельности факторы стоимости следует выразить как финансовыми, так и операционными КПД.* Зачастую компании проводят анализ факторов стоимости, разбивая рентабельность инвестированного капитала на ее финансовые составляющие (что показано «деревом рентабельности» в гл. 9). Это хорошее начало, но само по себе не дает полного представления о факторах стоимости. Дело в том, что менеджеры не в состоянии непосредственно влиять на финансовые коэффициенты; они могут делать это, только «нажимая» на операционные рычаги. Стало быть, менеджерам следует продвинуться еще на один шаг вперед. Скажем, если розничный продавец оборудования хочет выяснить, как он может увеличить свою прибыль до вычета процентов и налогов (*EBIT*), ему сперва надо разбить этот показатель на составляющие - валовую прибыль, складские расходы, затраты на доставку, прочие торговые, общие и административные расходы. Потом ему следует выделить факторы, определяющие каждый вид издержек: так, затраты на доставку можно отобразить через число ездов на одну сделку, затраты на одну езду и количество сделок. Такая степень детализации позволяет менеджерам анализировать конкретные меры по улучшению результатов деятельности.

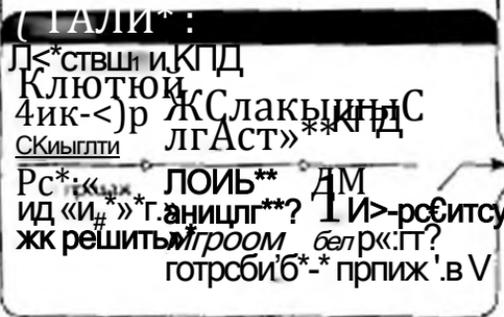
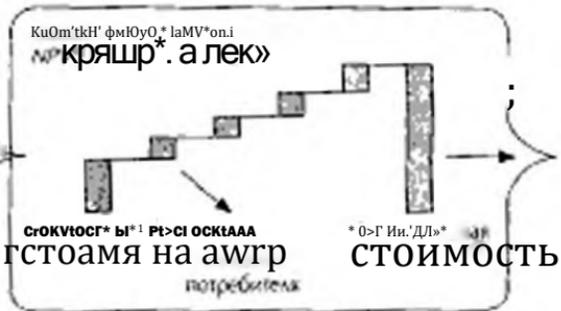
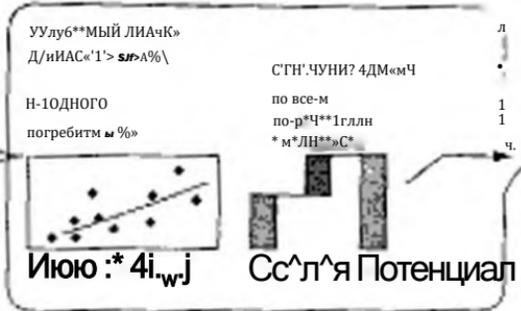
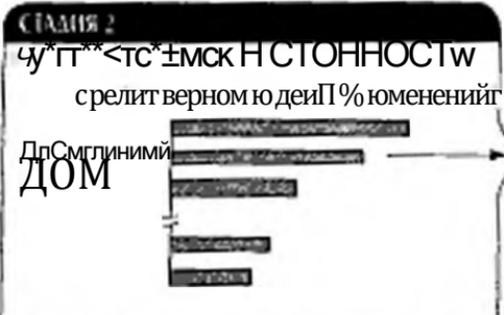
Параметры операционной деятельности особенно полезны как опережающие показатели. Финансовые коэффициенты как таковые не могут предупредить менеджеров о грядущих проблемах. Например, рентабельность инвестированного капитала у подразделения может на короткое время улучшиться просто потому, что команда менеджеров не в силах поддерживать прежний уровень активов или необходимых инвестиций.

Если попросить менеджеров представить отчет по операционным показателям, таким как расходы на материально-техническое обслуживание оборудования, обновление машинного парка или расширение/замещение активов, то обнаружится, что рост рентабельности инвестированного капитала весьма эфемерен.

3. *Факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста* Хотя многие компании, чьи предприятия находятся на стадии зрелости или спада активности, уделяют основное внимание текущей деятельности, фирмам, стремящимся к успеху, следует искать возможности роста. Следовательно, анализ факторов стоимости должен выявлять параметры, от которых зависит рост рентабельности сверх затрат на капитал, равно как и повышение текущей рентабельности инвестированного капитала. Для розничного торговца это может быть число магазинов, которые предстоит открыть в том или ином году, или число категорий новых продуктов, выпускаемых на рынок. Впрочем, иногда рост нельзя выразить такими легко измеримыми показателями, как число магазинов. В некоторых случаях правильнее использовать проектные параметры. Так, у металлургической компании источником роста может оказаться новый производственный процесс, факторами стоимости которого будут сроки внедрения. В других случаях более уместны качественные показатели. Скажем, производителю потребительских товаров было бы полезно оценить собственную способность улавливать рыночные тенденции по такой шкале: отлично, хорошо, удовлетворительно, плохо.

Из этих трех принципов естественным образом следует, что каждое подразделение (хозяйственная, или бизнес-единица) должно иметь свой собственный набор факторов стоимости и КПД. Конечно, корпоративный центр может поддаться искушению подвести все подразделения компании под единый шаблон, но, как правило, это начисто лишено смысла по любым параметрам кроме, разве что, самых общих финансовых показателей. Даже когда две бизнес-единицы принадлежат к одной и той же отрасли, им лучше ориентироваться на индивидуальные факторы стоимости, если в их повседневной работе имеются существенные различия. Скажем, подразделению с превосходными операционными результатами и высокой прибылью следует руководствоваться КПД, относящимися к росту, тогда как подразделению с низкой прибылью больше подходят КПД, связанные с издержками.

Надо также отметить, что число показателей деятельности у бизнес-единиц должно быть ограниченным. Менеджерам необходимо регулярно отслеживать результаты по этим показателям в сочетании с другими факторами стоимости, которые служат вспомогательными диагностическими критериями, чтобы видеть общую картину работы предприятия и глубинные причины возможных проблем. Опыт показывает, что для этого достаточно пяти—десяти КПД, 20 — это верхний предел. Попытавшись ис-



Оисисги\* \*ед>мооь М'

идею\*. ПЬоцмля

0'wг. а(1«и\*;

Финансовые показатели	5ИШ"	результ	состояние	Л
Доля чистой прибыли				
Доля потребителей без роста продаж	15	Г2	-	Мне...
...	1			00wip. кс<п>ту

J\* NPY--vci\* гуие\*тлг\*«\*\*1я пои мост t

21 S6—хомЯтеишлФви»\*\*М

Рисунок 6.3. Обши С\*«ма JMitАНJJ флкторь СТОИМОСТИ

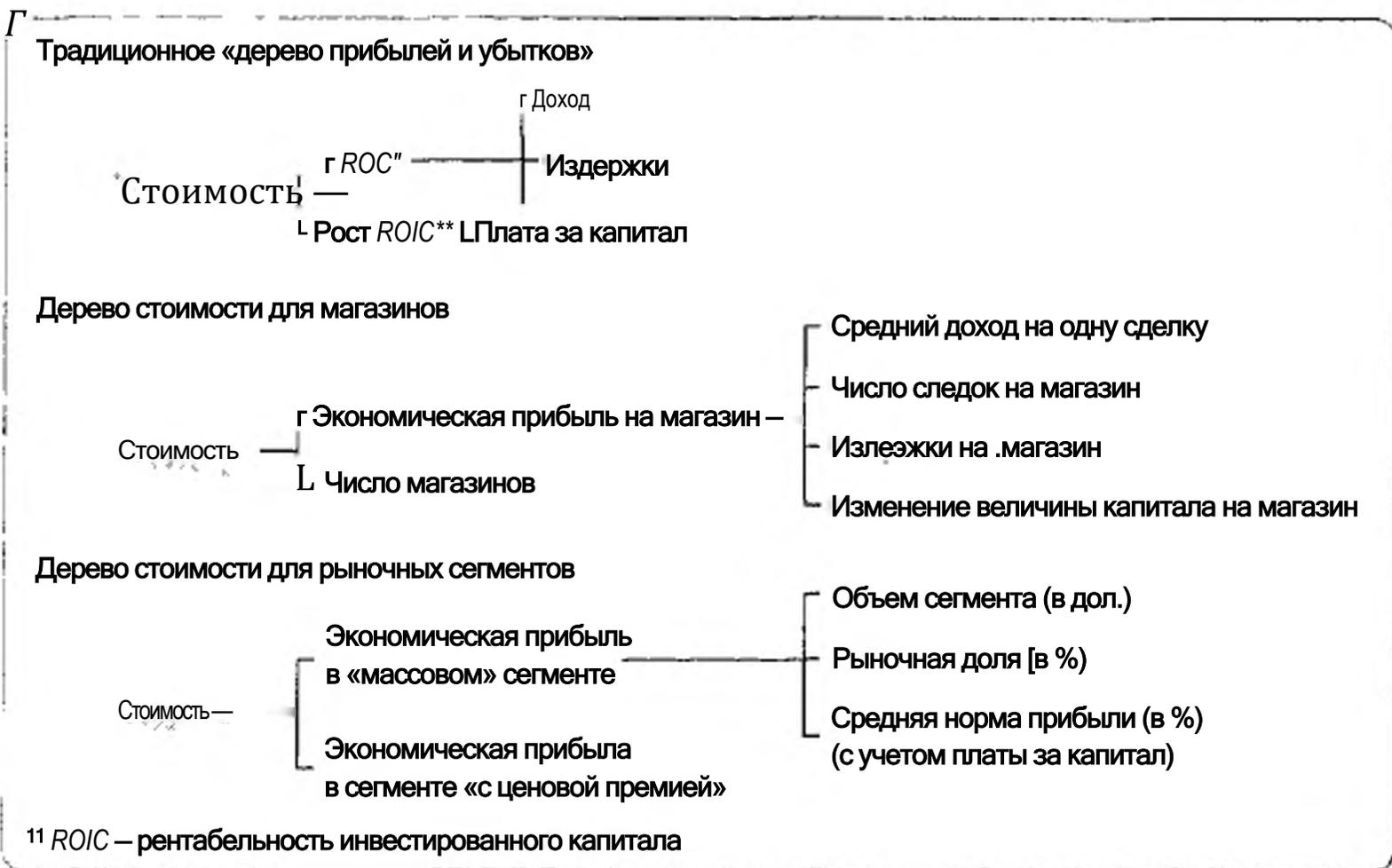


Рисунок 6.4. Дерево факторов стоимости в разных ракурсах

пользовать больше 20 КПД, компания, вероятнее всего, столкнется с трудностями при выборе тех, которым следует уделять основное внимание.

Процесс определения факторов стоимости состоит из трех стадий (здесь мы рассмотрим их по отдельности, хотя на практике они образуют единое целое): распознавание, установление приоритетов и институционализация (см. рис. 6.3).

1. *Распознавание.* Первейшая задача — построить деревья стоимости, которые выявляли бы систематическую связь оперативных элементов бизнеса (предприятия) с процессом создания стоимости. Желательно выразить эту связь математически, однако неколичественными параметрами тоже не следует пренебрегать. Полезно к тому же построить такие деревья по крайней мере тремя разными способами (см. рис. 6.4): это открывает простор для творческого поиска и способствует доскональности анализа. Затем менеджеры могут свести свои предварительные наброски в единое дерево стоимости, лучше отражающее их понимание бизнеса. Для того чтобы такая процедура была плодотворной, все менеджеры предприятия должны напрямую участвовать в «мозговой атаке» и коллективном обсуждении.
2. *Установление приоритетов.* Как только менеджеры достигли согласия по поводу единого дерева стоимости, следующий шаг — определить, какие факторы оказывают самое сильное влияние на стоимость. Установление приоритетов начинается с построения модели дисконтированного денежного потока, позволяющей испытать, насколько чувствительна стоимость бизнес-единицы к изменениям каждого фактора стоимости;

для этого перебираются по очереди все выбранные переменные, одна за одной, и исследуется эффект малейшего изменения каждой. Далее надо проанализировать ограниченное число отобранных факторов стоимости, чтобы определить их «реальный» потенциал и наверняка воплотить его в каждом действии, направленном на улучшение работы. В завершение этой стадии составляется перечень ключевых факторов стоимости с указанием потенциала каждого из них.

3. *Институционализация.* Факторы стоимости вводятся в набор целевых нормативов и в систему оценки работы предприятия (так называемую оценочную ведомость), как будет описано в следующем разделе. Учтите, что перечень факторов стоимости необходимо периодически пересматривать, ибо порядок их приоритетности может измениться с изменением рыночных условий и развитием навыков самой компании.

## УПРАВЛЕНИЕ БИЗНЕСОМ

Как только компания, разобравшись с факторами стоимости, уразумела, каким образом создавать стоимость на каждом предприятии, перед ней встает следующая проблема - наладить такое управление каждым предприятием, которое обеспечило бы результаты деятельности, соответствующие целевым установкам на всех уровнях. Процесс управления бизнесом, включающий в себя установление целевых нормативов и регулярный надзор за их соблюдением, направлен на то, чтобы все звенья и уровни организации вместе работали на общую задачу. Управление бизнесом зачастую играет решающую роль в осуществлении стоимости; во всяком случае, это происходит всегда, когда систему измерения стоимости, факторы стоимости и целевые нормативы нужно воплотить в повседневные действия и решения.

Если управление бизнесом налажено хорошо, то это способствует открытому и эффективному взаимодействию разных уровней организации. Особенно выигрывает от добротного управления бизнесом диалог между корпоративным центром и подразделениями. Это позволяет менеджерам без помех заниматься своим непосредственным делом, а начальству дает уверенность в том, что намеченные и согласованные результаты будут достигнуты. Но вот если управление бизнесом налажено скверно, это порождает массу бумажной работы, на которую впустую уходит огромное количество времени.

Плодотворное управление бизнесом складывается из нескольких составляющих. Во-первых, всякая бизнес-единица должна иметь внятную стратегию создания стоимости. Во-вторых, установленные целевые нормативы должны быть отчетливо связаны с конкретными факторами стоимости. В-третьих, у бизнес-единицы должен быть строгий график подведения итогов для сопоставления достигнутых результатов с намеченными КПД.

## Разработка стратегии создания стоимости для бизнес-единицы

Наличие у бизнес-единицы внятной стратегии - это необходимая предпосылка эффективного управления бизнесом, хотя разработка такой стратегии не является его составной частью. Мы не станем здесь подробно описывать процесс стратегического планирования, но зато покажем, какую великую помощь в выборе стратегии для бизнес-единицы оказывает менеджерам анализ дисконтированного денежного потока, который используется для выявления факторов стоимости.

Стоимостный подход к выработке стратегии позволяет глубже вникнуть в суть вещей.

- Банковское подразделение по обслуживанию населения придерживалось стратегии «выдаивания», изымая средства из бизнеса и питая ими головной банк, являющийся крупным центром денежного рынка. Новый исполнительный директор подразделения решил переключиться на стратегию агрессивного роста, дабы восстановить утраченную рыночную долю. Переход к новой стратегии оценивался в 100 млн дол., которые требовались на обновление банковских филиалов, установку новых кассовых аппаратов, переподготовку операционистов и активную рекламную кампанию. Генеральный директор головного банка поначалу принял в штыки новую стратегию, сулящую снижение рентабельности собственного капитала в первый год осуществления. Однако он переменил свое мнение после того, как анализ дисконтированного денежного потока показал, что стратегия агрессивного роста позволяет получить на 124% больше стоимости, чем стратегия «выдаивания».
- Компания сектора потребительских товаров обнаружила, что стратегия ускоренного роста на основе отдельных категорий продуктов обладает вдвое большим потенциалом наращивания стоимости и меньше подвержена риску спада, нежели распространение торговой марки на новые продукты.

Еще одно преимущество установления прямой связи между стратегией и оценкой стоимости заключается в том, что это позволяет направить процесс разработки стратегии в единое русло с другими усилиями по осуществлению стоимости. Если в процесс разработки стратегии изначально не заложен курс на создание стоимости, то управление бизнесом будет менее плодотворным, поскольку его цели могут существенно расходиться с избранной стратегией.

### **Установление целевых нормативов создания стоимости**

Принятую стратегию необходимо перевести на язык конкретных количественных показателей, а для этого менеджеры должны установить ряд целевых нормативов создания стоимости. В этом разделе мы остановимся

на процессе выработки целевых нормативов для бизнес-единицы, но те же самые принципы применимы на любом уровне детализации, вплоть до рядовых работников.

Отправной точкой служит выбор основы для определения целевых нормативов. Как правило, их устанавливают на базе прежних результатов («мы можем получить на 3% больше, чем в прошлом году») или исходя из задачи повышения общей производительности вне связи с конкретным предприятием («каждый сотрудник корпорации должен обеспечить рост на 15%»). Мы советуем учитывать фактические возможности по каждому КПД. Оценить эти возможности позволяют контрольное сравнение с конкурентами, отраслевой анализ, определение теоретических ограничений (таких, например, как предельная загрузка производственных мощностей). а при необходимости и контрольное сравнение сопоставимых бизнес-единиц в рамках компании. Такой процесс обычно приводит к росту общей производительности, но на реальных основаниях.

Кроме того, нужно еще решить, как поступать с внешними факторами. Это особенно важно для предприятий, чьи ключевые рычаги стоимости (например, товарные цены) зависят от внешних условий, неподвластных менеджерам. Обычно наилучший подход — скорректировать нормативы с учетом изменений внешней среды. Во всяком случае, правила игры следует четко сформулировать до начала периода оценки, чтобы все заинтересованные стороны могли убедиться в их объективности.

После того как корпоративный центр и руководство бизнес-единицы придут к согласию по поводу базовых принципов, им предстоит еще определить порядок взаимодействия в процессе выработки целевых нормативов. Согласование нормативов, спускаемых сверху и исходящих от низшего эшелона, требует обстоятельных переговоров между корпоративным центром и менеджерами бизнес-единицы, что придает установлению целевых нормативов итеративный характер. Хотя это отнимает больше времени и сил, нежели простое введение целевых нормативов волевым решением сверху, при итеративном подходе интенсивнее используется опыт менеджеров бизнес-единицы и они скорее окажут искреннюю поддержку согласованному решению.

Наличие у корпоративного центра полной и достоверной информации - важнейшая предпосылка успеха такого диалога. Высшие руководители, и особенно генеральный директор, должны хорошо разбираться в экономических и оперативных параметрах деятельности каждого предприятия независимо от того, какую информацию предоставляют им сами предприятия. Для этого применяются разнообразные приемы: в частности, корпоративный центр может выступать в роли инвестора-доверителя или в рамках корпоративного центра может быть создан отдел «анализа собственного капитала». При умелом обращении любой из этих приемов может послужить хорошим подспорьем бизнес-единице, а также обеспечить нужное знание генеральному директору компании.

Выработав согласованный набор целевых нормативов, корпоративный центр и бизнес-единица могут оформить принятое решение контрактом на исполнение с оговоренными результатами работы. В нем должны содержаться промежуточные контрольные показатели, а также итоговые качественные и количественные цели, которых бизнес-единица намерена достичь в указанный период. Эти цели следует формулировать *достаточно* четко, дабы исключить двусмысленное толкование, но без неоправданных ограничений свободы действий менеджеров. Подписание такого контракта генеральным директором компании и руководителем подразделения придает символическую значимость взаимным обязательствам.

Хотя наше изложение касается установления целевых нормативов для бизнес-единицы в целом, их, как и факторы стоимости, следует с необходимой детализацией распространить на все уровни организации. Если генеральный директор обсуждает с руководителем подразделения несколько самых общих оперативных и финансовых параметров, то руководитель подразделения должен, в свою очередь, обсудить со своими непосредственными подчиненными более подробный набор КПД. То же самое повторяется и на уровне рядовых исполнителей, где менеджеры со своим персоналом обсуждают оперативные рычаги, такие как оборачиваемость запасов. Если компания организационно разбита на бизнес-единицы и проводит доскональный анализ факторов стоимости, то доведение целевых нормативов до всех уровней должно происходить в ней беспрепятственно.

### **Регулярный контроль за результатами деятельности**

Для периодического сопоставления достигнутых результатов с целевыми нормативами компании нужно иметь строгий календарный график подведения итогов. В соответствии с этим графиком на протяжении года должна проводиться серия собраний с участием менеджеров и рядовых работников для оценки и обсуждения промежуточных результатов, а также поиска путей повышения эффективности. Плодотворность такого контроля в немалой степени зависит от используемой информации, сроков подведения итогов и тональности обсуждения.

Наилучшей информационной базой контроля за результатами служит оценочная ведомость, куда входят все стоимостные параметры и КПД, выявленные посредством анализа факторов стоимости. Менеджеров нередко соблазняет простота решения свести оценку результатов деятельности только к разбору финансовых отчетов. Однако бухгалтерские данные раскрывают лишь часть картины. Оценочная ведомость должна содержать также стоимостные показатели, основанные на экономических критериях, и КПД, отражающие состояние базовых видов деятельности. В качестве мерила стоимости, созданной за некий период времени, широко используется экономическая прибыль. Прошлые результаты по КПД дают представление

Таблица 6.2. Образец оценочной ведомости для бизнес-единицы

	Месяц			Прошлый результат			Текут СОСТОИВ*
	Факт	Норма г и в	Предыду щий гол	Факт	Норма I HR	Предыду щий год	
Создание стоимости							
Экономическая прибыль	30	15	25	150	1 60	140	0
Финансовые показатели							
Валовая прибыль							0
Торговые расходы							0
Общие и административные расходы							0 <sup>1)</sup>
Чистая прибыль							0
ROIC <sup>1)</sup>							0,1
Оперативные показатели							
Продажи на кв метр							0
Оборачиваемость запасов							0
Текущая текучесть кадров							0
Опережающие индикаторы							г
Открытие новых магазинов							б i
Запуск новых продуктов							0
Удовлетворение потребителей							e

© Результат не менее 95% от намеченной  
 o 80–95% от намеченного  
 • Менее 80% от намеченного

<sup>1)</sup> ROIC – рентабельность инвестированного капитала

о факторах стоимости, выявляя параметры оперативной деятельности, стоящие за финансовыми показателями. Скажем, если доход падает, что служит тому причиной - сокращение рыночной доли, предоставление ценовых скидок больше обычного или иные обстоятельства? Кроме того, опережающие индикаторы позволяют судить о перспективах на будущее и нередко помогают избежать негативных тенденций. Пример оценочной ведомости, содержащей все перечисленные элементы, представлен в таблице 6.2.

Хотя у корпоративного центра может возникнуть искушение ввести единую оценочную ведомость для всех подразделений, это весьма недальновидно. Выгоды от сопоставимости всех бизнес-единиц более чем перекрываются потерями в понимании уникальных факторов стоимости каждой бизнес-единицы. В идеале хорошо бы иметь оценочные ведомости, приспособленные к особенностям каждой хозяйственной единицы и каждого ее уровня, так чтобы любой менеджер мог контролировать ключевые факторы стоимости, наиболее важные именно на его участке работы. Определившись с набором данных, какие они хотели бы видеть в оценочной ведомости, далее менеджеры должны установить порядок сбора этих данных, обеспечивающий своевременность, полноту<sup>1)</sup> и точность информации для каждого подведения итогов. Компании существенно разнятся между собой по степени автоматизации этого процесса. Некоторые полагаются на

компьютеризацию и соответствующее программное обеспечение, тогда как другие предпочитают менее формализованные системы. Но в любом случае процесс должен быть как можно более простым и четким, с тем чтобы каждое подведение итогов не сопровождалось информационным кризисом. Точность данных, включаемых в оценочную ведомость, тоже очень важна: люди должны чувствовать, что их работа оценивается по справедливости. Более того, менеджерам следует внятно сформулировать, как они намерены организовать непрерывный сбор данных качественного характера.

Оценочная ведомость показывает, «что» подлежит контролю при подведении итогов, календарный график диктует, «когда» это происходит. Для того чтобы подведение итогов стало неотъемлемой частью повседневного управления бизнесом, оно должно быть налажено как структурированный, регулярно повторяющийся цикл. Продолжительность такого цикла следует выбирать весьма тщательно. Хотя большинство компаний по инерции придерживается годовой периодичности, не исключено, что некоторые важнейшие КПД лучше оценивать в рамках более длительных или, наоборот, более коротких циклов — в зависимости от периода их «вызревания». Наконец, менеджерам следует координировать график подведения итогов с другими знаковыми событиями в жизни фирмы, такими как бюджетное планирование или индивидуальная аттестация работников. Когда управление бизнесом идет вразрез с нормальным течением дел в компании, оно зачастую теряет львиную долю своей эффективности.

Стиль и тональность подведения итогов тоже играют не последнюю роль для действенности этой процедуры. В некоторых компаниях подведение итогов не оказывает сколько-нибудь ощутимого влияния на дальнейшую работу, поскольку сводится, по сути, к «торжественной церемонии», где не обсуждаются возникшие проблемы и не вскрываются их глубинные причины. Один из способов превратить подведение итогов в реальный механизм разрешения проблемных вопросов - регулярно проводить рабочие совещания. Такие совещания предназначены для того, чтобы менеджеры, облеченные равной ответственностью, но работающие на разных участках предприятия или корпорации в целом, могли делиться между собой опытом.

Если управление бизнесом организовано правильно, оно не ложится лишним бременем на плечи и без того занятых менеджеров. Напротив, оно экономит им время и силы, поскольку ставит перед менеджерами ясные цели, дает мотивацию к их достижению, да и вообще служит постоянным подспорьем в их работе.

## УПРАВЛЕНИЕ ПЕРСОНАЛОМ

Управление персоналом выполняет две функции, обязательные для осуществления стоимости. Первая — побудить менеджеров мыслить как собственники; для этого вознаграждение менеджеров должно быть напрямую

увязано с их действиями, способствующими общей задаче создания стоимости для акционеров. Вторая — привлечь и сохранить в компании талантливых работников, заинтересовав их соответствующей системой поощрений. Эта функция приобретает особое значение в современной экономике, все сильнее зависящей от знаний, где управленческая способность сама по себе становится важным источником стоимости. Итак, компаниям необходим процесс, направляющий поведение отдельных работников в русло общих усилий по созданию стоимости и дающий им мотивацию (через систему вознаграждения и поощрения) к высоким индивидуальным достижениям.

Как и управление бизнесом, управление персоналом должно включать в себя установление целевых нормативов и подведение итогов (оценку результатов деятельности). Нормативы для отдельного работника должны быть привязаны к КПД, за достижение которых он отвечает; это позволяет согласовать задачи, поставленные перед предприятием, с задачами, поставленными перед работником. Рисунок 6.5 показывает, каким образом можно оценивать работу менеджеров разных уровней по критериям, спускаемым сверху вниз с надлежащей детализацией, - от общей доходности для акционеров (высшему руководству) до оперативных факторов стоимости (менеджерам среднего звена). Не следует также забывать и о нормативах, на которые распространяется коллективная ответственность, особенно если в выполнении конкретной работы сотрудничество играет важную роль.

Оценку работы персонала (индивидуальную аттестацию) следует проводить регулярно, причем очень важно поддерживать открытую и беспрепятственную обратную связь. Компании, отличающиеся высокими достижениями, как правило, весьма быстро реагируют на недостаточную результативность своих работников: направляют их на переподготовку, переводят на другую должность, увольняют или понуждают уйти добровольно под давлением коллег. Последствия плохой работы должны быть

Рисунок 6.5. Соответствие критериев деятельности управленческим ролям

Управленческая роль	Критерии деятельности	Критерии деятельности	Критерии деятельности	Критерии деятельности
Генеральный директор	TRS <sup>1</sup> , MVA <sup>2</sup>	Экономическая прибыль	Операционная прибыль, ROIC <sup>3</sup>	Оперативные факторы стоимости
Руководитель подразделения	Экономическая прибыль	Операционная прибыль	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости
Функциональный менеджер	Операционная прибыль	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости
Менеджер среднего звена/ оперативный менеджер	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости	Оперативные факторы стоимости

<sup>1</sup> Ш — обща доходность для акционеров.

<sup>2</sup> MVA — рыночная добавленная стоимость.

<sup>3</sup> ROIC — рентабельность инвестированного капитала.

очень наглядными, чтобы каждый в организации сознавал всю серьезность задачи соблюдать установленные нормативы.

Не менее важно наглядное поощрение, когда работники оправдывают или превосходят ожидания. Компаниям нужны добротные системы вознаграждения за труд, способные служить настоящим средством мотивации работников. Компании, отличающиеся высокими достижениями, обычно сочетают три типа мотивационных рычагов, делая особый упор на какой-то один из них.

1. *Материальное поощрение*: значительную долю оплаты труда составляет вознаграждение, сопряженное с риском, в виде премий или опционов на акции.
2. *Возможности карьерного роста*: схемы быстрого продвижения по службе, предусматривающие ротацию, когда «отличники труда» регулярно сменяют друг друга на все более ответственных должностях.
3. *Ценности и убеждения*: система ценностей, в которой работник испытывает глубокое удовлетворение от признания своих заслуг как «мастера своего дела».

Большинство компаний, нацеленных на стоимость, использует хотя бы некоторые элементы материального поощрения для вознаграждения усилий по созданию стоимости и сохранения в своих рядах лучших работников. При формировании системы материального поощрения полезно руководствоваться следующими принципами.

- Не мешает подумать о возможности установить базовый уровень оплаты труда выше среднего по сопоставимым фирмам. Наше исследование показывает, что в результативных компаниях базовый уровень вознаграждения выше, чем у конкурентов, и к тому же он дополняется поощрительными выплатами, так что работники таких компаний получают более высокую оплату в целом (по совокупности всех элементов).
- В переменную часть оплаты следует ввести разумную дозу дифференциации в зависимости от результатов труда. Для многих руководящих работников, особенно для лучших из них, такая дифференциация важнее, нежели общий уровень вознаграждения.
- Установление верхнего предела премиальных выплат может привести к тому, что менеджеры ослабят усердие, достигнув результатов, необходимых для получения максимального вознаграждения.
- Нужно ясно показать людям, какими ограничениями (скажем, безопасностью труда или экологическими требованиями) они не вправе пренебрегать в своем стремлении достичь целевых нормативов и какими последствиями чревато нарушение этого условия. Хорошо бы, по крайней мере отчасти, привязать материальное поощрение к долгосрочным результатам создания стоимости через механизм отсроченного вознаграждения (так называемый банк премий).

В идеале управление персоналом должно персонифицировать для каждого работника общую цель создания стоимости. Это позволяет согласовать интересы собственников и менеджеров, а также укрепить долгосрочную эффективность компании.

## ПРИСТУПАЕМ К СОЗДАНИЮ СТОИМОСТИ

Если вы заинтересованы в том, чтобы ваша компания создавала стоимость, то наверняка захотите узнать несколько вещей: с чего начинать, какие шаги предпринимать и от чего зависит прочный успех. Для начала поймите, что единого рецепта осуществления стоимости, применимого ко всем компаниям без разбора, не существует. Ниже описаны два примера с компаниями, успешно взявшими курс на стоимость, и эти примеры демонстрируют два совершенно разных подхода.

1. Компания, работающая в секторе товаров производственного назначения, провела полномасштабную перестройку, разбив свою организационную структуру на отдельные бизнес-единицы. Затем корпоративный центр установил для каждого из этих подразделений высокие целевые нормативы. Для того чтобы показать руководителям подразделений пути и способы достижения нормативов, компания прибегла к подробному анализу факторов стоимости и внедрила соответствующие системы управления бизнесом в разных подразделениях.
2. Конгломерат начал преобразования с корпоративного центра, пересмотрев его целевые установки и бизнес-портфель, а также приняв решение ввести систему управления бизнесом в рамках общей структуры. Затем корпоративный центр, в свою очередь, распространил эту систему управления на каждое подразделение.

Всякой компании нужно составить свой собственный график преобразований, отвечающий ее особым потребностям. Большинству фирм лучше начать с диагностического анализа. Что касается финансов, мы рекомендуем провести стоимостную оценку и расчет экономической прибыли для каждой бизнес-единицы, чтобы определить, какая из них создает, а какая поглощает стоимость. Обратное приведение ожиданий, воплощенных в цене акций, покажет менеджерам, как рынок воспринимает будущее компании. После чего ее руководство может пересмотреть общие установки и цели в свете того, «что есть сейчас\*» и «что могло бы быть\*».

В организационном плане руководству необходимо собрать базу данных, отражающих качество и эффективность нынешних организационной структуры и управленческих процессов. Зачастую компании прибегают для этого к опросу сотрудников разных уровней, выясняя, как они видят нынешнее состояние компании на фоне лучших образцов создания стоимости, подобных тем, что описаны выше. (Помните только, что такие опросы должны быть анонимными, чтобы люди, отвечая, чувствовали себя раско-

ванно.) В дополнение к опросу руководство может провести общее собрание для обсуждения того, что уже сделано и что еще предстоит.

Когда вы покончите с этой первоначальной диагностикой, вам придется выбирать приоритеты в тех сферах деятельности, которые требуют особо пристального внимания. Тут тоже нет строгих правил, диктующих какую-то определенную последовательность действий, однако надо помнить, что для успеха в некоторых из этих областей необходимо сперва навести порядок в других; так, вам не удастся наладить эффективное управление бизнесом до тех пор, пока вы не выявили ключевые факторы стоимости. К тому же учтите, что систематическое изучение всех аспектов осуществления стоимости - это процесс, занимающий обычно несколько лет, если, конечно, вы хотите, чтобы он принес компании долгосрочные плоды.

Что отличает компании, преуспевшие в создании стоимости, от других, чьи усилия увенчались куда более скромными достижениями? Мы выявили несколько факторов успеха.

- Явственная приверженность взятому курсу со стороны высшего руководства дает понять остальным работникам, что это не просто очередное веяние моды, а серьезное намерение изменить фундаментальные установки и модели поведения в компании.
- Активное участие руководителей бизнес-единиц, особенно в анализе факторов стоимости, играет решающую роль как в понимании ими основ собственного бизнеса, так и в обретении ими «чувства собственности» (ответственности за конечный результат).
- Связь преобразований с существующими в компании процессами дает уверенность, что усилия по созданию стоимости находят отражение в стратегическом планировании, размещении капитала, а также в решениях, определяющих продвижение по службе и вознаграждение работников. В идеале при принятии всех серьезных управленческих решений следует учитывать их влияние на стоимость для акционеров.
- Прагматичный, деловой подход способствует тому, чтобы курс на создание стоимости осуществлялся с подлинным энтузиазмом, а не погряз в бюрократических отписках и проволочках.

## РЕЗЮМЕ

Хотя все акционерные компании неизбежно сталкиваются с необходимостью создавать стоимость для акционеров, каждой приходится выбирать собственный путь к этой цели, в зависимости от своих стартовых позиций и индивидуальных установок. В этой главе мы обрисовали финансовый, стратегический и организационный аспекты, которые считаем наиболее важными для осуществления стоимости. Наведя должный порядок в этих сферах деятельности, компании могут добиться значительных и прочных улучшений в своей работе.

# Слияния, поглощения и совместные предприятия

**В**сякий корпоративный руководитель на протяжении своей карьеры почти наверняка окажется вовлечен хотя бы в одну (а скорее, не в одну) крупную стратегическую сделку. Даже если такая сделка не будет завершена, ему неминуемо предстоит, как минимум, подвергнуться «испытанию на прочность» со стороны другой компании (т. е. получить пробное предложение о слиянии), или самому вспушить в торги за некое предприятие, выставленное на продажу уполномоченным инвестиционным банком, или хотя бы схлестнуться с коллегами по бизнесу в дебатах о достоинствах намеченной сделки.

Слияния, поглощения, отъединения структурных подразделений, совместные предприятия и прочие подобные затеи давно уже стали неотъемлемой чертой корпоративного ландшафта. Они приобрели печальную известность стараниями так называемых «баронов-разбойников», бесчинствовавших в США в конце 1800-х годов, а также Дж. П. Моргана со товарищи, развернувших бурную деятельность по консолидации бизнеса в начале 1900-х. С тех пор по Соединенным Штатам прокатились несколько волн такого рода активности: первая совпала с экономическим подъемом 1960-х годов, затем последовала волна неоднозначных по последствиям реструктуризаций в 1980-е годы, и самая последняя, отличавшаяся грандиозным масштабом сделок, пришлась на конец 1990-х годов. Европа тоже ис-

пытала мощный всплеск слияний и поглощений, чему способствовали такие разноплановые факторы, как введение единой валюты, перепроизводство во многих отраслях и попытки (правда, довольно беспомощные) повернуть европейские рынки капитала лицом к акционерам. Европейские «охотники за компаниями» проявляют недюжинную активность и в международных сделках. Азиатские рынки по ряду причин пока меньше затронуты слияниями и поглощениями, хотя в Японии наблюдаются признаки усиления этой активности по мере восстановления японской экономики после десятилетнего спада.

Слияния и поглощения становятся все более важным инструментом перераспределения ресурсов в мировой экономике и реализации корпоративных стратегий. Для многих фирм, среди которых встречаются и партнерства с частным собственным капиталом, и открытые акционерные компании, играющие роль отраслевого центра консолидации (например, Starwood), поглощения и отъединения структурных подразделений *сами по себе* и составляют корпоративную стратегию. Быстро формируется разветвленная инфраструктура, облегчающая такие сделки; ее образуют многочисленные инвестиционные банки, юристы, консультанты всех сортов, агентства по связям с общественностью, бухгалтеры, посредники, частные инвесторы и частные исследовательские фирмы. Если вспомнить, что еще в конце 1970-х годов у большинства инвестиционных банков не было даже специальных отделов слияний и поглощений, метаморфоза очевидна.

В этой главе мы сосредоточим внимание на покупающей стороне — то есть собственно на слияниях и поглощениях, ибо понимание процедуры покупки компании проливает свет и на сопряженные процессы - отъединение структурных подразделений и организацию совместных предприятий. Мы попытаемся дать общий обзор этой темы и поделимся с вами своими соображениями о том, какие уроки можно извлечь из прошлого опыта в этой области.

## ПОБЕДИТЕЛИ И ПОБЕЖДЕННЫЕ

Экономисты, политики, журналисты и обычные люди не устают спорить о том, полезны ли слияния и поглощения для экономики. Как показывает жизнь, мнений по этому вопросу ровно столько, сколько обсуждаемых сделок и сколько точек зрения на каждую сделку. Слияние может пойти на пользу акционерам как приобретающей, так и приобретаемой компании, но оказаться вредным для экономики в целом, если ведет к образованию монополии, ущемляющей интересы потребителей. Человек, потерявший работу в результате слияния, или город, лишившийся своего «кроветворного» предприятия, не сразу оправятся от такого удара (а то и никогда не оправятся). С другой стороны, реальные улучшения в эффективности могут обернуться более высоким качеством и более низкой ценой товаров. А экономика в

целом становится более жизнеспособной, богатой на предпринимательские возможности и рабочие места, если ресурсы постоянно перетекают туда, где они способны принести большую отдачу.

Наше мнение вам известно: главное — создавать стоимость для акционеров. Всякий, кто планирует слияние или поглощение, должен сознавать непреложный факт: многие корпоративные приобретения не увеличивают стоимость для акционеров. Рынок корпоративного управления и контроля довольно эффективен, выгодные сделки здесь не даются без труда, если они вообще существуют. Большинство успешных сделок — это продукт тщательной организации, ну и, возможно, некоторого везения.

Основания для подобного предостережения дают две обширные категории исследований. Обычно ученые применяют анализ *ex ante*, то есть изучают предварительную реакцию рынка на объявление о слиянии, принимая во внимание не только ожидаемые издержки и выгоды сделки, но и рыночные ожидания ее фактического осуществления (завершения). Такой подход подразумевает, что рынок «умен и сообразителен»: что он в состоянии, взвесив заплаченную цену, потенциальную синергию и способность менеджерских команд к интеграции, вывести из этой информации объективную оценку вероятности, с какой сделка добавит компании стоимость. Другой подход к исследованию — анализ *ex post*, когда успехи или неудачи слияния изучаются по его завершении, то есть когда фактические последствия сделки сопоставляются с теми надеждами, которые на нее возлагались

### Рыночная реакция *ex ante*

В таблице 7.1 обобщены результаты десятков научных исследований. Акционеры приобретаемых компаний больше всех выигрывают в результате торгов, им достается в среднем 20% ценовой премии при дружественных слияниях и 35% — при враждебных поглощениях. На долю акционеров покупающих компаний в среднем приходится очень незначительная прибыль, статистически не отличимая от нуля. Акционерам приобретаемых компаний выпадают основные выгоды, поскольку конкуренция среди покупателей доводит цену покупки до такого уровня, где акционерам приобретающей компании практически ничего не остается.

Этот означает, что покупатели никогда не добиваются успеха после осуществления сделки. Рынок всегда реагирует на такие сделки безразлично, либо негативно. Однако это показывает, с каким сомнением инвесторы воспринимают шанс покупателя заработать на сделке какую бы то ни было сумму сверх того, что он оплатил. Точно так же благоприятный рынок отражает всего лишь ожидание, что сделка в итоге, хотя и не сразу, приведет к наращиванию стоимости. Выяснить, что происходит, можно, изучив последствия слияния или поглощения для компаний, как правило, не вдохновляют рынок, несмотря на

Таблица 7.1. Эмпирические исследования слияний и поглощений

Событие	Средняя доходность для акционеров (в %)
Слияние	
Продаваемая компания	20
Покупающая компания	2-3"
Тендерное предложение о поглощении	
Продаваемая компания	35
Покупающая компания	3-5
Распродажа [активов/структурных подразделений]	
Обособление	2-5
Отъединение	
« продавец	05-10
* покупатель	0,34
Отчуждение	2

" Данные статистически не значимы

Источник Copeland and Weston 1988 ? 754

красочные обещания, раздаваемые при объявлении сделки, — это само по себе интересно и познавательно. Но такое открытие оставляет в тени важную информацию: от сделок какого типа рынок может ожидать приращения стоимости. Для того чтобы найти ответ на этот вопрос, несколько наших коллег изучили рыночную реакцию *ex ante* на все сделки объемом свыше 500 млн дол., в которых участвовали американские компании открытого типа с января 1996 по сентябрь 1998 г. Полученные результаты совпадают с выводами прежних научных исследований: для компаний-покупателей в среднем рынок не ждал особых прибылей в результате сделок, тогда как акционерам приобретаемых компаний достались впечатляющие выгоды в 90% случаев.

Но если присмотреться к результатам этого анализа повнимательнее, то обнаружится, что многие из исследованных сделок рынок расценил как выгодные для покупающих акционеров. Проблема в том, что в общей массе оказалось также много сделок, от которых рынок не ждал ничего хорошего, — отсюда и ничтожный средний эффект. Среди компаний-покупателей, чьи акции сразу после объявления сделки сильно изменились в цене (в ту или иную сторону), 42% остались в выигрыше, а 58% проиграли.

Так какого же типа сделки порождают у рынка благоприятные ожидания? По наблюдениям исследователей, во всех случаях положительной реакции проявлялись следующие признаки (что согласуется с элементарным здравым смыслом).

- *Более существенный общий прирост стоимости.* Шанс на успех компании-покупателя возрастает, когда сделка в целом демонстрирует реальный потенциал создания стоимости. Если сделка расценивается только

как источник предполагаемых прибылей или убытков, акции покупателя падают в цене в 98% случаев. Если рынок же усматривает в сделке долгосрочную «жизненную силу» - скажем, подлинные синергические преимущества, — гораздо вероятнее, что покупатель, заплатив «справедливую» цену акционерам-продавцам, все же сумеет отхватить часть выгод для своих акционеров.

- *Более низкая ценовая премия.* У покупателей, которые платят за компанию-мишень более низкую ценовую премию (менее 10%), втрое выше шанс испытать благоприятное движение цены акций после объявления о сделке. Более того, покупатели, приобретающие филиалы или подразделения других компаний, скорее встретят благоприятную реакцию рынка, нежели покупатели, приобретающие корпорацию целиком. Это может объясняться следующими обстоятельствами: у филиалов и подразделений, как правило, нет рыночной цены акций, которая служила бы точкой отсчета в торгах; продавцы сами хотят осуществить сделку, а менеджеры — избавиться от проблемного предприятия; покупающая компания способна быстрее и эффективнее интегрировать в свой бизнес отдельное предприятие.
- *Покупатель отливается более высокой эффективностью.* Компании, которые в основной деятельности демонстрируют финансовые результаты ниже среднеотраслевого уровня, добиваются меньших успехов при слияниях/поглощениях, нежели отраслевые лидеры. Так, компании-покупатели, чья рентабельность инвестированного капитала в течение пяти лет превышает среднеотраслевой показатель, чаще испытывают прирост цены акций после объявления сделки, тогда как у отстающих компаний акции чаще падают в цене.

### Результаты *expost*

Но довольно рассуждать о предчувствиях фондового рынка. Что происходит на самом деле? В конце 1980-х годов Центр корпоративного лидерства компании McKinsey изучил 116 программ поглощений в США и Великобритании за период 1972-1983 гг. Исследовательская группа начала с крупнейших американских производственных фирм США из списка «Fortune 200» и крупнейших британских производственных фирм из списка «Financial Times 150». Программа признавалась успешной, если за три года с начала реализации отдача от инвестированных в нее средств покрыла или превысила затраты на капитал. Почти все изученные программы предусматривали множественные поглощения. Например, General Mills в рамках своей программы осуществила 47 поглощений малых, ориентированных на потребителя фирм с высокими темпами роста. К сожалению, в 61% случаев программы потерпели неудачу и только 23% из них завершились успехом. Из 97 программ, которые удалось квалифицировать как явно успешные либо явно неудачные, наивысшая норма успеха (45%) выпала на

те случаи, когда приобретающие компании покупали более мелкие фирмы из смежных областей бизнеса<sup>1</sup>. Когда же компания-мишень имела крупные размеры и принадлежала к несмежному бизнесу, доля успешных исходов составила лишь 14%.

В полном соответствии с результатами анализа *ex ante* это исследование тоже показало, что вероятность успеха слияния/поглощения очень сильно зависит от эффективности основного бизнеса приобретающей компании. Из 23 успешных программ в США сильный основной бизнес характерен для 92%.

В другом исследовании Анслингер и Коупленд проследили достижения 13 фирм, занимающихся выкупами за счет займа, и 8 корпоративных «скупщиков бизнеса», у которых не отмечались заметные синергические преимущества<sup>2</sup>. В целом все эти фирмы проявили себя отменно. Они осуществили 829 поглощений и, по мнению большинства из них (80%), с лихвой покрыли свои затраты на капитал, вложенный в сделки. Корпоративные «скупщики» в среднем за 10 лет принесли своим акционерам 18% доходности, обойдя по этому показателю индекс S&P 500. Фирмы, специализирующиеся на выкупах за счет займа, показали за тот же период доходность для акционеров более 35%. Словом, эти фирмы резко выделяются на фоне типичных корпоративных покупателей, описанных выше.

Как же им это удается? Они направляют усилия на быстрое совершенствование основной деятельности приобретенных компаний. Они создают мощные стимулы для высших руководителей этих компаний - или увольняют их, если те не справляются с работой на должном уровне. Они больше заботятся о денежном потоке, создаваемом в бизнесе, чем о бухгалтерской прибыли, и активно привлекают к взаимодействию собственников, членов совета директоров и менеджеров, задавая им нужный темп перемен и чувство их безотлагательности. Наконец, многие из этих «профессиональных скупщиков» вкладывают в бизнес свои личные деньги и потому стараются купить по справедливой цене, быстро выявить конкретные возможности улучшения текущей деятельности и сполна вернуть свои инвестиции в течение пяти лет. Подобная тактика в корне расходится с образом действий типичной крупной компании, где менеджмент обычно имеет незначительную долю в приобретаемом бизнесе и в силу этого легко поддается самообману, оправдывая завышенную цену покупки «стратегическими соображениями».

В общем, как показывают наблюдения, прибыльный рост посредством слияний/поглощений не дается без труда, хотя некоторые покупатели и команды менеджеров благополучно с этим справляются. Однако гораздо чаще менеджеры обнаруживают, что их планы поглощений вызывают у

<sup>1</sup> Поглощенная компания расценивалась как малая, если цена покупки составляла менее 10% рыночной стоимости компании-покупателя. Области бизнеса считаются смежными, если рынки компании-мишени и компании-покупателя совпадают.

<sup>2</sup> P. Anslinger and T. Copeland. Growth through Acquisitions: A Fresh Look // Harvard Business Review. 1996. January/February.

инвесторов недоверие (если не хуже), а в дальнейшем оказываются невыгодными

## ПРИЧИНЫ НЕУДАЧ

Почему же столь многие слияния и поглощения терпят неудачу? Если оставить в стороне простое невезение, главная причина в том, что покупатели слишком дорого платят за свое приобретение, причем это беда непоправимая, коль скоро деньги уже потрачены. Еще одна важная причина — скверное управление бизнесом после поглощения.

Ну а почему компании переплачивают? Мы видим этому четыре объяснения: (1) чрезмерно оптимистичная оценка рыночного потенциала сделки; (2) переоценка синергического эффекта, (3) небрежная проверка экономической и юридической чистоты сделки, (4) завышение цены в азарте торгов. Никакой руководитель не станет умышленно платить больше, чем надо. Но когда механизм сделки запущен, водоворот событий и обманчивых резонансов способен заморочить самого дисциплинированного покупателя. Чем больше времени и усилий отнимает сделка, тем труднее признать, что она не добавит стоимости акционерам при данной цене и при конкретных условиях, — как бы того ни требовала элементарная деловая логика.

### Сверхоптимистичная оценка рыночного потенциала

Поглощение становится очень опасным предприятием, если оно изначально строится на предпосылке, что рынок начинает обратное движение от циклического спада к подъему или что приобретение непременно окупится. Не менее проблематичная и распространенная предпосылка состоит в том, что быстрый рост продлится бесконечно. Помните, что если при поглощении компании вы платите премию сверх ее рыночной цены, вам нужно будет либо усилить синергии от совместной деятельности, либо повысить эффективность компании, либо обеспечить и то и другое. Если же вы на это не способны, осуществляя поглощение, вы тем самым словно бы утверждаете, что и рынок, и продавец хуже вас разбираются в бизнесе.

Мы не можем полностью исключить вероятность, что фактическая стоимость компании-мишени выше ее рыночной стоимости. Но в этом вопросе всегда следует сохранять здоровый скептицизм, и по крайней мере вы должны четко понимать, в чем и почему рыночное восприятие будущих возможностей вашего собственного восприятия. На самом деле рыночная стоимость компании превышает ее внутреннюю стоимость, когда ожидания поглощения уже получили отражение в цене акций. Этот факт остоятельство лишний раз подчеркивает тот непреложный закон, что любая сделка слияния или поглощения с необходимостью

должна опираться на независимую оценку компании как самостоятельно действующей бизнес-единицы

### Переоценка синергии

Синергия — мудреное словечко, в зависимости от контекста оно означает либо несбыточную грезу менеджеров, либо веское основание сделки. Зачастую в него вкладывают понемногу оба смысла\*. Вот пример. Крупная медицинская компания заплатила несколько миллионов долларов за более прибыльную фирму в смежном сегменте той же отрасли. С учетом поэтапных инвестиций от компании-мишени после поглощения требовалась посленалоговая прибыль около 500 млн дол., чтобы рентабельность инвестиций компании-покупателя приблизилась к ее затратам на капитал. За год до завершения сделки прибыль компании-мишени насчитывала примерно 225 млн дол. Следовательно, разницу между требуемой и фактической прибылью — а это 275 млн дол. — нужно было покрыть за счет синергии. (Это означает более чем удвоение прибыльной базы.) Неспособность компании-покупателя добиться улучшений в таких масштабах привела к разрушению значительной части стоимости для акционеров. В следующие три года рыночные индексы росли, тогда как у компании-покупателя доходность для акционеров фактически упала до отрицательных значений. Очевидно, что в данном случае оценка выгод сделки в какой-то момент утратила связь с реальностью. Это и есть «греза о синергии», когда измышленная генеральным директором сделка чудодейственным образом преображает отрасль, незамедлительно оборачиваясь молочной рекой успехов меж кисельных берегов повседневного бизнеса.

### Небрежение поиском проблем

Надлежащая проверка чистоты сделки — это тяжелое и трудоемкое дело, во всяком случае если мы хотим, чтобы она была плодотворной. Здесь нужен кропотливый анализ правовых и бухгалтерских аспектов, что требует участия множества бухгалтеров и юристов, которым приходится долгими часами трудиться в крайне некомфортных условиях. К тому же здесь нужны строгая секретность и быстрота исполнения, ибо любая утечка информации

\* Во избежание такого рода недоразумений давайте определимся с этим понятием. *Синергия* (от *грег* *синергия* — дословно содействие, содружество, соучастие) — согласованное, взаимно усиливающее действие двух или нескольких подсистем, увеличивающее упорядоченность (уменьшающее энтропию) системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели все ее подсистемы по отдельности. В бизнесе синергия означает преимущество от совместной деятельности нескольких предприятий (компаний) по сравнению с их разрозненной деятельностью. — *Примеч. научного редактора*

может породить свои проблемы в отношениях с регулирующими ведомствами, потребителями, поставщиками и работниками. Ну и кроме того, многие участники либо не обладают необходимым опытом, либо просто не знают, что искать. А большинство людей вообще не любит обременять себя дурными вестями, особенно когда возбуждение нарастает и высшее руководство все сильнее настаивает на заключении сделки. Сложите все это вместе — и вот вы уже упустили из виду некоторые важные проблемы, которые следовало выявить заранее.

### Завышение цены в азарте торгов

В пылу сделки покупатель запросто может сгоряча взвинтить цену намного выше разумного уровня. Слишком легко найти «образцы», которыми можно оправдать завышение цены или другие неценовые условия сделки, ограничивающие возможность компании-покупателя достичь запланированной экономии или роста. Помните о проклятии победителя! Когда вы одерживаете победу в «войне» торгов, почему ваши конкуренты отступают (особенно если иметь в виду, что они, как и вы, вероятно, готовы поставить на кон последние гроши)?

### Неудачная интеграция после поглощения

Если исходить из того, что заплаченная цена должна позволить покупателю извлечь дополнительную стоимость из сделки, сразу обнаруживается следующий «порог» на пути к цели: исполнение. Нечего и говорить о том,

Рисунок 7.1. Типичная порочная спираль слияний/поглощений



что плохое исполнение способно загубить даже самую лучшую стратегию. При слияниях и поглощениях особенно трудно проводить доброкачественную деловую стратегию из-за сложности объединения двух разных организаций. В процессе такого объединения нередко рушатся прежние отношения с потребителями, работниками и поставщиками, а это, в свою очередь, может нанести ущерб стоимости бизнеса. Те, кто активно проводит поглощения, как правило, верят в свою способность улучшить деятельность компании-мишени, снабдив ее новыми управленческими ресурсами, но нередко все заканчивается полным истощением этих ресурсов. А ведь именно интеграция должна служить источником отдачи, оправдывающей поглощение. Плохо проведенная интеграция может обойтись так же дорого, как и полная неудача в ее проведении. На рисунке 7.1 изображена типичная схема безуспешных слияний и поглощений. Эта «гибельная спираль», к сожалению, очень распространена.

## ЭТАПЫ УСПЕШНЫХ ПРОГРАММ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Мы можем разбить программу поглощения на пять отдельных этапов. Весь процесс начинается с этапа, предваряющего поглощение, который сводится к скрупулезному самоанализу вашей компании и исследованию отрасли, где она действует. Завершается же процесс тщательно спланированной интеграцией после слияния, которая проводится по возможности быстро, чтобы возместить ценовую премию, заплаченную за поглощение.

### Этап 1: домашняя работа

Оценив свою собственную компанию, а также изучив меняющуюся структуру вашей отрасли и ее участников, вы сможете получить четкое представление о том, какой путь наращивания стоимости лучше всего подходит вашей компании. Здесь следует обдумать три возможности:

- 1) укрепить основной бизнес привлечением новых потребителей либо расширением или обновлением ассортимента продуктов/услуг;
- 2) капитализировать функциональную экономию от увеличения масштабов деятельности (производства или распределения), снизив издержки и повысив качество продуктов/услуг;
- 3) извлечь выгоду из передачи технологии или навыков. Одни компании умеют что-то делать лучше, чем другие, а у некоторых компаний имеются собственные уникальные технологии. Если эти умения или технологии удастся распространить на новые предприятия или проекты, они могут стать реальным источником дополнительной стоимости.

Когда дело доходит до осмысления синергического эффекта, компании зачастую не способны объективно оценить будущий рост доходов или сни-

жение издержек. Например, очень соблазнительно заключить, что у новой объединенной компании доход от реализации товаров будет равен сумме прежних доходов слившихся компаний плюс некая прибавка за счет перекрестных продаж. Но в реальной жизни все может обернуться совершенно по-другому. Во-первых, слияние само по себе зачастую нарушает отлаженные взаимоотношения с потребителями, тем самым нанося ущерб бизнесу. Во-вторых, сметливые конкуренты никогда не упустят случай в суматохе слияния переманить к себе чужих клиентов, для чего специально нанимают выдающихся профессионалов по продажам, разработке новых продуктов и т. д. Наконец, по ходу слияния и сами потребители не стесняются выторговывать себе более выгодные цены и другие уступки, на что торговый персонал с готовностью соглашается из опасения потерять клиентуру и заслужить дурную славу. Невозможно переоценить те усилия, которых требует преодоление этих проблем, или недооценить тот вред, который неизбежно последует, если вы не сумеете с ними справиться.

Такие же ловушки таятся и на пути интеграции торгового персонала. На бумаге вы можете объединить сбытовые службы, чтобы продавать больше товаров той же численностью сотрудников. На практике же дела могут пойти совсем иначе, если сбытовые службы слившихся компаний не работают с абсолютно одинаковой клиентурой. Маловероятно, например, что экономия на торговом персонале принесет хоть какую-то выгоду двум фирмам, выпускающим учебную литературу, одна из которых специализируется на книгах гуманитарного содержания, а другая - на учебниках по естественным наукам. Ведь продавцы этих двух фирм обращаются к совершенно разным студенческим аудиториям, почти не пересекаясь между собой.

Иногда выигрыша в стоимости можно добиться посредством распространения профессиональных навыков и технологий в процессе слияния. Но этот путь, хотя он и пользуется громкой славой, весьма тернист. Многие менеджеры грешат высокомерием и в силу этого слишком оптимистично оценивают собственные профессиональные способности, которыми предстоит укрепить объект слияния. Здесь полезна разумная доза сомнения. Тщательно разложите все ваши «сокровища» по полочкам и разбейте предполагаемые выгоды на две категории: измеримые и явно обоснованные, с одной стороны, и воображимые но, скорее всего, призрачные — с другой. Это поможет вам по крайней мере не спутать одно с другим и понять, какие у вас есть основания рассчитывать на успех.

Помимо анализа своей бизнес-стратегии и возможностей ее укрепления посредством слияния или поглощения вам предстоит проделать еще много домашней работы, прежде чем ввязываться в сделку.

Такая домашняя работа предполагает детальное определение всех условий, которые необходимо соблюсти для верной оценки и заблаговременного одобрения (или неодобрения) сделки. Конкретно это означает, что вам нужно четко ответить на следующие вопросы. Кто в организации формально должен одобрить сделку? Какая информация и когда должна

поступать в совет директоров? Сделки какого типа должны получить одобрение со стороны акционеров? Есть ли какие-то ограничения на формы вознаграждения, на предоставление опционов работникам поглощенной компании, на изменение премиальных схем? Какие нормы регулирования нужно учесть и каковы критерии одобрения сделки? Не содержат ли контракты компании (с потребителями, поставщиками, работниками и т. д.) какие-либо положения, которые могут вступить в противоречие со сделкой того или иного типа? Каков налоговый статус компании и как на него может повлиять та или иная сделка?

## Этап 2: отбор кандидатов

Компании, преуспевшие в слияниях и поглощениях, сами активно занимаются поиском и тщательным отбором достойных кандидатов. Конечно, имеет смысл объяснить свои критерии отбора некоторым инвестиционным банкам и другим посредникам, кто может обладать некими особыми сведениями о потенциальном кандидате. Но при этом лучше не сидеть сложа руки, в сторонке дожидаясь, пока инвестиционный банк предложит вам кандидатов на поглощение. Гораздо полезнее вести поиск самостоятельно. Зачастую, когда инвестиционный банк предлагает вам компанию «на продажу», можно биться об заклад, что на эту компанию уже есть масса претендентов. В таком случае дело скорее всего кончится тем, что вы заплатите слишком дорого, проведя стоимостную оценку и проверку кандидата в большой спешке, - едва ли это подходящие условия для успешной сделки.

Наилучший подход такой. Вы составляете обширную базу данных, включив в нее всех предполагаемых кандидатов из интересующих вас областей бизнеса. Далее вы наблюдаете за многими кандидатами в течение нескольких лет и периодически обновляете собранную информацию. Вы присматриваетесь и к компаниям открытого типа, и к подразделениям компаний, и к частным фирмам, и к зарубежным компаниям (не в меньшей мере, чем к отечественным). Наконец, вы близко узнаете многих кандидатов — в свете вашей бизнес-стратегии. На этом этапе вы, возможно, сочтете полезным сократить свой список кандидатов, пользуясь критериями отсева. Вы быстренько сбрасываете со счетов слишком крупные и слишком мелкие «мишени», как и обремененные несопряженным бизнесом. В итоговом перечне на этом этапе должны остаться кандидаты с крепким бизнесом, сулящие синергический эффект в наращивании доходов или снижении издержек, близкие по культуре (что облегчает интеграцию), подходящие по цене и доступные (по крайней мере потенциально) для покупки.

## Этап 3: углубленная оценка самых перспективных кандидатов

После того как вы сократили свой список кандидатов, оставив в нем горстку наиболее реальных, вам придется засучить рукава и приняться за кропотли-

вую работу — оценку стоимости каждого кандидата и выработку конкретной стратегии создания стоимости посредством слияния. Вам нужен четкий план действий, которые позволят с избытком возместить цену (включая премию), заплаченную вами за покупку. С учетом того, что ценовая премия составляет 30-40%, а то и больше, сверх рыночной стоимости компании-мишени до поглощения, вам лучше бы наверняка знать, насколько мощным и явным будет синергический эффект.

Оценивая отобранных вами кандидатов, не забывайте о разнице между их ценностью для вас и ценой, которую вам придется заплатить. Ваша очевидная задача — максимизировать первую величину и минимизировать последнюю. Важная отправная точка здесь - четко понять, какой будет стоимость компании-мишени в вашей собственности. Для этого надо определить ее стоимость как самостоятельной бизнес-единицы, работающей под нынешним руководством, а также возможный чистый эффект синергии (с учетом потенциальных потерь для бизнеса, обусловленных слиянием, и расходов по сделке, включая издержки реструктуризации и плату посредникам). Чем тщательнее вы разберетесь с каждым из этих элементов, тем лучше вы будете готовы к торгам и последующей интеграции.

Стоимость компании-мишени как самостоятельной бизнес-единицы следует рассмотреть с нескольких точек зрения, учитывая и средние оценки фондовых аналитиков, и результаты прошлой деятельности, и планы нынешнего руководства. Точно так же и синергический эффект следует с максимально возможной точностью разложить на составляющие и измерить количественно. Кроме того, вам нужно прикинуть, сколько времени потребуется для достижения этого эффекта. Не забудьте также о реакции конкурентов на вашу сделку, ибо такая реакция может сильно повлиять на финансовое положение объединенной фирмы.

Оценивая потенциальную синергию, необходимо определить не только те реальные преимущества от объединения усилий, которых могла бы достичь ваша компания, но и те, что доступны другим возможным претендентам на поглощение. Если ваши потенциальные преимущества меньше потенциальных преимуществ вашего конкурента, вы, вероятнее всего, понесете потери в «войне» торгов. Синергические преимущества распадаются на три обширные категории, подробно описанные Биллом Пурше<sup>3</sup>.

1. *Универсальные.* Такие преимущества обычно доступны любой рациональной компании-покупателю, которая обладает сильным менеджментом и адекватными ресурсами. Примерами служат многие виды экономии от увеличения масштабов деятельности (в частности, экономия на постоянных издержках в результате создания единого информационного отдела администрации либо в результате сокращения избыточного руководящего аппарата) и некоторые другие возможности (такие как повышение цен,

<sup>3</sup> W. Pursche. Building Better Bids: Synergies and Acquisition Prices // Chief Financial Officer USA. 1988. P. 63-64.

уменьшение общекорпоративных накладных расходов или устранение непроизводительных затрат).

2. *Специфические.* Такие преимущества доступны лишь нескольким компаниям-покупателям, как правило, принадлежащим к той же отрасли, что и продаваемая компания. К ним относятся экономия за счет охвата (расширения географических границ бизнеса) и другие очевидные возможности (например, сокращение численности торгового персонала).
- 3 *Уникальные.* Эти преимущества доступны только конкретному покупателю (или продавцу).

Ценность синергии для покупателя и продавца зависит от типа синергических преимуществ и от того, в чьих руках находится контроль над их реализацией. Универсальные преимущества, будучи самыми доступными, обычно выпадают на долю продавца, равно как и уникальные преимущества, если контроль принадлежит продавцу. Но если уникальным преимуществом обладает покупатель, он может заплатить более низкую цену (поскольку не имеет конкурирующих претендентов на поглощение) и удержать у себя большую часть стоимости. Именно это происходит в тех случаях, когда покупатель располагает возможностью перепродать свое приобретение и когда его выбор мишени поглощения неограничен какой-то конкретной компанией.

Специфические преимущества распадаются между покупателем и продавцом соответственно доле стоимости, которая достанется каждой из сторон, - в зависимости от того, что обе стороны ставят на кон и кто из них окажется сильнее и искуснее в ведении торгов.

При анализе потенциальной синергии следует рассмотреть возможности реструктуризации и финансового конструирования. Активы, обладающие большей ценностью для других владельцев, можно с выгодой перераспределить, прибегнув к ликвидации, отъединению, обособлению или выкупу за счет займа. Подобные меры позволяют также «материализовать» стоимость скрытых активов, таких как избыточные пенсионные фонды или неиспользуемые объекты недвижимости. И наконец, альтернативные финансовые схемы — такие как продажа с обратным лизингом, передача имущества в трастовое управление с выплатой роялти, паевое участие, управленческие акции, платежные союзы на случай непредвиденных обстоятельств и прочее - тоже способствуют наращиванию стоимости, поскольку позволяют лучше использовать налоговую защиту, уменьшить капитальную базу без снижения прибыли и привлекать дополнительные средства оптимальным образом.

В экономике слияний/поглощений очень важную роль играют условия налогообложения. Более того, эта область непрерывно меняется, отличается чрезвычайной сложностью и обладает особой спецификой применительно к каждой юрисдикции и даже к обстоятельствам каждой компании. Почти все, что мы можем сейчас написать на эту тему, очень скоро устареет

и окажется неверным. В связи с этим мы советуем всякому, кому предстоит слияние или поглощение, установить прочные деловые отношения с квалифицированными экспертами по налогообложению и не отпускать их от себя ни на шаг до завершения сделки.

Не менее важно также учитывать особенности бухгалтерского учета слияний и поглощений, ибо менеджеры обязаны предоставлять отчеты о результатах такого рода сделок в соответствии с определенным набором правил. (В гл. 5 мы затронули некоторые вопросы, связанные с методами учета слияний и поглощений.)

#### **Этап 4: ухаживание, переговоры и торги**

Теперь, наконец, вы готовы подступить к своим предложениям к вашим излюбленным кандидатам на слияние или поглощение. Этот процесс «ухаживания» должен быть исключительно деликатным и может занять долгие годы, прежде чем дело дойдет до обсуждения фактических условий объединения. Многие продавцы вовсе не горят желанием ничего продавать: у них есть свои планы на будущее, и они предпочитают сохранить независимость. Если финансовое положение компании-мишени это позволяет, тут едва ли можно что-то поделать, пока обстоятельства не изменятся. Если мишень принадлежит к числу публичных компаний и ее оборонительные позиции слабы, вы можете попытаться взять ее силой (через враждебное поглощение), но это существенно осложнит вам работу по окончательной оценке мишени и создаст препоны для эффективной интеграции после осуществления сделки.

Процесс «ухаживания» имеет тройную цель: больше узнать о точках соприкосновения двух компаний, дать возможность продавцам привыкнуть к мысли о предстоящей продаже и дать им возможность привыкнуть *именно к вам* как к покупателю, причем лучше всего формировать такую привычку в эксклюзивных переговорах, где вы могли бы выторговать себе более выгодную цену и более благоприятные условия, чем в конкурентной ситуации.

Как только продавцы соглашаются сесть за стол переговоров, торги начинаются всерьез. Тонкое и целенаправленное ведение торгов поможет вам избежать переплаты и не связать себя уступками, затрудняющими дальнейшую интеграцию и управление объединенной компанией. Компании, потерпевшие неудачу при поглощении из-за чрезмерного завышения цены в процессе торгов или из-за неспособности надлежащим образом подготовить и осуществить сделку, зачастую сами становятся впоследствии объектами поглощения<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> См.: *Mark Mitchell and Ken lehn. Do Bad Bidders Become Good Targets?* [Рабочий документ.] Washington, DC: Office of Economic Analysis. Securities and Exchange Commission, **1985.**

Ведение переговоров — высокое искусство. Их успех зависит от вашей способности бесстрастно отстаивать свои интересы, в то же время эффективно, с пониманием, взаимодействуя с противной стороной. Здесь нужны также решительность и своего рода артистизм. Знать, как и когда покинуть стол переговоров, уметь четко сформулировать свои условия и, когда надо, пойти на компромисс, понимать, как можно увеличить «общий пирог», — все это очень важно.

Кроме того, вам наверняка захочется иметь под рукой действенные способы преодоления разного рода препятствий, возникающих в ходе переговоров. Некоторые из таких «камней преткновения» произрастают на почве разногласий по поводу совместных перспектив, другие порождаются естественным желанием разделить риски. При покупке частной фирмы или структурного подразделения компании преодолеть разногласия помогают схемы платежей, обусловленных достижением установленных нормативов прибыли. В других случаях хорошо работают схемы платежей, привязанных к нормативу сохранности клиентской базы. Сохранность персонала тоже бывает очень важна, особенно в индустрии профессиональных услуг; «замораживающие» платежи и программы участия в собственности помогают удержать ключевых работников достаточно длительное время, чтобы новая компания могла нормально работать и стать привлекательным работодателем сама по себе.

В угаре торгов легко потерять голову и совершить непоправимые ошибки. Но если вы последуете изложенной выше схеме действий, вы изначально займете выигрышную позицию. По крайней мере вам будет ясно, какова логика сделки, насколько компании подходят друг другу и на какие выгоды здесь можно рассчитывать. К тому же вы будете многое знать о компании-мишени и ее менеджменте.

### **Этап 5: управление интеграцией после слияния**

С точки зрения акционеров, «управление после слияния» — это некий эвфемизм, лукавая форма обозначения ситуации с возвратом ваших инвестиций. Как мы уже говорили, скверное управление после слияния довело до полного краха многие программы слияний/поглощений. В таблице 7.2 описаны три обширные группы задач, которые должно решить высшее руководство для проведения эффективной интеграции после слияния. Конкретный способ исполнения в каждом случае зависит от сложившихся обстоятельств.

1. *Определить новую бизнес-модель.* В общем это означает: обеспечить, чтобы стоимостный потенциал сделки получил конкретное воплощение в плане повседневной деятельности, который объединенная компания способна быстро выполнить. В этом плане должно быть четко описано, как две компании будут работать вместе и как могут быть реализованы

Таблица 7.2. Три области, где менеджмент должен действовать быстро

	Необходимые действия
Определить новую бизнес модель	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Задать единое стратегическое направление</li> <li>2 Разработать новую оперативную модель</li> <li>3 Установить четкие целевые нормативы, порядок подотчетности и стимулы к труду</li> </ol>
Устранить неопределенность и конфликты	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Определить с ос и в высшего менеджмента</li> <li>1 Выделить лучших исполнителей</li> <li>3 Наладить контакты с работниками, чтобы завоевать их симпатии</li> </ol>
Преодолеть внешнее давление	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Обосновать сделку перед ключевыми клиентами</li> <li>2 Поддерживать общение с внешними заинтересованными группами</li> <li>3 Уладить вес дела с регулируемыми органами</li> </ol>

основные синергические преимущества каждой. В идеале составление такого плана должно начаться еще на этапе переговоров по сделке, чтобы он приобрел формализованный вид к моменту ее заключения и вступил в силу сразу по завершении.

2. *Устранить неопределенность и конфликты.* Слияние всегда нагнетает чрезвычайную нервность в организации. Многие сотрудники боятся потерять работу и плохо представляют себе, что будет дальше. Полностью развеять эти опасения едва ли возможно, поскольку обычно некоторые люди действительно теряют работу - это факт. Более того, для успеха слияния зачастую просто необходимы перемены, порой весьма болезненные.

Как правило, с течением времени спокойствие восстанавливается, но есть действия, какими корпоративное руководство могло бы свести изначальные потрясения к минимуму. Например, очень важно быстро назначить высший менеджмент организации, чтобы не успели разгореться дразги и чтобы нижестоящим сотрудникам не пришлось наблюдать, как «родители дерутся». Кроме того, руководство должно выявить и каким-то образом отметить лучших исполнителей в организации. Обычно такие люди хорошо известны конкурентам и кадровым агентствам, так что их легко потерять. Не следует недооценивать степень смуты, какое испытывают в процессе слияния даже самые выдающиеся сотрудники. Но поит им увериться в преимуществах слияния — и они могут оказать ему мощную поддержку внутри организации. Наконец, необходимо как можно откровеннее и чаще общаться со всеми работниками. Им, может, и не нравится кое-что из происходящего, однако информирование в значительной мере помогает унять страхи и недовольства, произрастающие в атмосфере секретности. Не забывайте к тому же, что работники - это главный источник информации для потребителей и поставщиков; плохой моральный дух внутри организации может породить серьезные проблемы вовне.

3. *Преодолеть внешнее давление.* Регулирующие ведомства, акционеры и кредиторы нуждаются в информации о том, как проходит слияние. Более

того, они вправе требовать такую информацию. Если вы как следует проделали свою домашнюю работу, вам известны все регулирующие нормы и правовые предписания.

Если ваша компания принадлежит к числу открытых корпораций, вы, вероятно, захотите провести презентацию для фондовых аналитиков в день объявления сделки. Кроме того, согласно законодательству о ценных бумагах, от вас может потребоваться предоставление публичных отчетов. Не забывайте, что эти отчеты будут доступны широкой общественности, включая ваших собственных работников и клиентов.

Генеральному директору и нижестоящим менеджерам следует оповестить о сделке самых важных клиентов (причем сделать это надо как можно раньше — возможно, сразу после публичного объявления сделки), разъяснив им, какие выгоды сулит объединение и как это скажется на них самих. Конкуренты едва ли упустят шанс преподнести новость вашим клиентам в собственной интерпретации, так что вам лучше поторопиться. Мало что может нанести больший удар по бизнесу, чем потеря важных клиентов вскоре после завершения сделки. И наоборот, быстрые «победы» в отношениях с прежними или новыми клиентами могут стать для бизнеса мощным источником животворной энергии.

В общем, скорость исполнения играет решающую роль в успешной интеграции после слияния. Быстрые и энергичные действия притупляют чувство неопределенности в организации. И разумеется, чем быстрее вы сможете добиться увеличения денежного потока, тем будет лучше для стоимостного потенциала объединенной компании.

## СОВМЕСТНЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

Совместные предприятия отличаются от объединений, образованных в результате слияния, несколькими особенностями. Во-первых, совместное предприятие (СП) — это, по сути, партнерство, и потому при его создании ни одна из сторон обычно не получает никакой ценовой премии за поглощение. Во-вторых, для успешной деятельности СП должно иметь такую организационную структуру, которая обеспечивает эффективный контроль. Особенно важны совместные предприятия как форма коммерческих союзов (альянсов). Как показано в таблице 7.3, существует множество вариантов такого рода альянсов. Слияния и поглощения, как правило, охватывают всю бизнес-систему компании целиком и носят более или менее постоянный характер. Совместные предприятия зачастую ограничиваются лишь некоторой частью бизнес-системы (например: СП по сбыту, или СП в области производства, или СП в области НИОКР), а по прошествии какого-то времени прекращают свое существование.

Блик и Эрнст провели исследование совместных предприятий, изучив партнерства между 150 компаниями, отобранными исходя из их рыночной

Таблица 7.3. Варианты коммерческих союзов

Тип объединения	Развитие рынков для новых продуктов	Распределение рисков на стадии разработки	Распределение расходов на НИОКР	Распространение производственной технологии	Увеличение загрузки производственных мощностей	Реализация эффекта масштаба	Заполнение брешей в продуктовой линии	Освоение новых географических рынков
Поглощение	■	■	■	■	■	■	■	■
Слияние	■	■	■	■	■	■	■	■
СП в основном бизнесе	■	■	■	■	■	■	■	■
СП по сбыту	■	■	■	■	■	■	■	■
СП по производству	■	■	■	■	■	■	■	■
СП в НИОКР	■	■	■	■	■	■	■	■
Товарный своп	■	■	■	■	■	■	■	■
Производственная лицензия	■	■	■	■	■	■	■	■
Технологический союз	■	■	■	■	■	■	■	■
Лицензия на НИОКР	■	■	■	■	■	■	■	■

стоимости, - по 50 крупнейших фирм из США, Европы и Японии<sup>5</sup>. И вот что они обнаружили:

- норма успеха и среди международных поглощений, и среди международных союзов примерно одинакова (около 50%);
- поглощения оправдывают себя в тех случаях, когда объединяются предприятия с одинаковым основным бизнесом и уже освоенные географические зоны, тогда как союзы более эффективны при проникновении в смежный бизнес и в новые географические зоны;
- союзы между сильным и слабым партнерами редко приводят к успеху;
- для успешной деятельности союзы должны иметь возможность выходить за рамки первоначально поставленных целей, а это требует самостоятельности и гибкости;
- более 75% союзов, прекративших свое существование, были поглощены одной из материнских компаний.

В этом исследовании союз признается успешным, если благополучно прошел два испытания. Во-первых, оба партнера должны достичь своих

<sup>5</sup> J. Bleeke and D. Ernst (eds.). Collaborating to Compete. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1993.

текущих стратегических целей. И во-вторых, оба должны покрыть свои затраты на капитал. Среди поглощений, стоимость которых превысила 20% от рыночной стоимости покупателя, сделка считается финансово успешной, если покупателю удалось сохранить на прежнем уровне либо повысить рентабельность собственного капитала и рентабельность активов. Для оценки финансового успеха более мелких поглощений проводились опросы. Сравнение международных слияний и поглощений с международными союзами показало в этих двух группах примерно одинаковую норму успеха — около 50%.

Однако мотивы международных слияний и поглощений, по-видимому, отличаются от мотивов создания СП. Похоже, слияниям и поглощениям идет на пользу, когда пересекаются географические зоны, где работают объединяющиеся компании; это, вероятно, объясняется тем, что синергического эффекта от консолидации производственных мощностей, интеграции каналов распределения и реорганизации сбытовых служб легче достичь при географической близости. Союзы, наоборот, обычно расширяют географические границы деятельности партнеров. Существует очень немного союзов между компаниями с пересекающимися географическими зонами, и норма успеха для обоих партнеров в них существенно ниже.

Структура собственности также служит важным фактором успеха совместных предприятий. Когда собственность распределена равномерно между двумя партнерами, вероятность успеха для обоих составляет 60% против 31% при неравномерном распределении собственности. Союзы лучше оправдывают себя, если оба партнера сильны. Когда же объединяются слабые партнеры или когда относительно слаб один из них, это «слабое звено» превращается в тормоз конкурентоспособности всего совместного предприятия и существенно затрудняет успешное управление им. Если один из партнеров владеет преобладающей долей собственности, он, как правило, склонен доминировать в принятии решений и ставить свои интересы выше интересов партнера или даже совместного предприятия в целом.

Совместные предприятия приносят наилучшие плоды, когда обладают самостоятельностью и гибкостью. Гибкость очень важна потому, что соотношение сил партнеров неизбежно меняется с изменением требований рынка и запросов потребителей, а также с появлением новых технологий. При опросе представителей крупнейших компаний, имеющих совместные предприятия, Блик и Эрнст обнаружили, что среди эволюционирующих союзов 79% добились отменных успехов и 89% все еще продолжали существовать к концу периода наблюдения. В то же время среди тех союзов, чьи поле и размах деятельности не изменились, успешными оказались лишь 33%, а более половины отошли в небытие.

Гибкость и самостоятельность достижимы при соблюдении двух условий. Во-первых, совместному предприятию нужны сильный и независимый президент, а также собственная полноценная бизнес-структура (включая НИОКР, сбыт, производство, маркетинг и распределение). Во-вторых,

у совместного предприятия должен быть независимый и полномочный совет директоров.

Для совместных предприятий характерна ограниченная продолжительность жизни. Среди партнерств, прекративших свое существование, более 75% были поглощены одним из партнеров. Но из этого не обязательно следует, что совместное предприятие потерпело неудачу. Часто союзы перестают существовать после того, как достигнуты цели обоих партнеров. Это означает, что полезно заранее подготовиться к роспуску союза. Если партнер, которому в конце концов придется продавать свою долю совместного предприятия, не ожидает подобного исхода, то такая продажа может нанести ущерб его долгосрочным стратегическим интересам. Зачастую естественным покупателем становится компания, более готовая вложить средства в совместное предприятие.

## РЕЗЮМЕ

Активный рынок корпоративного управления и контроля значительно снижает шансы на успех слияния или поглощения. Даже в тех случаях, когда поглощенная компания принадлежит к тому же бизнесу, что и покупатель, и достаточно мала для легкой интеграции после слияния, вероятность успеха составляет лишь около 50%.

Ключевую роль для благоприятного исхода сделки играет подробная и четкая программа слияния. Вы должны владеть ситуацией. В подготовке и осуществлении сделок не полагайтесь только на помощь со стороны. Сами ищите для себя подходящие «мишени», начиная с анализа собственной компании, позволяющего наметить пути для создания новой стоимости.

Выработайте критерии отсева, на основании которых будете отбирать наиболее подходящих кандидатов на слияние или поглощение. Прежде чем выходить с предложением о покупке и вступать в торги за кандидата, решите для себя, как именно вы намерены возмещать премию к цене поглощения. Определите, какие подлинные синергические преимущества сулит объединение, и постарайтесь найти среди них уникальные, то есть такие, которые недоступны другим претендентам. Наметьте для себя максимальную цену и неукоснительно придерживайтесь ее в своей четко спланированной стратегии переговоров. И наконец, постарайтесь как можно быстрее преодолеть стадию интеграции после слияния, тщательно организовав этот процесс.

Совместное предприятие — это форма временного союза (альянса), концентрирующего совместные усилия в отдельной части бизнес-системы. Хотя совместные предприятия приносят успех обоим партнерам лишь примерно в половине случаев, шансы возрастают, если географические границы деятельности партнеров почти не пересекаются и если союз, обладающий самостоятельностью и гибкостью, образует два сильных партнера с равными долями собственности.

# ЧАСТЬ ВТОРАЯ

О Ц Е Н К А

С Т О И М О С Т И

Д Е Н Е Ж Н О Г О

П О Т О К А :

ПРАКТИЧЕСКОЕ РУКОВОДСТВО

# ОГЛАВЛЕНИЕ ВТОРОЙ ЧАСТИ

## ГЛАВА 8

Схемы оценки стоимости *153*

## ГЛАВА 9

Анализ результатов прошлой деятельности *180*

## ГЛАВА 10

Оценка затрат на капитал *228*

## ГЛАВА 11

Прогнозирование будущей деятельности *264*

## ГЛАВА 12

Оценка продленной стоимости *301*

## ГЛАВА 13

Расчеты и интерпретация результатов *325*

# Схемы оценки стоимости

**В** первой части книги мы изложили общую схему анализа, который выявляет, какими рычагами движется стоимость компании и как менеджеры могут управлять этими рычагами для преумножения стоимости. В частности, мы показали, что стоимость компании определяется ее способностью производить денежный поток в течение длительного времени. А ее способность производить денежный поток (и, следовательно, создавать стоимость), в свою очередь, определяется такими факторами, как долгосрочный рост и отдача, которую компания получает от своих инвестиций сверх затрат на капитал.

Вторая часть представляет собой подробное техническое пособие по анализу и оценке стоимости: здесь объясняется, как проводить необходимые расчеты и как интерпретировать полученные результаты. Вторую часть открывает глава, где дан детальный обзор стоимостной оценки компании методом дисконтированного денежного потока, а также описаны некоторые альтернативные методы. В главах 9—13 последовательно излагаются все этапы процесса стоимостной оценки.

Хотя существует много прикладных моделей, основанных на методе дисконтированного денежного потока, в следующих пяти главах мы подробно разберем две из них: модель *дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия* и модель *экономической прибыли*. Первая наиболее широко используется на практике, но и модель экономической прибыли

постепенно набирает популярность. Несомненное достоинство последней заключается в том, что она наглядно показывает, зарабатывает ли компания достаточно прибыли для возмещения своих затрат на капитал. Следует отметить, что обе модели дают совершенно одинаковый результат, так что выбор между ними зависит главным образом от склонностей пользователя. В конце этой главы мы остановимся еще на двух моделях: *модели скорректированной приведенной стоимости* и *модели денежного потока на акции*. Они бывают весьма удобны в некоторых особых ситуациях. Скажем, модель денежного потока на акции лучше других подходит для оценки финансовых институтов, таких как банки и страховые компании. Модель скорректированной приведенной стоимости полезна для оценки компаний с меняющейся структурой капитала - в частности, «мишеней» выкупа за счет займа. Обе эти модели дают тот же конечный результат, как и две первые.

## МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА КОММЕРЧЕСКОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

В модели дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия стоимость собственного капитала компании определяется как стоимость ее основной деятельности (стоимость предприятия, доступная всем инвесторам) за вычетом долговых обязательств и других законных притязаний инвесторов, обладающих приоритетом перед обыкновенными акциями (к таким притязаниям относятся, например, привилегированные акции). Стоимость основной деятельности (или, иначе, операционная стоимость) и стоимость долга равны соответствующим денежным потокам, дисконтированным по ставкам, которые отражают риск этих денежных потоков. Рисунок 8.1 иллюстрирует эту модель. Если скоро взятые нами ставки дисконтирования правильно отражают риск каждого денежного потока, то, пользуясь данным методом, мы получим точно такое же значение стоимости собственного капитала, как если бы напрямую дисконтировали денежный поток для акционеров по затратам на собственный капитал.

Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия особенно полезна в применении к многопрофильным компаниям (см. рис. 8.2). Стоимость собственного капитала компании равна сумме стоимостей отдельных бизнес-единиц плюс стоимость производительных (создающих деньги) корпоративных активов минус издержки корпоративного центра и минус стоимость долга и привилегированных акций компании. Из рисунка 8.2 легко понять, почему мы рекомендуем использовать эту модель, а именно:

- оценка отдельных компонентов бизнеса, из которых складывается стоимость коммерческого предприятия, а не только собственного капитала, позволяет выявить отдельно инвестиционные и финансовые источники стоимости для акционеров;

Рисунок 8.1. Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия: оценка стоимости однопрофильной компании

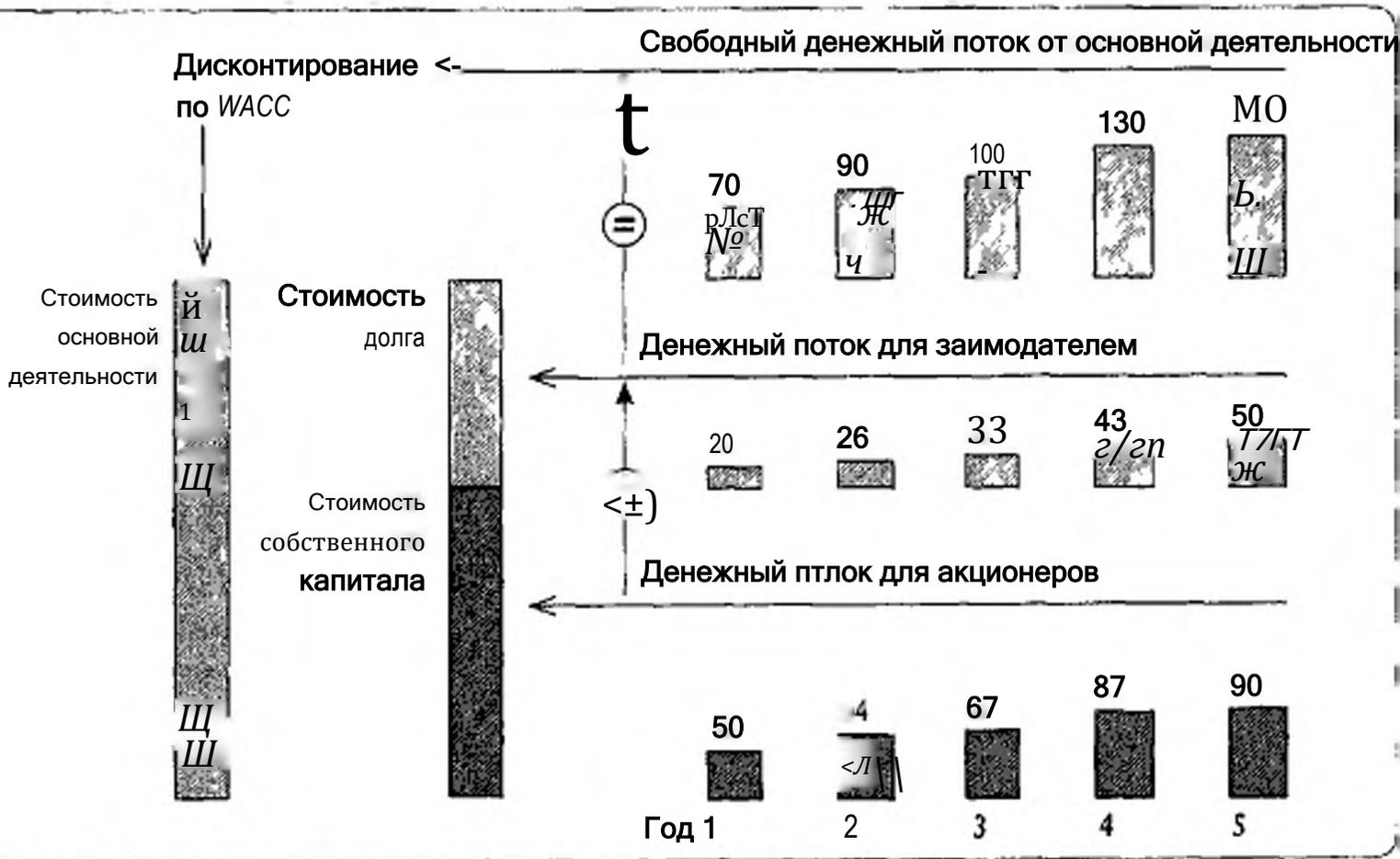
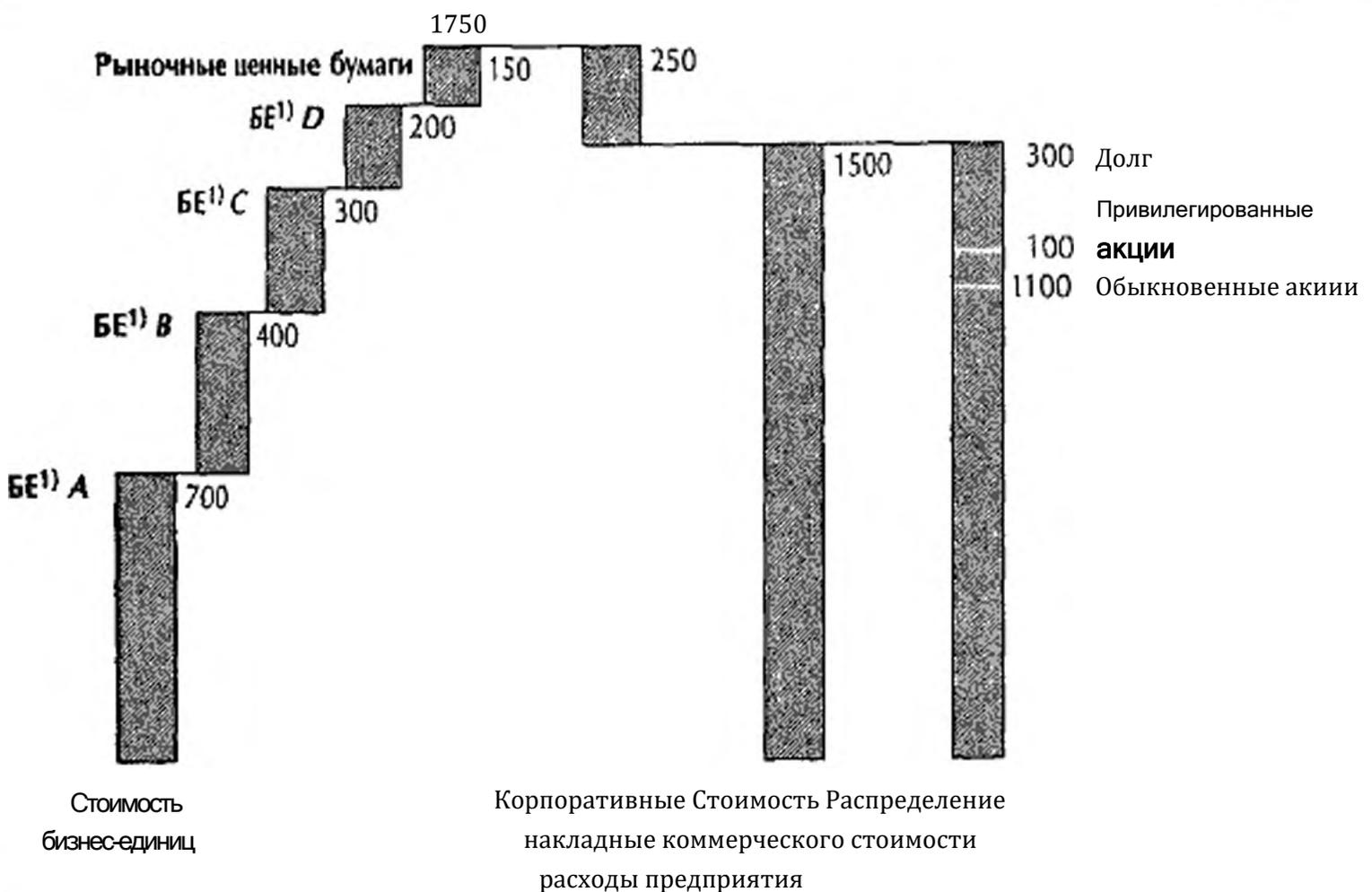


Рисунок 8.2. Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия: оценка стоимости многопрофильной компании



<sup>1)</sup> BE – хозяйственная единица

Таблица 8.1. Оценка свободного денежного потока  $\{FCF\}$ :  
корпорация Hershey Foods

Год.	<i>FCF</i> {в КЛАН ЛОЛ 1	Коэффициент дисконтирования (при ставке 7 5% <sup>1</sup> )	Приведенная стоимость <i>FCF</i> (о МЛН АОЛ <sup>1J</sup> )
1499	331	0 930	308
2000	349	0 865	302
2001	364	0 805	293
2002	379	0 749	284
2003	393	0 697	275
2004	412	0 648	267
2005	429	0 603	258
2006	447	0 561	251
2007	466	0 322	243
2008	4S3	0 485	235
Продленная стоимость	14 710	0 485	7 138
			9 354
Поправочный коэффициент на середину года <sup>2.1</sup>			1 037
С гоим.осгь основной деятельности			10217
Стоимость инвестиций не связанных с основной деятельностью			450
Совокупная стоимость коммерческого предприятия			10 667
Минус Стоимость долга			-1 282
Стоимость собственного капитала			9 385
Стоимость собственного капитала в расчете на акцию {а дол}			62,78

<sup>1J</sup> Кроме поправочного коэффициента и стоимости в расчете на акция

<sup>2.1</sup> Корректировка стоимости на средни» денежный поток за полгода

- модель помогает нащупать «точки опоры» создания стоимости, тем самым способствуя поиску новых плодотворных идей в этой области;
- модель можно последовательно применять к разным уровням агрегирования (т. е и к компании в целом, и к отдельным хозяйственным единицам), и она согласуется с процессом бюджетного планирования, который для большинства компаний является привычным делом;
- модель достаточно продуманная, чтобы справляться с большинством сложных ситуаций, и в то же время достаточно простая в применении, особенно когда под рукой есть персональный компьютер.

В таблице 8.1 представлена сводная схема оценки стоимости корпорации Hershey Foods.

### Стоимость основной деятельности

Стоимость основной деятельности равна приведенной стоимости ожидаемого в будущем *свободного денежного потока (FCF)*. В свою очередь, свободный денежный поток равен посленалоговой прибыли от основной деятельности плюс неденежные отчисления минус инвестиции в оборотный капитал, основные средства (недвижимость, производственные помещения,

Таблица 8.2 Свободный денежный поток: корпорация Hershey Foods  
(числовые данные — в млн дол )

Год	Прогноз				
	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Свободный денежный поток</b>					
<i>EB(TA)</i> <sup>1</sup>	646	610	648	671	700
Денежный налог на <i>EBITA</i>	204	177	227	-236	-246
<i>NOPLAT</i> <sup>2</sup>	442	434	420	436	454
Амортизация	137	142	139	151	159
Валовой денежный поток	579	576	559	586	613
Изменение оборотного капитала	-18	-195	35	-26	-27
Капитальные затраты	-183	-142	-275	-223	-235
Прирост чистых прочих активов	-18	-A?	12	12	13
Валовые инвестиции	-219	-384	-228	-237	-249
<i>FCf</i> от основной деятельности	360	192	331	349	364
<b>Денежный поток от инвестиции</b>					
не связанных с основной деятельностью	0	25	450	0	0
Государственный процентный доход	2	0	0	0	0
Сокращение/прирост < 1 рыночных ценных бумаг	0	0	-40	-170	210
Денежный поток, доступный инвесторам	362	217	741	179	574
<b>Финансовый поток</b>					
Чистые посленалоговые процентные платежи	48	52	43	42	36
Создание/прирост чистого долга	-322	36	3	0	-108
Дивиденды по обыкновенным акциям	122	129	195	137	146
Выкуп акции	514	0	500	0	500
Финансовый поток	362	217	741	179	574

<sup>1</sup> *EBITA* — прибыль до вычета процентов налогов и амортизации нематериальных активов

<sup>2</sup> *NOPLAT* — чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов

оборудование) и прочие активы. К нему не относятся никакие денежные потоки, связанные с финансированием, - в частности, процентные или дивидендные платежи. В таблице 8.2 показан сводный расчет свободного денежного потока корпорации Hershey Foods. Для рассматриваемой модели стоимостной оценки нужен именно свободный денежный поток, поскольку он представляет те денежные средства, которые создаются в основной деятельности компании и доступны всем поставщикам капитала — как заемного, так и акционерного (собственного). Как видно из таблицы 8.2, свободный денежный поток равен также сумме денежных потоков, поступающих всем поставщикам капитала или от них (проценты, дивиденды, новые займы, погашение долгов и т. д.)

Чтобы соответствовать определению денежного потока, ставка дисконтирования, применяемая к свободному денежному потоку, должна отражать альтернативные издержки всех источников капитала, взвешенные по относительному вкладу каждого в совокупный капитал компании. Такую ставку дисконтирования называют *средневзвешенными затратами на капитал*

Таблица 8.3. Средневзвешенные затраты на капитал (*WACC*):  
корпорация Hershey Foods (числовые данные — в %)

Источник капитала	Доля в совокупном капитале	Альтернативные издержки	Налоговая ставка	Посленалоговые затраты	Доля в средневзвешенном значении
Долг	12,1	5,5	39,0	3,4	0,4
Собственный капитал	87,9	8,1	—	8,1	7,1
<i>WACC</i>					7,5

(*WACC*). Альтернативные издержки всякой категории инвесторов равны доходности, ожидаемой этими вкладчиками капитала от других инвестиций с эквивалентным риском. Затраты компании на капитал определяются как издержки инвесторов минус любые налоговые выгоды, получаемые компанией (такие как налоговая защита, обусловленная процентными платежами по долгу). В таблице 8.3 представлен образец калькуляции *WACC* для корпорации Hershey Foods.

Дополнительная проблема, возникающая при оценке стоимости бизнеса, — это неопределенная продолжительность жизни компании. Один из подходов к решению этой проблемы — составить прогноз свободного денежного потока на 100 лет больше уже о нем не думать, так как его дисконтированная стоимость за этим горизонтом будет ничтожно мала. Однако такой подход обладает одним «маленьким» недостатком: точно предсказать результаты деятельности на многие десятилетия вперед не очень-то просто. Альтернативное решение — разбить стоимость бизнеса на два временных интервала: определенный прогнозный период и все последующее время:

$$\text{Стоимость} = \begin{array}{l} \text{приведенная стоимость} \\ \text{денежного потока} \\ \text{на протяжении} \\ \text{прогнозного периода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{приведенная стоимость} \\ \text{денежного потока} \\ \text{по завершении} \\ \text{прогнозного периода.} \end{array}$$

Стоимость по завершении конкретного прогнозного периода называется *продленной стоимостью*. Оценить ее позволяют простые формулы, выведенные из модели дисконтированного денежного потока при нескольких упрощающих предпосылках. Вот, например, одна из таких формул (в гл. 12 разбираются более изощренные методы оценки продленной стоимости):

$$\text{Продленная стоимость} \sim \frac{\text{NOPLAT} (1 - g/\text{ROIC}_i)}{\text{WACC} - g}$$

- где *NOPLAT* — чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов (в первый год после завершения прогнозного периода);  
*ROIC<sub>i</sub>* — приростная рентабельность нового инвестированного капитала;  
*g* — ожидаемые темпы роста *NOPLAT* в бессрочной перспективе;  
*WACC* — средневзвешенные затраты на капитал.

Таблица 8.4. Продленная стоимость: корпорация Hershey Foods

$NOPLAT_{2W}$	634 млн дол		
$ROIC_f =$	21,3%	Пролленная	$= \frac{NOPLAT_{2W}(1-gtROIC_f)}{WACC-e} = 14\,710$
8	4,0%	стоимость	
WACC	7,5%		

В таблице 8.4 представлен расчет продленной стоимости для Hershey Foods.

### Стоимость долга

Стоимость долга компании равна приведенной стоимости денежного потока для кредиторов, дисконтированного по ставке, которая отражает риск этого денежного потока. Ставка дисконтирования в данном случае равна текущей рыночной процентной ставке долговых обязательств с аналогичным риском и сопоставимыми условиями погашения. Как правило, при оценке долга нужно брать в расчет только те долговые обязательства компании, которые находятся в обращении на момент оценки. Что касается будущих займов, то здесь можно взять за предпосылку нулевую чистую приведенную стоимость, так как приток денежных средств от этих займов будет в точности равен приведенной стоимости будущих платежей в погашение долга, дисконтированных по альтернативным издержкам привлечения заемного капитала.

### Стоимость собственного капитала

Стоимость собственного капитала компании равна ее операционной стоимости плюс неоперационные активы (т. е. активы, не относящиеся к основной деятельности, такие как инвестиции в несопряженные виды бизнеса или неконсолидированные предприятия) минус стоимость долга и любых неоперационных обязательств. Так, в оценку собственного капитала Hershey Foods, составившую, как показано в таблице 8.1, около 9,4 млрд дол., включены 450 млн дол. стоимости макаронного предприятия компании, которое она продала в начале 1999 г.

## КАКИЕ ФАКТОРЫ ОПРЕДЕЛЯЮТ ВЕЛИЧИНУ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА И СТОИМОСТЬ

На этом вы могли бы остановиться, сочтя, что, как только вы составили прогноз свободного денежного потока и продисконтировали его по средневзвешенным затратам на капитал, ваша стоимостная оценка завершена.

Но этого совершенно недостаточно, ибо вы еще не оценили сам прогноз свободного денежного потока, на котором строится ваша оценка стоимости. Как этот прогноз соотносится с прошлыми показателями компании? А с соответствующими показателями других компаний? Каковы экономические характеристики вашего бизнеса<sup>1\*</sup> Выражены ли эти характеристики в такой форме, какую в состоянии понять менеджеры и другие заинтересованные стороны? Каковы наиболее важные параметры, от которых зависит увеличение или, наоборот, уменьшение стоимости компании<sup>^\*</sup> Для того чтобы ответить на эти вопросы, вам нужно вернуться немного назад и разобраться в том, каковы основополагающие факторы стоимости вашего бизнеса

Коль скоро стоимость зиждется на дисконтированном денежном потоке, основополагающие факторы стоимости бизнеса должны быть также факторами, определяющими величину свободного денежного потока. Как мы уже говорили в главах 3 и 4, существуют два таких ключевых фактора, общих и для свободного денежного потока, и для стоимости: (1) скорость, с какой компания наращивает свои доходы, прибыли и капитальную базу, (2) рентабельность инвестированного капитала (относительно затрат на капитал). Эти факторы стоимости диктуются элементарным здравым смыслом. Компания, зарабатывающая больше прибыли в расчете на каждый инвестированный в бизнес доллар, должна стоить дороже сходной компании, получающей меньше прибыли на каждый доллар инвестированного капитала. Точно так же быстро растущая компания должна стоить дороже, чем компания, которая растет более медленными темпами, даже если обе получают одинаковую отдачу от вложенного капитала (и эта отдача достаточно велика, чтобы удовлетворить инвесторов).

На простой модели покажем, каким образом темпы роста и рентабельность инвестированного капитала влияют на величину свободного денежного потока. Сперва нужно условиться о нескольких понятиях. *Рентабельность инвестированного капитала (ROIС)* равна прибыли от основной деятельности компании, деленной на величину капитала, вложенного в компанию:

$$\text{ЯО/С} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{инвестированный капитал}}$$

где *NOPLAT* - чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов;

*инвестированный капитал* - операционный оборотный капитал +  
+ чистые основные средства + прочие активы

Чуть раньше в этой главе (см. табл. 8.2) мы определили свободный денежный поток как валовой денежный поток (*NOPLAT* плюс амортизация) за вычетом валовых инвестиций (прирост оборотного капитала плюс капитальные затраты). Для простоты расчетов в дальнейших примерах примем за свободный денежный поток разность между *NOPLAT* и чистыми

инвестициями (т. е. исключим амортизацию как из валового денежного потока, так и из валовых инвестиций).

Итак, у компании Л в году 1 *NOPLAT* насчитывает 100 дол., а чистые инвестиции — 25 дол.; стало быть, свободный денежный поток должен быть равен 75 дол.

Компания А	Год 1
<i>NOPLAT</i>	100,0
Чистые инвестиции	J&Q
<i>FCF</i>	75,0

Компаниям инвестировала 25 дол помимо амортизационных отчислений ради извлечения дополнительной прибыли в следующие годы. Допустим, рентабельность новых инвестиций компании в году 2 и в дальнейшем составляет 20%. Отсюда *NOPLAT* года 2 должна быть равна *NOPLAT* года 1 (100 дол.) плюс 20% от инвестиций года 1 (= 25 дол. x 0,20 = 5 дол.), то есть в общей сложности 105 дол. (Кроме того, мы исходим из предпосылки, что величина операционной прибыли, соответствующая базовому уровню капитала, который имелся в распоряжении компании в начале года 1, с течением времени не меняется.) Будем считать, что компания ежегодно реинвестирует равные доли операционной прибыли и получает одинаковую отдачу от нового капитала. Тогда свободный денежный поток компании А должен выглядеть следующим образом:

Компания А	Год				
	1	2	3	4	5
<i>NOPLAT</i>	100,0	105,0	110,3	115,8	121,6
Чистые инвестиции	<u>25,0</u>	26,2	<u>27,6</u>	<u>29,0</u>	<u>Ж4</u>
<i>FCF</i>	75,0	78,8	82,7	86,8	91,2

Каждый год операционная прибыль и свободный денежный поток компании увеличиваются на 5%, и каждый год компания вкладывает в бизнес 25% своего денежного потока, чтобы обеспечить будущий рост с рентабельностью 20%. Можно сказать, что в этом упрощенном мире темпы роста компании есть произведение рентабельности нового капитала и нормы инвестирования (чистые инвестиции, деленные на операционную прибыль):

$$\text{Темпы роста} = \text{рентабельность} \times \text{норма инвестирования}$$

Для компании А:

$$\text{Темпы роста} = 20\% \times 25\% = 0,2 \times 0,25 = 0,05 = 5\%.$$

Теперь предположим, что компания В хочет добиться таких же темпов роста прибыли, как и у компании А. И она тоже заработала 100 дол. в году 1. Однако компания В получает лишь 10%-ную отдачу от своего капитала.

Для того чтобы в году 2 увеличить прибыль на 5 дол., в году 1 ей придется инвестировать 50 дол. Свободный денежный поток компании Б:

Компания Б	Год				
	1	2	3	4	5
<i>NOPLAT</i>	100,0	105,0	110,3	115,8	121,6
Чистые инвестиции	<i>w</i>	.52,5	<u>55,2</u>	<u>57,9</u>	.618
<i>FCF</i>	50,0	52,5	55,1	57,9	63,8

Очевидно, чем выше рентабельность инвестированного капитала, тем больше свободный денежный поток при условии, что обе компании стремятся поддерживать одинаковые темпы роста прибыли. Логично ожидать, что компания А будет стоить дороже компании Б, несмотря на одинаковые операционные прибыли и темпы роста.

Теперь давайте посмотрим, как на денежный поток и стоимость влияет изменение темпов роста. Допустим, компания А намерена ускорить рост (и притом в состоянии вкладывать больше капитала той же рентабельностью). Если компания хочет, чтобы ее прибыли возрастали не на 5, а на 8%, то, как показано ниже, ей отныне придется ежегодно инвестировать 40% своей операционной прибыли (для расчета требуемой нормы инвестирования воспользуемся приведенной выше формулой):

Компания А	Год				
	1	2	3	4	5
<i>NOPLAT</i>	100,0	108,0	116,6	126,0	136,0
Чистые инвестиции	<i>AM</i>	<u>41,2</u>	<i>MA</i>	<u>50,4</u>	<i>AAA</i>
<i>FCF</i>	60,0	64,8	70,0	75,6	81,6

Заметьте, что теперь свободный денежный поток компании А в каждом году уменьшился. Фактически при этих новых, более высоких, темпах роста свободный денежный поток компании А оказывается меньше, чем в первом сценарии, вплоть до года 9, но затем, как видно из таблицы 8.5, существенно возрастает. А в каком из сценариев добавляется больше стоимости? Оказывается, покуда рентабельность инвестированного капитала превышает средневзвешенные затраты на капитал, которые служат ставкой дисконтирования для денежного потока, более высокие темпы роста ведут к созданию большей стоимости. Что до этих двух сценариев, то если принять комбинацию темпов роста и рентабельности неизменной на бессрочную перспективу средневзвешенные затраты на капитал компании А — за 12%, тогда приведенная стоимость в сценарии с ростом на 5% составляет 1071 дол., а в сценарии с ростом на 8% — 1500 дол. Это означает, что инвесторам имеет смысл согласиться на меньший свободный денежный поток в ранние годы.

В таблице 8.6 представлена матрица значений стоимости гипотетической компании в некотором диапазоне прогнозируемых темпов роста и рентабельности инвестированного капитала. Как видите, конкретное зна-

Таблица 8.5. Испытание сценариев на примере компании А  
(числовые данные — в млн дол.)

РОСТ на 5%												
Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
NOPLAT	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163	171
Чистые инвестиции	25	20	27	20	31	32	33	35	37	39	41	43
FCF	75	70	83	87	01	96	101	106	111	116	122	128
РОСТ на 8%												
Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
NOPLAT	100	108	117	126	136	147	155	171	185	200	216	233
Чистые инвестиции	40	45	47	50	54	59	64	68	74	80	86	93
FCF	60	05	70	76	82	88	95	103	111	120	130	140

чение стоимости являет собой продукт определенного, отличного от других сочетания темпов роста и рентабельности. Поскольку никакая компания не в состоянии бесконечно увеличивать оба параметра, подобная таблица помогает менеджерам устанавливать для своих фирм осмысленные долгосрочные нормативы улучшения результатов деятельности. Кроме того, таблица наглядно показывает, что происходит, когда рентабельность инвестированного капитала не перекрывает затраты на капитал. Если рентабельность в точности равна средневзвешенным затратам на капитал, то дополнительный рост и не создает, и не уничтожает стоимость, так что инвесторам не имеет смысла переплачивать за дополнительный рост, коль скоро они в состоянии получить ту же отдачу где-нибудь еще. Если же рентабельность инвестированного капитала отстает по величине от средневзвешенных затрат на капитал, то дополнительный рост фактически разрушает стоимость; следовательно, в подобных обстоятельствах инвесторам было бы лучше вложить свои средства в какой-то другой объект.

Рассмотренные примеры сильно упрощены. Компании не растут постоянными темпами во все годы, они не инвестируют ежегодно одинаковую

Таблица 8.6. Как рентабельность инвестированного капитала и рост влияют на стоимость <sup>D</sup>

Дисконтированный денежный поток операционной прибыли	Годовой рост	ROIC				
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	20,0%
	3%	887	1000	1058	1113	1170
	6%	708	1000	1117	1295	1442
	9%	410	1000	1354	1591	1886

▲  
Л Разрушение Нейтральное Создание  
стоимости состояние СТОИМОСТИ

<sup>1)</sup> Предпосылки: исходная NOPLAT = 100 дол., WACC = 10%, по истечении 2S лет ROIC = WACC.

Таблица 8.7. Расчет рентабельности инвестированного капитала (КО/С):  
 корпорация Hershey Foods  
 (числовые данные, кроме трех последних строк, — в млн лол.)

Год	1997	1998	Прогноз		
			1999	2000	2001
<i>NOPLAT</i>					
Доход	*1302	4063	4245	4436	4636
Операционные издержки	-3656	-3452	-3598	-3765	-3936
ШТЛ	646	610	648	671	700
Денежный налоги <i>a</i> EBITA	-204	-177	-227	-236	-246
<i>NOPLAT</i>	442	434	420	436	454
<b>Инвестированный капитал</b>					
Операционные оборотные активы	1015	1020	1074	1122	1173
Беспроцентные текущие обязательства	- 508	-412	-501	-523	-547
Операционный оборотный капитал	527	600	573	599	626
Чистые основные средства	1648	1477	1613	1686	1762
Прочие активы <i>минус</i> прочие обязательства	-290	-255	-267	-279	-292
Инвестированный капитал в основной деятельности	1885	1830	1919	2005	2096
<i>ROIC</i> (числовые данные – в %)					
<i>ROIC</i> (на начало года)	24,3	23,0	23,0	22,7	22,6
WACC	8,3	7,5	7,5	7Д	7,5
Спред	16,0	15,5	15,5	15,2	15,1

долю своих прибылей и не получают из года в год одинаковую отдачу от вложенного капитала. Однако основная идея, лежащая в основе этих примеров, — что рентабельность инвестированного капитала (относительно средневзвешенных затрат на капитал) и темпы роста служат ключевыми факторами стоимости - применима ко всем компаниям во все времена. В таблице 8.7 представлен расчет рентабельности инвестированного капитала для Hershey Foods, а на рисунке 8.3 изображена фактическая (за прошлые годы) и прогнозируемая динамика ее показателей роста и рентабельности. Вот результаты этих расчетов в обобщенном виде (числовые данные - в %):

Корпорация	Прогноз		
Hershey Foods	1989—1993 гг.	1994-1998 гг.	на 1999-2008 гг.
<b>Средний спред</b>			
<i>ROIC</i>	19,0	21,5	22,7
WACC	М	8,2	1А
Спред	9,3	12,8	15,2
<b>Среднегодовые темпы роста</b>			
Доход 9,4		3,1	4,5
<i>NOPLAT</i>	U	Ш	12.
Инвестированный капитал	9.9	2.3	4,6

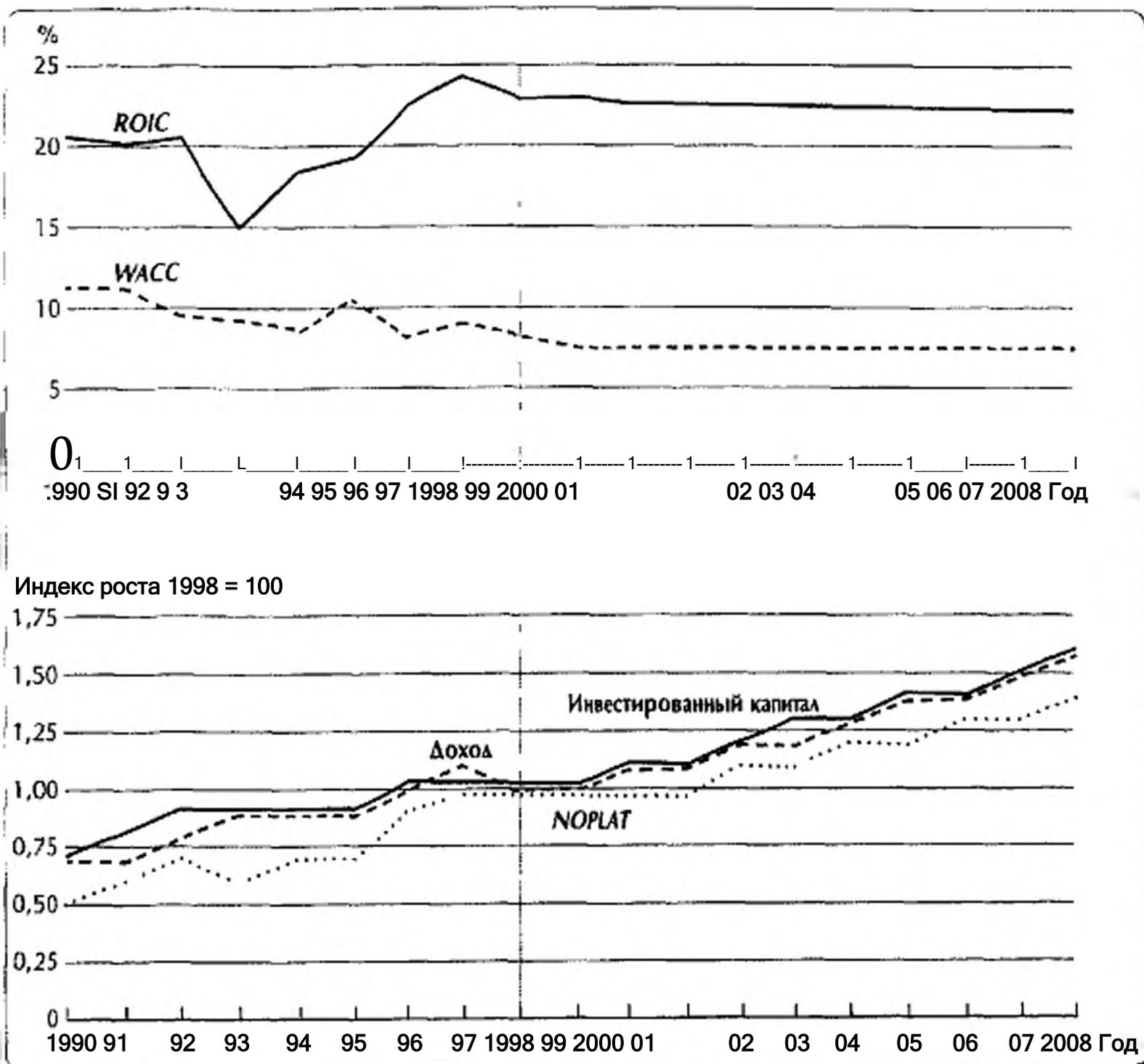


Рисунок 8.3. Рентабельность инвестированного капитала и темпы роста: корпорация Hershey foods

Как видите, рентабельность инвестированного капитала Hershey устойчиво держалась на уровне около 20%, даже когда процентные ставки и WACC компании снизились. Таким образом, за пять лет с 1994 по 1998 г. спред между рентабельностью инвестиций и затратами на капитал увеличился в среднем на 12,8%. В рассматриваемом сценарии прогнозируется, что рентабельность и дальше останется в основном неизменной, рост дохода несколько ускорится, а *NOPLAT* будет расти вровень с доходом (другими словами, ожидается постоянная норма операционной прибыли). Менеджеры могут использовать такого рода информацию для уточнения своих прогнозов и выработки долгосрочных целевых нормативов деятельности компании.

Все эти рассуждения сводятся к одному: рентабельность инвестированного капитала (относительно средневзвешенных затрат на капитал)

и темпы роста являются основополагающими факторами стоимости. Для наращивания стоимости компания должна решить одну (или несколько) из следующих задач:

- повысить прибыль, которую она получает от уже задействованного капитала (т. е. увеличить рентабельность капитала, инвестированного в имеющиеся у нее активы),
- обеспечить, чтобы рентабельность любых новых инвестиций превышала средневзвешенные затраты на капитал,
- ускорить темпы роста, но лишь до тех пор, пока рентабельность новых инвестиций превышает средневзвешенные затраты на капитал;
- снизить затраты на капитал.

## МОДЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ

Иную схему стоимостной оценки, которой мы будем пользоваться в этой книге, предлагает *модель экономической прибыли*. В ней стоимость компании принимается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка к размеру приведенной стоимости, создаваемой в каждом последующем году. Концепция экономической прибыли уходит корнями в далекий 1890 г., когда знаменитый ныне экономист Алфред Маршалл писал: «То, что остается от его (собственника или управляющего) прибыли после вычета процентов на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской и управленческой прибылью»<sup>1</sup>.

Тем самым Маршалл говорит, что при определении стоимости, создаваемой компанией в любой период времени (т. е. экономической прибыли), нужно учитывать не только расходы, фиксируемые в бухгалтерских счетах, но и альтернативные издержки привлечения капитала, занятого в бизнесе.

Преимущество модели экономической прибыли перед моделью дисконтированного денежного потока состоит в том, что экономическая прибыль — очень удобный и наглядный показатель результатов деятельности компании в любом отдельно взятом году, тогда как свободный денежный поток не обладает таким свойством. К примеру, вы не получите четкого представления о достижениях и перспективах компании, сравнивая ее фактические и прогнозные свободные денежные потоки, ибо величина свободного денежного потока в любом году определяется весьма произвольными инвестициями в основные средства и оборотный капитал. Менеджмент компании с легкостью может улучшить показатель свободного денежного потока данного года в ущерб долгосрочному созданию новой стоимости, просто на время отложив инвестиции.

<sup>i</sup> Alfred Marshall Principles of Economics. Vol 1 New York MacMillan & Co., 1890. P. 142.



Экономическая прибыль ( $EP$ ) служит мерилom стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени, и определяется следующим образом

$$EP - \text{инвестированный капитал} \times (ROIC - WACC)$$

Иными словами, экономическая прибыль равна разности между рентабельностью инвестированного капитала и затратами на капитал, умноженной на величину инвестированного капитала. Допустим, у компании  $B$  объем капитала, вложенного в бизнес, насчитывает 1000 дол., рентабельность инвестированного капитала — 10%, а средневзвешенные затраты на капитал — 8%. Тогда ее экономическая прибыль за год равна 20 дол.:

$$EP = \$1000 \times (10\% - 8\%) = \$1000 \times 2\% = 20 \text{ дол}$$

Экономическая прибыль сводит факторы стоимости, о которых мы говорили выше, — а именно рентабельность инвестиций и рост — к единому денежному показателю (в конце концов, рост связан с величиной инвестированного капитала, или размером компании). Иначе экономическая прибыль определяется как посленалоговая прибыль от основной деятельности за вычетом платы за капитал, используемый компанией:

$$EP = NOPLAT - \frac{\text{плата за капитал}}{\text{инвестированный капитал}} \times WACC.$$

Этот альтернативный расчет дает точно такое же значение экономической прибыли:

$$EP = \$100 - \$1000 \times 8\% = \$100 - \$80 = 20 \text{ дол.}$$

Как показывает эта модель, экономическая прибыль концептуально равнозначна бухгалтерской чистой прибыли, но лишь с условием, что в расчет принимаются в точности все платежи компании за капитал, а не только проценты по долгу.

Рассмотрим простой пример, иллюстрирующий применение модели экономической прибыли для стоимостной оценки. Допустим, уже известная нам компания  $B$  в начале периода 1 инвестировала 1000 дол. в основные средства и оборотный капитал. Далее ежегодно она зарабатывает  $NOPLAT$  в размере 100 дол. (т. е.  $ROIC = 10\%$ ). Чистые инвестиции компании равны нулю, и, стало быть, ее свободный денежный поток составляет те же 100 дол. Согласно выведенной выше формуле, экономическая прибыль компании  $B$  равна 20 дол. в год.

В модели экономической прибыли стоимость компании равна величине инвестированного капитала плюс надбавка или скидка, равная приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли:

$$\text{Стоимость} = \text{капитал} + \frac{\text{инвестированный приведенная стоимость}}{\text{прогнозируемой экономической прибыли}}$$

Логика здесь проста. Если в каждый период компания зарабатывает ровно столько, сколько хватает, чтобы покрыть ее средневзвешенные затраты на капитал, то дисконтированная (приведенная) стоимость ее свободного денежного потока должна в точности совпадать с величиной инвестированного капитала. То есть компания стоит ровно столько, сколько в нее изначально вложено. Компания стоит больше или меньше вложенного в нее капитала лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Следовательно, надбавка или скидка к инвестированному капиталу *должна быть* равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании.

Компания В ежегодно зарабатывает на 20 дол. больше того, что требуют в качестве возмещения инвесторы (это ее экономическая прибыль). Значит, стоимость компании В должна быть равна 1000 дол. (величина ее инвестированного капитала на момент оценки) плюс приведенная стоимость экономической прибыли. В данном случае, коль скоро экономическая прибыль постоянно держится на уровне 20 дол. в год, для расчета ее приведенной стоимости мы можем воспользоваться формулой бессрочной ренты:

$$\frac{\text{Приведенная стоимость } \$20}{\text{экономической прибыли } 8\%} = 250 \text{ дол.}$$

Отсюда компания В стоит 1250 дол. Если вы теперь продисконтируете свободный денежный поток компании, то получите тот же результат — стоимость компании В равна 1250 дол. (напомним, что прогнозируемый свободный денежный поток компании В составляет 100 дол.):

$$\frac{\text{Приведенная стоимость } \$100}{\text{свободную денежного потока } 8\%} = 1250 \text{ дол.}$$

Таблица 8.8 содержит расчет экономической прибыли для корпорации Hershey Foods, а таблица 8.9 — ее стоимостную оценку по экономической прибыли. В 1998 г. Hershey создала экономическую прибыль в размере

Таблица 8.8. Расчет экономической прибыли (EP): корпорация Hershey Foods  
1числовые данные, кроме первых трех строк, — в млн дол.)

ГоА	Прогноз				
	1997	1998	1999	2000	2001
КОК It %)	24,3	23,0	23,0	22,7	22,6
*VACCto%)	8,3	7,5	7,5	7,5	7,5
Спред 'в %>	16,С	15,5	15,5	15,2	15,1
Инвестированный «питал !на начало гита!-	1815	1885	1830	1919	2005
EP	291	293	283	292	304
БЮПМ	442	434	420	436	454
n.vaia U капитал	-151	-141	-137	-144	-150
EP	291	293	283	292	304

Таблица 8.9. Общая схема стоимостной оценки по экономической прибыли:  
корпорация Hershey Foods

Год	EP (млн дол)	Коэффициент дисконтирования (при ставке 7,5%)	Приведенная стоимость EP (в млн дол) <sup>и</sup>
1999	283	0,930	263
2000	292	0,865	252
2001	304	0,805	245
2002	316	0,749	237
2003	329	0,697	229
2X4	3A3	0,648	222
2005	3S7	0,603	215
2006	372	0,561	209
2X7	387	0,522	202
2C08	403	0,485	196
Посаленная стоимсую	J) 858	0,485	5 754
Приведенная стоимость экономической прибыли			8 024
Инвестированный капитал (на начало периода)			1 830
			9 854
Поправочный коэффициент на середину года			1,037
Стоимость основной деятельности			10217
Стоимость инвеспий, не связанных с основной деятельностью			450
Совокупная стоимость коммерческого предприятия			10 667
Минус' Стоимость долга			-1 282
Стоимость собственного капитала			9 385

<sup>и</sup> Кроме поправочного коэффициента

293 млн дол. Иными словами, Hershey заработала в основной деятельности на 293 млн дол. больше прибыли, чем того требовали инвесторы исходя из доходности альтернативных инвестиций. Заметьте, что стоимость Hershey, рассчитанная по экономической прибыли, в точности равна стоимости ее дисконтированного денежного потока, которую мы вычислили чуть раньше в этой главе. Более того, как и следовало ожидать, стоимость основной деятельности Hershey (10,2 млрд дол.) превосходит величину инвестированного капитала (на конец 1998 г. - 1,8 млрд дол.). На языке приведенной стоимости это означает: Hershey создала дополнительную стоимость в размере 8,4 млрд дол. (10,2 млрд дол. минус 1,8 млрд дол.).

## МОДЕЛЬ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ

Модель скорректированной приведенной стоимости аналогична модели дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия. В ней точно так же дисконтируется свободный денежный поток для оценки стоимости основной деятельности, а если в расчет добавляются еще и неоперационные активы - то всего коммерческого предприятия в целом. Далее из этой общей стоимости коммерческого предприятия вычитается стоимость

долга, что дает стоимость собственного капитала. Различие между двумя подходами заключается в том, что в модели скорректированной приведенной стоимости оценка основной деятельности разбивается на две составляющие: отдельно исчисляется стоимость, как если бы компания финансировалась полностью из собственного капитала, и затем отдельно оцениваются налоговые выгоды, обусловленные долговым финансированием.

Эта модель опирается на постулаты Модильяни—Миллера (ММ), относящиеся к теории структуры капитала, которые были сформулированы авторами в конце 1950-х - начале 1960-х годов<sup>2</sup>. Согласно постулатам ММ, в мире, где нет налогов, совокупная стоимость компании (т. е. сумма долга и собственного капитала) не зависит от структуры капитала (т. е. от пропорции между долгом и собственным капиталом). Это диктует простая житейская логика: на стоимость компании не должно влиять, как вы ее делите (между кредиторами, акционерами и другими претендентами). Профессор Клиффорд Смит из Рочестерского университета иллюстрирует этот вывод историей про бывшего американского бейсболиста Йоги Берра, которого как-то раз в пиццерии спросили, на сколько кусков ему разрезать пиццу - на шесть или на восемь. Берра ответил: «На шесть, пожалуйста, я не настолько голоден, чтобы съесть восемь». На всякий случай заметим [если кто-то вдруг чего-то недопонял. - *Примет, переводчика*]: общий размер пиццы каким был, таким и останется, на сколько бы кусков вы ее ни делили.

Из постулатов ММ следует, что в мире без налогов средневзвешенные затраты на капитал должны иметь постоянное значение вне зависимости от структуры капитала компании. Иначе и быть не может, если совокупная стоимость - постоянная величина и свободный денежный поток, по определению, не зависит от структуры капитала. В результате структура капитала может влиять на стоимость только через налоги и другие несовершенства рынка.

Сообразно с этой концепцией в модели скорректированной приведенной стоимости оценка компании строится таким образом, чтобы непосредственно выявить эффект налогов. Вначале стоимость компании исчисляется по затратам на капитал, как если бы в структуре капитала компании долг отсутствовал (это принято называть *затратами на собственный капитал без долговой нагрузки*). Затем к полученному значению стоимости добавляется эффект налогов, обусловленный долговой нагрузкой. В большинстве развитых стран проценты, которые компания платит по своим долгам, подлежат вычету из налоговой базы. Следовательно, общая сумма налогов, уплачива-

<sup>2</sup> Подробнее о постулатах Модильяни—Миллера и модели скорректированной приведенной стоимости см.: *Thomas E. Copeland and J. Fred Weston. Financial Theory and Corporate Policy. 3rd ed. Reading, MA: Addison-Wesley, 1988. P. 439-451; Richard A. Brealey and Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 1996. P. 525- 541 [Брейли Ригард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. 2-е изд. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. С 434-443.502-516].*

емых компанией и ее инвесторами, сокращается, когда в структуре капитала компании присутствует долг.

В модели дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия эти налоговые выгоды учитываются при исчислении средневзвешенных затрат на капитал: долговой элемент *WACC* сразу корректируется на налоги. В модели скорректированной приведенной стоимости налоговые выгоды процентных платежей оцениваются отдельно — дисконтированием прогнозируемой экономии на налогах. При умелом исполнении и при использовании одинаковых предпосылок, относящихся к структуре капитала, обе модели дают в итоге одинаковое значение стоимости.

Ключом к согласованию этих двух моделей служит расчет средневзвешенных затрат на капитал. Представленная ниже формула — это один из способов соотнести *WACC* с затратами на собственный капитал без долговой нагрузки при условии, что налоговые выгоды долга дисконтируются по этим самым затратам на собственный капитал без долговой нагрузки (другие способы см. в Приложении в конце книги):

$$WACC = k_u - k_b \left( \frac{B}{B + S} \right) T,$$

где  $k_u$  - затраты на собственный капитал без долговой нагрузки;

$k_b$  — затраты на заемный капитал;

$T$  - предельная ставка налога на процентные расходы;

$B$  — рыночная стоимость долга;

$S$  — рыночная стоимость собственного капитала.

Давайте испытаем модель скорректированной приведенной стоимости на примере Hershey Foods. Определим для Hershey затраты на собственный капитал без долговой нагрузки. Простым преобразованием нашей формулы выразим  $k_u$  через *WACC*:

$$k_u = WACC + k_b \left( \frac{B}{B + S} \right) T =$$

$$= 7.5\% + 5,5\% \times 13.8\% \times 39,0\% = 7,8\%.$$

Дисконтирование прогнозируемого свободного денежного потока Hershey по  $k_u$  дает нам стоимость основной деятельности без долговой нагрузки в размере 9390 млн дол. (см. табл. 8.10). Стоимость процентной налоговой защиты составляет 642 млн дол. (см. табл. 8.11). В результате получаем стоимость собственного капитала Hershey, равную 9200 млн дол.:

Стоимость операционного свободного денежного потока	9 390
Стоимость процентной налоговой защиты	642
Неоперационные активы	<u>450</u>
Совокупная стоимость коммерческого предприятия	10 482
Минус: Стоимость долга	<i>zim</i>
Стоимость собственного капитала	9 200

Вы можете заметить, что стоимость основной деятельности, найденная нами методом дисконтированного денежного потока, не вполне совпадает

Таблица 8.10. Оценка свободного денежного потока методом скорректированной приведенной стоимости:  
корпорация Hershey Foods

Год	FCF 1е млн дол 1	K (в %)	Коэффициент дисконтирования	Привеченная стоимость FCF по $K_u$ , (в МЛН ЛОЛ. <sup>11</sup> )
1999	331	7,80	0,928	307
2000	3*9	7,80	0,860	301
2001	364	7,80	0,798	290
2002	379	7,80	0,7*0	281
2003	395	7,80	0,687	271
2004	412	7,30	0,637	262
2005	*29	7,80	0,591	253
2006	*47	7,80	0,5*8	245
2007	466	7,80	0,508	237
2008	485	7,80	0,472	229
Продленная стоимость	13 526	7,80	0,472	6 300
				9 056
Поправочный коэффициент на середину гола				1,037
Скорректированная, приведенная стоимость FCF				9 390

<sup>11</sup> Кроме поправочного .коэффициента

Таблица 8.11. Опенка процентной налоговой защиты:  
корпорация Hershey Foods

Год	Процентная налоговая защита (в млн дол)	Коэффициент дисконтирования (при $K_u = 7,80\%$ )	Приведенная стоимость налоговой защиты по $K_u$ (в МАИ дол. <sup>11</sup> )
1999	27,5	0,928	26
2000	26,6	0,860	23
2001	22,9	0,798	18
2002	29,8	0,740	22
2003	25,8	0,687	18
2004	33,4	0,637	21
2005	29,2	0,591	17
2006	36,5	0,548	20
2007	31,9	0,508	16
2008	38,9	0,472	18
Продленная стоимость	890,0	0,472	420
			619
ф Ёпр.щючны>- озсффициент на середину гола			1,037
Скорректированная приведенная стоимость налоговой защиты			642

<sup>11</sup> Кроме поправочного коэффициент.

с тем значением, какое дала нам модель скорректированной приведенной стоимости. Разница составляет 2%. Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия предполагает, что структура капитала (отношение долга к сумме долга и собственного капитала по рыночной стоимости) и WACC остаются неизменными в любой период времени. На

Таблица 8.12. Дисконтированный денежный поток коммерческого предприятия, скорректированный на изменение структуры капитала:  
корпорация Hershey Foods

Гол	<i>FCF</i>	<i>DIV</i> <sup>1</sup>	<i>WACC</i>	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимость <i>FCF</i> по <i>WACC</i> 1 в млн дол <sup>2&gt;</sup>
	(а млн дол)	(В%)	(в %)		
1999	331	13,3	7,52	0,930	308
2000	349	12,3	7,54	0,865	302
2001	364	10,2	7,59	0,804	293
2002	379	12,7	7,53	0,748	283
2003	395	10,6	7,58	0,695	274
2004	412	13,2	7,52	0,646	266
2005	429	11,1	7,57	0,601	258
2006	447	13,3	7,52	0,559	250
2007	466	11,2	7,56	0,520	242
2008	485	13,1	7,52	0,483	234
Проведенная стоимость	14 416	13,1	7,52	0,483	6 965
					<b>9 675</b>
Поправочный коэффициент на середину года					1,037
Стоимость основной деятельности					10032
Стоимость инвестиций, не связанных с основной деятельностью					450
Стоимость коммерческого предприятия					10 482
Долг					1282
Стоимость собственного капитала по <i>WACC</i>					9200

<sup>1</sup> *DIV* — отношение долга (О) к совокупной стоимости компании (У), отражает долю долга в структуре кап

<sup>2</sup> Кроме поправочного коэффициент

самом же деле структура капитала меняется ежегодно. Если мы вернемся к модели дисконтированного денежного потока, но на сей раз определим структуру капитала и *WACC* отдельно на каждый период, то получим стоимость собственного капитала 9200 млн дол. (см. табл. 8.12) — ровно то же значение, что и в модели скорректированной приведенной стоимости<sup>3</sup>.

Когда структура капитала претерпевает существенные изменения на протяжении прогнозного периода, модель скорректированной приведенной стоимости существенно проще в применении, нежели модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия. По этой причине она особенно удобна для оценки сделок по выкупу компаний за счет займа,

<sup>3</sup> Для технически корректного применения модели дисконтированного денежного потока следует исходить из предпосылки, что затраты на собственный капитал без долговой нагрузки остаются постоянными, тогда как затраты на собственный капитал с долговой нагрузкой и *WACC* ежегодно меняются сообразно изменениям структуры капитала в том или ином году. Для соблюдения этого условия вы можете провести пошаговую оценку структуры капитала и *WACC* «от будущего к настоящему»: начиная с последнего года прогнозного периода, определите значение *WACC*, соответствующее стоимости долга и собственного капитала в структуре капитала, а затем методом последовательного приближения корректируйте это значение, перебирая год за годом в обратном порядке, пока не достигнете исходной точки вашего периода оценки.

а также для оценки компаний, переживающих финансовые потрясения. Кроме того, эта модель полезна, когда у компании имеются крупные убытки, в налоговых целях подлежащие переносу на будущие периоды, так как подобные эффекты трудно учесть при расчете WACC.

## МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА НА АКЦИИ

Модель дисконтированного денежного потока на акции чрезвычайно проста в теории, но гораздо сложнее в практическом применении. В этой модели стоимость оценивается дисконтированием денежного потока, доступного владельцам собственного капитала (акционерам), по затратам компании на собственный капитал. В таблице 8.13 представлен образец такой оценки для корпорации Hershey Foods; в качестве ставки дисконтирования здесь взяты затраты на собственный капитал в размере 8,1% (исчисленные по выведенной выше формуле). В данном случае стоимость насчитывает 9261 млн дол., что менее чем на 1% отличается от значения, полученного в модели скорректированной приведенной стоимости. И опять эта разница объясняется тем, что мы не внесли поправки на изменения структуры капитала. Для учета подвижек в структуре капитала нам придется каждый период пересчитывать затраты на собственный капитал по следующей формуле либо каким-то иным способом (см. Приложение в конце книги):

$$*_{S} = V (k_u - k_b) \frac{B}{S},$$

где  $k_{\%}$  – затраты на собственный капитал с долговой нагрузкой.

Таблица 8.13. Общая схема стоимостной оценки методом дисконтированного денежного потока на акции: корпорация Hershey Foods

Год	Денежный поток на акции (в млн дол.)	Коэффициент дисконтирования (при $k_s = 8,1\%$ )	Приведенная стоимость денежного потока по $f_c$ , (в МАИ дол.)
1W	245	0,925	227
'000	137	0,856	118
2001	646	0,792	512
2002	149	0,733	109
2003	709	0,678	481
лхм	162	0,628	102
2007 ллл	723	0,581	420
2008	177	0,537	95
2007	738	0,497	367
2008	193	0,460	89
ПрОВАГНИИ StUMOC п.	12 895	0,460	5 934
Дисконтированный денежный поток на акции			8 454
Корректировка $H_i$ середину года			357
С 1от«х?ь ине» пшй, не шинных с основной деятельностью			450
Ктмость собственного капитала			9 261

Таблица 8.14. Дисконтированный денежный поток на акции, скорректированный на изменение структуры капитала: корпорация Hershey Foods

Год	Денежный поток на акции <sup>11</sup>		$k_f$ (в %)	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимость денежного потока по $k_s$ (з млн дол.)
	1 в млн дол)	(в %)			
1999	245	13,3	8,16	0,925	227
2000	137	12,3	8,13	0,855	117
2001	646	10,2	8,07	0,791	511
2002	149	12,7	8,14	0,732	109
2003	709	10,6	8,08	0,677	480
2004	162	13,2	8,16	0,626	101
2005	723	11,1	8,09	0,579	418
2006	177	13,3	8,16	0,535	95
2007	738	11,2	8,09	0,495	366
2008	193	13,1	8,15	0,458	88
Продленная стоимость <sup>31</sup>	12 838	13,1	8,15	0,458	5 880
Дисконтированный денежный поток на акции					8 393
Корректировка на середину года					357
Стоимость инвестиций, не связанных с основной деятельностью					450
Стоимость собственного капитала					9 200

<sup>11</sup> Дивиденды плюс выкуп акций; сюда не включены поступления от продажи бизнеса в 1999 г. (450 млн дол), которые добавлены отдельной строкой ниже.

<sup>21</sup>  $D/V$  – отношение долга (D) к совокупной стоимости компании (V).

<sup>31</sup> Предпосылки: чистая прибыль за 2009 г. = 580,9 млн дол, (без учета репутации); темпы роста = 4%; при рентабельность собственного капитала (ROE) = 41,44% (ROIC = 21,27% после корректировки WACC на долговую нагрузку).

Как только мы скорректировали затраты на собственный капитал, метод дисконтированного денежного потока на акции дал нам величину стоимости 9200 млн дол. (см. табл. 8.14) — ровно столько же, сколько модель скорректированной приведенной стоимости и модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия при корректировке WACC в каждом периоде.

Хотя модель дисконтированного денежного потока на акции кажется наиболее прямым способом определения стоимости, практически она не так удобна, как модель коммерческого предприятия; исключение составляет лишь оценка финансовых институтов (см. гл. 21 и 22). Дисконтирование денежного потока на акции раскрывает меньше информации об источниках стоимости и не столь полезно для выявления новых возможностей создания стоимости. Более того, этот метод требует тщательных корректировок, чтобы изменения прогнозируемой структуры финансирования не исказили подлинное значение стоимости компании.

Самая распространенная ошибка при стоимостной оценке по денежному потоку на акции заключается в том, что не соблюдается соответствие между дивидендной политикой компании и используемой ставкой дисконти-

рования. Допустим, вы проводите оценку стоимости, в результате которой получаете значение, скажем, 15 дол. на акцию. Затем вы увеличиваете коэффициент дивидендных выплат при постоянных прогнозных показателях основной деятельности (иначе говоря, при отсутствии изменений дохода или нормы прибыли). Presto! Стоимость акций тут же возрастает из-за увеличения дивидендных платежей, несмотря на неизменные показатели основной деятельности. Ошибка здесь в том, что не была изменена ставка дисконтирования. Увеличение коэффициента дивидендных выплат требует привлечения дополнительных заемных средств. А наращивание долга (заемного капитала) означает повышение риска акций и, стало быть, повышение ставки дисконтирования для собственного капитала.

Еще один недостаток прямого дисконтирования денежного потока на акции обнаруживается при оценке бизнес-единиц. Этот метод требует, чтобы пропорциональные доли долга и процентных платежей были распределены среди всех бизнес-единиц. А это лишняя работа, которая не приносит сколько-нибудь существенной дополнительной информации.

## МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ

*Модели оценки опционов* - это разновидности стандартной модели дисконтированного денежного потока с той лишь разницей, что в них предусмотрена возможность изменения управленческих решений в будущем по мере поступления новой информации. Особенно полезными модели оценки опционов обещают быть в тех случаях, когда нужно оценить стоимость стратегической и оперативной гибкости, - в частности, возможности открыть и закрыть предприятие, прекратить ту или иную деятельность, а также возможностей, связанных с разведкой и добычей полезных ископаемых. Методология применения моделей оценки опционов подробно разбирается в главе 20.

## ДРУГИЕ ПОДХОДЫ

Вы можете познакомиться еще стремя вариациями метода дисконтированного денежного потока:

- 1) использование реальных, вместо номинальных, денежных потоков и ставок дисконтирования;
- 2) дисконтирование доналогового, вместо посленалогового, денежного потока;
- 3) замена точных прогнозов денежного потока расчетными формулами.

Обычно мы не рекомендуем пользоваться этими приемами, разве что в редких особых обстоятельствах.

## **Использование реальных, вместо номинальных, денежных потоков и ставок дисконтирования**

Оценивать стоимость компании можно на основании прогноза денежного потока в реальном выражении (скажем, в постоянных ценах 1999 г.) и дисконтировать этот денежный поток по реальной же ставке (определяемой, например, как номинальная ставка за вычетом ожидаемой инфляции). Однако большинство менеджеров мыслит в номинальных, а не в реальных категориях, так что, пользуясь номинальными показателями, как правило, легче добиться взаимопонимания. Процентные ставки обычно объявляют тоже в номинальном, а не реальном выражении (т. е. без учета ожидаемой инфляции). Более того, коль скоро финансовые отчеты за прошлые периоды содержат номинальные данные, прогнозировать будущие финансовые результаты в реальном выражении и труднее, и опаснее (в том смысле, что чревато ошибками).

Основная сложность возникает при расчете *ROIC*. Если отчеты о результатах прошлой деятельности составлены в номинальных показателях, то и прошлые значения рентабельности инвестиций тоже имеют номинальное выражение. Но при прогнозировании будущей деятельности компании в реальном выражении такой же реальный характер приобретает и рентабельность нового капитала. В результате прогнозируемая рентабельность совокупного капитала (нового и старого) превращается в сложносоставную конструкцию из номинальных и реальных элементов, которая не поддается осмысленному толкованию. Единственный способ справиться с этой проблемой — перевести в реальное выражение прошлые данные, а это отнимает много времени и сил. К тому же, как мы убедились на собственном опыте, та дополнительная информация, которую приносят эти усилия, для большинства компаний обычно не имеет существенного значения, за исключением ситуаций с необычайно высокой инфляцией (см. гл. 19).

### **Дисконтирование доналогового, вместо посленалогового, денежного потока**

В модели коммерческого предприятия, которую мы советуем применять, используются денежные потоки и ставки дисконтирования в посленалоговом выражении. Однако, как следует из дальнейшего примера, концептуально верно также пользоваться доналоговыми показателями:

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{посленалоговый денежный поток}}{\text{посленалоговая ставка дисконтирования}};$$

$$\text{Посленалоговый доналоговый, денежный поток} \sim \text{денежный поток} \times (1 - \text{ставка налога}),$$

$$\frac{\text{Посленалоговая доналоговая ставка дисконтирования}}{\text{ставка дисконтирования}} = (1 - \text{ставка налога}),$$

Подставив эти выражения в исходное уравнение, получим:

$$\frac{C/n \text{ имост} - \text{доналоговый денежный поток} \times (1 - \text{ставка налога})}{\text{доналоговая ставка дисконтирования} \times (1 - \text{ставка налога})} =$$

$$= \frac{\text{доналоговый денежный поток}}{\text{доналоговая ставка дисконтирования}}$$

Однако в реальной жизни посленалоговый денежный поток — это не просто доналоговый денежный поток, скорректированный на налоговую ставку. Налогообложение определяется не денежным потоком, а бухгалтерским принципом начисления (например, компания получает налоговую льготу на приобретение оборудования не в тот же период, когда оплачивает это оборудование). Следовательно, посленалоговый свободный денежный поток не равен свободному денежному потоку до вычета налогов, умноженному на налоговую ставку. Вы не можете просто принять за ставку дисконтирования доналоговую ставку и, применив ее к доналоговому потоку, получить тот же результат, какой дает рекомендуемый нами метод. Совершенно очевидно, что провести достоверный анализ реального дисконтированного денежного потока с использованием доналоговых показателей невозможно.

### **«Формульные\*» версии метода дисконтированного денежного потока**

В «формульные» версии метода дисконтированного денежного потока заложены упрощенные предпосылки о состоянии бизнеса и его денежном потоке (к примеру, темпы роста дохода и норма прибыли принимаются за константы), чтобы одной сжатой формулой можно было охватить весь денежный поток. К сожалению, подобные формулы чаще всего слишком упрощены для решения с их помощью реальных проблем, хотя они могут служить ценным инструментом познания.

Формула Модильяни-Миллера (ММ) особенно полезна для выявления источников стоимости компании. По формуле ММ стоимость компании определяется как стоимость денежного потока от ее наличных активов плюс стоимость перспектив роста<sup>4</sup>. Эта формула зиждется на добротном экономическом анализе, и ею можно пользоваться для иллюстрации ключевых факторов, влияющих на стоимость компании. Вместе с тем заложенные в ней упрощенные предпосылки (по крайней мере, в той версии, которая представлена ниже) делают ее весьма грубым инструментом для точной стоимостной оценки.

<sup>4</sup> M Miller and F. Modigliani Dividend Policy. Growth and the Valuation of Shares //Journal of Business. 1961 September P 411-433

Формула ММ. выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned} & \text{Стоимость}_\sim \text{стоимость}_\sim \text{стоимость}_\sim \\ & \text{компании} \sim \text{наличных активов} + \text{роста} \\ & = \frac{NOPLAT}{WACC} + K(NOPLAT)N \times \frac{ROIC - WACC}{WACC(1 + WACC)} \end{aligned}$$

- где *NOPLAT* — ожидаемая чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов в первый прогнозный период,  
*WACC* — средневзвешенные затраты на капитал,  
*ROIC* — ожидаемая рентабельность инвестированного капитала,  
*K* — норма инвестирования, то есть доля *NOPLAT*, инвестированная в новые проекты ради роста,  
*N* — ожидаемое число лет, на протяжении которых компания будет продолжать вкладывать капитал в новые проекты и получать прогнозируемую *ROIC*, называется также *периодом конкурентного преимущества*

## РЕЗЮМЕ

В этой главе изложены наиболее популярные схемы стоимостной оценки, основанные на дисконтированном денежном потоке, - в первую очередь модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия и модель экономической прибыли. Мы дали здесь логическое обоснование каждой модели и рассмотрели экономические факторы, определяющие стоимость компаний. В остальных главах второй части последовательно описываются этапы процесса оценки стоимости компании:

- глава 9 - анализ прошлой деятельности,
- глава 10 - оценка затрат на капитал;
- глава 11 - прогнозирование будущей деятельности;
- глава 12 - оценка продленной стоимости;
- глава 13 - расчеты и интерпретация результатов

В этих главах подробно разбираются методики исчисления свободного денежного потока на основании сложных бухгалтерских отчетов, а также интерпретации результатов стоимостной оценки посредством тщательного финансового анализа.

# Анализ результатов прошлой деятельности

**С** этой главы начинается поэтапное изложение процесса стоимостной оценки. Хотя на практике это процесс не столько последовательный, сколько итеративный: чем больше вы будете узнавать на каждом этапе, тем больше у вас возникнет новых вопросов, для выяснения которых придется заново воспроизводить все пройденные этапы на новом уровне знания.

Первый этап стоимостной оценки компании составляет анализ ее прошлых результатов. Отчетливое понимание прошлой деятельности компании образует надежный фундамент для составления и оценки прогнозов на будущее. (Разумеется, это только при условии, что у компании есть прошлое, чем могут похвастаться далеко не все. На тот случай, когда вы не располагаете «исторической хроникой», советуем обратиться к описанию стоимостной оценки интернет-компаний в гл. 15.)

Анализ результатов прошлой деятельности должен строиться вокруг ключевых факторов стоимости, которые рассматривались в главе 8, а именно рентабельности инвестированного капитала и темпов роста (дохода или прибыли). Наиболее важный из них - рентабельность инвестированного капитала. Компания создает стоимость для акционеров только тогда, когда получает от своих инвестиций отдачу, превышающую ее затраты на привлечение капитала. Рентабельность инвестированного капитала и норма инвестирования (доля операционной прибыли, которую компания вкладывает

в бизнес ради роста) определяют величину свободного денежного потока, а от нее, в свою очередь, зависит стоимость компании.

Анализ прошлых результатов, в надлежащем исполнении, требует интегрального подхода. У рентабельности инвестированного капитала и темпов роста есть свои движущие факторы (скажем, *ROIC* определяется оборачиваемостью капитала и нормой операционной прибыли). Бессмысленно заниматься финансовыми коэффициентами, которые не раскрывают источники рентабельности и роста либо всего лишь дублируют другие коэффициенты. Например, показатель рентабельности совокупных активов бесполезен, поскольку вся информация, какую можно из него извлечь, содержится в рентабельности инвестированного капитала.

Помимо факторов стоимости нужно еще исследовать кредитоспособность и ликвидность компании. Создает компания деньги или только поглощает их? Сколько у компании долга относительно собственно капитала? Каков запас прочности компании в свете ее долговой нагрузки?

Всеми этими задачами и продиктована структура настоящей главы:

- преобразование бухгалтерских отчетов для целей более глубокого финансового анализа и расчета рентабельности инвестированного капитала и экономической прибыли;
- исчисление свободного денежного потока;
- поэлементный анализ *ROIC* и построение интегральной картины;
- анализ кредитоспособности и ликвидности;
- преодоление особо сложных проблем финансового анализа.

В качестве иллюстрации практического приложения тех идей, которые разбираются в этой главе, в конце главы мы начнем подробно описывать реальный процесс стоимостной оценки на примере голландской пивоваренной компании Heineken. В заключительных разделах следующих четырех глав вас ждет продолжение этой истории.

## ПРЕОБРАЗОВАНИЕ БУХГАЛТЕРСКИХ ОТЧЕТОВ

Приступая к анализу компании, мы начнем с преобразования ее бухгалтерских отчетов, так чтобы «извлечь» из них рентабельность инвестированного капитала, свободный денежный поток, экономическую прибыль. Причем в результате такого преобразования рентабельность инвестированного капитала и экономическая прибыль должны отражать скорее экономическое, нежели бухгалтерское видение компании. Например, нам нужно разделить активы на операционные и неоперационные. Нам надо также понять, как разнообразные резервы влияют на величину капитала в основной деятельности и на операционную прибыль.

После такого преобразования мы сможем определить чистую операционную прибыль за вычетом скорректированных налогов (*NOPLAT*) и

Таблица 9.1. Прошлые отчеты о прибылях и убытках: корпорация Hershey Foods  
(числовые данные – в млн дол )

ГЛА	1995	1996	1997	1998
Доход с продаж	3691	3989	4302	4063
Себестоимость реализованной продукции	-1992	2168	-2136	-212
Торговые общис и административные расходы	-1054	-1124	-1183	-1168
Амортизация	-119	-118	-137	-142
Амортизационное списание репутации	15	16	-16	-16
Чистые процентные платежи	45	-48	-76	-86
Итого издержки и расходы	3225	-1474	-3748	-3554
Прибыль до операционных статей	466	515	554	509
Неоперационная прибыль	0	35	0	48
Доходная прибыль	466	480	554	557
Резерв по налогу на прибыль	-184	207	-218	-216
Чистая прибыль	282	273	336	341
<b>Изменение собственного капитала</b>				
Собственный капитал акционеров на начало года	1441	1083	1161	853
Чистая прибыль	282	273	336	341
Дивиденды	-110	115	-122	-129
Чистый ВЫКУП АКЦИЙ	-525	-77	-514	0
Поправки на перевод из валюты в валюту	-5	-3	-8	-23
Собственный капитал акционеров на конец года	1081	1161	853	1042

Таблица 9.2. Прошлые балансовые отчеты: корпорация Hershey Foods  
(числовые данные – в млн дол )

ГЛА	1995	1996	1997	1998
<b>АКТИВЫ</b>				
Операционные денежные средства	32	61	54	39
Дебиторская задолженность	326	295	361	394
Товарно-материальные запасы	398	475	506	416
Прочие оборотные активы	166	155	154	150
Итого оборотные активы	922	986	1035	1020
Валовые основные средства	2190	2423	2587	2528
Накопленная амортизация	754	-821	-939	-1051
Чистые основные средства	1436	1602	1648	1477
Репутация	429	566	552	530
Против активы	44	31	56	92
Прекращенные операции	0	0	0	285
Итого активы	2831	3185	3291	3404
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>				
Краткосрочный долг и текущая доля				
Амортизация долга	438	340	288	403
Кредиторская задолженность	102	109	116	100
Начисленные обязательства	324	368	391	312
Итого текущие обязательства	864	817	796	815
Долгосрочный долг	357	655	1029	879
Прочие долгосрочные обязательства	334	327	147	347
Отложенный налог на прибыль	192	224	267	321
Итого собственный капитал	1083	1161	853	1042
Итого обязательства и собственный капитал	2831	3185	3291	3404

капитал, инвестированный в основную деятельность, что позволит нам как можно глубже вникнуть в подлинную экономику бизнеса.

На протяжении всей главы мы будем обращаться к корпорации Hershey Foods, чтобы проиллюстрировать на ее примере расчет факторов стоимости по данным из отчета о прибылях и убытках (см табл 9.1) и баланса (см табл. 9.2).

### Инвестированный капитал

Мы преобразовали балансовый отчет, чтобы выяснить, сколько капитала вложено в компанию акционерами и кредиторами и сколько капитала компания, в свою очередь, инвестировала в свой основной бизнес и в другие (неосновные) виды деятельности. Такой преобразованный баланс корпорации Hershey Foods показан в таблице 9.3.

Операционный инвестированный капитал представляет объем инвестиций в основную деятельность компании. Он равен сумме операционного оборотного капитала, чистых основных средств (недвижимости, производственных помещений, оборудования) и чистых прочих активов (т. е. за вычетом нетекущих беспроцентных обязательств). Сумма операционного инвестированного капитала и неоперационных инвестиций показывает

Таблица 9.3. Калькуляция инвестированного капитала: корпорация Hershey Foods (числовые данные — в млн дол.)

Гол	1995	1996	1997	1998
Операционные оборотные активы	922	986	1035	1020
Беспроцентные текущие обязательства	-426	-477	-507	-412
<b>Операционный оборотный капитал</b>	<b>496</b>	509	527	608
Чистые основные средства	1436	1602	1648	1477
Прочие операционные активы				
минус прочие обязательства	-290	-297	-290	-255
<b>Операционным инвестированным капиталом без учета репутации</b>	<b>1642</b>	1885	1885	1830
Репутация	533	686	688	682
<b>Операционный инвестированным капиталом с учетом репутации</b>	<b>2175</b>	2501	2573	2512
Избыточные денежные средства и ценные бумаги	0	0	0	0
Неоперационные инвестиции	0	0	0	285
<b>Итого средства инвесторов</b>	<b>2175</b>	2501	2573	2797
Собственный капитал	1083	1101	853	1042
Кумулятивные списания репутации	104	120	136	152
Уложенный налог на прибыль	192	224	267	321
<b>Скорректированным собственным капиталом</b>	<b>1380</b>	1505	1256	1515
Общая сумма процентного долга	795	995	1317	1282
<b>Итого средства инвесторов</b>	<b>2175</b>	2501	2573	2797

общий объем капитала, вложенного в компанию инвесторами; мы называем это *совокупными средствами инвесторов*. Эту величину можно также рассчитать, пользуясь разделом обязательств баланса, если сложить весь собственный капитал (в том числе такие квазисобственные статьи, как отложенные налоги) с общей суммой процентного долга.

Со стороны активов сюда относятся следующие статьи: операционные оборотные активы, беспроцентные текущие обязательства, чистые основные средства, прочие операционные активы *минус* прочие обязательства, неоперационные активы.

**Операционные оборотные активы.** Операционный оборотный капитал равен операционным оборотным активам за вычетом беспроцентных текущих обязательств. В состав операционных оборотных активов входят все оборотные активы, используемые в или необходимые для основной деятельности компании, в том числе остаток денежных средств, дебиторская задолженность по торговому кредиту (счета к получению) и товарно-материальные запасы.

Исключению подлежат такие статьи, как избыточные (относительно текущих нужд бизнеса) денежные средства и рыночные ценные бумаги, которые обычно отражают временный дисбаланс денежного потока компании. К примеру, у компании может скопиться наличность, пока принимается решение о том, куда инвестировать или как распределить эти деньги. Избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги, как правило, не имеют непосредственного отношения к основной деятельности компании, поэтому мы причисляем их к неоперационным активам или к статьям финансирования (как отрицательный долг).

Рассматривая избыточные денежные средства как неоперационный актив, мы тем самым облегчаем себе процедуру стоимостной оценки. Обычно избыточным денежным средствам присущ значительно меньший риск, нежели основной деятельности фирмы. Когда объем избыточных денежных средств увеличивается или сокращается относительно размера компании, общий уровень ее риска, а также ее затраты на капитал тоже должны увеличиваться или сокращаться. Смоделировать изменение затрат на капитал весьма сложно. Куда легче рассматривать стоимость компании как сумму ее свободного денежного потока от основной деятельности и приведенной стоимости денежного потока, связанного с избыточными денежными средствами, при условии, что риск каждого из этих слагаемых относительно стабилен во времени.

Избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги — это краткосрочный запас наличности и фондовых инвестиций, который компания держит сверх своего *целевого (нормативного)* остатка денежных средств, необходимого для устойчивого ведения бизнеса. Нормативный остаток денежных средств можно определить, проследив динамику фактического остатка и сопоставив ее с соответствующими показателями других компа-

ний. В качестве прикладного правила мы предлагаем считать избыточным любой остаток наличности и рыночных ценных бумаг, превышающий (в зависимости от отрасли) 0,5—2,0% валового дохода. Исключение избыточных денежных средств из состава операционных активов позволяет лучше понять, как меняется со временем объем оборотного капитала относительно дохода и каково в этом смысле положение компании на фоне ее конкурентов.

Важно сознавать, что вложение избыточных денежных средств в краткосрочные рыночные ценные бумаги - это инвестиции с нулевой чистой приведенной стоимостью. (Можно даже сказать, что это инвестиции с отрицательной чистой приведенной стоимостью, если принять во внимание двойное налогообложение корпоративной прибыли.) Доходность *таких* инвестиций только компенсирует их риск. Следовательно, приведенная стоимость денежного потока, связанного с этими ценными бумагами, должна быть равна рыночной стоимости избыточных рыночных ценных бумаг, отраженных в бухгалтерских счетах компании на момент оценки. Исключать избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги из перечня операционных статей очень важно хотя бы потому, что нам встречались компании, имеющие остаток денежных средств ни много ни мало 5—10 млрд дол., что очевидно выходит далеко за рамки необходимого для ведения бизнеса. Исключение избыточных денежных средств и ценных бумаг позволяет яснее понять реальное состояние основного бизнеса.

**Беспроцентные текущие обязательства.** Беспроцентные текущие обязательства, такие как кредиторская задолженность и начисленные платежи, подлежат вычету при расчете чистого оборотного капитала. Это делается ради сообразности с определением *NOPLAT*. Вмененные издержки финансирования, связанные с такими обязательствами, относятся к категории расходов, которые вычитаются при калькуляции *NOPLAT*. Например, проценты, которые вменяются компании, когда она оплачивает счета за приобретенные товары или услуги в течение 30 дней, а не сразу по доставке, не входят в себестоимость реализованной продукции. Таким образом, вычитая беспроцентные обязательства при расчете оборотного капитала, мы просто соблюдаем соответствие с определением *NOPLAT*. Мы могли бы поступить и иначе — а именно вновь прибавить к *NOPLAT* оценочные издержки финансирования, связанные с беспроцентными обязательствами, и тогда уже не вычитать их при исчислении оборотного капитала. Однако такой подход лишь усложняет всю процедуру, не добавляя ничего нового к экономической картине бизнеса.

Никакие процентные текущие обязательства - в частности, краткосрочный долг или подлежащая погашению в текущий момент часть долгосрочного долга — не вычитаются при расчете инвестированного капитала, так как издержки финансирования, связанные с такими обязательствами, не участвуют в калькуляции *NOPLAT*.

Чистые основные средства. Под чистыми основными средствами подразумевается балансовая стоимость принадлежащих компании объект недвижимости» производственных помещений и оборудования, то есть ее постоянных активов. О том, следует ли проводить переоценку постоянных активов по их рыночной стоимости или по затратам на замещение, мы поговорим чуть дальше.

Прочие операционные активы *минус* прочие обязательства. Все прочие активы и беспроцентные обязательства, относящиеся к основной деятельности компании, также включаются в инвестированный капитал. Принимая решение о том, относить или не относить данный актив к основной деятельности, поступайте сообразно тому, как вы классифицируете соответствующие доходы и расходы при калькуляции *NOPLAT*. При этом надо также учитывать отраслевые нормы, чтобы рассчитанная вами рентабельность инвестиций была по возможности соизмерима с показателями сходных компаний.

Неоперационные активы. Все активы, не входящие в операционный инвестированный капитал, надо прибавлять при расчете совокупных средств инвесторов, кроме тех, что подлежат вычету из собственного капитала *или* долга (например, отсроченные затраты на страхование долга).

В раздел обязательств входят следующие статьи, относящиеся к совокупным средствам инвесторов: собственный капитал, квазисобственные статьи, скорректированный собственный капитал, процентный долг.

**Собственный капитал.** Собственный капитал должен включать в себя все счета по обыкновенным акциям (в частности, оплаченный капитал и нераспределенную прибыль) и все прочие счета, относящиеся к собственному)<sup>1</sup> капиталу, такие как привилегированные акции и миноритарные доли участия в консолидированных подразделениях (которые в бухгалтерском учете компании могут и не квалифицироваться как собственный капитал).

**Квазисобственные статьи.** Сюда относятся счета, которые в бухгалтерском учете классифицируются как обязательства, но которые следует причислять к собственному капиталу, чтобы установить, сколько капитала вложено в компанию акционерами. В Германии, например, компании вправе отводить резервы под некие неопределенные цели в будущем. Обычно они используют эти резервы для сглаживания динамики прибыли. Такие резервы не есть обязательства в том смысле, что не представляют собой конкретные суммы, подлежащие выплате в известное время. В типичном случае мы рассматриваем такие резервы как квазисобственные статьи. (Подробнее о том, как обращаться с подобными резервами, см. раздел этой главы, посвященный особенно замысловатым проблемам финансового анализа.)

В США самая типичная квазисобственная статья — отложенный налог на прибыль корпорации. До тех пор пока налоги не выплачены правительству, эти средства принадлежат акционерам, которые ожидают от них определенную отдачу. Стало быть, отложенный налог на прибыль надо включать в собственный капитал. И не забывайте, что ради совместимости данных при калькуляции *NOPLAT* налог на прибыль переводится в денежную форму.

**Скорректированный собственный капитал.** Это сумма всех счетов собственного капитала и всех квазисобственных счетов.

Процентный долг. Еще один источник капитала — процентный долг, куда относятся: долгосрочный долг; краткосрочный долг; часть долгосрочного долга\* подлежащая погашению в текущий момент; капитальный лизинг.

Как видно из таблицы 9.3, величина совокупных средств инвесторов (сумма операционного инвестированного капитала и неоперационных активов) одинакова независимо от того, рассчитывается она по активам или по источникам финансирования.

### **Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов (*NOPLAT*)**

*NOPLAT* служит показателем посленалоговой прибыли от основной деятельности компании, когда налоги определены в денежном выражении с соответствующими поправками. В таблице 9.4 показаны преобразованные отчеты о прибылях и убытках Hershey Foods, порядок калькуляции *NOPLAT* и соотношение *NOPLAT* с бухгалтерской чистой прибылью.

- *Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизационных списаний стоимости репутации (EBITA).* Калькуляция *NOPLAT* начинается с расчета показателя *EBITA* - доналоговой прибыли от основной деятельности, которую компания получила бы, не имея она долга и подлежащих амортизации нематериальных активов, таких как деловая репутация. В состав *EBITA* входят все виды операционной прибыли, включая большинство доходов и расходов. Из нее обычно исключают процентный доход и процентные платежи, чрезвычайные либо разовые прибыли и убытки, а также прибыли и убытки от инвестиций в неосновную деятельность. При расчете *EBITA* амортизируемый износ постоянных материальных активов подлежит вычету, тогда как амортизационные списания стоимости репутации — нет. Стоимость репутации и ее списание требуют особого «обхождения», о котором мы поговорим ниже.
- *Налог на EBITA.* Это налог на прибыль, приложимый к показателю *EBITTA*, то есть такой налог, который компания платила бы в отсутствие долга, избыточных денежных средств и доходов или расходов, не связанных с основной деятельностью. Налог на *EBITA* равен совокупному налогу на прибыль (текущему и отложенному), скорректированному на процент-

Таблица 9.4. Калькуляция *NOPLAT*: корпорация Hershey Foods  
(числовые данные — в млн дол.)

ГоА	1995	1996	1997	1998
Доход с продаж	3691	3989	4302	4063
Себестоимость реализованной продукции	-1992	-2169	-2336	-2142
Торговые, общие и административные расходы	-1054	-1124	-1183	-1168
Амортизация	-119	-118	-137	-142
<i>ЛВИА</i>	525	579	646	610
Налог via Ев/ТА	-202	-239	-247	-231
Изменение отложенных налогов	-1	32	43	54
<i>~NOPLAT~</i>	323	371	442	434
<u>Налог на <i>ЕВИТА</i></u>				
Резерв по налогу на прибыль (из отчета о прибылях и убытках)	184	207	218	216
Чистая процентная налоговая защита	18	18	30	33
Налог на неоперационную прибыль	0	14	0	-18
Налог на <i>ЕВИТА</i>	202	239	247	231
<u>Соизмерение с чистой прибылью</u>				
Чистая прибыль	282	273	336	341
Плюс Прирост отложенных налогов	-1	32	43	54
Плюс Амортизационное списание репутации	15	16	16	16
Скорректированная чистая прибыль	296	321	395	411
Плюс Посленалоговые процентные платежи	27	30	46	52
Итого прибыль, доступная инвесторам	323	351	442	463
Посленалоговая неоперационная прибыль	0	22	0	-29
<i>NOPLAT</i>	323	371	442	434

ные платежи и процентный доход, а также на другие неоперационные статьи. Для корпорации Hershey Foods налог на *ЕВИТА* за 1998 г. исчисляется следующим образом (числовые данные — в млн дол.):

Совокупный резерв по налогу на прибыль (из отчета о прибылях и убытках)	216
Процентная налоговая защита	33
Налог на процентный доход	0
Налог на неоперационную прибыль	zl&
Налог на <i>ЕВИТА</i>	231

Налоги (точнее, налоговые эффекты), обусловленные процентными платежами, процентным доходом и другим неоперационными статьями, рассчитываются умножением предельной налоговой ставки на соответствующую статью (если при этом нет каких-либо особых привходящих обстоятельств, связанных с налогами). Предельной налоговой ставкой обычно служит официально установленная предельная ставка, совмещающая в себе и налоги штатов, и местные налоги. Для Hershey мы оценили предельную ставку в 39%. Например, процентная налоговая защита (33 млн дол.) равна процентным платежам (86 млн дол.), умноженным

на предельную налоговую ставку (39%). (Компании, имеющие убытки, которые в налоговых целях подлежат переносу на будущие периоды, или подпадающие под обложение альтернативным минимальным налогом, могут иметь другие предельные ставки.)

- *Изменение отложенных налогов.* Для стоимостной оценки и финансового анализа нужно, чтобы налог был выражен в денежной форме. Инвесторы ожидают, что компания продолжает получать отдачу от капитала, сэкономленного благодаря отложенной выплате налогов. Перевод налога в денежную форму согласуется с тем, что балансовый остаток по отложенным налогам причисляется к капиталу, от которого инвесторы ожидают той же рентабельности, как и от всякого другого капитала.

Резерв по налогу на прибыль в отчете о прибылях и убытках обычно не равен денежной сумме налога, фактически выплаченного компанией, из-за различий между общепринятыми принципами бухгалтерского учета и методами учета для целей налогообложения. Поправки, связанные с переводом налога в денежную форму, производятся обычно включением в баланс компании изменения накопленных отложенных налогов (т. е. разности между долго- и краткосрочными активами и долго- и краткосрочными обязательствами, создаваемыми отложенными налогами).

- ◆ *Соизмерение с чистой прибылью.* Обычно мы соизмеряем чистую прибыль с *NOPLAT*, как это показано в нижней части таблицы 9.4, дабы удостовериться в том, что ничего не упустили при калькуляции *NOPLAT* и правильно разобрались в финансовых отчетах компании.

### Рентабельность инвестированного капитала (*ROIC*)

Теперь, когда *NOPLAT* и величина инвестированного капитала установлены, мы можем вычислить рентабельность инвестированного капитала:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{инвестированный капитал}}$$

Инвестированный капитал обычно оценивается на начало года или в среднем, по состоянию на начало и на конец года. При расчете *ROIC* самое важное — согласовать числитель и знаменатель. Иными словами, если вы включаете в инвестированный капитал некий актив, доход, связанный с этим активом, должен входить в *NOPLAT*. Определения *NOPLAT* и инвестированного капитала, которые мы дали выше, обеспечивают такую согласованность. В таблице 9.5 представлена калькуляция *ROIC* для Hershey Foods.

*ROIC* лучше других аналитических инструментов, таких как рентабельность собственного капитала (*ROE*) или рентабельность активов (*ЯОА*), выявляет истинное состояние компании, ибо отражает результаты ее основной деятельности в чистом виде. В рентабельности собственного капитала к основной деятельности примешивается структура финансирования, из-за чего сравнительный анализ сопоставимых компаний или анализ тенденций дает

Таблица 9.5. Калькуляция *ROIC*: корпорация Hershey Foods

Год	1995	1996	1997	1998
<i>NOPLAT</i> (в млн дол)	323	371	442	434
Операционным инвестированным капитал на начало года (в млн дол)	1686	1642	1815	1885
<i>ROIC</i> (%)	19,2	22,6	24,3	23,0
<i>ROIC</i> по средней величине капитала (в %)	19,4	21,5	23,9	23,3
<i>ROIC</i> по средней величине капитала и с учетом репутации (в %)	14,7	15,9	17,4	17,1

менее четкую картину Рентабельность совокупных активов — неподходящий инструмент анализа, поскольку в этом показателе отсутствует необходимая соизмеримость между числителем и знаменателем. Беспроцентные обязательства не вычитаются из величины совокупных активов, которая служит знаменателем. Вместе с тем вмененные издержки финансирования, связанные с этими обязательствами, причисляются к расходам компании и, следовательно, вычитаются из числителя.

### Экономическая прибыль (*EP*)

Как мы отмечали в главе 8, экономическая прибыль — это сводный показатель спреда (между рентабельностью капитала и затратами на капитал) и размера компании, причем выражаемый в абсолютных, а не в относительных величинах. Экономическая прибыль служит денежной мерой стоимости, созданной компанией за год, и определяется следующим образом:

$$EP = \text{инвестированный капитал} \times (ROIC - WACC)$$

Напомним и другое определение экономической прибыли из главы 8:

$$EP - NOPLAT - \text{плата за капитал},$$

где *плата за капитал* равна величине инвестированного капитала, умноженной на средневзвешенные затраты на капитал. Таким образом,

$$EP - NOPLAT - \text{инвестированный капитал} \times WACC.$$

На практике мы обычно исчисляем инвестированный капитал либо на начало периода, либо в среднем — по состоянию на начало и на конец периода. Строго говоря, для того чтобы ваша оценка экономической прибыли в точности соответствовала оценке дисконтированного денежного потока, нужно брать величину на начало периода. Но *earn* вы пользуетесь средним значением, расхождение, как правило, бывает довольно небольшим. В таблице 9.6 представлен расчет экономической прибыли для Hershey Foods.

Таблица 9.6. Калькуляция экономической прибыли: корпорация Hershey Foods

Год	1995	1996	1997	1998
<b>без учета репутации</b>				
*01С(в %)	192	22 6	24 3	23 0
Шсс (в %)	а 1	89	83	75
Спрел !в %)	П 0	137	160	15 5
Инвестированный капитал на начало гола	1686	1642	1815	1885
Экономическая прибыль без учета репутации	186	225	291	293
NOPLAT	323	371	442	434
Плата за капитал	-137	147	151	-141
Экономическая прибыль без >чета репутации	186	225	291	293
<b>С учетом репутации</b>				
ROIC (в %)	145	171	177	16,9
WACC (в %)	8J	69	8 3	75
Спред (в %)	64	81	94	9,4
Инвестированный капитал на качало года	2229	2175	2501	2573
Экономическая прибыль с учетом репу-таии	142	177	234	242

Экономическая прибыль — важный показатель, поскольку объединяет в себе размер компании и рентабельность инвестированного капитала. Слишком часто компании уделяют внимание либо только размеру (измеряемому обычно прибылью), либо только рентабельности. Если значение придается исключительно размеру (скажем, прибыли или росту прибыли), а рентабельность капитала при этом оказывается слишком низкой, то такой подход может привести к разрушению стоимости. И наоборот, высокая рентабельность при небольшой капитальной базе означает упущенные возможности для развития бизнеса.

Не следует путать экономическую прибыль, которая служит мерой реально созданной стоимости, с приростом стоимости компании за период. Например, в 1998 г. Hershey заработала 293 млн дол. экономической прибыли. Вместе с тем рыночная стоимость акций Hershey за тот же год возросла на 49 млн дол. Если прибавить к этому 129 млн дол. дивидендов, выплаченных Hershey своим акционерам в 1998 г., то получится, что компания создала совокупную стоимость для акционеров в размере 178 млн дол. - гораздо меньше экономической прибыли. Эти два показателя отражают разные аспекты создания стоимости. В рыночной стоимости на любой момент времени проявляются ожидания будущего создания стоимости; прирост рыночной стоимости за год равен экономической прибыли (реально созданной стоимости) плюс/минус изменение ожиданий будущей стоимости. В случае с Hershey прежние ожидания не оправдались, поэтому рыночная стоимость компании не возросла до уровня экономической прибыли. Изменение рыночной стоимости равно экономической прибыли только тогда, когда

ожидания будущих результатов не меняются, а средневзвешенные затраты на капитал остаются постоянными в течение года, — очень редкостное сочетание условий.

## СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Для того чтобы выяснить, как компания создает или поглощает деньги, нам нужно вычислить ее свободный денежный поток (FCF) *Свободный денежный поток* компании - это ее фактический денежный поток от основной деятельности, то есть совокупный посленалоговый денежный поток, производимый компанией и доступный всем поставщикам капитала (и кредиторам, и акционерам). Его можно рассматривать и как посленалоговый денежный поток, который поступал бы в распоряжение акционеров компании, не имея она долга *FCF* определяется без учета финансирования и потому не зависит от структуры капитала, хотя она может влиять на средневзвешенные затраты на капитал и, следовательно, на стоимость компании.

Очень важно правильно определить свободный денежный поток, чтобы ни в коем случае не допустить несоответствия между денежным потоком и ставкой дисконтирования, используемой для расчета стоимости компании. Свободный денежный поток равен *NOPLAT* за вычетом чистых инвестиций, где чистые инвестиции представляют собой изменение величины инвестированного капитала. Прибавив амортизацию к *NOPLAT* и к чистым инвестициям, получим валовой денежный поток и валовые инвестиции, которые содержатся в большинстве отчетов о движении денежных средств:

$$\begin{aligned} FCF &= NOPLAT - \text{чистые инвестиции} \sim - \\ &= (NOPLAT + \text{амортизация}) - (\text{чистые инвестиции} + \text{амортизация}) - - \\ &= \text{валовой денежный поток} - \text{валовые инвестиции}. \end{aligned}$$

В таблице 9.7 представлен расчет свободного денежного потока для Hershey Foods и показано, как он соизмеряется с совокупным денежным потоком, доступным инвесторам. Ниже определяются компоненты свободного денежного потока, которые мы еще не разбирали подробно.

- *Амортизация.* Понятие «амортизация» охватывает все неденежные статьи расходов, которые подлежат вычету из *EBITA*, за исключением списаний стоимости репутации (которые не прибавляются обратно к *NOPLAT*, поскольку не вычитались при ее калькуляции). С амортизационными списаниями стоимости других нематериальных активов, таких как патенты, лицензии, франшизы, обычно поступают так же, как со списанием репутации.
- *Валовой денежный поток.* Валовой денежный поток — это совокупный денежный поток, создаваемый в основной деятельности компании; средства, доступные для реинвестирования в поддержание и развитие бизнеса без привлечения дополнительного капитала.

Таблица 9.7. Расчет свободного денежного потока: корпорация Hershey Foods  
(числовые данные — в млн дол )

to*	1995	1996	1997	1998
XOPLAT	323	371	442	434
Амортизация	119	118	137	142
<b>валовой денежный погок</b>	<b>442</b>	<b>489</b>	<b>579</b>	<b>576</b>
Прирост (~)/сокращение оборотного капитала	4	-13	-18	-195
Капитальные затраты	-8?	-234	-183	-142
Прирост (-) прочих активов <i>минус</i> обязательства	8	6	-6	-35
Эффект перевода из валюты в валюту	-5	-4	-9	-18
<b>Валовые инвестиции</b>	<b>-30</b>	<b>-294</b>	<b>-217</b>	<b>-390</b>
<b>Свободный денежный поток до учета репутации</b>	<b>362</b>	<b>195</b>	<b>361</b>	<b>186</b>
Инвестиции в репутацию {с поправками}	10	-153	-1	6
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>372</b>	<b>42</b>	<b>360</b>	<b>192</b>
Нсоперанионный денежный поток	0	-21	0	25
Посленалоговый процентный доход	2	2	2	0
Прирост/сокращение!-) избыточных оыночных ценных бумаг	0	0	0	0
<b>Денежный поток, доступный инвесторам</b>	<b>374</b>	<b>23</b>	<b>362</b>	<b>217</b>
<b>Финансовый поток</b>				
Посленалоговые процентные платежи	29	32	48	52
Сскращение/прирост (-) долга	-29!	-200	-322	36
Дивиденды	по	115	122	129
Выкуп/выпуск (-) акций	525	77	514	0
<b>Итого финансовый поток</b>	<b>374</b>	<b>23</b>	<b>362</b>	<b>217</b>

- *Изменение оборотного капитала.* Изменение операционного оборотного капитала — это сумма, которую компания инвестирует в оборотный капитал за период. О том, как определяется величина операционного оборотного капитала, мы говорили выше, когда занимались вычислением инвестированного капитала.

- *Капитальные затраты.* К капитальным затратам (или капиталовложениям) относятся расходы на приобретение новых и замещение старых постоянных активов (т. е. земли, производственных помещений и оборудования). Величина капитальных затрат рассчитывается по данным баланса и отчета о прибылях и убытках как прирост *чистых* основных средств плюс амортизационные отчисления за период. (Строго говоря, в результате такого расчета мы получаем капитальные затраты за вычетом чистой балансовой стоимости выбывших активов.)

- *Прирост прочих активов минус обязательства.* Прирост чистых прочих активов равен расходам на все другие операционные активы (включая отложенные платежи) за вычетом прироста нетекущих беспроцентных обязательств. Эту величину можно рассчитать непосредственно по изменению в счетах баланса, прибавив все расходы по статьям амортизации.

- *Валовые инвестиции.* Валовые инвестиции - это сумма всех вложений компании в новый капитал» включая оборотные и основные средства, а также прочие активы.
- *Инвестиции в репутацию* Инвестиции в репутацию равны расходам на приобретение другой компании сверх балансовой стоимости ее чистых активов. Инвестиции в репутацию за любой год лучше всего рассчитывать как чистое изменение по балансовой статье репутации плюс списание стоимости репутации за этот период. Такой расчет гарантирует, что списания репутации не влияют на свободный денежный поток, так как не затрагивают ни валовой денежный поток, ни валовые инвестиции.
- *Неоперационный денежный поток* Неоперационный денежный поток представляет собой посленалоговый денежный поток по статьям, не относящимся к основной деятельности. Он безусловно не входит в свободный денежный поток. Однако, принимая решение о том, какие статьи причислять к неоперационным (не относящимся к основной деятельности), нужно соблюдать крайнюю осмотрительность. Весь неоперационный денежный поток обязательно должен получать отражение в стоимости компании. Мы добиваемся этого, определяя совокупную стоимость компании как приведенную стоимость ее свободного денежного потока плюс стоимость посленалогового неоперационного денежного потока:

$$\begin{array}{l} \text{Совокупная приведенная стоимость} \\ \text{стоимость} = \text{свободного денежного} \\ \text{компании потока компании} \end{array} \quad \begin{array}{l} \text{приведенная стоимость} \\ \text{посленалогового} \\ + \text{неоперационного} \\ \text{денежного потока} \\ \text{и рыночных ценных бумаг.} \end{array}$$

К статьям, которые иногда признают за неоперационные, относятся прекращенные или разовые операции, чрезвычайные прибыли или убытки и инвестиции, не связанные с основным бизнесом. Не забывайте, однако, что приведенная стоимость всякого неоперационного денежного потока должна быть включена в совокупную стоимость компании.

Обычно не рекомендуется классифицировать как неоперационные любые регулярные денежные потоки. Присущий компании риск и, следовательно, ее затраты на капитал отражают все ее активы и денежные потоки. Произвольное исключение отдельных элементов из свободного денежного потока может привести к нарушению соответствия между свободным денежным потоком и затратами на капитал.

- *Изменение избыточных рыночных ценных бумаг и процентный доход.* Избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги, а также связанный с ними процентный доход исключаются из расчета как инвестированного капитала, так и *NOPLAT*. С изменением избыточных рыночных ценных бумаг следует обращаться как с неоперационным денежным потоком или с элементом финансового потока (поскольку их можно рассматривать как отрицательный долг). Посленалоговый процентный доход от избыточных рыночных ценных бумаг равен доналоговому доходу, умноженному на 1 минус соответствующая предельная ставка налога.

- *Эффект перевода из валюты в валюту.* Изменение счета накопленных прибылей или убытков от перевода из одной валюты в другую связано с изменением обменных курсов, применяемых к активам и обязательствам. На практике обычно невозможно разделить прибыли (убытки) по активам и обязательствам, не обладая внутренней информацией. По этой причине с такими прибылями или убытками лучше обращаться как с неоперационным денежным потоком. Если же вы владеете необходимой информацией, позволяющей отделить валютный эффект активов от валютного эффекта обязательств, используйте прибыли (убытки) по активам для внесения соответствующих поправок в свободный денежный поток, а прибыли (убытки) по обязательствам рассматривайте как элемент финансового потока<sup>1</sup>.

Сумма свободного денежного потока и потоков по перечисленным выше неоперационным статьям составляет совокупный объем средств, доступных инвесторам (или, если эта сумма имеет отрицательное значение, объем средств, которые инвесторы должны предоставить). Эти совокупные средства инвесторов должны быть равны финансовому потоку, то есть общая величина денежных средств, создаваемых компанией в основной деятельности (плюс неоперационные денежные потоки, если таковые есть), должна быть равна чистым платежам всем кредиторам и акционерам компании. И наоборот, если свободный денежный поток отрицателен, он должен быть равен чистой сумме средств, предоставленных компании ее акционерами и кредиторами (например, в результате выпуска новых акций или долговых обязательств).

Если равенство между операционным и финансовым потоками соблюдается, значит, расчет свободного денежного потока выполнен правильно. Из-за сложности некоторых финансовых отчетов в вычисление свободного денежного потока частенько закрадываются ошибки. Эту опасность можно свести к минимуму, если всякий раз подсчитывать величину финансового потока, дабы удостовериться, что она равна средствам инвесторов. Ниже перечислены элементы финансового потока.

- *Изменение долга.* Изменение долга представляет чистую величину заимствования или погашения займов по всем видам процентных долговых обязательств, включая краткосрочный долг и капитальный лизинг.
- *Посленалоговые процентные платежи.* Посленалоговые процентные платежи равны доналоговым процентным платежам, умноженным на 1 минус предельная ставка налога на прибыль. Эта предельная ставка должна соответствовать ставке, которая использовалась для корректировки налога на *EBITA*.

<sup>1</sup> О принятых в США методах обращения с валютными счетами см \* Положение № 52 Управления стандартов финансового учета США (Financial Accounting Standards Board Statement № 52).

- *Дивиденды.* Сюда входят все денежные дивидендные платежи по обыкновенным и привилегированным акциям. Дивиденды, выплаченные акциями, не принимают денежную форму, поэтому их не надо учитывать.
- *Выпуск/выкуп акций,* Под эту статью подпадают как обыкновенные, так и привилегированные акции, а также конверсия долговых обязательств в акции. Рассчитывается эта величина следующим образом: изменение совокупного собственного капитала плюс дивиденды минус чистая прибыль.

## ПОЭЛЕМЕНТНЫЙ АНАЛИЗ *ROIC* И ПОСТРОЕНИЕ ИНТЕГРАЛЬНОЙ КАРТИНЫ

Теперь, когда мы провели все необходимые вычисления, следующий шаг - исследовать рентабельность инвестированного капитала и другие показатели, из которых складывается целостная картина деятельности компании.

Очень полезный метод анализа - построить дерево рентабельности. Такое дерево позволяет разложить *ROIC* на важнейшие элементы и лучше понять, какими факторами определяется этот показатель. Построение дерева *ROIC* начинается с разложения рентабельности инвестированного капитала на ключевые составляющие:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{инвестированный капитал}}$$

Поскольку *NOPLAT* можно выразить как *EBITA* x (1 - ставка денежного налога), то *ROIC* можно представить в доналоговом выражении (на основе *EBITA*, а не *NOPLAT*) с поправкой на налоги:

$$ROIC = \frac{EBITA}{\text{инвестированный капитал}} \times (1 - \text{ставка денежного налога}).$$

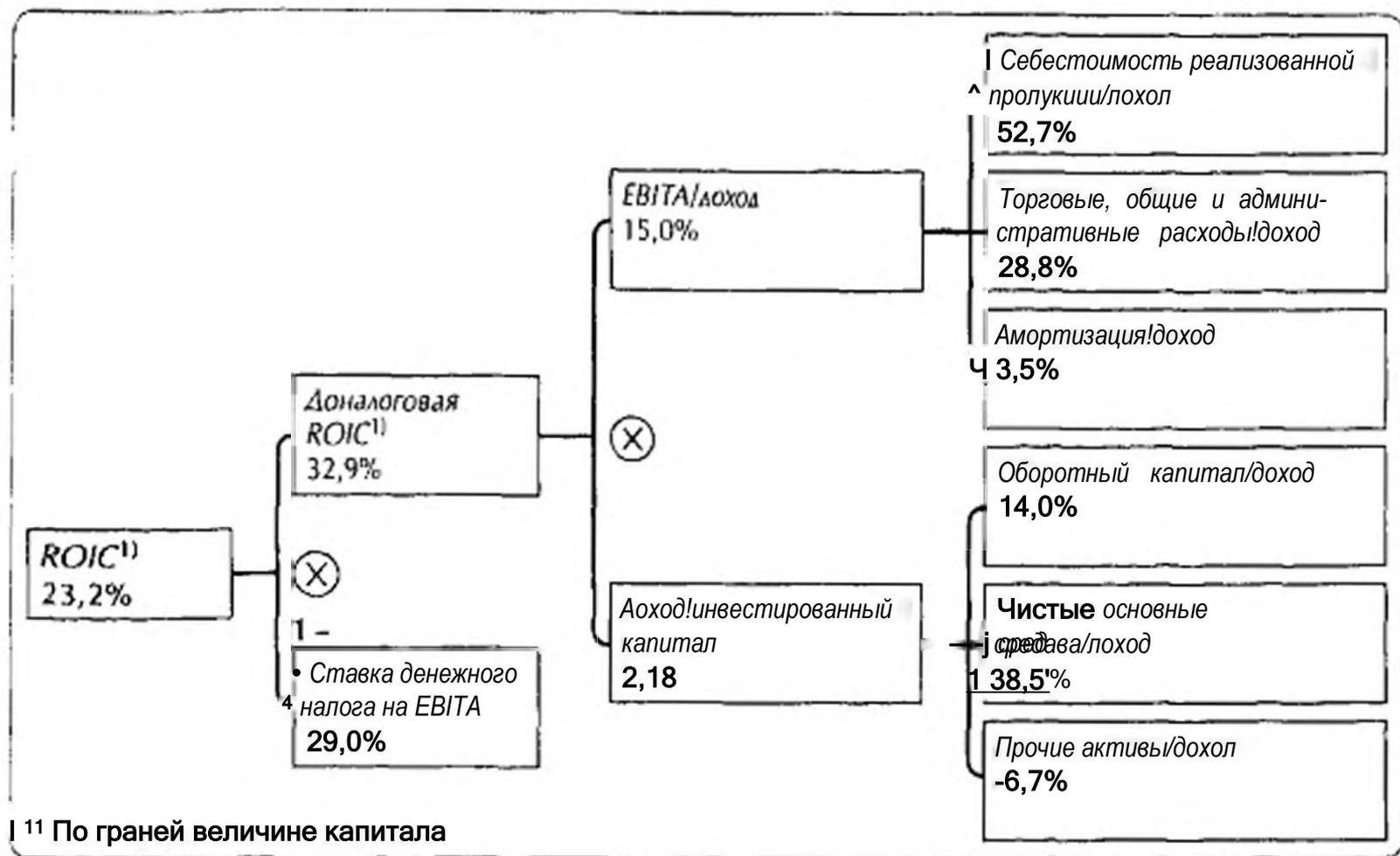
Соотнеся *EBITA* и инвестированный капитал с доходом, получаем;

$$\frac{EBITA}{\text{инвестированный капитал}} = \frac{EBITA}{\text{доход}} \times \frac{\text{доход}}{\text{инвестированный капитал}}.$$

Таким образом, доналоговая *ROIC* распадается на два элемента:

- 1) норма прибыли от основной деятельности (*EBITA/доход*), показывающая, насколько эффективно компания преобразует свою выручку от реализации в прибыль;
- 2) оборачиваемость капитала (*доход/инвестированный капитал*), показывающая, насколько эффективно компания использует свой инвестированный капитал.

Любой из этих элементов, в свою очередь, можно разложить на составляющие, отражающие, как расходы или капиталовложения соотносятся с

Рисунок 9.1. Дерево *ROIC*: корпорация Hershey Foods, 1998 г.

доходом. На рисунке 9.1 показано (на примере Hershey Foods), каким образом из этих составляющих выстроить дерево *ROIC*.

Каждой компании и отрасли присущи свои, особые значения элементов *ROIC*. Так, у оптовых продавцов обычно небольшая норма прибыли и быстрая оборачиваемость капитала, тогда как телефонные компании отличаются высокой нормой прибыли и медленной оборачиваемостью капитала. К тому же эти соотношения порой отражают особенности стратегии компании по сравнению с конкурентами. Например, более высокая норма прибыли может компенсировать медленную оборачиваемость капитала (хотя лучшие фирмы, как правило, превосходят конкурентов по всем показателям).

После того как вы рассчитали прошлые значения факторов стоимости, проанализируйте полученные результаты, проследив тенденцию и сравнив вашу компанию с другими компаниями той же отрасли. Из финансового анализа, исследования отраслевой структуры (возможностей для дифференциации, барьеров для вступления в отрасль или выход из нее и т. д.) и качественной оценки преимуществ и слабостей компании попытайтесь составить целостную картину ее истинного состояния.

Это не столько техническая, сколько творческая работа, и потому ее вряд ли можно подвести под общие мерки, но мы можем предложить вам некоторые примеры.

- У производителей потребительских товаров, имеющих сильные торговые марки (подобных Hershey Foods), вы, вернее всего, обнаружите высокую рентабельность инвестированного капитала. Основное значение для них,

как правило, имеет все, что связано с ростом (рыночная доля, выпуск новых продуктов, управление распределительной сетью и т. д.), а также с конкурентными позициями (издержки производства, накладные расходы, управление товарно-материальными запасами).

- Анализируя сырьевые компании — в частности, целлюлозно-бумажные или некоторые химические, — в первую очередь нужно установить, способна ли компания (или отрасль) покрывать свои затраты на капитал, потому что многим из них это не удастся. Затем вам надо исследовать кратко- и долгосрочную динамику спроса-предложения в отрасли и оценить поведение конкурентов. Попробуйте определить, на какой стадии цикла находится отрасль и не происходят ли какие-то сдвиги в отраслевой структуре, которые могут вызвать долговременные изменения цикла. Подумайте о том, есть ли у компании те или иные конкурентные преимущества (технология, доступ на рынки и т. п.). Способна ли компания воплотить эти преимущества в рентабельности выше средней по отрасли? Насколько удачно выбирает компания время для крупных капиталовложений?

Хотя невозможно составить всеобъемлющий свод правил по сравнительному анализу характеристик прошлой деятельности, все же кое-что полезно иметь в виду.

- Загляните как можно дальше в прошлое (по крайней мере лет на 10 назад). Это поможет вам понять, возвращаются ли компания и отрасль со временем к некоему нормальному уровню или недавние сдвиги свидетельствуют о постепенном отходе от прежней тенденции.
- Как можно глубже вникните в факторы стоимости и попробуйте, насколько это в ваших силах, разложить их на показатели операционной деятельности.
- Если вы обнаружили резкие перемены в результатах деятельности, найдите их источники и определите, насколько они реальны (возможно, это лишь следствие бухгалтерских манипуляций) и насколько они устойчивы.

## КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ И ЛИКВИДНОСТЬ

На заключительном этапе анализа прошлой деятельности компании исследуется ее финансовое состояние в свете кредитоспособности. Здесь нас интересует не столько создание стоимости само по себе, сколько то, как именно оно финансируется. В частности, приносит ли компания деньги акционерам или, напротив, потребляет их? Какая доля инвестированного капитала поступает от кредиторов, а какая — от акционеров? Насколько надежна структура капитала компании?

Наидущий способ оценить финансовое благополучие компании — составить прогнозы ее денежного потока и разработать финансовые планы!

Таблица 9.8. Финансовый анализ: корпорация Hershey Foods

Год	1995	1996	1997	1998
<b>Покрытие процента</b>				
<i>EBITA</i> 1в млн дол)	525	579	646	610
Процентные платежи (в млн дол)	48	52	79	86
И?Ш/процентные платежи	10,9	11,1	82	7,1
<b>Структура капитала</b>				
Совокупный процентный долг 1в млн дол)	795	995	1317	1262
Совокупные средства инвесторов (в млн дол)	2175	2501	2573	2791
Долг/совокупные средства инвесторов, по балансовой стоимости (<в %)	36,5	39,8	51,2	45,9
Долг/совокупные средства инвесторов, по рыночной стоимости (в %)	7,8	9,8	12,9	12,6
<b>Норма инвестирования</b>				
Чистые инвестиции »в млн дол)	-39	176	80	248
<i>NOPLA</i> f (в млн дол)	323	371	442	434
Норма чистых инвестиций (в %)	-12	47	18	57
Валовые инвестиции (в млн дол)	80	294	217	390
Валовой денежный поток (в млн дол)	442	489	579	576
Норма валовых инвестиций (в %)	18	60	37	68
<b>Дивидендные платежи</b>				
Дивиденды по обыкновенным акциям (в млн дол)	0	115	122	129
Чистая прибыль на обыкновенные акции (в млн дол.)	282	273	336	<b>341</b>
Коэффициент дивидендных выплат (в %)	39	42	<b>36</b>	38

сразу по нескольким сценариям развития событий. Однако самое общее исходное представление дает анализ пройденного пути. Подробная оценка кредитоспособности выходит за рамки этой книги, поэтому коснемся здесь лишь основных показателей, которые мы используем для анализа финансового благополучия. Таблица 9.8 иллюстрирует такой анализ на примере Hershey Foods.

### Покрытие процента

Покрытие процента, то есть часть прибыли, доступная для выплаты процентов, - это показатель финансовой безопасности компании. Он дает представление о том, насколько может сократиться операционная прибыль, прежде чем компания станет испытывать затруднения с обслуживанием своего долга. Обычно мы определяем покрытие процента как *EBITA*, деленную на сумму процентных платежей и требуемых дивидендов по привилегированным акциям. Но существуют и вариации этого показателя - в частности, когда в знаменатель входят еще лизинговые платежи или

к числителю прибавляется амортизация. Такие вариации бывают полезны\* особенно если вам надо выяснить краткосрочную способность компании расплатиться со своими кредиторами. Однако для выявления финансового состояния компании на долгосрочную перспективу мы, как правило, полагаемся на базовый показатель.

У Hershey Foods в 1995-1998 гг. коэффициент покрытия процента колебался в пределах 7,1-11,1, что свидетельствует о высокой надежности (это получило отражение и в присвоенном облигациям Hershey рейтинге AA). Иными словами, прибыль Hershey до вычета процентов, налогов и амортизации нематериальных активов (*EBITA*) могла бы сократиться до  $U?$  от уровня 1998 г., все же оставаясь больше суммы ее процентных платежей. У компаний инвестиционного класса коэффициент покрытия процента, как правило, отражает более чем четырехкратное превышение прибылей над процентными платежами.

Надо заметить, что коэффициент покрытия процента у Hershey в последние годы снизился, главным образом вследствие крупных выкупов акций. В данном случае это отчетливое проявление стратегии, направленной на извлечение выгод из долгового финансирования при сохранении надлежащей финансовой гибкости.

### Долг/совокупные средства инвесторов

Отношение долга к совокупным средствам инвесторов показывает, в какой степени компания опирается в своей деятельности на заемный капитал. Хотя долг дает компании налоговые преимущества (эту тему мы подробно разберем в гл. 10), он вместе с тем может ограничить ее гибкость, поскольку ожидаемые платежи кредиторам подчиняются жесткой регламентации, в то время как при выплате дивидендов акционерам компания обладает значительной степенью свободы. Мы обычно соотносим совокупную величину процентного долга с совокупными средствами инвесторов как по балансовой, так и по рыночной стоимости. В том случае, если для погашения долга используются избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги, вы можете вычесть их и из числителя, и из знаменателя.

Коэффициент долг/совокупные средства инвесторов, исчисленный по балансовой стоимости (а именно такой оценкой обычно и пользуются кредиторы), у Hershey в 1998 г. составил 46% и продолжал расти. Но при исчислении по рыночной стоимости коэффициент оказывается низким — 13%. Для компаний с высокой рентабельностью капитала, подобных Hershey, балансовое отношение долга к совокупным средствам инвесторов — ненадежный показатель финансового состояния. Несмотря на коэффициент **46%**, прибыль превышает процентные платежи в семь раз. Сегодня все больше кредиторов интересуются покрытием процента, а не балансовым коэффициентом долг/совокупные средства инвесторов.

## Норма инвестирования

Норма инвестирования - это отношение величины инвестиций к общему объему имеющихся у компании средств. Она может быть представлена как в чистом (*чистые инвестиции/NOPLAT*), так и в валовом выражении (*валовые инвестиции/валовой денежный поток*). В любом случае норма инвестирования показывает, потребляет ли компания больше средств, чем создает (*норма инвестирования > 1*), или она создает избыток денежных средств, который может быть выплачен инвесторам в форме процентов и дивидендов, посредством частичного погашения долга, через выкуп акций и т. д.

## Коэффициент дивидендных выплат

Коэффициент дивидендных выплат равен общей сумме дивидендов по обыкновенным акциям, деленной на прибыль, доступную держателям таких акций. Мы сможем лучше *понять* финансовое состояние компании, рассмотрев ее коэффициент дивидендных выплат в сравнении с нормой инвестирования. Например, компания, имеющая высокий коэффициент дивидендных выплат и норму инвестирования больше единицы, вероятно, должна прибегать к заимствованию для финансирования своего отрицательного свободного денежного потока, выплаты процентов и дивидендов. В подобной ситуации следует задуматься, как долго это может продолжаться. С другой стороны, компания, имеющая положительный свободный денежный поток и низкий коэффициент дивидендных выплат, скорее всего, расплачивается с долгами. Если такое положение сохраняется уже какое-то время, то это может означать, что компания упускает налоговые выгоды долгового финансирования.

Норма валовых инвестиций у Hershey Foods устойчиво держится на уровне существенно ниже 100%. Вместо того чтобы повышать дивиденды или расплачиваться по долгам, Hershey направляет свой денежный поток на выкуп акций, что позволяет компании сохранять за собой налоговые выгоды долга, не увеличивая непрерывно коэффициент дивидендных выплат. (Для того чтобы дивиденды вобрали в себя весь денежный поток, производимый компанией, Hershey пришлось бы более чем удвоить дивидендные платежи, подняв коэффициент дивидендных выплат выше 70%.)

## ОСОБО СЛОЖНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

До сих пор наш анализ финансовых отчетов выглядел относительно просто. Однако на практике вы можете столкнуться с одной или несколькими (в зависимости от особенностей компании) замысловатыми бухгалтерскими

статьями, которые изрядно осложнят вам оценку *NOPLAT*, инвестированного капитала, экономической прибыли и свободного денежного потока, В этом разделе мы разберем наиболее важные из них.

### Репутация

Мы без колебаний исключили репутацию — и стоимость этого нематериального актива, и ее амортизационное списание - из расчета *ROIC*. Однако в большинстве случаев бывает необходимо вычислять два значения *ROIC* — как с учетом, так и без учета репутации. *ROIC* без учета репутации служит показателем основной деятельности компании, который полезен как инструмент сравнительного анализа сопоставимых компаний и анализа тенденций. Его не искажают премии к цене поглощений, осуществленных при формировании компании. *ROIC* с учетом репутации дает представление о том, насколько плодотворно компания использует средства инвесторов. В частности, покрывают ли прибыли компании ее затраты на капитал, если принимать в расчет ценовые премии за поглощения?

Довольно распространенное явление, когда фирмы демонстрируют высокую рентабельность, если считать по результатам основной деятельности, но с учетом ценовых премий за поглощения не возмещают свои затраты на капитал. Например, в 1996 г. Walt Disney приобрела издательскую и телевещательную компанию Cap Cities/ABC. В итоге к концу 1998 г. баланс Disney содержал 18млрддол. по статье «репутация» при величине операционного инвестированного капитала 16 млрд дол. Как показано ниже, включение в расчет репутации снижает *ROIC* компании более чем вполовину (числовые данные — в %):

Год	1995	1996	1997	1998
<i>ROIC</i> без учета репутации	20,9	19,5	33,1	24,7
<i>ROIC</i> с учетом репутации	20,1	9,6	12,8	11,2

Операционная *ROIC* компании со времени поглощения фактически возросла, но вот покрывает ли Disney свои затраты на капитал, если брать в расчет полную цену поглощения, - это совсем не очевидно.

Методологически правильный способ учета репутации в показателе *ROIC* — прибавить к инвестированному капиталу общую стоимость репутации до кумулятивных списаний и не вычитать эти списания из *NOPLAT*. Такая процедура, по сути дела, «аннулирует» списания репутации. В экономическом анализе так поступают по той причине, что репутация, в отличие от других постоянных активов, не подлежит износу и замещению. Применительно к другим активам амортизационные отчисления (или списания) олицетворяют собой физический износ и отражают тот непреложный факт, что, если компания хочет удержаться в бизнесе, активы нужно заменять.

## Операционный лизинг

Под эту статью подпадают все ^капитализированные обязательства компании по арендной плате. Операционный лизинг представляет собой разновидность финансирования, и если он сколько-нибудь велик, при расчете факторов стоимости с ним надо поступать как с элементом капитала.

Для этого в финансовые отчеты компании вносятся поправки на операционный лизинг, как если бы он был капитализирован. Во-первых, надо вычленить долю неявных процентных платежей в расходах по операционному лизингу из общей суммы операционных издержек (обычно из себестоимости реализованной продукции или торговых, общих и административных расходов) и отнести их к обычным процентным платежам. В результате *EBITA* возрастает на величину этих неявных процентов, обусловленных операционным лизингом. Не забудьте также надлежащим образом скорректировать налог на *EBITA*. Во-вторых, следует прибавить величину, соответствующую основной сумме выплат по операционному лизингу, к инвестированному капиталу и долгу. И наконец, при расчете средневзвешенных затрат на капитал основную сумму выплат по операционному лизингу нужно рассматривать как дополнительный долг. Таким образом вы воспроизведете тот же эффект, какой оказывает капитальный лизинг.

Для оценки основной суммы выплат по операционному лизингу существует простое прикладное правило: капитализировать лизинговые платежи текущего либо следующего года как бессрочную ренту по затратам на заемный капитал. Другой подход - дисконтировать минимальную величину будущих лизинговых платежей (согласно бухгалтерским стандартам США эта величина раскрывается в примечаниях к отчетам, прошедшим аудит) по предельной ставке заимствования компании, хотя такой способ оценки занижает стоимость лизинга, который менеджмент намерен возобновлять. Чтобы вычислить долю неявных процентных платежей, обусловленных операционным лизингом, просто умножьте основную сумму выплат по лизингу на предельную ставку заимствования.

Если вы капитализируете операционный лизинг, то вы должны также отразить его эффект в величине затрат на капитал и непременно вычесть стоимость лизинга из стоимости коммерческого предприятия, дабы корректно определить стоимость собственного капитала.

## Пенсионные обязательства

Корректировка на пенсионные программы зависит от того, являются ли такие программы избыточно либо недостаточно финансируемыми и отражен ли этот избыток (либо недостаток) пенсионного фонда в финансовых отчетах. Программы, полностью покрытые пенсионным фондом, вообще не требуют никаких поправок. Ниже мы опишем, как поступать с недо-

финансированными или нефондовыми программами. (Те же принципы применимы и к европейским компаниям, где пенсионные программы, как правило, являются нефондовыми.) С программами, обеспеченными избыточными фондами, надо обращаться противоположным образом.

Имея дело с нефондовыми или недофинансированными программами, обязательства по которым отражены в финансовых отчетах, при вычислении инвестированного капитала и затрат на капитал поступайте с этими обязательствами, как с процентным долгом. При калькуляции *NOPLAT* оцените годовую величину неявных процентных платежей по этим обязательствам и отнесите соответствующую часть операционных издержек к обычным процентным расходам. В примечаниях к финансовым отчетам, как правило, содержится достаточно информации, чтобы без труда это проделать. Такая корректировка обеспечивает соизмеримость *NOPLAT* с инвестированным капиталом, которые в данном случае трактуются так, словно компания заняла достаточно средств для финансирования пенсионных обязательств.

Применительно к крупным нефондовым пенсионным обязательствам, которые не отражены в финансовых отчетах, правильная процедура такова; сначала преобразуйте отчеты, включив в них эти обязательства, а затем вычислите *NOPLAT* и инвестированный капитал, как было описано выше. Преобразование финансовых отчетов сводится к тому, чтобы отнести соответствующую часть нераспределенной прибыли на пенсионные обязательства и скорректировать ежегодные прибыли на сумму прироста нефондовых обязательств. Во избежание чрезмерных колебаний *ROIC*, сопряженных с крупными изменениями нефондовых обязательств, постарайтесь «сгладить» такую корректировку. (Для сравнения см. табл. 9.9, где показано, как поступать с другими фондами и резервами.)

### Специальные фонды и резервы

Резервы и резервные фонды — это неденежные статьи расходов, отражающие будущие платежи или ожидаемые убытки<sup>2</sup>. Компании формируют резервы, производя вычеты из прибыли и включая соответствующие фонды в балансовый раздел обязательств (либо списывая определенные суммы из соответствующих активов).

В каждой стране приняты свои правила формирования резервов. В некоторых странах разрешено отводить резервы только под предстоящие в будущем (известные уже сегодня) расходы или убытки, тогда как в других

<sup>2</sup> Замечание по терминологии: в США словом «резерв» (*provision*) обозначают статью отчета о прибылях и убытках (отчисления из прибыли, отражающие снижение стоимости актива либо ожидаемые убытки). Статью баланса, где отражаются средства, отводимые под будущие обязательства, принято называть «резервным фондом» (*reserve*). В континентальной Европе оба термина чаще всего употребляются как синонимы.

Таблица 9.9. Учет резервов при калькуляции *NOPLAT*,  
инвестированного капитала и денежного потока

(числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в млн дол.)

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	Год 2	БАЛАНС	Год 1	Год 2
Доход	147,0	Активы	<u>200,0</u>	<u>247,0</u>
Себестоимость реализованном продукции	-20,0			
Зсрговые. общие и административные расходы	-20,0	Долг	72,0	80,0
Прирост резервов	-23,0	Резерв на закрытие предприятия	—	10,0
Амортизация	<u>-20,0</u>	Общий резерв	8,0	16,0
Операционная прибыль	64,0	Пенсионные обязательства	15,0	20,0
Процентные платежи	=* . Q	Собственный капитал	<u>100</u>	<u>121,0</u>
Доналоговая прибыль	60,0	Обязательства		
Налог	<u>-19,0</u>	и собственный капитал	<u>200,0</u>	<u>217,0</u>
Прибыль до чрезвычайных статей	42,0			
Чрезвычайных* убытки	<u>-AQ,Q</u>			
Чистая прибыль	<u>32,0</u>			
Предельная ставка налога (е %)	30,0			
Ставка процента по пенсионным обязательствам (в %)	5,0			
Коэффициент дивидендных выплат (в %)	50,0			
<b><i>NOPLAT</i></b>		<b>ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ</b>		
Операционная прибыль	64,0	Операционные активы	<u>200,0</u>	<u>247,0</u>
<i>Плюс</i> . Прирост общего резерва	6,0	Операционный инвестированный капитал	<u>20</u>	<u>24,0</u>
<i>Плюс</i> . Проценты по пенсионным обязательствам	<u>1,0</u>	Собственный капитал	<u>105,0</u>	<u>121,0</u>
Скорректированная <i>EBITA</i>	73,0	<i>Плюс</i> . Резерв на закрытие предприятия —		10,0
<i>Минус</i> Налог на <i>EBITA</i>	<u>-19,5</u>	<i>Плюс</i> . Общий резерв	8,0	16,0
<i>NOPLAT</i>	53,5	Скорректированный собственный капитал	113,0	147,0
<i>Налог на EBITA</i>		Долг	72,0	80,0
Налог на прибыль (по отчету о прибылях и убытках)	18,0	Пенсионные обязательства	15,0	20,0
<i>Плюс</i> : Процентная налоговая защита	1,2	Итого средства инвесторов	<u>MSL</u>	<u>J4L0</u>
<i>Плюс</i> Налоговая защита по пенсионным обязательствам	<u>0,3</u>			
Налог на <i>EBITA</i>	19,5			
<b>Соизмерение с чистой прибылью</b>				
Чистая прибыль	<u>32,0</u>			
<i>Плюс</i> : Чрезвычайные статьи	10,0			
<i>Плюс</i> : Посленалоговые процентные платежи	2,8			
<i>Плюс</i> . Посленалоговые проценты по пенсионным обязательствам	<u>0,7</u>			
<i>Плюс</i> . Прирост общего резерва	...M			
<i>NOPLAT</i>	53,5			
<b>ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>				
<i>NOPLAT</i>	53,5	Посленалоговые процентные платежи	2,8	
<i>Плюс</i> . Амортизация	<u>Ж</u>	Посленалоговые проценты по пенсионным обязательствам	0,7	
Валовой денежный поток	73,5	Прирост (-)/сокращение долга	-6,0	
<i>Минус</i> , валовые инвестиции	<u>-67,0</u>	Прирост (-)/сокращение собственного капитала	—	
Свободный денежный поток	6,5	Прирост (-)/сокращение пенсионных обязательств	-5,0	
		<u>Дивиденды</u>	<u>16,0</u>	
		Финансовый поток	6,5	

разрешено создавать резервы для покрытия неких неопределенных издержек. Там, где действуют более гибкие правила, компании зачастую используют резервы для манипулирования прибылями, накапливая средства в благополучные годы и употребляя их на пополнение прибыли в скудные времена. Кроме того, иногда резервы подлежат вычету из налоговой базы. (Обзор международных порядков применительно к резервам см. в гл. 18.)

Ниже разнообразные резервы разбиты на три общие категории и показано, как обходиться с каждой из них при расчете инвестированного капитала и *NOPLAT* (для сравнения мы включили сюда и пенсионный фонд):

Тип резерва	Подход при расчете <i>NOPLAT</i>	Подход при расчете инвестированного капитала
Резервы на реструктуризацию (иод известные будущие расходы или убытки)	Никакие поправки не нужны	Причисляется к собственному капиталу
Постоянные непенсионные резервы (пол неопределенные издержки)	Изменения резерва прибавляются к <i>NOPLAT</i>	Причисляется к собственному капиталу
Пенсионные фонды	Проценты по резерву прибавляются к <i>NOPLAT</i>	Причисляется к долгу

Далее мы разберем особенности каждой категории. Таблица 9.9 содержит сводное описание подходов к каждому типу резервов на примере условной компании.

Резервы на реструктуризацию привязаны к определенным будущим событиям, которые должны повлечь за собой расходы или убытки (к таким событиям относятся, например, закрытие предприятия или ликвидация бизнес-единицы). В отличие от резервов, предназначенных для сглаживания динамики прибылей, резервы на реструктуризацию отражают разовое падение прибыли. С ними нужно обращаться следующим образом.

- При калькуляции *NOPLAT* никакие специальные поправки на такие резервы не требуются. Они подпадают под общее правило, согласно которому любые чрезвычайные прибыли или убытки исключаются из расчета *NOPLAT*
- При калькуляции инвестированного капитала такие резервы следует причислять к собственному капиталу.
- Порядок этих расчетов представлен в таблице 9.9 строками, относящимися к резерву на закрытие предприятия.

Постоянные непенсионные резервы, не привязанные к неким определенным убыткам, которые предстоят в будущем, часто используются просто для сглаживания динамики прибылей. Такая практика затрудняет финансовый анализ и оценку стоимости, ибо искажает подлинные результаты деятельности компании. При калькуляции *NOPLAT*, инвестированного капитала и *ROIC* необходимо устранить эффект таких резервов, для чего в расчет этих показателей вносятся следующие поправки.

- При калькуляции *NOPLAT* прирост резервов в балансе надо прибавить к операционной прибыли.
- При калькуляции инвестированною капитала такие резервы следует относить к собственному капиталу.
- *ROIC* следует исчислять уже на основе скорректированных показателей *NOPLAT* и инвестированного капитала.
- Порядок этих расчетов представлен в таблице 9.9 строками, относящимися к общему резерву.

### **Миноритарное участие**

Миноритарное участие (миноритарный пакет акций) возникает, когда часть одного из консолидированных подразделений компании находится в собственности третьей стороны. Когда миноритарный пакет велик, с ним надо поступать следующим образом.

- Соответствующую статью в балансе нужно рассматривать как квазисобственный капитал.
- Прибыль, приходящуюся на миноритарный пакет акций, следует воспринимать как издержки финансирования, подобно процентным платежам по долгу, и вносить соответствующие поправки в налог на прибыль.
- Денежный поток для миноритарных инвесторов надо рассматривать как часть финансового потока. Этот денежный поток можно определить так: прибыль, приходящаяся на миноритарный пакет, минус прирост соответствующей балансовой статьи. В сущности, этот денежный поток равен дивидендам, выплаченным миноритарным инвесторам, за вычетом любого вклада этих инвесторов в компанию.

### **Медицинское обеспечение пенсионеров**

Положение № 106 Управления стандартов финансового учета США требует от компаний заносить на счет обязательств приведенную стоимость ожидаемых сумм по оплате медицинских услуг работникам, вышедшим на пенсию. Концептуально такие расходы аналогичны нефондовым пенсионным программам, которые отражаются в финансовых отчетах компаний, поэтому и обращаться с ними нужно точно так же.

### **Капитализация расходов инвестиционного типа**

Согласно бухгалтерским правилам, расходы на маркетинг и НИОКР подлежат списанию сразу же по их осуществлению (как текущие издержки), хотя очевидно, что такие расходы представляют собой инвестиции в будущее.

Это дает основание утверждать, что при анализе финансовой деятельности подобные расходы инвестиционного типа следует капитализировать, а не причислять к текущим издержкам. Допустим, нам надо капитализировать рекламные расходы Hershey Foods и затем списывать их на амортизацию в течение четырех лет. Если мы сделаем это, то *NOPLAT* компании за 1998 г. возрастет всего на 6 млн дол. (поскольку рекламные расходы сохраняют стабильную величину из года в год), а объем инвестированного капитала увеличится на 283 млн дол. (до 2113 млн дол.), в результате чего *ROIC* снизится с 23 до 21%.

Хотя теоретически эта задача вполне посильная, на практике определить верный порядок капитализации и амортизации инвестиционных расходов совсем не просто. Но если величина таких расходов сильно колеблется от года к году или существенно выбивается из общего ряда (в сравнении с показателями сопоставимых компаний), то, возможно, имеет смысл не пожалеть времени на внесение соответствующих поправок (пусть даже и не вполне точных), чтобы лучше разобраться в тенденции развития компании или в ее относительном положении на фоне конкурентов.

### **Поправки на спорадичность инвестиций и срок жизни постоянных активов**

У компаний, осуществляющих капиталовложения нерегулярно (спорадически), *ROIC* порой сильно колеблется от года к году. В таких обстоятельствах бывает полезно прибегнуть к более сложному способу оценки *ROIC*.

Возьмем для примера компанию *P*, занимающуюся ресторанным бизнесом, которая вкладывает по 1000 дол. каждые четыре года в реконструкцию своего единственного ресторана (допустим также, что налоги равны нулю). В начале каждого четырехлетнего периода инвестированный капитал компании составляет 1000 дол. Но затем с каждым годом инвестированный капитал сокращается на 250 дол. амортизационных отчислений. Пусть годовая прибыль компании до вычета процентов, налогов, амортизации и износа (*EBITDA*) сохраняет постоянную величину 350 дол. Тогда (числовые данные, кроме последней строки, — в дол.):

Год	0	1	2	3	4
EBITDA		350	350	350	350
Амортизация		<u>250</u>	Ж	<u>250</u>	<u>250</u>
<i>ROPLAT</i>		100	100	100	100
Чистые основные средства	1000	750	500	250	0
<i>ROIC</i> (на начало года, в %)		10	13	20	40

*ROIC* компании *P* колеблется от 10 до 40%, несмотря на постоянную величину прибыли. Если принять затраты на капитал за 13%, то окажется, что компания *P* в первом году разрушает стоимость, во втором году достигает безубыточности, а в третьем и четвертом годах создает стоимость.



Рисунок 9.2. Оценка рентабельности инвестиций по денежному потоку (*CFROI*): корпорация Hershey Foods, 1997 г. (числовые данные — в млн долл)

В идеале *ROIC* каждого года должна быть равна внутренней норме доходности инвестиций (*IRR*). По классической формуле *IRR* находим, что средняя *ROIC* компании *P* за все время существования ресторана равна 15%.

Дабы устранить это несоответствие, вы можете воспользоваться близким подобием метода *IRR* — приемом, описанным Бартли Мадденом в его книге «*CFROI Valuation*»<sup>3</sup>. Рисунок 9.2 в обобщенном виде иллюстрирует этот подход на примере Hershey Foods (по данным за 1997 г.). В любом году принимаем инвестиции равными валовым основным средствам (т. е. до вычета накопленной амортизации) плюс любые прочие активы, такие как оборотный капитал. Денежный поток принимаем равным *NOPLAT* плюс амортизация. Допустим, компания производит такой денежный поток ежегодно на протяжении срока жизни основных средств (средний срок жизни определяем делением валовых основных средств на амортизацию). Для последнего года принимаем денежный поток таким же, как во все остальные годы, плюс высвобожденные оборотный капитал и другие активы. Теперь находим *IRR* для совокупного денежного потока за все годы (вслед за изобретателями этого метода будем называть итоговый результат оценкой рентабельности инвестиций по денежному потоку, *CFROI*).

Как видите из рисунка 9.2, *CFROI* за 1997 г. у Hershey составляет 21,3% — сравните это со значением *ROIC* 23,9% (исчисленным по средней на начало и конец года величине инвестированного капитала). На рисунке 9.3 сопоставляются *ROIC* и *CFROI* за период 1990—1998 гг. На протяжении большинства лет разница укладывается в диапазон нормальной погрешности для столь приблизительных расчетов. И тенденция в динамике обоих показателей одинаковая. Единственное, что тут можно отметить, — это расхождение, усилившееся ближе к концу периода вследствие значительного увеличения среднего срока жизни основных фондов.

<sup>3</sup> B. Madden *CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm*. Oxford, England: Butterworth-Heinemann, 1999.

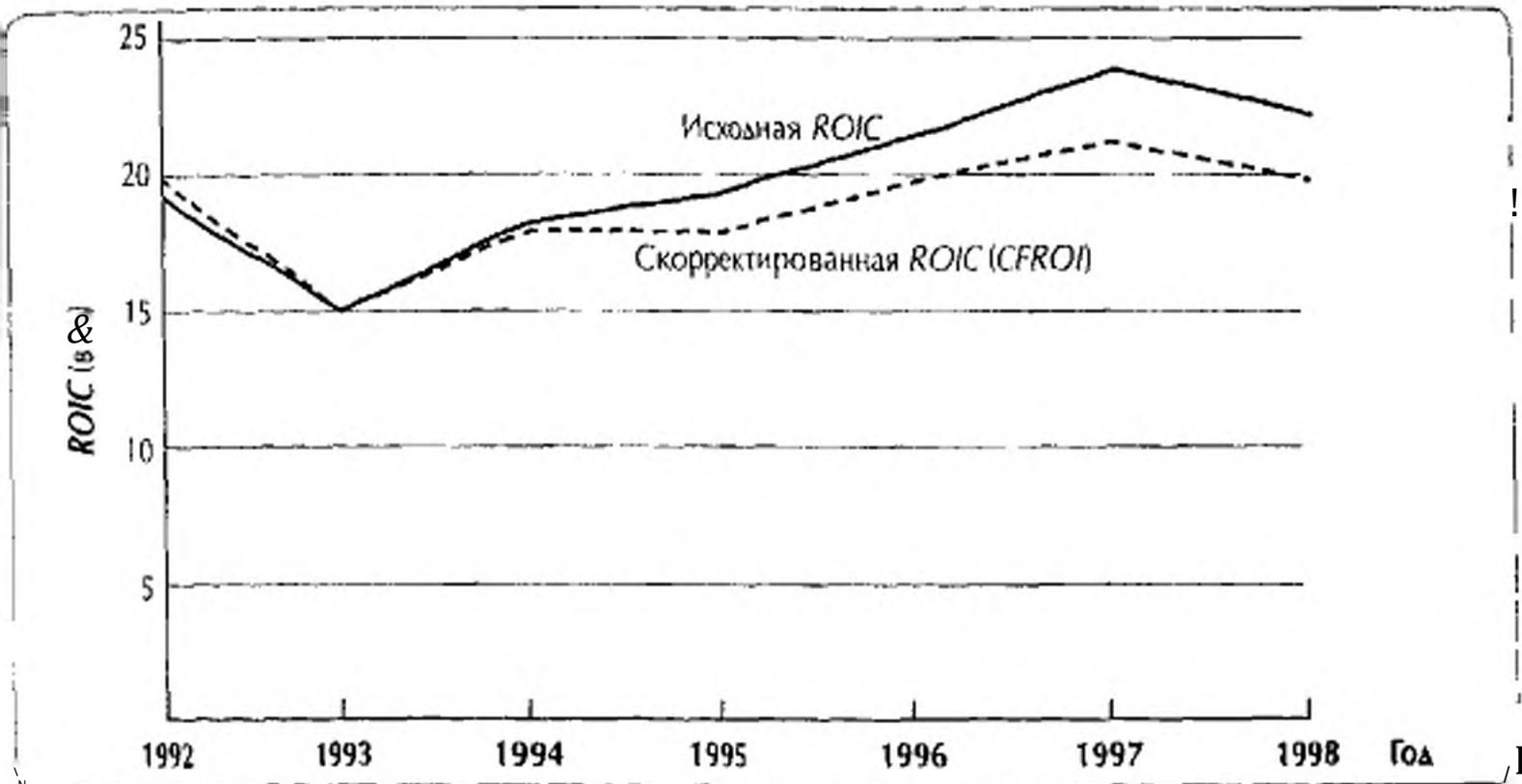


Рисунок 9.3. Сравнение скорректированной *ROIC* с исходной *ROIC*:  
корпорация Hershey Foods

*CFROI* лучше, нежели *ROIC*, «улавливает» эффект спорадических инвестиций, но этот показатель сложнее в вычислении и его смысл труднее растолковать нефинансовым менеджерам. Взвесив «издержки и выгоды» *CFROI* по сравнению с *ROIC*, мы советуем пользоваться методом *CFROI* только тогда, когда эти два варианта обещают существенную разницу в ответах. Существенная разница возникает, когда дело касается компаний, для которых типичны:

- очень долгосрочные постоянные активы (в среднем более 15 лет);
- очень крупные постоянные активы по сравнению с оборотным капиталом;
- очень старые либо совсем новые постоянные активы;
- нерегулярные (спорадические) капиталовложения.

### Эффект инфляции

Хотя *ROIC* и является наилучшей мерой рентабельности за единичный период времени, она, подобно другим бухгалтерским показателям, основанным на прошлых затратах, может быть искажена инфляцией. Во избежание такого искажения нередко рекомендуют переоценивать постоянные активы по затратам на их замещение, по текущей рыночной стоимости либо по цене покупки, скорректированной на инфляцию. Давайте рассмотрим каждый из этих вариантов.

Затраты на замещение — это денежная сумма, в какую обошлась бы замена предприятия или оборудования сегодня. Мы возражаем против переоценки по затратам на замещение по той простой причине, что активы не

обязательно должны быть - а порой так никогда и не бывают — заменены. Иногда экономически целесообразно продолжать пользоваться старыми активами, даже несмотря на то что затраты на их замещение новыми активами в конце концов окупятся прибылью от этих новых активов. Более того, компания, построившая предприятие на несколько лет раньше своих конкурентов (при условии равной потенциальной производительности) и с меньшими затратами, обладает реальным конкуретным преимуществом, которое должно проявляться в более высокой *ROIC*. Это преимущество сродни тому, каким пользуются компании с более низкими расходами на оплату труда из-за отсутствия профсоюзной организации или компании, зарегистрированные в регионах с мягким налоговым режимом. Все такие преимущества должны находить отражение в рентабельности бизнеса.

Переоценка активов по рыночной стоимости уместна тогда, когда их реализуемая рыночная стоимость значительно превосходит их балансовую стоимость, в основе которой лежат прошлые затраты на приобретение этих активов. Тут, впрочем, надо иметь в виду, что столь ценные материальные активы вы, вероятнее всего, обнаружите среди тех, которые имеют «широкое применение», то есть могут быть использованы иначе, чем это делает владеющая ими компания. Хорошими примерами такого рода активов, чья реализуемая рыночная стоимость может превышать балансовую, служат недвижимость и самолеты. Большинство же бывших в употреблении активов (таких как производственное оборудование, компьютеры, приспособления), как правило, имеет весьма низкую рыночную стоимость. У подавляющей части компаний доля активов, чья рыночная стоимость значительно превосходит балансовую, очень мала, так что калькуляция *ROIC* на основе балансовой стоимости не приводит к существенным искажениям.

Однако, если расчеты все же проводятся по рыночной стоимости, в *NOPLAT* необходимо внести поправки на удорожание активов. Переоценка активов без соответствующей корректировки прибыли означала бы нарушение соразмерности. По нашим наблюдениям, это очень распространенная ошибка: аналитики, использующие рыночную стоимость активов, не учитывают экономическую прибыль, связанную с такой переоценкой.

Кто-то, возможно, захочет возразить, что переоценка активов без внесения в прибыль соответствующих поправок на их удорожание имеет под собой основание, ибо позволяет понять, нельзя ли найти активам компании какое-то иное, более плодотворное применение. Представим себе, например, розничного продавца, владеющего ценной недвижимостью. При оценке недвижимости по рыночной, а не по балансовой стоимости рентабельность у этого продавца может оказаться ниже его затрат на капитал. Но хотя все это так, не надо забывать, что наша задача — проанализировать реальное состояние дел компании вне зависимости от того, годятся ли ее активы для лучшего употребления. Вообще говоря, компаниям следует делать и то, и другое - и давать оценку своей фактической деятельности, и периодически выяснять, наилучшим ли образом они используют свои активы.

Наконец, переоценка активов с поправкой на инфляцию — это непростое и трудоемкое дело. Вам придется каждый год, опять и опять, разбирать все свои активы «на кирпичики», группируя их по времени покупки. Затем каждую группу всякий раз надо переоценивать на основании подходящего индекса цен. После чего определяется *ROIC* делением скорректированной *NOPLAT* на скорректированный инвестированный капитал. Это будет ШС в реальном выражении и ее надо сопоставлять с реальными же затратами на капитал (т. е. с учетом инфляции). Теоретически это, конечно, осуществимо, но на практике требует гигантских усилий. Однако в условиях высокой инфляции эти усилия оправданы и даже очень полезны (пример практического применения такого подхода см. в гл. 19).

---

## HEINEKEN: пример

---

Эту и четыре следующие главы мы завершаем разделом, где будем наглядно разбирать процесс оценки стоимости на одном общем примере компании Heineken<sup>4</sup>. Этот пример послужит нам «учебным полигоном» для освоения основных понятий каждой главы и сведения всех элементов стоимостной оценки в единую целостную картину.

Heineken, компания голландского происхождения, — один из крупнейших производителей пива в мире, обладающий второй по величине рыночной долей после Anheuser-Busch. Главные торговые марки компании — популярные сорта пива «Heineken» и «Amstel». В 1998 г. (это последний год взятого нами периода оценки) Heineken заработала доход в размере 1 3,8 млрд голландских гульденов<sup>5</sup>, и ее штат составлял 33 500 человек по всему миру. Кроме того, Heineken — самая глобализованная из всех пивоваренных компаний: только 9% ее дохода приносят продажи в Нидерландах (41% дохода поступает из остальной Европы, 6% — из Северной Америки и 44% — из Латинской Америки, Азии и Африки). Ну и, к тому же, лишь 25% продаж Heineken приходится на главные торговые марки; остальное обеспечивают принадлежащие Heineken региональные торговые марки.

В этой главе мы проанализируем прошлую деятельность Heineken, изучим состояние пивного рынка в целом и оценим достижения Heineken на фоне отраслевого рынка.

<sup>4</sup> Мы благодарим нашего коллегу Дейвида Кригера за проведенный анализ компании Heineken.

<sup>5</sup> В 1995–1999 гг. курс голландского гульдена ходил в диапазоне 2,0–2,1 доллара США. Сейчас голландский гульден зафиксирован на уровне 2,20 евро.

## РАСЧЕТ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ

Таблицы 9.10—9.17 иллюстрируют процедуру финансового анализа прошлой деятельности Heineken: в таблицах 9.10 и 9.11 представлены ее отчеты о прибылях и убытках и балансы за 1993—1998 гг.; таблицы 9.12—9.14 содержат расчеты *NOPLAT*, инвестированного капитала и свободного денежного потока за каждый год периода; таблица 9.15 демонстрирует порядок исчисления экономической прибыли; остальные таблицы из этого блока содержат вспомогательные расчеты и коэффициенты, которые используются при составлении прогнозов. В финансовых отчетах Heineken есть несколько статей, которые заслуживают особого внимания в контексте нашего анализа.

## Поглощения и учет репутации

К 1998 г. Heineken произвела несколько поглощений и увеличила свои доли участия в ряде компаний. Самые заметные из таких операций — инвестиции 1996 г. в итальянскую пивоваренную компанию Birra Moretti и во французские Ficher и Saint-Arnould. Из-за столь крупных приобретений показатели

Таблица 9.10. Heineken: прошлые отчеты о прибылях и убытках  
(числовые данные — в млн голландских гульденов)

ГЛА	Т 993	1994	1995	1996	1997	1998
Доход	9 049	9 974	10 443	12 189	13 512	13 822
Сборы, пошлины и налоги с продаж	-1 198	-1 359	-1 337	-1 621	-1 849	-1 806
Себестоимость реализованной продукции						
<i>Маркетинговые расходы</i>	-1 219	-1 418	-1 580	-1 436	-1 642	-1 741
Сбытовые расходы	-756	-989	-1 028	-1 466	-1 637	-1 597
Упаковка	-1 011	-1 070	-1 151	-1 393	-1 409	-1 448
Сырье	-663	-567	-616	-858	-876	-738
Прочие издержки	-1 257	-1 407	-1 386	-1 603	-1 878	1 923
Оплата труда	-1 643	-1 684	-1 734	-2 174	-2 274	2 295
Амортизационное списание репутации	0	0	0	0	0	0
Амортизация	-501	-586	-556	-626	-744	-822
Операционная прибыль	798	895	1 006	1 012	1 203	1 453
Процентный и дивидендный доход	168	158	173	178	159	189
Процентные платежи	-152	-103	-99	-136	-123	-117
Доналоговая прибыль	814	950	1 079	1 053	1 239	1 525
Налог на прибыль	-320	-318	-384	-369	-456	-518
Миноритарное участие	24	-28	-31	-29	-21	-26
Прибыль до чрезвычайных статей	519	603	664	655	761	981
Чрезвычайные статьи (после вычета налогов)	0	59	0	0	0	0
Чистая прибыль	519	662	664	655	761	981
Изменение собственного капитала						
Собственный капитал на начало года		3 973	4 354	4 734	4 514	5 103
Чистая прибыль		662	664	655	761	981
Дивиденды по обыкновенным акциям		-140	-203	-176	-176	-254
Переоценка		-13	-9	139	134	-151
Списания репутации		-127	-72	-839	-131	-612
Собственный капитал на конец года		4 354	4 734	4 514	5 103	5 066

Таблица 9.11. Heineken: прошлые балансы  
(числовые данные — в млн голландских гульденов)

Год	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Операционные денежные средства	173	204	210	246	276	283
Избыточные рыночные ценные бумаги	1 393	3 536	1 945	1 382	1 595	1 806
Дебиторская задолженность	658	742	879	1 220	1 275	1 218
Товарно материальные запасы	690	687	793	985	1 026	995
Прочие оборотные активы	314	359	361	479	486	499
Итого оборотные активы	3 228	3 578	4 189	4 313	4 658	4 793
Валовые основные средства	9 946	10 882	11 383	11 672	14 022	14 283
Накопленная амортизация	-5 553	-6 187	-6 669	-6 169	-8 368	-8 459
Чистые основные средства	4 363	4 695	4 715	5 503	5 654	5 824
Репутация	0	0	0	0	0	0
Инвестиции и авансовые платежи	541	646	738	838	945	1 080
Итого активы	8 332	8 919	9 641	10 654	11 257	11 697
Краткосрочный долг	479	433	586	774	476	474
Кредиторская задолженность	530	584	701	885	903	907
Дивиденды к выплате	86	86	105	106	106	129
Прочие текущие обязательства	951	1 123	1 223	1 454	1 564	1 708
Итого текущие обязательства	2 046	2 226	2 615	3 219	3 050	3 218
Долгосрочный долг	462	503	424	792	909	1 151
Отложенный налог на прибыль	584	582	624	635	629	601
Инвестиционные субсидии	130	119	119	100	100	83
Пенсионные обязательства	168	164	167	162	157	103
Постоянные резервы	168	616	612	821	909	932
Миноритарное участие	239	354	346	410	401	564
Итого собственный капитал	3 973	4 354	4 734	4 514	5 103	5 066
Итого обязательства и собственный капитал	8 132	8 919	9 641	10 654	11 257	11 697

деятельности Heineken до 1996 г. не вполне сопоставимы с показателями последующих лет. В силу этого при прогнозировании мы будем придавать больше веса более поздним данным, нежели данным за ранние годы.

В результате этих многочисленных поглощений баланс Heineken пополнился репутацией более чем на 2,3 млрд голландских гульденов. По правилам, действующим в США, репутацию следует учитывать как отдельный актив, подлежащий амортизационному списанию на протяжении 40 лет. В Голландии же репутацию можно сразу списывать на собственный капитал, и Heineken придерживается именно такой политики. Это затрудняет сравнение Heineken с компаниями, подобными Anheuser-Busch, которые следуют американской бухгалтерской практике. В таких обстоятельствах ради сопоставимости показателей *ROIC* лучше оценивать результаты деятельности обеих компаний как с учетом, так и без учета репутации.

### Резерв на переоценку

Каждый год Heineken вносит поправки в баланс и счет собственного капитала через так называемый резерв на переоценку. Подробности такого рода поправок

Таблица 9.12. Heineken: *NOPLAT* за прошлые годы  
{числовые данные – в млн голландских гульденов}

Гол	1994	1995	1996	1997	1998
Отчетная <i>EBITA</i>	895	1006	1012	1203	1453
Поправки на пенсионные обязательства	13	12	11	9	5
Прирост постоянных резервов	88	-4	209	88	3
Скорректированная <i>EBITA</i>	996	ЮМ	1231	1301	1461
Налог на <i>EBITA</i>	-304	-363	-358	-447	-494
Изменение отложенных налогов	-2	42	11	-7	-28
<i>NOPLAT</i>	690	693	885	847	939
<u>Налог на <i>EBITA</i></u>					
Резерв по налогу на прибыль	318	384	369	456	518
Процент* налоговая защита	36	35	48	43	41
Налоговая защита по пенсионным обязательствам	5	4	4	3	2
Налог на процентный доход	-55	-61	-62	-56	-66
Налог на <i>IBITA</i>	304	363	358	447	494
<u>Соизмерение с чистой прибылью</u>					
Чистая прибыль	662	664	655	761	981
Плюс Прирост отложенных налогов	-2	42	11	-7	-28
Плюс Прирост постоянных резервов	88	-4	209	88	3
Плюс Чрезвычайные статьи	-59	0	0	0	0
Плюс Миноритарное участие	28	31	29	21	26
Скорректированная чистая прибыли	717	733	905	864	983
Плюс Посленалоговые процентные платежи	67	65	89	80	76
Плюс Проценты по пенсионным обязательствам	9	8	7	6	3
Итого прибыль, доступная инвесторам	792	816	1001	950	1062
Минус Посленалоговый процентный доход	-103	-112	-116	-103	-123
<i>NO K AT</i>	690	693	885	847	939

в отчетности не раскрываются, но скорее всего они связаны с прибылью или убытками при переводе из валюты в валюту и переоценкой стоимости постоянных активов. Мы рассматриваем такие поправки как неоперационный денежный поток.

### Правительственные субсидии

Некоторые правительства предоставляют Heineken льготный режим финансирования, тем самым поощряя компанию к расширению деятельности в их странах. Такие льготы Heineken отражает в отчетности по статье «Инвестиционные субсидии». С ней можно обращаться *либо* как с дешевым источником капитала, включая всякое изменение по статье в финансовый поток, *либо* как с разновидностью операционных обязательств, включая всякое изменение в операционный денежный поток. Мы предпочитаем второй вариант, во-первых, потому что так проще, а во-вторых, потому что смотрим на правительственные субсидии как на выгоду от ведения бизнеса в новой стране, а не как на задолженность перед инвестором.

Таблица 9.13. Heineken: инвестированный капитал за прошлые годы  
(числовые данные — в млн голландских гульденов)

Год	1993	1994	1995	1996	1997	<i>m</i>
Операционные оборотные активы	1 835	2 042	2 243	2 931	3 063	2%;
Операционные текущие обязательства	-1 481	-1 707	-1 925	-2 339	-2 467	2%
Операционный оборотный капитал	355	335	319	591	597	372
Чистые основные средства	4 363	4 695	4 715	5 503	5 654	5824
Прочие активы <i>минус</i> прочие обязательства	-130	-119	-119	-100	-100	-*)
Операционный инвестированный капитал, без учета репутации	4 587	4911	4 914	5 995	6 150	6113
Кумулятивные списания репутации	522	649	722	1 561	1 692	2 304
Операционный инвестированный капитал, с учетом репутации	5109	5 561	5 636	7 556	7 842	8 417
Избыточные рыночные ценные бумаги	1 393	1 536	1 945	1 382	1 595	Ш
Инвестиции и авансовые платежи	541	646	738	838	945	1 08с
Итого средства инвесторов	7 043	7 743	8319	9 776	10 382	11 <i>m</i>
Итого обыкновенные и привилегированные акции	973	4 354	4 734	4514	5 103	5Щ
Кумулятивные списания репутации	522	649	722	1 561	1 692	2 304
Отложенный налог на прибыль	584	582	624	635	629	601
Дивиденды *, выплата	86	86	105	106	106	129
Постоянные резервы	528	616	612	821	909	912
Скорректированный собственный капитал	5 694	6 288	6 797	7 637	8 439	9 012
Миноритарное участие	239	354	346	410	401	564
Долг	941	937	1 009	1 567	1 385	162:
Пенсионные обязательства	168	164	167	162	157	103
Итого средства инвесторов	7 043	7 743	8319	9 776	10 382	11303

### Пенсионные программы

В конце 1998 г. Heineken, согласно годовому отчету, имела нефондовые пенсионные обязательства примерно на 103 млн голландских гульденов по большей части относящиеся к операциям компании в Испании. По сути дела, такие обязательства представляют собой заимствование у работников. Соответственно мы и рассматриваем их как долг.

Проценты по этим обязательствам (согласно финансовым отчетам компании, процентная ставка составляет 5%), вероятнее всего, проходят по статье расходов на оплату труда, так что мы вычленим их из операционные издержек и относим к процентным платежам. (Обычно мы не вносим поправки на такие малые суммы, но сейчас делаем это просто ради иллюстрации.)

### Налоги

До 1998 г. предельная ставка налога в Нидерландах составляла 35%. Эта информация пригодится при исчислении налогов, связанных с процентным доходом и процентными платежами.

Таблица 9.14. Heineken: свободный денежный поток за прошлые годы  
(числовые данные – в млн голландских гульденов)

ГоА	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Операционный денежный поток</b>					
<i>NOPLAT</i>	690	69.1	885	847	939
Амортизация	586	556	626	744	822
<b>Валовой денежный поток</b>	<b>1276</b>	<b>1249</b>	<b>1570</b>	<b>1591</b>	<b>1761</b>
<i>Минус. Прирост оборотного капитала</i>	19	16	-272	-5	225
<i>Минус. Капитальные затраты</i>	-919	-575	-1414	-895	-992
<i>Минус: Прирост прочих активов</i>	-11	0	-20	0	-17
<b>Валовые инвестиции</b>	<b>-911</b>	<b>-559</b>	<b>-1706</b>	<b>-900</b>	<b>-784</b>
<b>Свободный денежный поток до учета репутации</b>	<b>365</b>	<b>690</b>	<b>-196</b>	<b>691</b>	<b>977</b>
Инвестиции в репутацию	-127	-72	-839	-131	612
<b>Свободный денежный поток с учетом репутации</b>	<b>238</b>	<b>618</b>	<b>-1035</b>	<b>560</b>	<b>364</b>
<b>Неоперационный денежный поток</b>	<b>-59</b>	<b>-101</b>	<b>39</b>	<b>28</b>	<b>-286</b>
Посленалоговый операционный доход	103	112	116	103	123
Сокращение/прирост (-) избыточных рыночных ценных бумаг	-144	-409	563	-213	-211
<b>Денежный поток, доступный инвесторам</b>	<b>138</b>	<b>220</b>	<b>-317</b>	<b>478</b>	<b>-10</b>
<b>Финансовый поток</b>					
Посленалоговые процентные платежи	67	65	89	80	76
Проценты по пенсионным обязательствам	9	8	7	6	3
Сокращение/прирост (-) долга	4	-73	-557	181	-240
Сокращение/прирост (-) пенсионных обязательств	4	-2	5	5	54
Миноритарное участие	-86	38	-34	30	-136
Дивиденды по обыкновенным акциям	140	185	175	175	232
Сокращение/прирост (-) акционерного капитала	0	0	0	0	0
<b>Итого финансовый поток</b>	<b>138</b>	<b>220</b>	<b>-317</b>	<b>478</b>	<b>-10</b>

### Отложенные налоги и постоянные резервы

В Heineken по счетам проходят 601 млн голландских гульденов отложенных налогов и 912 млн «резервов на дополнительное вознаграждение персонала» и «прочих резервов». Мы полагаем, что в данном случае всё это скорее постоянные, нежели единоразовые резервы. И отложенные налоги, и постоянные резервы мы прибавляем к собственному капиталу как квазисобственные статьи, а в *NOPLAT* каждого года вносим поправки на изменение таких резервов.

### ЦЕЛОСТНАЯ КАРТИНА ПРОШЛОГО

Выстраивая ретроспективу, мы прежде всего обрисовываем конкурентный ландшафт пивоваренной отрасли, а затем посмотрим, насколько Heineken, с ее стратегией и финансовыми характеристиками, вписывается в эту меняющуюся среду.

Таблица 9.15. Heineken: экономическая прибыль за прошлые годы  
(числовые данные, кроме строк, снабженных особыми указаниями, —  
в млн голландских гульденов)

Год	1994	1995	1996	1997	1998
ROIC без учета репутации (о %)	15,0	11,1	18,0	14,1	15,3
WACC (в %)	10,5	9,6	8,9	8,3	7,3
Спред (в %)	4,5	4,5	9,1	5,8	7,9
Инвестированный капитал на начало года	4587	4911	4914	5995	6150
Экономическая прибыль без учета репутации	206	220	445	347	448
NOPLAT	690	693	885	847	939
Плата за «питал	-483	-473	-439	-500	-451
Экономическая прибыль без учета репутации	206	220	445	347	484
ROIC с учетом репутации (в %)	13,5	12,5	15,7	11,2	12,0
WACC (в %)	10,5	9,6	8,9	8,3	7,3
Спред (в %)	3,0	2,8	6,8	2,9	4,6
Инвестированный капитал, на начало года	5109	5561	5636	7556	7920
Экономическая прибыль с учетом репутации	151	157	381	216	354
NOPLAT	690	693	885	647	937
Плата за капитал	-539	-536	-504	-630	-576
Экономическая прибыль с учетом репутации	151	157	381	216	354

### Отраслевой ландшафт

Пивоваренная отрасль всегда отличалась фрагментарностью, региональной замкнутостью и медленным ростом<sup>6</sup>. За пять лет, вплоть до 1997 г., мировой рынок пива увеличивался на 2,5% в год. Как ожидается, с 1998 по 2010 г. он будет расти на 2,6% ежегодно, причем по большей части благодаря новым и развивающимся рынкам (см. рис. 9.4)

В 1998 г. на долю четырех крупнейших игроков отрасли приходилось в общей сложности 20% мирового рынка пива. Такой фрагментарностью мировом рынок обязан главным образом региональным олигополиям. В большинстве стран доминируют две-три компании, контролирующие в совокупности 80% местного рынка (или даже больше), причем, как правило, в каждой стране — свои ведущие игроки (см. табл. 9.18). Вместе с тем Heineken — одна из всего шести пивоваренных компаний в мире, чьи доходы по меньшей мере на 50% складываются из продаж за пределами их родной страны (см. рис. 9.5). С другой стороны, Anheuser-Busch — типичнейший региональный производитель пива: более 85% продаж компании приходится на США.

Лже несмотря на то что крупнейшие производители пива выносят бизнес за пределы своих родных стран, конкуренция на местных рынках не убывает. Это объясняется прежде всего вкусами потребителей (отдающих предпочтение

<sup>6</sup> Эти выводы почерпнуты из статьи R Benson-Armer, J Leibowitz, and O. Ramachandran  
Global Beer: What's on Tap? // McKinsey Quarterly 1999 № 1 P 110–121

Таблица 9.16. Heineken: финансовые коэффициенты за прошлые годы  
(числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в %)

Год	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Скорректированная В/ГП/доход</b>					
Сборы, пошлины налоги с продэж/доход	13,6	13,3	13,3	13,7	13,1
Себестоимость реализованной продукции/лоход	54,6	55,2	55,4	53,1	53,9
Оплата трудд/дохсд	16,9	16,6	17,8	16,8	16,6
Амортизация/доход	5,9	5,3	5,1	5,5	3,9
Скорректированные пенсионные обязательквга/доход	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Прирост резервов/доход	-0,9	0,0	-1,7	-0,7	0,0
Скорректированная £81 М/доход	10,0	9,7	10,1	9,6	10,6
<b>Я01С (на начало гола)</b>					
Чистые основные средства/доход	43,7	45,0	38,7	40,7	40,9
Оборотный капитал/доход	3,6	3,2	2,6	4,4	4,3
Чистые прочие активы/доход	-1,3	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7
Доход/инвестированный капитал (безразмерная величина)	2,2	2,1	2,5	2,3	2,2
Доналоговая ROIC	21,7	20,6	25,1	21,7	23,8
Ставка денежного налога	30,8	31,6	28,1	34,9	35,7
Посленалоговая ROIC	15,0	14,1	18,0	14,1	15,3
Посленалоговая ROIC с учетом репутации	13,5	12,5	15,7	11,2	12,0
<b>ROIC (в соедине!)</b>					
Чистые основные средства/лоход	45,4	45,1	41,9	41,3	41,5
Оборотный капитал/доход	3,5	3,1	3,7	4,4	3,5
Чистые прочие активы/доход	-1,3	-и	-0,9	-0,7	-0,7
Лохол/инвестирсжэнный капитал (безразмерная величина}	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
Доналоговая ROIC	21,0	20,6	22,6	21,4	23,8
Посленалоговая ROIC	14,5	14,1	16,2	13,9	15,3
Посленалоговая ROIC с учетом репутации	12,9	12,4	13,4	11,0	11,6
<b>Темпы роста</b>					
Темпы роста дохода	10,2	4,7	16,7	10,9	2,3
Темпы роста скорректированной EBITA		1,8	21,5	5,6	12,3
Темпы роста NOPLAT		0,5	27,6	-4,3	10,9
Темпы роста инвестированною капитала	7,1	0,1	22,0	2,6	-0,6
Темпы роста чистой прибыли	27,6	0,4	-1,4	16,2	28,8
<b>Но ома инвестирования</b>					
Норма валовых инвестиций	71,4	44,7	113,0	56,6	44,5
Норма чистых инвестиций	217,1	160,8	263,5	194,2	171,0
<b>Финансирование</b>					
<b>Покрытие процента *</b>					
= скорректированная £8/М/процентные платежи (безразмерная величина)	9,7	10,2	9,0	10,6	12,5
<b>Денежное покрытие процента =</b>					
= валовые денежные средства/процентные платежи (безразмерная величина)	12,4	12,6	11,1	12,9	15,0
Долг/общая капитализация, по балансовой стоимости	14,2	14,3	11,5	17,1	19,4
Долг/общая капитализация, по рыночной стоимости	7,3	6,1	8,5	6,7	4,2
Средняя ROE	15,9	14,6	14,2	15,8	19,3
Рыночная/балзнсовая стоимость инвестированного капитала {безразмерная величина)	1,9	2,5	2,3	2,5	5,3
Рыночная стоимость инвестированного капиталя/скорректированная EBITA (безразмерная величина)	9,2	12,2	11,1	11,9	22,3

Таблица 9.17. Heineken: вспомогательные расчеты  
(числовые данные — в млн голландских гульденов)

Год	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Изменение оборотного капитала</b>					
Прирост операционных денежных средств	31	5	36	30	6
Прирост дебиторском задолженности	134	88	341	55	-57
Прирост товарно-материальных запасов	-3	106	192	40	-30
Прирост прочих оборотных активов	44	3	118	7	4
Прирост (-) кредиторской задолженности	-54	-117	-184	-17	-4
Прирост (-) прочих текущих обязательств	-172	-101	-230	-110	-144
<b>Чистое изменение оборотных средств</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>272</b>	<b>5</b>	<b>-225</b>
<b>Капитальные затраты</b>					
Прирост чистых основных средств	332	20	788	151	170
Амортизации	586	556	626	744	822
<b>Чистые капитальные затраты</b>	<b>919</b>	<b>575</b>	<b>1414</b>	<b>895</b>	<b>992</b>
<b>Неопераиоинный денежный поток</b>					
Чрезвычайные статьи	59	0	0	0	0
Изменение резерва на реструктуризацию	0	0	0	0	0
Эффект переоценки	-13	-9	139	134	-151
Изменениеизвестий и авансовых платежей	-105	-92	-100	-107	-135
<b>Неопераиоинный денежный поток</b>	<b>-59</b>	<b>-101</b>	<b>39</b>	<b>28</b>	<b>-286</b>

Рисунок 9.4. Рост мирового рынка пива

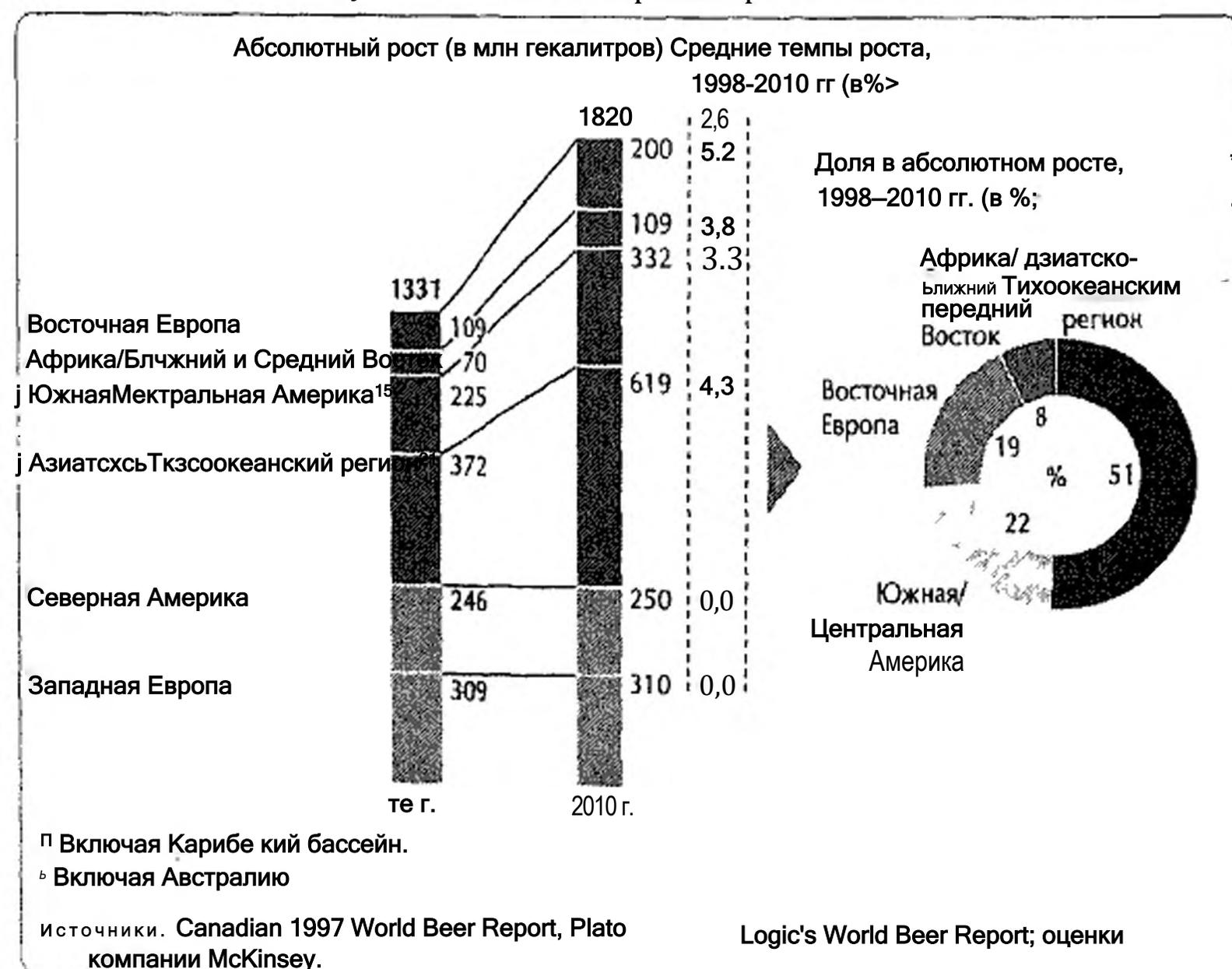
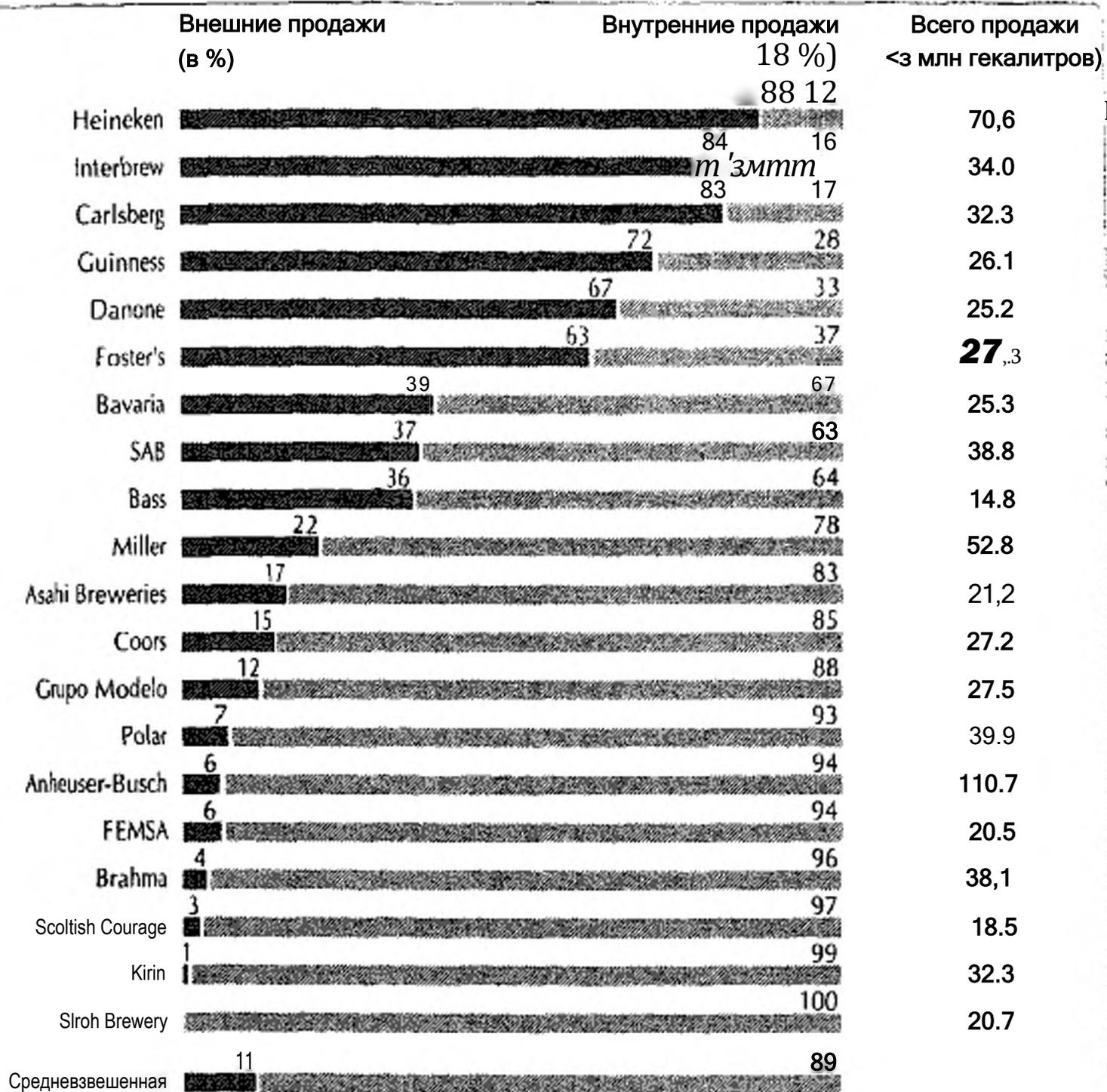


Таблица 9.18. Доли национальных рынков, 1997 г.

Региональный рынок	Ведущие игроки	Рыночная доля (в %)
Нидерланды	Heineken	51
	Grolsch	15
	Interbrew	14
Великобритания	Scottish K Newcastle	27
	Bass	23
	Carlsberg	15
США	Anheuser Busch	47
	Miller	22
	Coors	11
Бельгия	Interbrew	55
	Alken-Maes	15
Германия	Binding	9
	Brau & Bfimmen	8
	Holsten	6
Франция	Kronenbourg	41
	Heineken	23
	Interbrew	8
Китай	Vanjing	4
	Chocolate Products	3
	Tsmgtao	3
Южная Африка	South African Breweries	98
Бразилия	Brahma	48
	Antarctica	25
	Kaiser	17

местным маркам), высокими таможенными пошлинами, особенностями национальных норм регулирования и недостаточным масштабом зарубежных операций для достижения существенной экономии. В силу этого, когда производители пива выходят на новые рынки, они прилагают усилия скорее к распространению функциональных навыков (в основном маркетинговых), нежели к построению глобальных бизнес-систем. Преобладание местной конкуренции сдерживает темпы консолидации отрасли, ибо внутренним производителям не обязательно «отдаваться» крупнейшим игрокам ради сохранения конкурентоспособности.

Но по мере сближения вкусов потребителей, развития технологий, снижения расходов на транспортировку, обретения производителями большего опыта в применении своих навыков и торговых марок с максимальной выгодой пивоваренная отрасль понемногу начинает выходить на глобальный уровень. Heineken, Carlsberg и Corona уже продаются как минимум в 140 странах мира. У шести из десяти крупнейших пивоваренных компаний мира по меньшей мере 20% роста с 1990 г. обеспечено поглощениями (см. рис. 9.6). Компания Miller, принадлежащая Philip-Morris, в 1997 г. развязала ценовую войну, которая длится и по сей день, и ценовая конкуренция понуждает участников отрасли к снижению

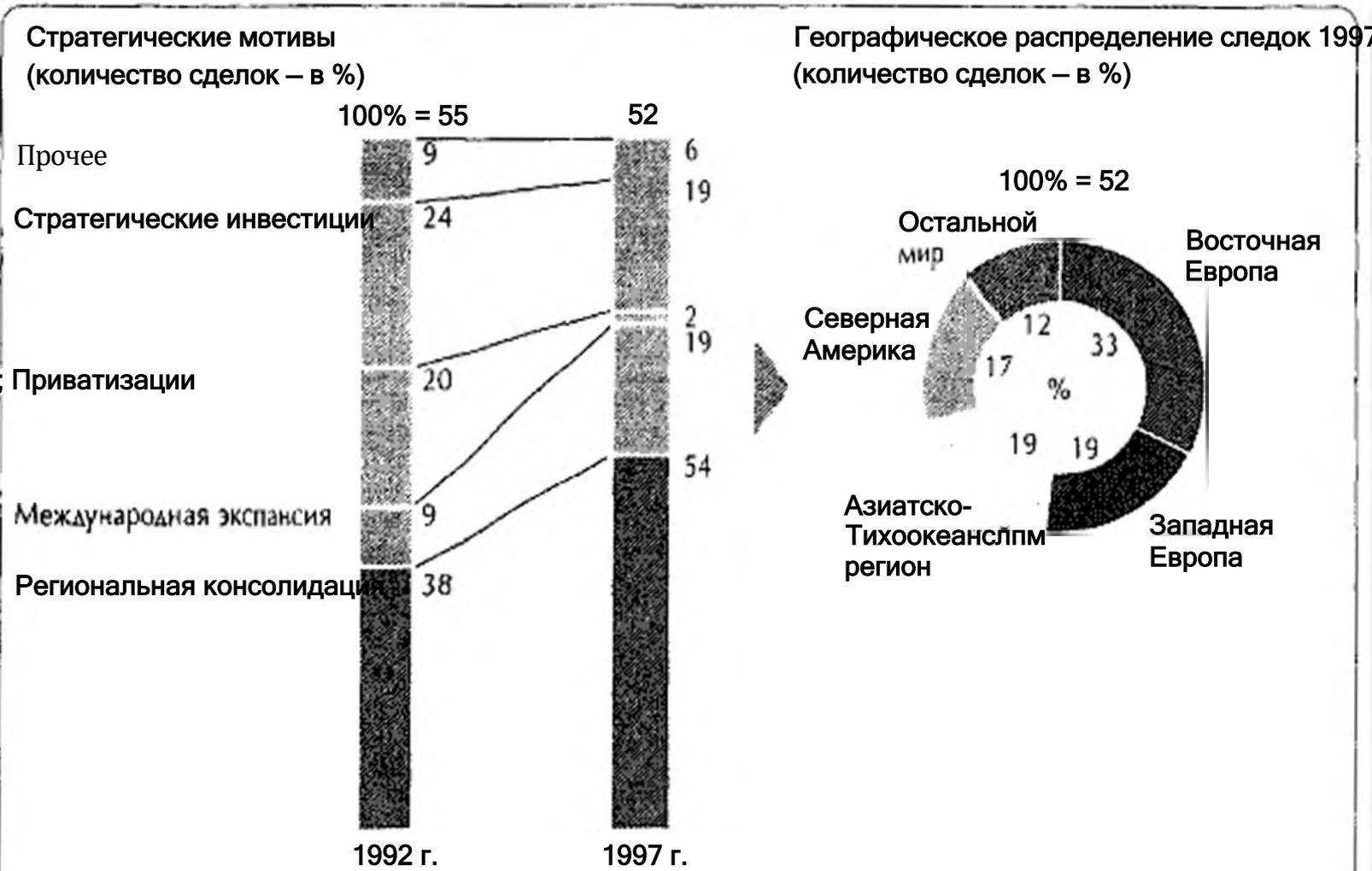


Источник: Impact U.S. Beer Industry Report, 1997.

Рисунок 9.5. Соотношение внутренних и внешних продаж

издержек, укреплению торговых марок и рационализации использования избыточных мощностей.

В пивоваренной отрасли выделяются две разные стратегии бизнеса: одни компании явно специализируются на каком-то отдельном звене стоимостной цепочки, другие предпочитают выступать в роли географических «интеграторов\*». Стратегия специализации предполагает дробление отраслевой бизнес-системы на сегменты: разработка новых продуктов, собственно пивоваренное производство, упаковка, распределение, маркетинг — с последующим завоеванием ведущих позиций на мировом рынке в одном или нескольких из этих сегментов. Скажем, Guinness специализируется на выпуске продуктов с уникальными вкусовыми характеристиками, причем ведет производство на национальной базе и экспортирует свои продукты во многие страны мира, следуя агрессивной политике глобального маркетинга. А компания Boston Beer сформировала вокруг себя «виртуальную» организацию, в рамках



*Примечание.* Пол \* региональную консолидацию\* подпадают сделки, в которых покупатель приобрел или увеличил свою долю участия в собственности регионального конкурента. Пол «международную экспансию» подпадают сделки, где слияние или поглощение послужило компании средством проникновения на рынок. «Прочее» включает в себя выкуп акций или сделки, осуществленные для соблюдения правовых норм (например, перераспределение собственности в соответствии с требованиями антимонопольного регулирования посредством слияния, обособления и т. п.).

Источники: База данных SDC; анализ McKinsey.

Рисунок 9.6. Слияния и поглощения в пивоваренной отрасли

которой контролирует разработку новых продуктов и маркетинг, но собственно производство по большей части возложила на сторонних субподрядчиков. С другой стороны, географические «интеграторы», подобные Heineken и Interbrew, скупают слабые пивоваренные компании или пивоваренные предприятия в развивающихся странах и затем внедряют там передовые методы производства, распределения и маркетинга.

### Финансовое положение Heineken

Абы оценить финансовое состояние Heineken, мы сравнили ее с другими крупными открытыми компаниями отрасли как по достижениям на фондовом рынке, так и по внутренним финансовым критериям. В качестве сопоставимых компаний для Heineken мы отобрали профильных производителей пива: Anheuser-Busch, Carlsberg и South African Breweries (в отличие от производителей широкого ассортимента потребительских продуктов, у которых пиво — лишь одно из множества направлений). В таблице 9.19 показан размер Heineken относительно этих сопоставимых компаний. Heineken занимает среди них

Таблица 9.19. Относительные размеры ведущих производителей пива, 1998 г.

(числовые данные — в млрд дол.)

Компани*	Доход	EBITA	Операционный инвестированный капитал <sup>1)</sup>
Heineken	7,0	0,7	3,1
Anheuser Busch	13,2	2,1	8,4
Carlsberg	4,4	0,3	1,8
South African Breweries	6,3	0,6	2,4

<sup>1)</sup> Без учета рег.уаиии

второе место по доходу с продаж — 7 млрд дол. в 1998 г. Это почти вполнину меньше, чем у Anheuser-Busch, и немногим больше, чем у South African Breweries. По величине *EBITA* в 1998 г (0,7 млрд дол.) Heineken тоже оказалась на втором месте вслед за лидером, но уже с ббльшим отставанием:  $\frac{1}{3}$  от уровня Anheuser-Busch.

Позиции на фондовом рынке. Мы сравнили компании по двум критериям фондового рынка: общей доходности для акционероv (*TRS*) и рыночной добавленной стоимости (*MVA*). Общая доходность для акционероv включает в себя курсовой рост акций и дивиденды; она служит мерой богатства, созданного компанией за определенный период времени.

Рыночная добавленная стоимость показывает, как рыночная стоимость компании (долга и собственного капитала) соотносится с величиной капитала, вложенного в компанию (суммой основных средств, оборотного капитала и инвестиций в нематериальные активы при поглощениях); она отражает восприятие рынком способности компании создавать богатство. Рыночная добавленная стоимость может быть представлена как в относительном, так и в абсолютном (денежном) выражении. Мы пользуемся относительным показателем, так как это обеспечивает соизмеримость компаний разных размеров.

Heineken опережала своих «коллег» по общей доходности для акционероv за последний год, три года и пять лет вплоть до 1998 г. (см. рис. 9.7). За последние пять лет общая доходность для акционероv составляла у Heineken в среднем 34% в год — гораздо больше, чем у Anheuser-Busch (25%). (Эти значения

Рисунок 9.7. Общая доходность для акционероv (числовые данные — в %)



Таблица 9.20. Рыночная/балансовая стоимость  
(числовые данные, кроме последнего столбца, — в млрд дол.)

Компания	Рыночная стоимость долга и собственного капитала	Скорректированная балансовая стоимость средств инвесторов	MVA	Рыночная/балансовая стоимость
Heineken	190	5,7	13,3	33
Anheuser Busch	36,5	10,8	25,7	3,4
Carlsberg	48	3,5	1,3	1,4
South African Breweries	79	3,5	4,4	2,3

Примечание Средний обменный курс доллара США в 1998 г гюльден - 0,51, крона — 0,15, ранд — 0,18

вычислены в национальных валютах, а не в единой валюте. Мы также провели расчеты в долларах США и получили примерно такое же соотношение.)

Коэффициент рыночная/балансовая стоимость у Heineken насчитывает 3,3, а MVA в абсолютном выражении — 13 млрд дол. (см. табл. 9.20). Это означает, что рынок оценивает каждый доллар, инвестированный в компанию, в 3,30 дол. По коэффициенту рыночная/балансовая стоимость Heineken идет практически вровень с Anheuser-Busch и значительно опережает Carlsberg и South African Breweries. Правда, по абсолютной сумме рыночной добавленной стоимости Heineken сильно уступает Anheuser-Busch, но это объясняется разницей в размерах компаний (Heineken существенно меньше).

Рассмотрев коэффициент рыночная/балансовая стоимость вкупе с доходностью для акционеров, приходим к очевидному выводу: мало того что рынок возлагал на Heineken большие надежды, но компания к тому же неизменно превосходила эти ожидания. Что касается Anheuser-Busch, то она, хотя и оценивалась рынком весьма высоко, видимо, не оправдывала рыночные ожидания в течение пяти лет до 1998 г. Carlsberg явно можно причислить к отстающим и по обращенным к ней ожиданиям рынка, и по ее способности оправдать эти ожидания. Успехи South African Breweries оценить труднее, ибо на ее финансовые показатели сильно повлияло падение южно-африканского ранда.

Основопологающие финансовые результаты. Позиции компаний на фондовом рынке вполне согласуются с их внутренними финансовыми результатами. В таблице 9.21 сведены основопологающие показатели роста и рентабельности капитала по нашей выборке. Своим более высоким коэффициентом рыноч-

Таблица 9.21. Рост и рентабельность капитала (числовые данные — в %)

Голы	Средний рост		ROIC <sup>^</sup>		
	Доход	SBITA	Без учета репутации	С учетом репутации	
	1994-1998		1998	1998	1994-1998
Heineken	8,5	12,9	15,3	11,6	12,3
Anheuser-Busch	3,1	3,2	17,0	16,1	15,2
Carlsberg	14,7	5,2	6,7	5,5	10,0
South African Breweries	10,2	10	21,8	21,4	21,0

Таблица 9.22. Составляющие *ROIC* 1998 г.  
(числовые данные, кроме оборачиваемости капитала, — в %)

Компания	Операционные издержки/доход	Амортизация/ доход	Норма прибыли
Heineken	83,6	5,9	10,6
Anheuser Busch	74,5	6,6	18,9
Carlsberg	85,6	5,9	8,5
South African Breweries	82,4	4,4	12,8
В среднем	81,5	5,7	12,7

Компания	Оборотный капитал/доход	Чистые основные средства/доход	Прочие активы/доход	Оборачиваемость капитала
Heineken	35	41,5	-0,7	2,3
Anheuser-Busch	00	69,4	5,3	1,3
Carlsberg	20	53,2	-0,8	1,8
South African Breweries	12,7	29,8	0,1	2,3
В среднем	4,6	48,5	1,0	1,9

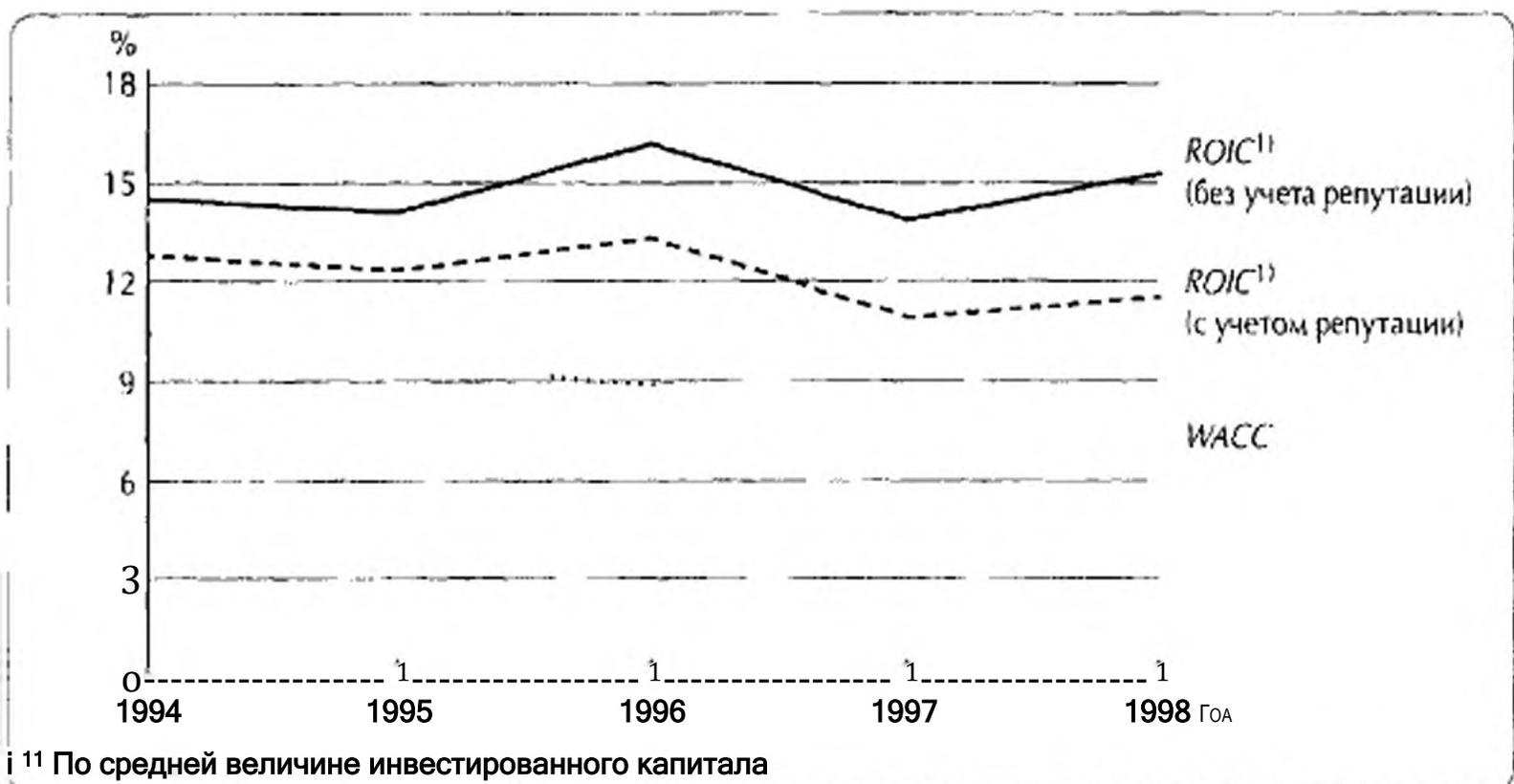
Компания	Норма прибыли	Оборачиваемость капитала	1 - ставка денежного налога	Посленалоговая <i>ROIC</i>
Heineken	10,6	23	64,3	15,3
Anheuser Busch	18,9	1,3	67,3	17,0
Carlsberg	8,5	1,8	43,1	6,7
South African Breweries	11,3	2,3	73,4	21,8
В среднем	12,7	1,9	62,0	15,2

" Без учета репутации

ная/балансовая стоимость Anheuser-Busch обязана прежде всего более высокой *ROIC*: 16,1% в 1998 г. против 11,6% у Heineken (По затратам на капитал обе компании примерно сопоставимы. Как нам представляется, рынок ожидает от обеих будущей динамики *ROIC* примерно в русле прошлых результатов) С другой стороны, Heineken росла быстрее<sup>7</sup>, отчасти благодаря поглощениям. Carlsberg тоже быстро росла, но при снижении *ROIC* — до 5,5% в 1998 г. Любопытная ситуация сложилась с South African Breweries: у нее самая высокая *ROIC* в нашей выборке — 21,4% в 1998 г., но низкий коэффициент рыночная/балансовая стоимость. Главная причина в том, что высокие процентные ставки в Южной Африке (безрисковые ставки в диапазоне 15—20%) сильно взвинтили затраты на капитал.

В таблице 9.22 *ROIC* компаний показана с разбивкой на составляющие. Heineken отстает от конкурентов по норме прибыли, но опережает их по оборачиваемости капитала. Мы полагаем, что у Heineken норма прибыли ниже, чем у Anheuser-Busch, из-за более солидных расходов на маркетинг, которые вместе с тем вносят свой вклад в более высокие темпы роста.

<sup>7</sup> Показатели роста и *ROIC* для Anheuser-Busch относятся лишь к продолжающимся операциям компании. Эти показатели скорректированы с учетом реструктуризаций 1995 и 1996 гг., включая продажу компанией нескольких структурных единиц (таких как Earthgrain.\* Company, Eagle Snacks и бейсбольная команда St Louis Cardinals)

Рисунок 9.8. Heineken: *ROIC* в сопоставлении с *WACC*, 1994—1998 гг.

Как видно на рисунке 9.8, у Heineken спред между *ROIC* и *WACC* за пять лет увеличился с 4,5% в 1994 г. до 7,9% в 1998 г. Это произошло главным образом благодаря общему снижению процентных ставок и соответственному уменьшению затрат на капитал.

Финансовое здоровье в свете кредитоспособности. Heineken придерживается консервативной структуры капитала. Хотя в 1996 г. компания прибегла к крупному заимствованию для финансирования поглощений, ее коэффициент долг/совокупный капитал остался низким: 19% по балансовой стоимости и 4% по рыночной стоимости (см. табл. 9.23). Коэффициент *покрытия* процента [*скорректированная EBITA/процентные платежи*] в размере 12,5 свидетельствует о том, что Heineken гораздо меньше, чем ее конкуренты, обременена долговой нагрузкой. В предыдущие годы коэффициент *покрытия* процента у Heineken возрастал и будет расти в дальнейшем, ибо производимый компанией денежный поток значительно превосходит ее инвестиционные возможности. Можно даже сказать, что Heineken *явно* недоиспользует финансовый рычаг, в результате чего ее затраты на капитал остаются выше, чем нужно.

Таблица 9.23. Heineken: кредитные показатели, 1998 г.

Компания	Скорректированная <i>EBITA</i> {в МАНЛОД}	Процентные платежи (в МЛНЛОЛ)	Скорректированная <i>EBIT/Г/процентные</i> платежи	Валовой денежный поток/процентные платежи	Долг/еовокупные средства инвесторов (в %)
Heineken	741	59	12,5	15,1	4,4
Anheuser-Busch	2125	266	8,0	8,2	14,3
Carlsberg	280	87	3,2	3,6	22,9
South African Breweries	635	112	5,7	6,2	13,3

# Оценка затрат на капитал

**И** кредиторы, и акционеры рассчитывают на возмещение альтернативных издержек, сопряженных с инвестированием средств в конкретную компанию, а не в другие с тем же уровнем риска. *Средневзвешенные затраты на капитал* (WACC) служат ставкой дисконтирования (поскольку олицетворяют собой временную стоимость денег), посредством которой исчисляется приведенная стоимость будущего денежного потока, ожидаемого инвесторами<sup>1</sup>. «Бычий» рынок, сложившийся в конце 1990-х годов, наглядно показал, насколько важную роль играет верная оценка затрат на капитал.

Самое главное, о чем следует помнить, вычисляя средневзвешенные затраты на капитал, — необходимость соблюдать соответствие с общими принципами оценки стоимости и с определением денежного потока, подлежащего дисконтированию. Для того чтобы ваша оценка затрат на

<sup>1</sup> В главе 8 мы описывали модель скорректированной приведенной стоимости, в которой свободный денежный поток дисконтируется по затратам на собственный капитал без долговой нагрузки, что позволяет оценить стоимость коммерческого предприятия в чистом виде, до учета налоговых выгод долга. Пользуясь принципами, изложенными в настоящей главе, вы сможете определить затраты на собственный капитал с долговой нагрузкой, а затем очистить их от долговой нагрузки по формулам из главы 8, а также из Приложения в конце книги.

капитал «вписывалась» в модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия, она должна отвечать следующим условиям:

- охватывать средневзвешенные затраты на привлечение капитала из всех источников - и долг, и собственные средства акционеров, и прочие. — ибо свободный денежный поток воплощает в себе денежные средства, доступные всем поставщикам капитала;
- строиться на расчетах после вычета корпоративных налогов, так как свободный денежный поток - это, по определению, денежный поток в посленалоговом выражении;
- отражать номинальную доходность, выведенную из реальной доходности с учетом ожидаемой инфляции, коль скоро ожидаемый свободный денежный поток имеет номинальное выражение (в противном случае, т. е. при оценке по реальной доходности, прогнозные денежные потоки должны быть надлежащим образом «очищены» от инфляционного эффекта);
- содержать поправку на систематический риск, который берут на себя все поставщики капитала, поскольку каждый из них рассчитывает на отдачу, компенсирующую принятый риск;
- включать в себя удельные веса (весовые коэффициенты) каждого источника финансирования по *рыночной стоимости*, ибо рыночная стоимость отражает реальные экономические притязания каждой категории нынешних инвесторов, тогда как балансовая стоимость - обычно нет;
- подвергаться коррекции на протяжении периода прогноза денежного потока в соответствии с ожидаемыми изменениями инфляции, систематического риска или структуры капитала.

#### ФОРМУЛА СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ

Общая формула, которую мы рекомендуем использовать для оценки посленалоговых WACC, сводится к простому расчету средневзвешенной величины предельных посленалоговых затрат по каждому источнику капитала:

$$WACC = k^* (1 - T) + k_p \frac{P}{V} + \frac{S}{V} r_s$$

где  $k^*$  — доналоговая ожидаемая рыночная доходность к погашению неотзывных, неконвертируемых долговых обязательств:

$T$  — предельная ставка налога, приложимая к объекту оценки (коммерческому предприятию)<sup>2</sup>;

$V$  — рыночная стоимость процентного долга;

<sup>2</sup> Предельная ставка налога - это ставка, применяемая к предельному доллару процентных платежей. Обычно она устанавливается законом. Однако если компания несет значительные убытки, которые при налогообложении подлежат переносу на прошлый или будущий период, либо стоит перед лицом банкротства и потому не в состоянии воспользоваться налоговой защитой, предельная налоговая ставка может быть снижена по отношению к установленной законом - вплоть до нуля.

$V$  — рыночная стоимость оцениваемого коммерческого предприятия  
 $(V = B + P + S)$ ;

$k_p$  - посленалоговые затраты на привлечение капитала по неотзывным, неконвертируемым привилегированным акциям (равны доналоговым затратам по привилегированным акциям без вычета из корпоративного налога дивидендов по ним);

$P$  - рыночная стоимость привилегированных акций;

$k_s$  - диктуемые рынком альтернативные издержки привлечения капитала по обыкновенным акциям;

$S$  - рыночная стоимость обыкновенных акций.

В эту формулу мы включили только три источника капитала (неконвертируемый, неотзывной долг; неконвертируемые, неотзывные привилегированные акции; обыкновенные акции). Реальная процедура «взвешивания» зачастую бывает гораздо сложнее, так как приходится отдельно определять веса рыночной стоимости любого и каждого источника капитала, которому причитаются денежные платежи - сейчас или в будущем. Вот только некоторые из таких источников: лизинг (операционный и капитальный), субсидируемый долг (например, отраслевые облигации под доход), конвертируемый или отзывной долг, конвертируемые или отзывные привилегированные акции, миноритарное участие и/или варранты и выделяемые менеджерам опционы на акции. Помимо этого существует великое множество специфических ценных бумаг: доходные облигации, облигации с выплатами, привязанными к товарным индексам, облигации растяжимые или пролонгируемые, сократимые или возвратные и т. д. и т. п.<sup>3</sup>

Изложенный в этой главе подход к оценке *WACC* методологически безупречен. Вместе с тем оценка затрат на капитал сразу по многим источникам финансирования не может быть особенно точной, а специфические финансовые инструменты, используемые компанией, постоянно меняются. На практике мы зачастую принимаем упрощенные предпосылки. Скажем, мы редко проводим различие между отзывным и неотзывным долгом в структуре капитала, поскольку разница в затратах на капитал здесь ничтожно мала и к тому же невозможно сказать, какой будет комбинация этих долговых инструментов спустя некоторое время.

Беспроцентные долговые обязательства — например, кредиторская задолженность — исключаются из расчета *WACC* во избежание несообразностей и для упрощения оценки. Конечно, с беспроцентными долговыми обязательствами, как и со всеми прочими формами долга, сопряжены свои затраты на капитал, однако они сразу получают отражение в цене товаров, которые, собственно, и порождают такие обязательства (т. е. эти затраты входят в операционные издержки компании и в ее свободный денежный поток). Вычленение неявных затрат на финансирование, обусловленных

<sup>3</sup> О затратах на капитал по отзывному или конвертируемому долгу см. главу 20, посвященную оценке опционов.

подобными обязательствами, из операционных издержек и свободного денежного потока отнимает много времени и сил, а на точность стоимостной оценки компании практически не влияет.

Остальная часть этой главы посвящена описанию трех взаимосвязанных действий, из которых состоит расчет ставки дисконтирования, или средневзвешенных затрат на капитал:

- 1) «взвешивание» рыночной стоимости каждого элемента структуры капитала (т. е. определение весовых коэффициентов);
- 2) оценка альтернативных издержек финансирования из несобственного капитала (т. е. из источников, не связанных с выпуском акций);
- 3) оценка альтернативных издержек финансирования из собственного капитала.

На практике все три действия выполняются одновременно.

### ДЕЙСТВИЕ 1: «ВЗВЕШИВАНИЕ» РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

Первый шаг к измерению средневзвешенных затрат на капитал — установить структуру капитала оцениваемой вами компании. Так вы найдете весовые коэффициенты рыночной стоимости для формулы *WACC*.

Теоретически правильнее всего для каждого года определять свое значение *WACC*, в соответствии с изменением структуры капитала за год. На практике мы обычно берем одно значение *WACC* на весь прогнозный период<sup>4</sup>. Кроме того, мы предпочитаем ориентироваться на *нормативную* (целевую) структуру капитала, нежели на текущую, ибо структура капитала в отдельный момент времени не всегда совпадает с той, которая, как ожидается, должна преобладать на протяжении всей жизни компании. К примеру, на структуру капитала могут повлиять внезапные изменения рыночной стоимости обращающихся ценных бумаг компании или некие спорадические финансовые операции, особенно связанные с выпуском новых ценных бумаг. Более того, изменение структуры капитала может быть запланировано самим руководством компании в рамках его активной деловой политики. Под воздействием всех подобных факторов будущая комбинация источников финансирования может отличаться от нынешней и прошлой.

Вторая причина для использования целевой структуры капитала заключается в том, что она позволяет разорвать «замкнутый круг», возникающий при оценке средневзвешенных затрат на капитал: для определения *WACC* нам нужно сперва установить весовые коэффициенты рыночной стоимости отдельных источников капитала, но мы не можем этого сделать, не зная,

<sup>4</sup> Если есть основания предполагать, что ожидаемое изменение структуры капитала окажет существенное влияние на стоимость компании, следует пользоваться моделью скорректированной приведенной стоимости (см. гл. 8) или ежегодно проводить коррекцию *WACC*.

какой из источников преобладает по рыночной стоимости — особенно это относится к собственному капиталу (обыкновенным акциям). Для определения стоимости собственного капитала, что само по себе является одной из главных задач всего процесса оценки, мы должны продисконтировать ожидаемый свободный денежный поток по *WACC*. Короче говоря, мы не можем узнать значение *WACC*, не зная рыночной стоимости собственного капитала, и мы не можем узнать рыночную стоимость собственного капитала, не зная значения *WACC*.

Один из способов выбраться из этого порочного круга — простой перебор значений каждого весового коэффициента, входящего в формулу *WACC*, с последовательным приближением к достоверному сочетанию между ними и соответственным пересчетом рыночной стоимости собственного капитала по результатам каждой итерации. Другой путь - взять за предпосылку целевую структуру капитала, которая не подвержена воздействию изменений в стоимости компании и, кроме того, позволяет избежать ошибочных выводов о влиянии структуры капитала на стоимость.

Для определения целевой структуры капитала компании мы предлагаем три приема, которые следует применять в комплексе:

- 1) оценить текущую структуру капитала компании по рыночной стоимости;
- 2) изучить структуры капитала сопоставимых компаний;
- 3) исследовать явные и неявные подходы руководства компании к финансированию бизнеса, а также влияние этих подходов на целевую структуру капитала.

### **Оценка текущей структуры капитала**

Вам следует по мере возможности оценить рыночную стоимость каждого элемента текущей структуры капитала и проследить их динамику во времени. Вернее всего строить такую оценку непосредственно на рыночных ценах финансовых инструментов, образующих структуру капитала. Так, если обыкновенные акции и облигации компании обращаются на открытом рынке, то легче всего определить их рыночную стоимость, просто умножив число свободно обращающихся ценных бумаг каждого типа на их наиболее представительную (типичную) рыночную цену. Основные трудности возникают из-за того, что многие финансовые инструменты (источники финансирования) не продаются на открытом рынке, где мы могли бы напрямую проследить за их ценами.

Вы должны уметь обращаться с четырьмя обширными категориями инструментов финансирования: инструменты долгового типа; привязанные к акциям (смешанные) инструменты; миноритарное участие; привилегированные и обыкновенные акции. В следующих параграфах мы покажем, как оценивать рыночную стоимость отдельных источников финансирования, когда их рыночные цены неизвестны (недоступны).

**Финансирование долгового типа.** Финансовые инструменты этой категории обычно налагают на компанию обязательства осуществить серию выплат держателям выпущенных ценных бумаг в соответствии с определенной платежной схемой, закрепленной в финансовых документах. Процентные, купонные и дивидендные платежи могут быть либо фиксированными, либо переменными (плавающими). К этой категории финансовых инструментов относятся краткосрочные и долгосрочные долговые обязательства, лизинг и некоторые виды привилегированных акций. Их стоимость зависит от трех факторов: согласованной схемы платежей; вероятности соблюдения заемщиком своих обещаний по выплатам; рыночных ставок процента по ценным бумагам с аналогичной схемой ожидаемых платежей. Как правило, рыночная стоимость этих финансовых инструментов без труда поддается приблизительной оценке. Процедура такой оценки представлена ниже.

1. Определите обещанные по контракту платежи. Например, является ли данный финансовый инструмент среднесрочным векселем с переменным процентом, начисляемым каждые шесть месяцев добавлением фиксированной надбавки к базисной процентной ставке, или это 20-летняя облигация с нулевым купоном?
2. Определите кредитное качество оцениваемого финансового инструмента. Кредитные рейтинги, как правило, распространяются и на эмиссии неликвидных инструментов; приблизительный рейтинг можно также вывести самостоятельно из имеющихся облигационных рейтингов других компаний (сделав поправку на степень защиты конкретного инструмента при банкротстве) либо с помощью рейтинговых моделей, имитирующих технологии рейтинговых агентств<sup>5</sup>. Прикиньте доходность к погашению, с какой продавался бы данный инструмент, если бы обращался на рынке, — для этого возьмите за основу рыночную доходность обращающихся ценных бумаг с такими же купонными ставками, сроками погашения и кредитными рейтингами.
3. Вычислите приведенную стоимость потока платежей по финансовому инструменту, используя в качестве ставки дисконтирования доходность к погашению эквивалентных ценных бумаг; полученная в результате приведенная стоимость будет приблизительно равна рыночной стоимости. (Это тоже самое, что дисконтировать ожидаемые платежи по ожидаемой рыночной равновесной норме доходности.)

Эта процедура в большинстве случаев дает прекрасные результаты, однако некоторые особые ситуации требуют иных подходов.

◆ *Опционные свойства.* Опционный характер ставок процента (в частности, процент «с потолком» или «с полом»<sup>\*</sup>), а также положение о досрочном

<sup>5</sup> The Alcar Group предлагает пакет программ и базу данных для оценки облигационных рейтингов по стандартным финансовым коэффициентам.

<sup>\*</sup> «Потолком» или «полом» называют оговоренный в кредитном договоре предел роста или падения процента по займу при общем изменении уровня процентных ставок. — *Примет, наугного редактора*

отзыве влияют на будущие выплаты в зависимости от общего уровня процентных ставок. Следовательно, они влияют и на стоимость ценных бумаг, обладающих такими свойствами. Учесть эти особенности можно двумя способами. Первый - найти сопоставимые ценные бумаги с теми же особенностями и взять их за образец. Второй — воспользоваться моделью оценки опционов для определения стоимости каждого опционного свойства в отдельности (см. гл. 20).

- ◆ *Свопы.* Многие компании заключают соглашения о процентных и валютных свопах, которые позволяют менять продолжительность финансирования и/или валюту, в которой оно осуществляется. Свопы представляют собой небалансовые операции, и их отражают в примечаниях к финансовым отчетам. Корпорации иногда пользуются свопами для спекуляции на процентных ставках, и порой у компании может оказаться непогашенный долговой своп, хотя она полностью финансируется из собственного капитала.

Для целей стоимостной оценки свопы следует рассматривать наряду с прочими финансовыми инструментами, обещанные денежные потоки по которым рассчитываются по преобладающим на рынке процентным ставкам. Однако на практике это может оказаться весьма сложным и даже невыполнимым делом, если недоступна специфическая информация о свопах как таковых.

По возможности, то есть когда вы в состоянии соотнести своп с конкретным выпущенным финансовым инструментом, нужно оценивать стоимость «комбинированной» ценной бумаги, которая образуется из исходной бумаги и свопа. Например, компания могла выпустить долгосрочные долговые обязательства с плавающей ставкой и одновременно заключить соглашение о процентном свопе, преобразующем исходный заем в пятилетний долг с фиксированной ставкой. В таком случае вам следует оценивать стоимость уже этого пятилетнего инструмента, пользуясь стандартной процедурой, описанной выше.

- ◆ *Обязательства в иностранной валюте.* Если у компании имеются непогашенные обязательства в иностранной валюте, их стоимость, тем не менее, необходимо выразить в родной валюте компании. Для этого надо выполнить два действия: во-первых, оценить стоимость долговых обязательств в иностранной валюте, следуя стандартной процедуре; во-вторых, перевести полученную рыночную стоимость из иностранной валюты в родную валюту компании по обменному курсу «спот». К примеру, если американская компания выпустила 10-летние облигации в швейцарских франках, нужно вначале определить рыночную стоимость этих облигаций именно в швейцарских франках (при необходимости взяв за основу оценки действующие в Швейцарии ставки процента по аналогичным эмиссиям), а затем выразить полученный результат в долларах США по текущему курсу.
- ◆ *Лизинг.* Лизинг подменяет собой различные формы заимствования, и потому при оценке стоимости его следует рассматривать как разновидность

долгового финансирования. В соответствии со стандартами бухгалтерского учета лизинг подразделяется на две категории: *капитальный* лизинг и *операционный* лизинг. Согласно определению Управления стандартов финансового учета США (Financial Accounting Standards Board, FASB), к капитальному лизингу относятся главным образом такие виды аренды, в которых преобладающая доля риска владения активом перекладывается с собственника на пользователя (арендатора). Все другие виды аренды причисляются к операционному лизингу.

Капитальный лизинг учитывается так, словно арендатор приобрел арендуемое имущество в собственность, оплатив покупку из займа. Приведенная стоимость лизинговых платежей добавляется в балансе к активам компании наряду с другими основными средствами и к обязательствам - наряду с другими видами долга. Операционный лизинг не отражают в балансе, а лизинговые платежи в этом *случае* включают в операционные издержки (расходы на основную деятельность). Хотя к капитальному и операционному типам лизинга применяют разные процедуры бухгалтерского учета, их экономическая природа едина. Некоторые компании специально стараются классифицировать любой лизинг таким образом, чтобы он не получал отражения в балансе, однако бухгалтерские подходы не должны влиять на ваш стоимостный анализ.

Коль скоро капитальный лизинг отражается в балансе как долг, оценивать его рыночную стоимость следует ровно так же, как стоимость других долговых обязательств. Операционный лизинг тоже можно рассматривать как одну из форм долга. Рыночная стоимость операционного лизинга представляет собой приведенную стоимость требуемых в будущем лизинговых платежей (не считая той их доли, которая идет на техническое обслуживание), продисконтированных по ставке, отражающей риск данного вида лизинга для арендатора. (Требуемые в будущем лизинговые платежи, если они сколь-нибудь существенны, раскрываются в примечаниях к финансовым отчетам - это относится и к капитальному, и к операционному лизингу.)

На практике при незначительных масштабах операционного лизинга вы можете не утруждаться его оценкой как долга. Просто не включайте его в структуру капитала, а лизинговые платежи в этом случае отнесите к операционным издержкам.

**Привязанное к акциям (смешанное) финансирование.** Часто компании в дополнение к облигациям с фиксированным доходом используют финансовые инструменты, доходность которых полностью или частично привязана к стоимости всего или некоторой части бизнеса. К подобным формам финансирования относятся варранты, предоставляемые служащим опционы на акции и конвертируемые ценные бумаги (конвертируемые долговые обязательства и конвертируемые привилегированные акции). Если такие инструменты поступают в открытую продажу, их рыночную стоимость нужно определять по текущим рыночным ценам. Если же они не обраща-

ются на рынке, то оценить их рыночную стоимость куда сложнее, чем стоимость облигаций с фиксированным доходом.

- *Варранты и опционы на акции.* Обычно варранты воплощают право на покупку определенного числа обыкновенных акций компании по заранее оговоренной цене. Встречаются также варранты на покупку других ценных бумаг - например, привилегированных акций или дополнительных долговых обязательств. По существу, варранты представляют собой долгосрочные опционы с исходным сроком исполнения от пяти до 10 лет к цене исполнения, равной той цене, которую держатель заплатил бы в случае исполнения опциона за приобретение ценной бумаги, лежащей в его основе. По этой причине для определения стоимости варрантов следует пользоваться моделью оценки опционов. Если у оцениваемой компании имеется много неисполненных варрантов или предоставленных служащим опционов на акции, то их нужно брать в расчет при определении средневзвешенных затрат на капитал.
- *Конвертируемые ценные бумаги.* Конвертируемые ценные бумаги представляют собой комбинацию прямых неконвертируемых финансовых инструментов и определенного количества варрантов, обладающих свойством обратимости. Стоимость и реальные альтернативные издержки конвертируемых ценных бумаг невозможно оценить с достаточной степенью достоверности, не определив стоимость конверсии (варрантов). Такие бумаги выпускают с более низкой процентной ставкой по сравнению с аналогичными прямыми долговыми обязательствами именно из-за ценности конверсии. Инвесторы согласны платить за это ценное свойство, отказываясь от более высокой доходности, присущей неконвертируемым бумагам. Чем более «денежной» обещает быть конверсия, тем ниже доходность к погашению, с какой продаются такие бумаги, и наоборот. Поскольку всякая конвертируемая облигация, по сути, представляет собой портфель из прямого долгового обязательства и варранта, подлинные альтернативные издержки, связанные с этим источником финансирования, выше, чем у прямых долговых обязательств, но ниже, чем у акций. С конвертируемыми ценными бумагами как составной частью структуры капитала нужно обращаться точно так же, как и с варрантами.

**Миноритарное участие.** Миноритарное участие (миноритарный пакет акций) означает право притязания сторонних акционеров на долю бизнеса компании. Миноритарный пакет акций образуется, как правило, после слияния или поглощения, когда компания-покупатель приобретает не все обращающиеся акции компании-мишени. Кроме того, он может возникнуть, если компания продает небольшую долю одного из своих дочерних подразделений третьей стороне.

Подход к миноритарному пакету акций при оценке стоимости за висит от доступной информации. Если эти акции свободно продаются на рынке, то стоимость миноритарного участия можно приблизительно определить на-

прямую по рыночным ценам акций. Если же эти акции не обращаются, как чаще всего и бывает, то теоретически следует отдельно оценить стоимость дочернего подразделения дисконтированием свободного денежного потока, а затем вычислить стоимость миноритарного участия в соответствии с той долей акций подразделения, которой владеют миноритарные акционеры.

Когда информация о свободном денежном потоке дочернего подразделения недоступна, стоимость миноритарного участия можно приблизительно оценить, найдя коэффициенты цена/прибыль или рыночная/балансовая стоимость аналогичных компаний и применив их к прибыли или чистым активам, приходящимся на миноритарный пакет акций. Такие данные раскрываются в финансовых отчетах, иногда даже отдельно для каждого подразделения, где имеется миноритарное участие.

**Привилегированные акции.** Держатели привилегированных акций получают по ним бессрочные дивиденды. При банкротстве компании выплаты привилегированным акционерам осуществляются во вторую очередь — после расчетов с кредиторами (держателями облигаций), но прежде выплат держателям обыкновенных акций. Привилегированные акции отличаются более высоким риском, чем долговые обязательства, но меньшим риском, чем обыкновенные акции. Соответственно и затраты на капитал, сопряженные с привилегированными акциями, имеют промежуточное значение между этими двумя крайностями. В случае, когда привилегированные акции не являются отзывными или конвертируемыми, присущие им затраты на капитал определяются делением годовых дивидендов на текущую рыночную цену акций.

**Обыкновенные акции.** Если акции компании свободно обращаются на рынке, следуйте проторенным путем: просто берите текущую рыночную цену акций и умножайте ее на число акций в обращении.

Если же акции компании не продаются на рынке, вы можете найти «подспудную» стоимость собственного капитала последовательным перебором альтернативных значений стоимости, всякий раз пересчитывая и уточняя соответствующие весовые коэффициенты, входящие в формулу WACC. Когда в очередной итерации значение стоимости собственного капитала, используемое при расчете WACC, окажется приблизительно равно приведенной стоимости, полученной дисконтированием свободного денежного потока и продленной стоимости по этим самым WACC, «подразумеваемая» экономическая структура капитала компании определена.

## Обзор структур капитала сопоставимых компаний

Наряду с оценкой структуры капитала компании по рыночной стоимости вы должны также изучить структуры капитала сопоставимых компаний. Это необходимо по двум причинам.

- Во-первых, сравнение оцениваемой компании с ей подобными поможет вам выяснить, насколько типична или нетипична установленная вами структура капитала. Компания может сильно отличаться от других структурой финансирования - в этом нет ничего страшного, но вам нужно понимать, почему так случилось (либо, наоборот, не случилось). Может быть, компания проводит более активную и изобретательную политику по привлечению средств из не связанных с акциями источников, или ее текущая структура капитала — это лишь временное отклонение от консервативной нормы\* Зачастую компании финансируют поглощения из займов, которые планируют либо быстро погасить, либо рефинансировать выпуском акций в следующем году. Или компания выделяется такой исключительной капиталоемкостью, что не только может, но и должна кардинально отличаться по структуре капитала от своих «коллег»?
- Вторая причина для изучения сопоставимых компаний носит более прикладной характер: бывает, что вы не в состоянии напрямую определить текущую комбинацию источников финансирования компании. Взять хотя бы частные фирмы или компании, чьи акции не имеют широкого рынка, или подразделения корпораций открытого типа — в подобных случаях рыночных оценок собственного капитала (акций) зачастую просто не существует. В таких обстоятельствах сопоставления дают вам отправную точку для определения целевой доли собственного капитала методом итераций, описанным в предыдущем параграфе.

### **Анализ финансовой философии руководства**

Всегда, когда возможно, старайтесь разобраться, нет ли у менеджеров компании каких-либо явных или подспудных намерений по поводу целевой структуры капитала, которые идут вразрез с текущей структурой. Если планы руководства сулят значительные сдвиги в нынешней структуре капитала, тогда ориентируйтесь на эти планы, но только удостоверьтесь, что они реалистичны и осуществимы в ближайшие несколько лет.

### **ДЕЙСТВИЕ 2: ОЦЕНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИЗДЕРЖЕК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИЗ НЕСОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА**

В настоящем разделе мы разберем принципы оценки рыночных альтернативных издержек, сопряженных с инструментами финансирования, которые не обладают свойствами обыкновенных акций. В эту категорию входят:

- прямой долг инвестиционного класса (с фиксированной или переменной ставкой процента);
- долг ниже инвестиционного класса (как «мусорные» облигации);
- субсидируемый долг (например, отраслевые облигации под доход);
- долг в иностранной валюте;

- лизинг (капитальный и операционный);
- прямые привилегированные акции.

### **Прямой долг инвестиционного класса**

Если у компании имеются прямые долговые обязательства, не конвертируемые в другие ценные бумаги (например, в обыкновенные акции) и не подлежащие досрочному отзыву (погашению), то для оценки их рыночной доходности и рыночной стоимости следует использовать метод дисконтированного денежного потока. По обязательствам инвестиционного класса риск банкротства весьма невелик, поэтому их доходность к погашению служит, как правило, вполне приемлемым мерилom присущих им альтернативных издержек.

Купонная ставка - то есть прошлые (или внутренние) затраты на привлечение заемного капитала — не годится для определения текущих затрат на капитал. Всегда используйте наиболее близкую к текущему моменту рыночную ставку процента по долговым обязательствам с эквивалентным риском. Довольно точное представление о риске, свойственном долговым обязательствам, дают рейтинги облигаций, составляемые рейтинговыми агентствами Moody и Standard & Poor. Если же рейтинг для интересующих вас облигаций не установлен, вы можете самостоятельно определить его, рассчитав обычные финансовые коэффициенты (такие как покрытие процента, долг/собственный капитал и т. п.) и сравнив по этим параметрам оцениваемую компанию с другими известными фирмами.

Большинство компаний имеет долговые обязательства с переменными процентными ставками, которые устанавливаются либо посредством свопа, либо изначально при эмиссии, либо в результате соглашения с банком об автоматически возобновляемом кредите. Когда дело касается переменного процента без «потолка» или «пола», то для стоимостной оценки следует пользоваться долгосрочной ставкой, поскольку краткосрочная ставка постоянно меняется, а средняя геометрическая ожидаемых краткосрочных ставок равна как раз долгосрочной ставке. Если же переменный процент имеет «потолок» или «пол» либо если процентные платежи определяются скользящей средней прошлых ставок, то в такой ситуации возникает опцион, и проблема существенно усложняется. Например, когда рыночные ставки растут, а переменный процент по займу ограничен верхним пределом («потолком»), мы сталкиваемся с субсидируемой формой финансирования, которая добавляет компании стоимость.

### **Долг ниже инвестиционного класса**

**Имея** дело с долговыми обязательствами ниже инвестиционного класса, вы должны четко различать ожидаемую доходность к погашению и обещан-

ную доходность к погашению. Понятие *обещанная доходность к погашению* означает, что все платежи (купонные выплаты и погашение основной суммы долга) будут осуществлены в полном соответствии с обещаниями эмитента. Рассмотрим простой пример. Трехлетние облигации обещают выплату 10% по купону в конце каждого года плюс 1000 дол. номинала в конце третьего года. Текущая рыночная стоимость облигации - 951,96 дол. Какова ее доходность к погашению? Обозначив обещанную доходность к погашению через  $y$ , мы можем вычислить ее по следующей формуле:

$$B_0 = \sum_{t=1}^3 \frac{\text{Купон} + \frac{\text{номинал}}{a - j^t}}{1 + y^t}$$

где  $B_0$  — текущая рыночная стоимость неотзывных, неконвертируемых долговых обязательств;

*купон* — обещанные выплаты купонного процента в конце периода  $t$ ;

*номинал* — номинальная стоимость облигации, обещанная к погашению.

Ответ:  $y = 12\%$ . Однако эта обещанная доходность к погашению предполагает, что долг свободен от риска невыполнения обязательств. Теперь допустим, что вероятность дефолта по этой облигации составляет 5% и в итоге по ней будет выплачено лишь 400 дол.

Если мы подставим в формулу вместо обещанных платежей ожидаемые платежи, то сможем вычислить не обещанную, а *ожидаемую* рыночную доходность, которая и проявляется в доходности к погашению. В результате пересчета получаем, что ожидаемая рыночная доходность рискованного долга равна 11,09%. Стало быть, доходность, ожидаемая рынком, на 91 процентный пункт ниже обещанной доходности к погашению. Обещанная доходность «мусорных» облигаций существенно отличается от (зачастую бывает намного выше) ожидаемой рыночной доходности этих рискованных ценных бумаг.

Итак, наша проблема заключается в том, чтобы вычислить ожидаемую, а не указываемую в котировках обещанную доходность к погашению. Это возможно, когда нам известна текущая рыночная цена облигации низкого инвестиционного класса и когда мы в состоянии оценить вероятность невыполнения обязательств по ней, а также ее стоимость в случае дефолта. В таблице 10.1 представлены оценки «нормы» невыполнения обязательств по корпоративным облигациям в США, получившим при эмиссии разные исходные рейтинги. Как видите, для облигаций, изначально выпущенных как «мусорные» (с самым низким рейтингом ССС), характерна очень высокая норма невыполнения обязательств с течением времени (26,7% спустя пять лет и 37,7% спустя 10 лет после выпуска).

Если нужная информация вам недоступна, то в качестве приемлемой отправной точки используйте доходность к погашению облигаций с рейтингом ВВВ, в которой расхождение между обещанной и ожидаемой доходностями сводится к минимуму.

Таблица 10.1. Невыполнение обязательств среди выпусков облигаций с разными исходными рейтингами, 1971—1999 гг. (числовые данные — в % от основной суммы долга)

	Число лет после выпуска									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	то
ЛАА	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
ДА	0,00	0,00	0,07	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,17	0,19
А	0,00	0,00	0,02	0,08	0,12	0,19	0,21	0,28	0,32	0,32
ВВ8	0,02	0,15	0,33	0,66	0,76	1,01	1,15	1,19	1,24	1,44
ВВ	0,25	0,70	2,68	3,91	5,05	5,92	6,98	7,12	7,90	9,52
В	0,67	2,65	6,97	10,91	13,90	15,72	17,24	18,39	19,05	19,60
ССС	1,02	12,00	21,39	25,30	26,68	31,52	33,98	35,75	35,75	37,73

Источник *F Altman* Defaults & Returns on High Yield Bonds Analysis Through 1998 & Default Outlook for 1999–2000 New York University Salomon Center, January 1999.

Таблица 10.2. Обещанная доходность и рейтинг облигаций, июнь 1999 г. (числовые данные — в %)

Срок погашения	Безрисковые	АДА	ДА	А	ВВВ	ВВ	В
3 месяца	4,90	5,18	5,21	5,32	5,70	6,18	7,39
6 месяцев	5,00	5,53	5,56	5,70	6,04	6,64	7,78
1 год	5,34	5,74	5,78	5,90	6,30	6,86	7,99
2 года	5,67	6,03	6,06	6,18	6,66	7,47	8,43
5 лет	5,92	6,39	6,43	6,61	7,03	8,00	8,83
10 лет	6,19	6,64	6,73	6,82	7,33	8,74	9,86
15 лет	6,36	6,92	6,97	7,12	7,65	8,87	10,07
20 лет	6,37	6,99	7,05	7,29	7,73	8,88	10,30
25 лет	6,29	7,03	7,09	7,34	7,81	9,02	10,39
30 лет	6,22	6,96	7,07	7,31	7,80	9,01	10,28

Источник: Bloomberg Business News.

Хотя обещанная доходность к погашению не равнозначна альтернативным издержкам долга с высоким риском невыполнения обязательств, она вместе с тем может послужить удобным рыночным мерилем такого риска. В таблице 10.2 представлены соотношения между обещанной доходностью к погашению и сроком погашения для облигаций, различающихся по степени риска дефолта — от полностью безрисковых облигаций правительства США до корпоративных дебетур с самым низким рейтингом.

### Субсидируемый долг

Купонная ставка по субсидируемому долгу (например, по отраслевым облигациям под доход) ниже рыночной ставки по налогооблагаемым облигациям с эквивалентным риском, поскольку бумаги первого типа освобождены от налогов для инвесторов. Затраты на капитал по такому долгу представляет его текущая рыночная доходность к погашению, когда она известна. Если

же облигации не продаются на рынке, их доходность можно определить по характеристикам свободно обращающихся не облагаемых налогом ценных бумаг с такими же процентными ставками (или аналогичных новых выпусков свободных от налогообложения долговых обязательств).

### Долг в иностранной валюте

Если обязательства номинированы в иностранной валюте, номинальная доходность, выраженная в местной валюте, обычно не отражает реальные затраты на капитал для эмитента (в его родной валюте). Это объясняется тем, что валютный риск, или, точнее, риск колебания обменных курсов, составляет имманентное свойство финансирования.

Когда компания выпускает заем, номинированный в иностранной валюте, ее фактические издержки равны посленалоговым затратам на выплату процентов и основной суммы долга, *выраженным в родной валюте компании*. Обычно совокупные затраты на заемный капитал в иностранной валюте приблизительно равны издержкам заимствования на внутренних рынках вследствие паритета процентных ставок, который устанавливается благодаря арбитражной активности эмитентов, инвесторов и посредников на рынках денежных средств, форвардных валютных контрактов и валютных свопов.

Паритет процентных ставок, как правило (если оставить в стороне ничтожные издержки по сделкам и редкие временные арбитражные выгоды), означает следующее соотношение (объяснение коему будет дано в гл. 17):

$$1 + k_b^* = (X_0 / X_f)^{1+z_0}$$

где  $k_b$  - внутренние (т. е. в местной валюте) доналоговые затраты на капитал по долгу с погашением через  $N$  лет;

$X_0$  - обменный курс «спот» (число единиц иностранной валюты за доллар на текущий момент);

$X_f$  - форвардный обменный курс для периода  $M$  лет (число единиц иностранной валюты за доллар);

$z_0$  - иностранная ставка процента по  $iV$ -летним облигациям.

В качестве иллюстрации допустим, что ваша ставка заимствования на внутреннем рынке равна 7,25%, а ставка по однолетнему займу в швейцарских франках — 4%. Как соотносятся эти процентные ставки? Если валютный курс «спот» составляет 1,543 франка за доллар, а форвардный курс на один год -1,4977 франка за доллар, то эквивалентная *внутренняя* процентная ставка на один год для займа в швейцарских франках равна 7,15%:

$$1 + k_b^* = (1.543/1.4977) (1 + 0,04) = 1,0715, \text{ то есть} \\ k_b^* = 7,15\%.$$

Если для оценки эквивалентных внутренних процентных ставок по сравнительно краткосрочным займам (менее 18 месяцев) мы можем обра-

тяться к ставкам форвардных контрактов, то более долгосрочные форвардные рынки не так легко доступны. При оценке долгосрочных займов советуем исходить из предпосылки, что эквивалентная внутренняя процентная ставка примерно равна фактической внутренней ставке.

### Лизинг

Лизинг — и капитальный, и операционный — служит заменителем других форм заимствования. Значит, в большинстве случаев вполне обоснованно предположить, что лизингу присущи те же альтернативные издержки, что и прочим видам долгосрочного долга компании.

### Прямые привилегированные акции

Затраты на капитал по бессрочным неотзывным и неконвертируемым привилегированным акциям рассчитываются следующим образом:

$$k_p = \frac{DIV}{P},$$

где  $k_p$  — затраты на капитал по привилегированным акциям;

$DIV$  — обещанные дивиденды по привилегированным акциям;

$P$  — рыночная цена привилегированных акций.

Если текущая рыночная цена акций неизвестна, возьмите за основу доходность ценных бумаг сходного качества. К привилегированным акциям, выпущенным на фиксированный срок или с правом досрочного отзыва, при определении альтернативных издержек подходите точно так же, как к сопоставимым долговым обязательствам. Другими словами, ищите доходность, при которой ожидаемый поток платежей по ценным бумагам равен их рыночной стоимости. Конвертируемые привилегированные акции требуют применения модели оценки опционов.

## ДЕЙСТВИЕ 3: ОЦЕНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИЗДЕРЖЕК ФИНАНСИРОВАНИЯ ИЗ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Определить альтернативные издержки финансирования из собственного капитала труднее всего, поскольку мы не можем непосредственно наблюдать такие издержки на рынке. Советуем пользоваться для этой цели моделью оценки долгосрочных активов (МОДА) или моделью арбитражного ценообразования (МАЦ). С применением обоих методов связаны некоторые сложности — например, проблема количественных измерений. Но в отличие от них многие другие методы оценки затрат на собственный капитал теоретически ущербны. Так, модели, построенные на норме дивидендного

дохода (определяемой как дивиденды на акцию, деленные на цену акции) или на коэффициенте цена/прибыль, существенно занижают величину затрат на собственный капитал, ибо в них не учитывается ожидаемый рост.

### Модель оценки долгосрочных активов (МОДА)

Пространные описания этой модели содержатся во всех современных учебниках по финансам<sup>6</sup>. Мы не станем воспроизводить их здесь в подробностях. (Будем считать, что вам в общих чертах знакомы основные принципы этого метода.) Согласно МОДА, альтернативные издержки финансирования из собственного капитала равны доходности безрисковых ценных бумаг плюс систематический риск компании (бета), умноженный на рыночную цену риска (рыночную премию за риск). Формула для расчета затрат на собственный капитал ( $k_s$ ) выглядит следующим образом:

$$K = r_f + [b(r_m) - r_f] \beta,$$

где  $r_f$  - безрисковая доходность (процентная ставка);  
 $E(r_m)$  - ожидаемая доходность всего рыночного портфеля в целом;  
 $E(r_m) - r_f$  - рыночная премия за риск;  
 $\beta$  - бета, мера систематического риска акций.

Рисунок 10.1 графически иллюстрирует суть МОДА. Затраты на собственный капитал ( $k_s$ ) линейно возрастают как функция измеренного недиверсифицируемого риска ( $\beta$ ). Бета рыночного портфеля в целом равна 1,0. Это означает, что средняя бета обыкновенных акций компаний тоже должна быть приблизительно равна 1,0. Во всяком случае, бета больше 2,0 или меньше 0,3 встречается крайне редко. Рыночная премия за риск (цена риска) измеряется наклоном прямой МОДА, который, как явствует из рисунка 10.1, равен  $E(r_m) - r_f$ .

Для того чтобы мы смогли применить модель оценки долгосрочных активов, прежде нужно измерить три фактора, определяющих положение прямой МОДА: безрисковую доходность (процентную ставку), рыночную премию за риск и систематический риск ( $\beta$ ). Остальная часть этого раздела посвящена описанию приемов, которые мы советуем использовать для оценки каждого из перечисленных факторов.

**Определение безрисковой ставки.** Гипотетически безрисковая ставка равна доходности ценной бумаги или портфеля ценных бумаг, не подверженных риску невыполнения обязательств; по этой причине она совершенно не коррелирует с доходностью всех прочих инвестиций в экономике.

<sup>6</sup> См., напр.: Г. Copeland and J. Weston. **Financial Theory and Corporate Policy**. Reading, MA: Addison-Wesley, 1988; R. Brealey and S. Myers. **Principles of Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill, 1996 [Брейли Р., Майерс С. **Принципы корпоративных финансов** • Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004].

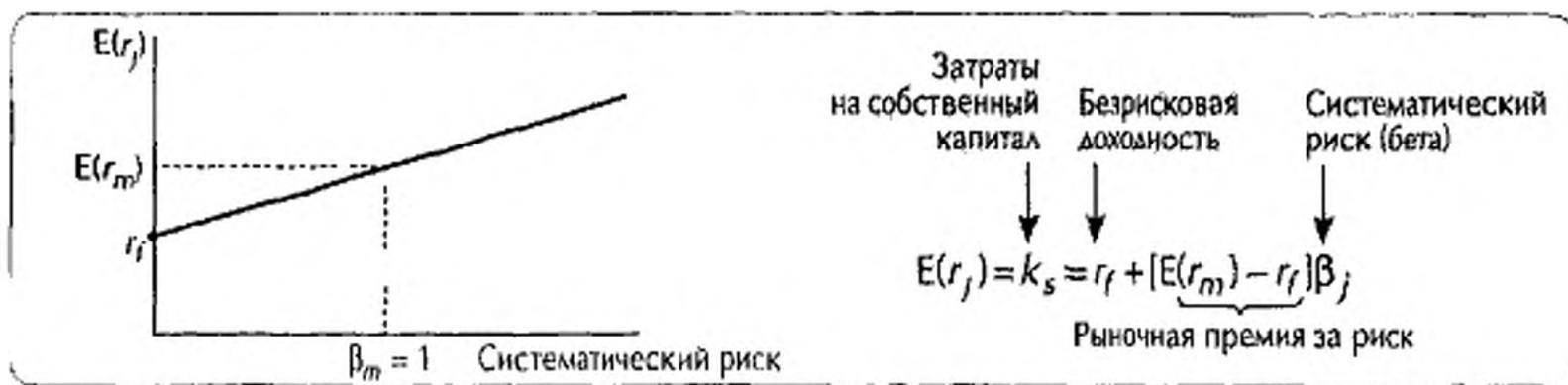


Рисунок 10.1. Модель оценки долгосрочных активов

Теоретически наилучшим мерилем безрисковой ставки была бы доходность инвестиционного портфеля с нулевой бетой, составленного из длинных и коротких позиций в акциях таким образом, чтобы его изменчивость сводилась к минимуму. Но поскольку формирование такого портфеля — дело дорогостоящее и весьма сложное, на практике использовать этот подход для оценки безрисковой ставки нецелесообразно.

Вместо этого мы можем выбрать один из трех приемлемых инструментов из числа правительственных ценных бумаг США: (1) краткосрочные казначейские векселя; (2) десятилетние казначейские облигации; (3) тридцатилетние казначейские облигации. Мы советуем ориентироваться на процентную ставку 10-летних казначейских облигаций по нескольким причинам<sup>7</sup>.

- Во-первых, это долгосрочная ставка, которая обычно более других соответствует продолжительности прогнозных денежных потоков компании. Текущая ставка казначейских векселей носит краткосрочный характер, и потому она не вполне соответствует продолжительности денежных потоков. Если мы вынуждены пользоваться краткосрочной ставкой, то самый подходящий выбор в таком случае — ожидаемые краткосрочные ставки на каждый будущий период, а не сегодняшняя ставка. По сути, 10-летняя процентная ставка представляет собой геометрическую средневзвешенную ожидаемых краткосрочных ставок казначейских векселей.
- Во-вторых, 10-летняя ставка по своему временному горизонту близка портфелю акций рыночного индекса — например, S&P 500 — и в силу этого соизмерима с бетой и рыночной премией за риск, относящимися к рыночному портфелю<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Теоретически вы можете определить отдельное значение WACC на каждый год прогнозного периода, воспользовавшись для этого кривой доходности безрисковых ценных бумаг. На практике такой подход используют довольно редко, но вам следует помнить о нем, особенно когда ваш прогнозный денежный поток отличается сильной неравномерностью (слишком большой концентрацией в начале или в конце периода) либо когда кривая доходности приобретает необычайно крутой наклон.

<sup>8</sup> Экономическое обоснование этого довода, подкрепляемое примерами из практики, см.: *J. Campbell and I. Viceira. Who Should Buy Long-Term Bonds?* [Рабочий документ.] National Bureau of Economic Research, November 1998.

- Наконец, 10-летняя ставка менее восприимчива к двум проблемам, возникающим в связи с использованием более долгосрочной ставки (скажем, > ставки 30-летних казначейских облигаций) Цена 10-летней облигации  $i$  не так чувствительна к неожиданным колебаниям инфляции, и, следовательно, ее бета меньше беты 30-летней облигации Кроме того, премия за ликвидность, «встроенная» в 10-летнюю ставку, может оказаться несколько ниже, чем у 30-летней облигации. Это технические детали, которые в обычных обстоятельствах практически не имеют значения. Но все они говорят в пользу 10-летней ставки<sup>9</sup>.

**Определение рыночной премии за риск.** Рыночная премия за риск (цена риска) представляет собой разность между ожидаемой доходностью рыночного портфеля и безрисковой процентной ставкой,  $E(r_m) - r_f$  Рыночная премия за риск - это, пожалуй, одна из самых острых тем в финансах. Ее можно определять на основании прошлых данных, исходя из предпосылки, что будущее суть повторение прошлого, а можно попытаться спрогнозировать будущее на основании анализа *ex ante*. Оба подхода имеют своих сторонников и противников.

В начале 2000 г. мы рекомендовали оценивать рыночную премию за риск для компаний США (на основании прошлых данных) в 4,5—5%. В зависимости от взятого за основу прошлого периода и используемого типа средней оценочное значение рыночной премии за риск может колебаться от 3 с небольшим до почти 8% (см. табл. 10.3). Каким образом мы вывели свою оценку — изложено ниже.

- Мы оцениваем премию за риск по как можно более *продолжительному* периоду времени
- Мы строим расчеты на *средней арифметической* прежних значений доходности, поскольку в МОДА используются *ожидаемые* величины, то есть такие, которые отражают перспективы на будущее.
- Мы *корректируем* полученную среднюю арифметическую в сторону понижения на 1,5-2%, поскольку прежние значения доходности искажены «эффектом выживших» и в силу этого завышают реальный уровень ожидаемой доходности.
- Мы рассчитываем рыночную премию за риск как надбавку сверх доходности *долгосрочных* правительственных облигаций, чтобы она соответствовала той безрисковой процентной ставке, которой мы пользуемся при вычислении затрат на собственный капитал.

**Прошлый период.** Коль скоро рыночная премия за риск представляет собой случайную величину, широкие временные рамки (охватывающие крах фондового рынка, экономические подъемы и спады, две войны и период стагфляции), вероятно, позволяют получить более точную оценку на буду-

<sup>9</sup> В начале 2000 г. рынок 30-летних казначейских облигаций изрядно оскудел, просто потому что у правительства США уменьшилась потребность в заимствованиях.

Таблица 10.3. Средняя рыночная премия за риск (числовые данные – в %)

Период	1926-1998 гг.	1974_1998 гг.	1964–1998 гг.
Премия за риск <sup>1)</sup> на основе:			
среднеарифметической доходности	7,5	5,5	4,1
среднегеометрической доходности	5,9	4,9	3,6

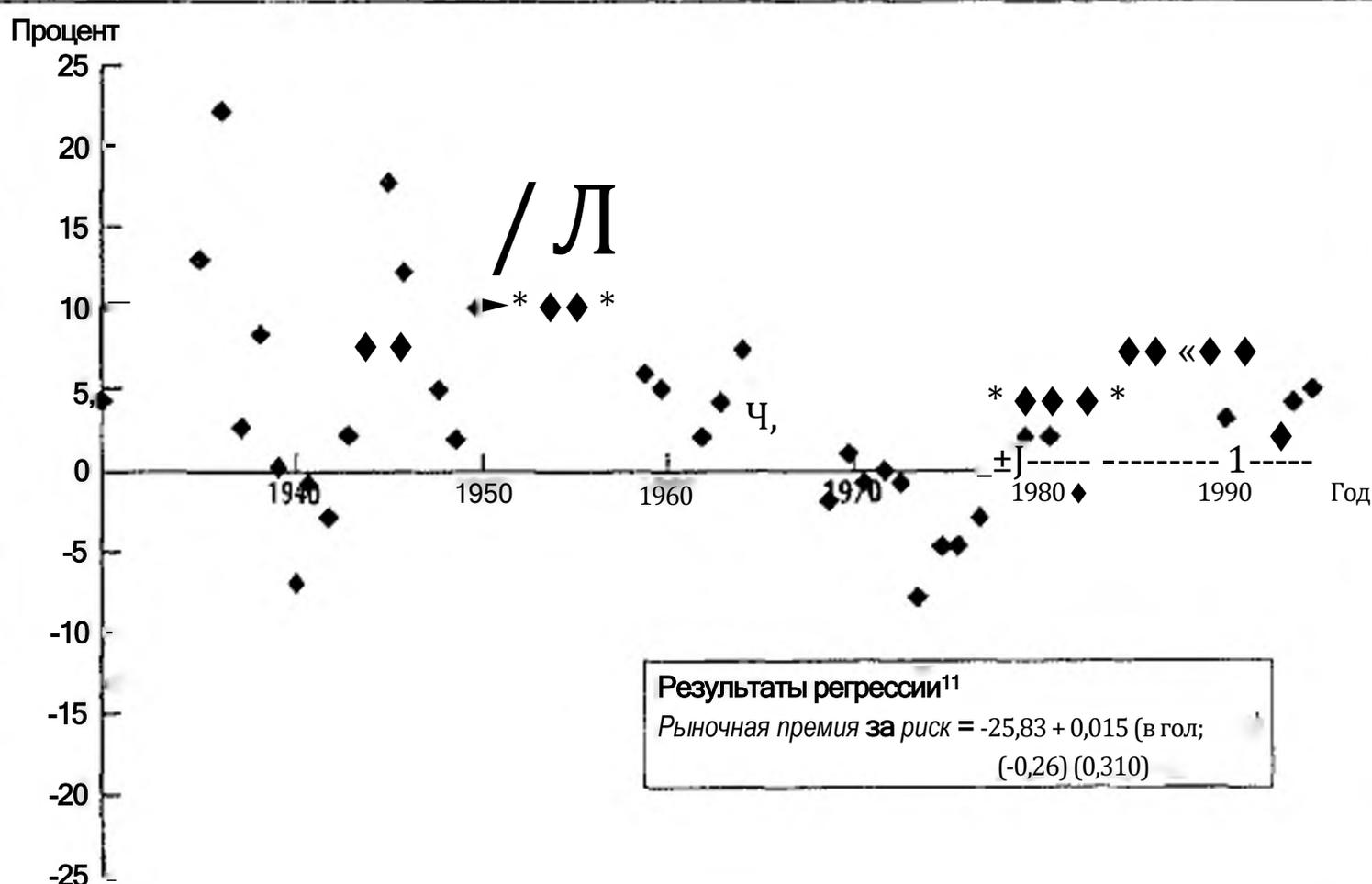
\*<sup>1)</sup> Рыночная доходность сверх доходности 20-летних казначейских облигаций

Источник: Ibbotson Associates 1999

шее, нежели узкие временные рамки (недавнее прошлое). Примером того, какими проблемами чреват выбор короткого промежутка времени при исчислении средней арифметической доходности, могут служить события лета 1987 г., когда многие аналитики, опираясь на статистику за 1962–1985 гг., оценивали премию за риск относительно низко — от 2,5 до 3,5%. Такая оценка оправдывала невероятно высокие цены, господствовавшие в ту пору на рынке. В конце концов, говорили тогда, какой смысл использовать долгосрочные ставки и значения доходности, ведь чрезвычайные обстоятельства, подобные биржевому краху, больше не повторятся. Однако в октябре 1987 г. фондовый рынок опять рухнул, потеряв 25%.

Дает ли прошлый опыт какие-либо основания предполагать, что рыночная премия за риск систематически снижается? На рисунке 10.2 изображена динамика пятилетней скользящей средней премии за риск с 1930 по 1995 г.

Рисунок 10.2. Пятилетняя скользящая средняя рыночной премии за риск



<sup>11)</sup> В скобках указаны значения средней квадратической погрешности

Изменчивость рыночной премии за риск действительно уменьшилась, но ■ что можно сказать о среднем уровне премии? Регрессия пятилетней скользящей средней по времени показывает, что никаких статистически значимых изменений в величине премии за риск с 1926 по 1995 г. не произошло. ■ Угловым коэффициентом регрессии практически не отличается от нуля.

Средняя арифметическая против средней геометрической. Давайте вернемся к вопросу о том, какой тип средней лучше выбрать для вычисления премии за риск. - среднюю геометрическую или среднюю арифметическую. Среднеарифметическая доходность - это простая средняя значений доходности за отдельные периоды времени. Допустим, вы купили акцию, по которой не выплачиваются дивиденды, за 50 дол. Спустя год она подорожала до 100 дол. Спустя два года цена акции вновь упала до 50 дол. В первом периоде доходность составила 100%, во втором — 50%. Среднеарифметическая доходность равна 25% [= (100% - 50%)/2]. Среднегеометрическая доходность - это доходность со сложным начислением при которой исходная и конечная стоимости уравниваются; в нашем примере среднегеометрическая равна нулю.

О чем говорит этот пример? Если принять строгую предпосылку, согласно которой все значения доходности за отдельные периоды — это независимая выборка наблюдений из устойчивого распределения вероятностей, то можно заключить, что фактически существуют четыре равновероятных варианта изменения доходности: 100% после 100%; -50% после 100%; 100% после -50%; -50% после -50%. Эти варианты отображены на рисунке 10.3. Затемненной областью представлены наши реальные наблюдения (на условных числовых значениях), а остальная часть биномиального дерева воспроизводит наши выводы, основанные на предпосылке независимости.]

Разница между средней арифметической и средней геометрической заключается в том, что первая предполагает независимость значений ожидаемой доходности, тогда как последняя отражает ретроспективные наблюдения как единственный вариант будущего. Если вы считаете, что всем ветвям биномиального дерева уместно придать равные веса, то при начальном капитале 50 дол. ваше ожидаемое богатство составит:

$$1/4 \times \$200 + 1/2 \times \$50 + 1/4 \times \$12,50 = 78.125 \text{ дол.}$$

Точно такой же ответ можно получить, вычислив среднеарифметическую доходность и приложив ее к вашему начальному капиталу:

$$\$50 \times 1.25 \times 1,25 = 78.125 \text{ дол.}$$

Средняя арифметическая служит наилучшей мерой будущей ожидаемой доходности, поскольку в ней всем вероятным событиям придаются равные веса. Единичная среднегеометрическая доходность оказалась нулевой, но это всего лишь один из возможных исходов — результат случайного сте-

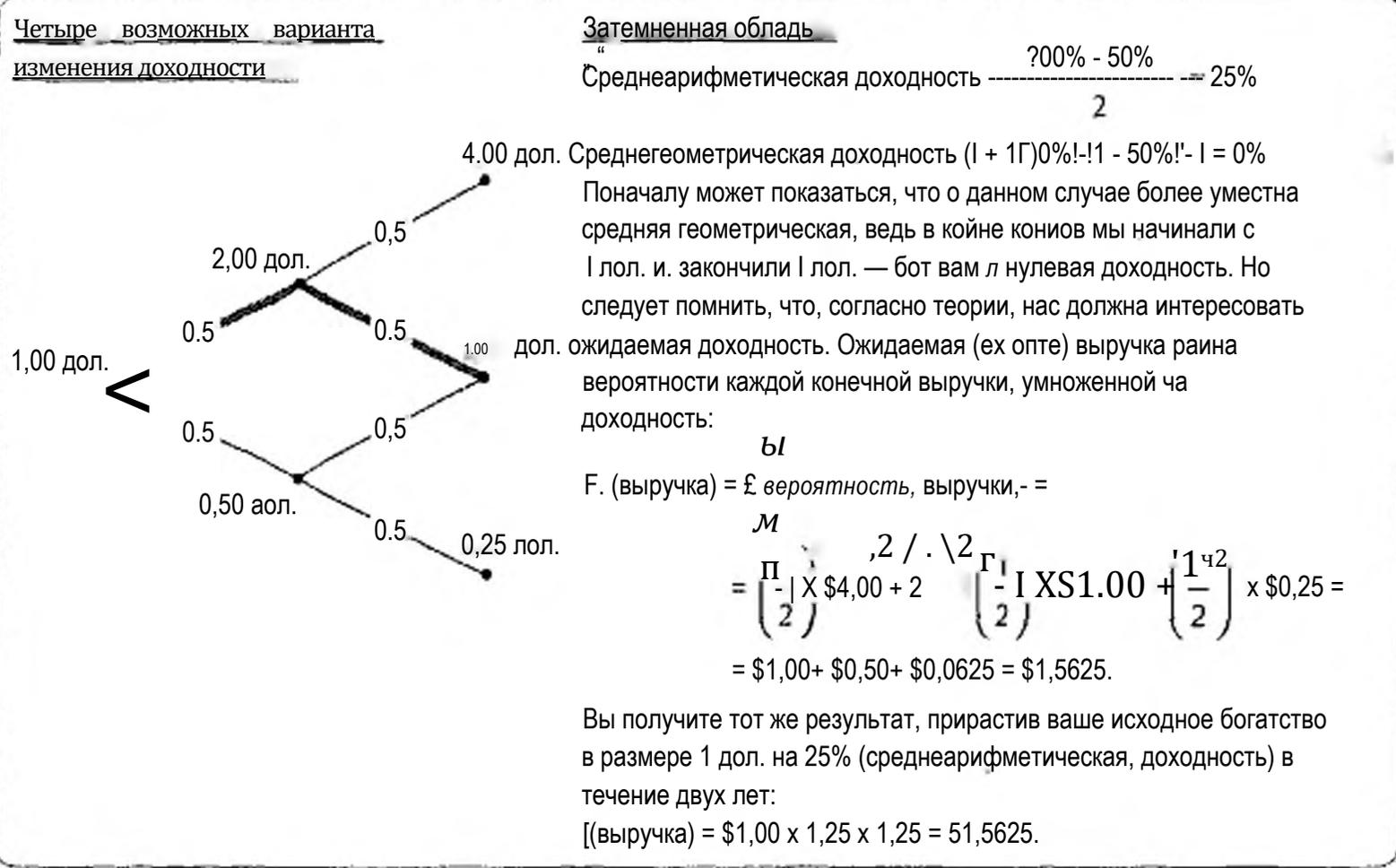


Рисунок 10.3. Средняя арифметическая против средней геометрической

чения обстоятельств в прошлом. Хотя среднегеометрическая доходность верно отражает прошлые события, она не дает полного представления о будущем развитии событий.

Среднеарифметическая доходность всегда выше среднегеометрической, причем разница между ними увеличивается с ростом дисперсии значений доходности. Кроме того, средняя арифметическая зависит от продолжительности выбранного временного интервала. К примеру, для месячных доходностей средняя арифметическая будет выше, чем для годовых доходностей. Средняя геометрическая, будучи единым показателем для всего временного интервала, постоянна вне зависимости от его продолжительности.

В таблице 10.4 представлены условные значения доходности за 10 периодов, а также их средняя арифметическая и средняя геометрическая в разных временных интервалах. Средняя геометрическая не зависит от интервала, в рамках которого производится усреднение, тогда как средняя арифметическая уменьшается как функция продолжительности интервала.

Таблица 10.5 содержит оценки рыночной премии за риск для американских компаний с большой капитализацией, исчисленные на основе среднеарифметических значений доходности в разных временных интервалах. Рассмотрим, например, трехлетний цикл: сначала разбиваем весь взятый для анализа период на 24 интервала по три года и вычисляем доходность для каждого интервала, а затем находим среднюю арифметическую этих трехлетних значений доходности (с последующим приведением средней к годовой базе). Как видите, средняя арифметическая уменьшается по

Таблица 10.4. Эффект продолжительности интервала (числовые данные — в %)

Год	Доходность		Средняя арифметическая	Средняя геометрическая
1	5	10 однолетних интервалов	4,70	4,17
2	-10	5 двухлетних интервалов	4,51	4,17
3	1	3 трехлетних интервала	4,19	4,17
4	16	1 десятилетним интервал	4,17	4,17
3	-6			
6	-10			
7	20			
8	4			
9	18			
10	2			

Таблица 10.5. Средняя арифметическая в разных временных интервалах  
(числовые данные — в %)

1926—1998 гг.	Крупные компании	Долгосрочные правительственные облигации	Рыночная премия за ра
Средняя арифметическая однолетних доходностей	13,2	5,7	7,5
Средняя арифметическая двухлетних доходностей	11,9	5,4	6,5
Средняя арифметическая трехлетних доходностей	11,6	5,3	6,3
Средняя арифметическая четырехлетних доходностей	11,4	5,3	6,1
Средняя геометрическая	11,2	5,3	5,9

мере удлинения интервалов, в рамках которых производится усреднение, ни практика, ни теория не дают нам никаких оснований полагать, что МОДА, являясь, по определению, моделью для одного периода, обязательно должна быть при этом однолетней моделью. Заметьте, что, когда за основу оценки взята средняя арифметическая по двухлетним интервалам, премия за риск оказывается на целый процент меньше, чем когда оценка строится на средней арифметической по однолетним интервалам. Сравнив разницу в оценках между однолетними и двухлетними интервалами с разницей между двухлетними и всеми прочими интервалами, мы сочли за лучшее определять премию за риск на основе двухлетних интервалов.

Этот наш выбор двухлетних (или более продолжительных) интервалов подкрепляется эмпирическими наблюдениями, обнаружившими, что прошлые значения доходности не являются вполне независимой выборкой из устойчивого распределения. Как показали исследования Фамы и Френча (1988 г.), Ло и Маккинли (1988 г.), Потербы и Саммерса (1988 г.), доходности акций присуща долгосрочная отрицательная автокорреляция<sup>10</sup>. Из

<sup>10</sup> E. Fama and M. French. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics. 1988. October. P. 3-26; A. Lo and C. MacKinlay. Stock Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test // Review of Financial Studies. 1988. P. 41—66; J. Poterba and L. Summers. Mean Reversion in Stock Prices // Journal of Financial Economics. 1988 October. P. 27-60.

этого следует, что подлинная рыночная премия за риск должна иметь некое промежуточное значение между средней арифметической и средней геометрической.

Искажения, обусловленные «эффектом выживших». Впервые эту проблему обозначили Браун, Гетцманн и Росс (1995 г.), выдвинув идею, что «давление» статистики по благополучным и уцелевшим рынкам (компаниям) вызывает сильный перекося в ретроспективных оценках доходности<sup>11</sup>. Даже будь рыночная премия за риск на самом деле равна нулю, ее оценка на основании прошлых данных окажется существенно выше нулевой отметки, вобрав в себя эффект рынков, которые сумели пережить все потрясения прошлого столетия без особых потерь. Йорион и Гетцманн попытались измерить такое искажение (1999 г.), составив сводку месячных значений доходности по 39 рыночным индексам за период 1921-1996 гг.<sup>12</sup> Если посмотреть на среднегеометрическую доходность, то Соединенные Штаты на протяжении XX в. (с января 1926 по декабрь 1996 г.) превосходили все другие рынки - с годовой средней 6,9% в номинальном выражении или 4,3% в реальном выражении (с поправкой на индекс оптовых цен). Из 24 рынков, существовавших в 1931 г., только семь не испытали впоследствии сокрушительных перерывов в торговле (это США, Канада, Великобритания, Австралия, Новая Зеландия, Швеция и Швейцария), семь прекращали свое функционирование меньше чем на год, а 10 на долгий срок просто «ушли в небытие». Такие перебои оставили после себя отнюдь не благоприятный след. Только за время Второй мировой войны японский рынок потерял в реальном выражении 95%, а германский рынок — 84%.

Маловероятно, чтобы рыночный индекс США в следующем веке продолжал так же выделяться на общем фоне, как в прошлом, поэтому мы корректируем историческую среднюю премию за риск в сторону понижения. Из таблиц, составленных Йорионом и Гетцманном, мы выяснили, что в период 1926—1996 гг. среднеарифметическая годовая доходность в США превышала медиану по выборке из 11 стран, чей рынок ведет непрерывную историю с 1920 г., на 1,9% в номинальном выражении или на 1,4% в реальном выражении. Если отнести 1,5—2% на «эффект выживших» и вычесть это искажение из долгосрочной среднеарифметической (6,5%), то окажется, что рыночная премия за риск должна иметь значение в диапазоне 4,5-5%.

Оценка рыночной премии за риск *ex ante*. Альтернативу ретроспективной оценке рыночной премии за риск составляет перспективный анализ *ex ante*, который сводится к оценке текущей стоимости фондового рынка на основании прогнозов прибыли или денежного потока. Один из возмож-

<sup>11</sup> S. Brown, W. Goetzmann, and S. Ross. Survivorship Bias // Journal of Finance. 1995. July. P. 853- 873.

<sup>12</sup> P. Jorion and W. Goetzmann. Global Stock Markets in the Twentieth Century. (Рабочий документ.] New Haven, CT: Yale School of Management, 1999.

ных подходов - определить ожидаемую доходность рыночного портфеля  $[E(r_m)]$ , прибавив согласованную аналитическую оценку роста дивиденда индексе S&P 500 ( $g$ ) к норме дивидендного дохода, присущей этому индексу  $(.DIV/S)$ :

$$E(r_m) = \frac{DIV}{S} + g.$$

Затем для получения прогнозного значения рыночной премии за риск из ожидаемой доходности рыночного портфеля вычитается безрисковая процентная ставка. Правда, аналитики демонстрируют довольно скромную способность предсказывать ценовые изменения индекса S&P 500. Кроме того, в формулу, на которой строится этот метод, изначально заложен\* предположение непрерывного роста постоянными темпами ( $g = \text{const}$ ). А это слишком уж строгая предпосылка.

Сегодня растет число изданий, где на основании рассмотренных выше моделей дисконтированных дивидендов или денежного потока на акции и наблюдаемых цен акций ставка дисконтирования собственного капитала (и соответственно рыночная премия за риск) трактуется как внутренняя норма доходности. Типичным примером служит работа Гебхардта, Ли и Сваминатана<sup>13</sup>. Эти авторы оценивают затраты на собственный капитал, пользуясь при определении стоимости собственного капитала моделью остаточной прибыли (в принципе это равнозначно модели экономической прибыли, которую мы описывали в гл. 8). Допустим для примера, что временная структура процентных ставок имеет плоскую форму, а оцениваемая компания ведет чистую бухгалтерию применительно к прибавочному капиталу (т. е. все прибыли и убытки, влияющие на балансовую стоимость собственного капитала, получают отражение в отчете о прибылях и убытках). Тогда рыночная стоимость акций,  $S_t$ , равна балансовой стоимости собственного капитала,  $B_t$ , плюс дисконтированная ожидаемая экономическая прибыль (которая определяется как разность между рентабельностью собственного капитала,  $ROE$ , и затратами на собственный капитал,  $r$ , умноженная на балансовую стоимость собственного капитала):

$$S_t = \frac{E_t + \frac{E_{t+1}}{1+i} + \frac{E_{t+2}}{(1+i)^2} + \dots}{r - i}$$

Процедура оценки затрат на собственный капитал в анализе ex ante такова: установить текущую цену акций и балансовую стоимость собственного капитала; из публикуемых I/B/E/S оценок ожидаемой прибыли на акцию вывести чистую прибыль ( $ROE \times B_{t+j}$ ) на следующие три года: составить прогноз экономической прибыли вплоть до года 12, исходя из предпосылки, что  $ROE$  компании к году 12 сведется к отраслевой медиане; при определе-

<sup>13</sup> W. Gebhardt, C. Lee, and B. Swaminathan. Toward an Ex-Ante Cost of Capital. [Рабочий документ.] Ithaca, NY: Cornell University, 1999.

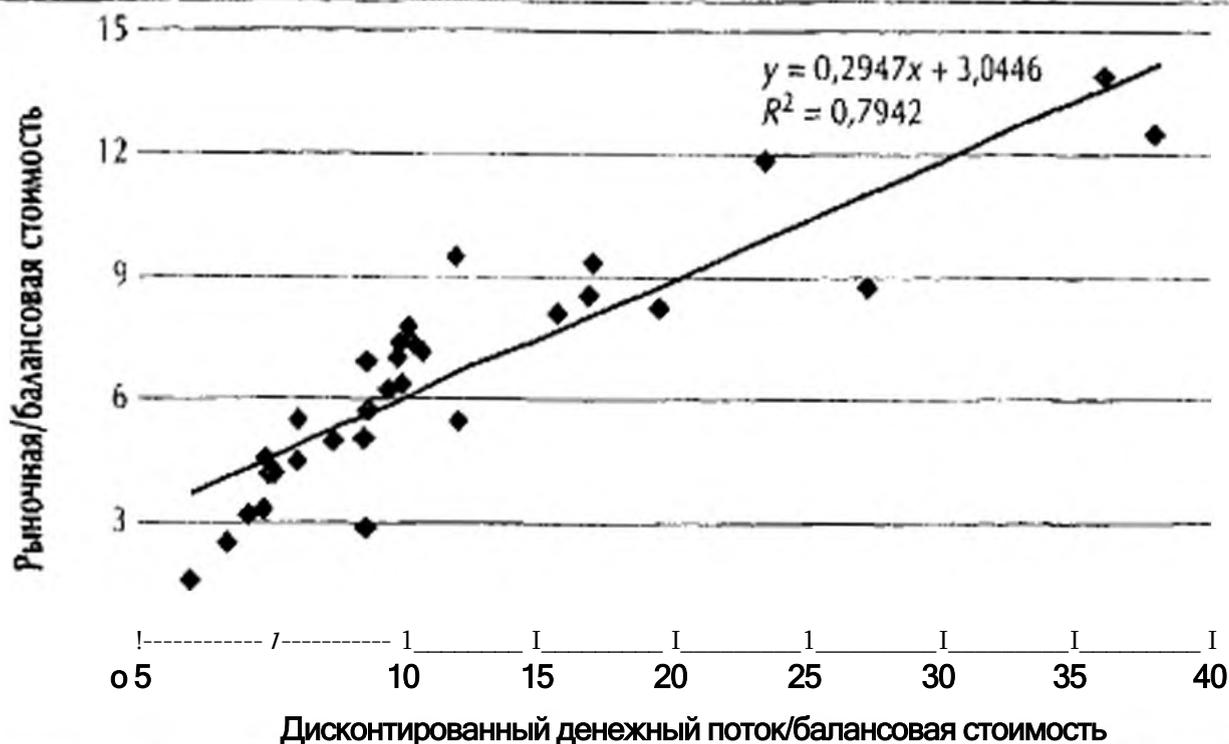


Рисунок 10.4. Более низкая премия за риск искажает оценку стоимости

нии продленной стоимости принять экономическую прибыль за бессрочную ренту; решить представленное выше уравнение относительно  $z_c$ .

В работе Гехардта, Ли и Свамнатана содержатся точно такие же выводы, что и в работе Клауса и Томаса<sup>14</sup>. Рыночная премия за риск *ex ante* (вычисленная как разность между затратами на собственный капитал и доходностью 10-летних казначейских облигаций) укладывается в диапазон 2-3%, тогда как ретроспективная премия за риск близка к 5%. Мы предпочитаем не пользоваться анализом *ex ante*, поскольку он всегда «подлаживается» под вводимые данные. Даже если на каком-то этапе допускаются ошибка в прогнозировании денежного потока, анализ *ex ante* все равно выдает внутреннюю норму доходности, полностью соответствующую наблюдаемой цене акций.

На рисунке 10.4 представлены результаты оценки 31 компании в августе 1999 г. Он почти целиком повторяет рисунок 5.4, где показана тесная корреляция между рыночной стоимостью и дисконтированным денежным потоком этих компаний ( $R^2 = 0,92$ ), за одним исключением. Здесь свободный денежный поток продисконтирован по WACC при условии, что рыночная премия за риск равна 3%. В итоге на рисунке 10.4  $R^2$  уменьшается до 0,79, наклон прямой становится гораздо более пологим, и, следовательно, модель дисконтированного денежного потока существенно завышает стоимость компаний. Очевидно, что предпосылка 3%-ной премии за риск ухудшает результаты. Более высокое значение рыночной премии за риск, на котором мы строили рисунок 5.4, лучше соответствует фактической картине рыночной стоимости, нежели значение, которое дает оценка *ex ante*.

<sup>14</sup> J. Claus and J. Thomas. The Equity Risk Premium Is Much Lower than You Think It Is: Empirical Estimates from a New Approach. [Рабочий документ.] New York: Columbia University. 1998.

Сейчас многие инвестиционные банки стали публиковать свои оценки рыночной премии за риск, в том числе и основанные на анализе *ex ante*. В начале 2000г. большинство таких оценок помещалось в диапазоне | от 3,5 до 5%.

Оценка **систематического риска (беты)**. Применительно к компаниям, чьи акции котируются на бирже, проще всего пользоваться публикуемыми\* оценками беты. В частности, BARRA публикует сводки беты для более чем 10 тыс. компаний со всего мира. Но мы советуем обращаться сразу к нескольким авторитетным источникам, поскольку оценки беты сильно разнятся. Кроме того, бету интересующей вас компании следует сопоставить с отраслевой бетой. Если разные источники расходятся в оценке беты больше чем на 0,2 или если бета компании больше чем на 0,3 отличается от среднеотраслевой, вернее ориентироваться на отраслевой показатель. Среднеотраслевая бета - более устойчивый и надежный критерий, нежели бета компании, поскольку погрешности измерений, как правило, взаимно устраняются при усреднении. Вычисляя отраслевую бету, удостоверьтесь, что беты отдельных компаний очищены от долговой нагрузки. После чего среднюю бету без долговой нагрузки можно опять «нагрузить» сообразно структуре капитала оцениваемой компании.

Применительно к фирмам, не зарегистрированным на бирже, как и к подразделениям компаний, обычно тоже следует пользоваться среднеотраслевым показателем (подробнее об этом см. гл. 14).

### Бета канула в Лету? Критика МОДА

В июне 1992 г. ученые из Чикагского университета Юджин Фама и Кен Френч опубликовали в «Journal of Finance» статью, которая привлекла всеобщее внимание выводом, сделанным в ней авторами:

*Пороге говоря, наши изыскания не подтвердили основополагающий постулат модели [оценки долгосрочных активов], согласно которому средняя доходность акций прямо пропорциональна рыночной бете<sup>15</sup>.*

В то время это была самая последняя работа в длинной череде эмпирических исследований, подвергающих сомнению полезность беты для объяснения премии за риск акций (сверх безрисковой ставки). Так, Банц (1981 г.) и Рейнганум (1981 г.) обнаружили очевидный эффект размера, объясняющий «временной срез» доходности помимо беты. Базу (1983 г.) выявил сезонный (январский) эффект. Бхандари (1988 г.) показал, что важную роль в этом вопросе играет степень долговой нагрузки. А Статтман (1980 г.), равно как Розенберг, Рейд и Ланстайн (1985 г.), выяснили, что

<sup>15</sup> E, Fama and K. French. The Cross-Section of Expected Stock Returns // Journal of Finance. 1992. June. P.427-465.

средняя доходность прямо пропорциональна коэффициенту балансовая/рыночная стоимость собственного капитала фирмы<sup>16</sup>.

Если бета еще и не окончательно канула в Лету, то уже явно близка к тому. Фама и Френч обнаружили, что доходность акций обратно пропорциональна размеру компании, выраженному через капитализацию ее акций, и прямо пропорциональна отношению балансовой стоимости собственного капитала компании к его рыночной стоимости. Если принимать во внимание эти переменные, то бета не добавляет ничего нового к объяснению доходности акций.

В прикладном плане из всего этого следует, что требуемую доходность акций компании можно определить, просто соотнеся среднюю премию за риск (сверх безрисковой ставки) с размером компании и ее коэффициентом рыночная/балансовая стоимость. Это может дать лучшие результаты, нежели поиски беты или использование МОДА. Другое следствие из описанных выше открытий — кстати, подсказанное Фамой и Френчем - необходимость применять многофакторную модель, подобную МАЦ (которую мы разберем в следующем разделе).

Вместе с тем есть немало работ, вступающих в противоречие с этими выводами и дающих практикам веские основания не отказываться от МОДА. Особого внимания в этом смысле заслуживает статья Котари, Шанкена и Слоуна<sup>17</sup>, которая содержит несколько важных положений. Во-первых, и, пожалуй, самое главное:

*Наше исследование ожидаемой доходности выявило экономически и статистически значимое (в годовом исчислении примерно 6-9%) влияние беты как меры возмещения риска...*

Во-вторых, эти авторы указывают на слабость статистического анализа Фамы и Френча: те не могут просто так отмахнуться от необычайно высокой (связанной с бетой) премии за риск (6%), установившейся на рынке после 1940 г. В-третьих, если оценивать бету на основании годовых значений доходности (дабы избежать влияния сезонного фактора), то в период 1941—1990 гг. обнаруживается статистически значимая линейная зависимость между бетой и доходностью. В-четвертых, связь между размером компании

<sup>16</sup> R. Banz. The Relationship between Return and the Market Value of Common Stocks // Journal of Financial Economics. 1981. March. P. 3—18; M. Reinganum. Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values // Journal of Financial Economics. 1981. March. P. 19—46; S. Basu. The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence // Journal of Financial Economics 1983. June. P. 129—156; I. Bhandari. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence // Journal of Finance. 1988. April. P. 507-528; D. Stattman. Book Values and Stock Returns // The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers 1980. P. 25-45; B. Rosenberg; K. Reid, and R. Lanstein. Persuasive Evidence of Market Inefficiency // Journal of Portfolio Management. 1985. P. 9—17.

<sup>17</sup> S. Kothary, J. Shanken, and R. Sloan. Another Look at the Cross-Section of Expected Returns // Journal of Finance. 1995. December.

и доходностью действительно существует, однако предельный экономический вклад фактора размера крайне невелик (менее 1%). Наконец, выявленная связь между доходностью и коэффициентом балансовая/рыночная стоимость есть следствие искажений, обусловленных «эффектом выживших», которыми страдают данные Compustat, и в силу этого не может считаться экономически значимой.

Для того чтобы разобраться в этом последнем доводе, давайте посмотрим, как формировалась база данных Compustat В1978 г. она расширилась с 2700 до 6000 компаний, пополнившись изрядным числом малых фирм, удержавшихся в бизнесе к 1978 г. Доходность таких фирм, по определению, выше, чем у их менее удачливых «коллег», которые к тому времени уже прекратили свое существование и потому не были включены в базу данных. Следовательно, статистика Compustat, относящаяся к малым фирмам, дает искаженное представление об общем уровне доходности, завышая его. База данных CRSP (The Center for Research and Securities Prices - Исследовательский центр по ценным бумагам и ценам) лишена такого рода искажений, поскольку содержит сведения обо всех компаниях, когда-либо зарегистрированных на бирже, не исключая те из них, которые потерпели неудачу и обанкротились. Как выяснили Котари, Шанкен и Слоун, в группе компаний, входящих в базу данных CRSP, но не охваченных Compustat, доходность оказалась ниже, чем по совокупности компаний, входящих в обе базы данных.

Ну и какой же вывод отсюда следует? Существующую теорию может опровергнуть только более совершенная теория, а таковая, похоже, еще не появилась на свет. Стало быть, мы продолжаем пользоваться МОДА (а иногда еще и МАЦ), памятуя обо всех ловушках, которые в них таятся.

### Модель арбитражного ценообразования (МАЦ)

Модель арбитражного ценообразования можно рассматривать как многофакторный аналог модели оценки долгосрочных активов. В МОДА доходность ценной бумаги трактуется как функция одного фактора, именуемого рыночным индексом, и обычно измеряется через доходность хорошо диверсифицированного портфеля. В МАЦ затраты на собственный капитал ( $k^A$ ) определяются следующим образом:

$$k^A = r_f + \beta_1 [E(F_1)] - \rho_{1j} \beta_j + \beta_2 [E(F_2)] - \rho_{2k} \beta_k + \dots + \beta_n [E(F_n)] - \rho_{nk} \beta_k$$

где  $E(F_i)$  - ожидаемая доходность портфеля, имитирующего  $i$ -й фактор и независимого от всех прочих;

$\beta_i$  - чувствительность доходности акций к  $i$ -му фактору.

В МАЦ систематический риск измеряется не единожды, а многократно. Каждое значение беты показывает чувствительность доходности акций к

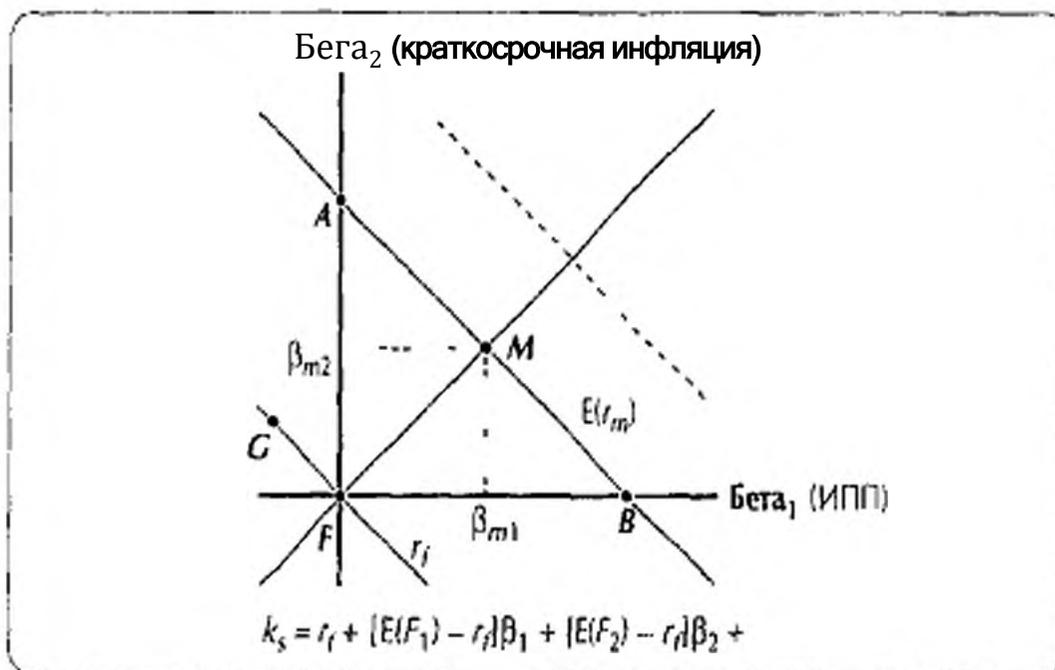


Рисунок 10.5. Модель арбитражного ценообразования

некому экономическому фактору (точнее, к его изменению). Эмпирические исследования выявили пять таких фундаментальных факторов:

- 1) индекс промышленного производства (ИПП), который служит показателем состояния дел в экономике, выраженного через реальный физический объем произведенного продукта;
- 2) краткосрочная реальная процентная ставка, определяемая как разность между доходностью казначейских векселей и индексом потребительских цен (ИПЦ);
- 3) краткосрочная инфляция, которая выражается в неожиданных колебаниях ИПЦ;
- 4) долгосрочная инфляция, измеряемая разницей в доходности к погашению между долгосрочными и краткосрочными облигациями правительства США;
- 5) риск невыполнения обязательств (дефолта), измеряемый разницей в доходности к погашению между корпоративными облигациями с рейтингами Ааа и Ваа.

Наблюдения подтверждают тот факт, что МАЦ лучше объясняет значения ожидаемой доходности, нежели однофакторная МОДА<sup>18</sup>. К тому же МАЦ позволяет выявить соответствующий обстоятельствам тип риска. Это наглядно показано на рисунке 10.5. Осями координат представлены два основополагающих фактора; индекс промышленного производства и краткосрочная инфляция. Диагональные прямые отображают постоянные

<sup>18</sup> См., напр.: *N. E. Chen. Some Empirical Tests of the Theory of Arbitrage Pricing // Journal of Finance. 1983. December. P. 1393—1414; N. Chen, R. Roll, and S. Ross. Economic Forces and the Stock Market // Journal of Business. 1986. July. P. 383—403; M. Berry, E. Burmeister, and M. McElroy. Sorting out Risks Using Known APT Factors // Financial Analysts Journal. Vol. 44. 1988 March/April. P. 29-42.*

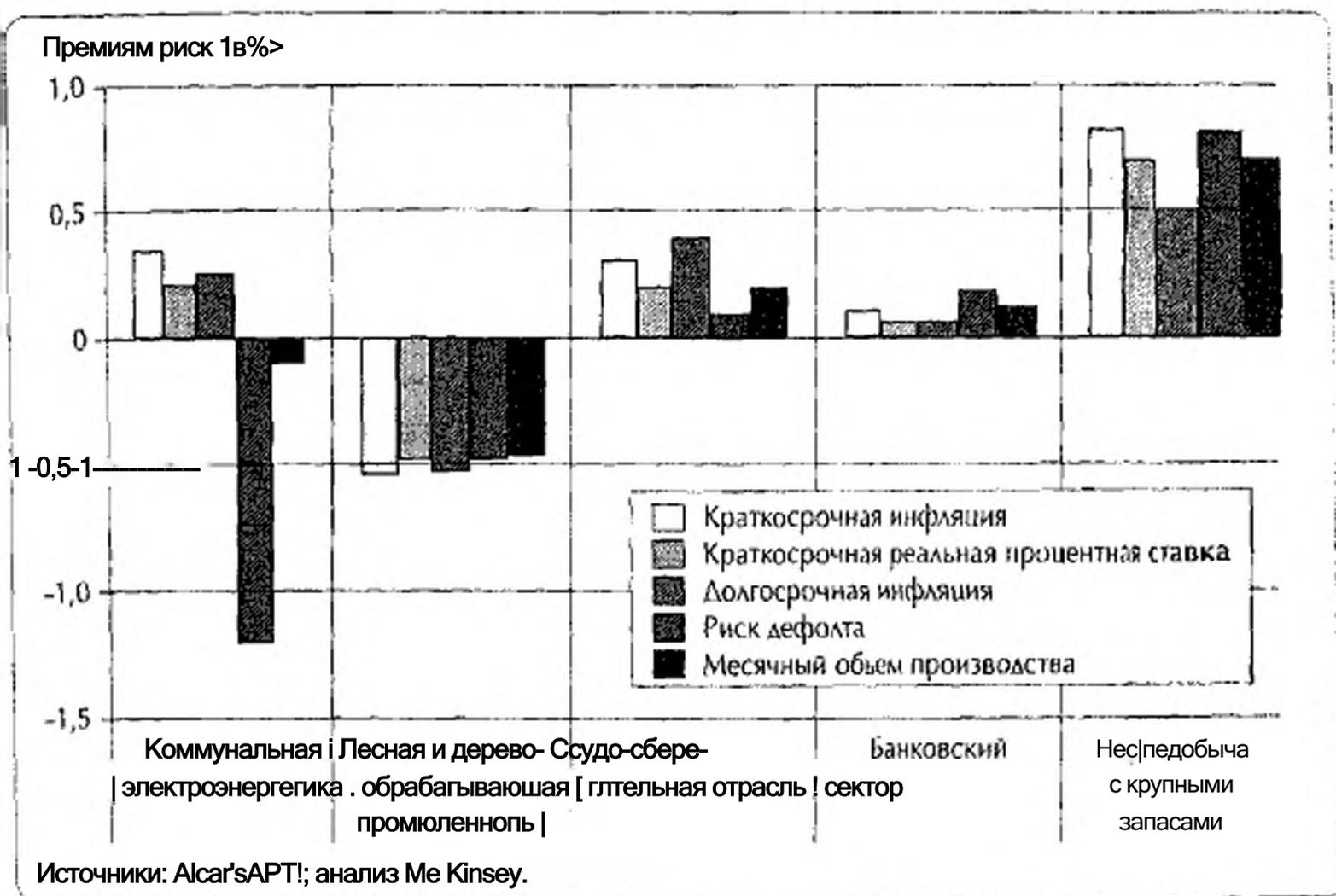


Рисунок 10.6. Разница в оценке премии за риск между МАУ и МОДА, 1988 г.

уровни доходности при различных сочетаниях факторов риска. Любой портфель в начале координат (точка  $F$ ) не подвержен ни одному фактору риска и потому обеспечивает безрисковую доходность  $r_f$ .

В точке  $G$  восприимчивость портфеля к систематическому риску неожиданной инфляции усиливается, однако это компенсируется сокращением риска, связанного с изменением ИПП. В результате на точку  $G$  приходится безрисковая доходность, как и на точку  $F$ , но при ином сочетании факторов риска. Точно так же можно описать точки  $A$ ,  $M$  и  $B$ . Каждой из них соответствуют такая же ожидаемая доходность, что и рыночному портфелю в модели оценки долгосрочных активов —  $E(z_m)$ , — но разные сочетания риска неожиданной инфляции и риска изменений ИПП.

Рисунок 10.6 иллюстрирует разницу между МОДА и МАЦ в оценках премии за риск, исчисленных для пяти отраслей. Нефтедобыча и банковский сектор (крупные денежные центры) демонстрируют повышенный риск по всем параметрам. Лесной и деревообрабатывающей промышленности присущ значительно меньший риск в целом, а коммунальная электроэнергетика отличается самым низким риском дефолта. Более высокая премия за риск означает, что отрасль более чувствительна к данному типу риска, чем предполагает МОДА. Так, банки и ссудо-сберегательные учреждения больше подвержены риску неожиданного изменения долгосрочной инфляции, и соответственно рынок требует от них повышенной премии за риск, то есть увеличивает их затраты на собственный капитал.

Таблица 10.6. Оценки затрат на собственный капитал: сравнение МОДА и МАЦ

Отрасль	Число компаний	Затраты на собственный капитал (в %)			Влияние на стоимость (о %)
		МОДА	МАЦ	Разница	
Брокерские услуги	10	17,1	17,4	-0,3	-1,7
Коммунальная электроэнергетика	39	12,7	11,8	0,9	7,6
Производство нишевых продуктов	11	11,4	14,3	0,1	0,7
Лесная и деревообрабатывающая промышленность	7	16,8	15,0	1,8 <sup>**</sup>	12,0
Крупные госу-сберсметельные учреждения	18	15,8	19,6	-3,8 <sup>**</sup>	-17,7
Добывающая промышленность	15	14,7	14,2	0,5	3,5
Банки – денежные центры	12	15,9	16,9	-1,0 <sup>**</sup>	-5,9
Нефтедобыча с крупными запасами	12	14,4	19,1	-4,7 <sup>**</sup>	-24,6
Страхование имущества и от несчастных случаев	13	14,6	13,7	0,9	6,6

\*\* Данные статистически значимы с достоверностью 5%.

Исходник: Alcar's APT; анализ McKinsey.

В таблице 10.6 представлены сравнительные результаты использования МОДА и МАЦ для оценки затрат на собственный капитал в девяти отраслях. Влияние разницы в этих результатах на стоимость постоянного денежного потока, приходящегося на собственный капитал, показано в последнем столбце. Например, в нефтедобыче 4,7%, которые добавляются к затратам на собственный капитал при оценке по МАЦ, означают, что МОДА завышает приведенную стоимость собственного капитала отрасли на 25%. МАЦ значительно ниже оценивает затраты на собственный капитал для лесной и деревообрабатывающей промышленности, а также коммунальных электро-энергетических предприятий и значительно выше - для банков (крупных денежных центров) и нефтедобывающих компаний, чьи активы более чем на 50% состоят из нефтяных запасов.

## HEINEKEN: пример

Средневзвешенные затраты на капитал для Heineken мы оценили в 6,7% (по состоянию на 31 декабря 1998 г) процедура расчета представлена в таблице 10.7. Взяв за предпосылку, что Heineken будет и впредь придерживаться такой же структуры капитала, мы вычислили целевые веса {весовые коэффициенты} каждого источника финансирования по рыночной стоимости на ту же дату (см табл 10.8). В следующих разделах показано, как мы определили затраты на капитал и рыночную стоимость по каждому источнику

Таблица 10.7. Heineken: средневзвешенные затраты на капитал,  
31 декабря 1998 г. (числовые данные — в %)

Источники финансирования	Весовой коэффициент	Затраты на капитал	Посленалоговые затраты	Вклад в WACC
Краткосрочный долг	12	43	28	0,0
Долгосрочный долг	30	43	2,8	0,1
Пенсионные обязательства	A3	43	28	№
Итого обязательства	45			0,1
Рыночная стоимость собственного капитала	89,9	69	6,9	6,2
Миноритарное участие	A6	69	69	0,4
Итого собственный капитал	95,5			6J)
			<i>mcc</i>	<b>6,7</b>

Таблица 10.8. Heineken: целевая структура капитала, 31 декабря 1998 г.  
{числовые данные, кроме последнего столбца, —  
в млн голландских гульденов}

Источники финансирования	Балансовая стоимость	Оценочная рыночная стоимость	Доля в обмен капитализации (в %)
Краткосрочный долг	474	474	1,2
Долгосрочный долг	1 151	1 187	3,0
Пенсионные обязательства	— Ш	100	A3
Итого обязательства	1 728	1 760	4,5
Обыкновенные акции	9 012	35 435	89,9
Миноритарное участие	564	2218	5J>
Итого собственный капитал	9 576	32.652	AL5
Общая капитализация	11 304	39 413	100,0

<sup>1)</sup> Включая текущую часть долгосрочного долга (т.е. подлежащую погашению в ближайшее время)

## КРАТКОСРОЧНЫЙ ДОЛГ

Краткосрочный долг подлежит погашению в пределах одного года, поэтому его балансовая стоимость примерно отражает его рыночную стоимость. Будем считать, что у Heineken затраты на капитал по краткосрочным и по долгосрочным обязательствам совпадают (в обоих случаях равны 4,3%), поскольку источником краткосрочного долга, скорее всего, служит «револьверный» банковский кредит, который постоянно возобновляется. Приняв в расчет предельную ставку налога Heineken (35%), находим посленалоговые затраты — 2,8%

## ДОЛГОСРОЧНЫЙ ДОЛГ

Никакие долговые обязательства Heineken не обращаются на открытом рынке, поэтому их рыночные котировки отсутствуют. Heineken несет процентные расходы практически по всем своим долгосрочным займам. Зная текущую номинальную стоимость, окончательный срок погашения, купонную ставку и альтернативные издержки каждого долгового инструмента, мы можем вычислить рыночную стоимость долга дисконтированием соответствующих ожидаемых в будущем денежных потоков к настоящему времени (к приведенной стоимости), как это сделано в таблице 9. При определении альтернативных издержек долга (измеряемых премией сверх безрисковой процентной ставки) мы исходили из того, что у Heineken они имеют такую же величину, как и у других компаний с аналогичным кредитным рейтингом. Хотя Heineken до тех пор никогда не присутствовала в рейтинговых списках S&P или Moody, мы предположили, что ее рейтинг был бы не ниже, чем у наиболее высокорейтинговых пивоваренных компаний. В Нидерландах в конце 1998 г. рыночная премия за риск для сравнимых с Heineken компаний инвестиционного класса насчитывала около 30 базисных пунктов, а безрисковая процентная ставка (в гюльденах) в декабре 1998 г. составляла 4%. Отсюда альтернативные издержки долга равны 4,3% в доналоговом выражении или 2,8% в посленалоговом выражении.

Таблица 10.9. Heineken: рыночная стоимость долговых инструментов,  
31 декабря 1998 г. (числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями,  
в млн голландских гюльденов)

Долговой инструмент	Исходные доналоговые затраты (в %)	Сумма долга	Срок погашения (год)	Рыночная стоимость
Ссуды голландских кредитных учреждений	5,6	250	2006	272
Ссуды голландских кредитных учреждений	5,3	250	2008	270
Ссуды французских кредитных учреждений	3,5	258	2001	253
Частные займы	6,8	150	2000	157
Прочие займы, в т ч частные	6,5	151	2013	187
Прочие займы, беспроцентные	0,0	-92	2013	49
Итого долгосрочный долг (исключая текущую часть)		1151		1187
Пенсионные обязательства	4,0	103	2013	100

## ПЕНСИОННЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Хотя по действующим в Нидерландах правилам компании обязаны полностью финансировать свои пенсионные обязательства соответствующими отчислениями в независимый фонд, у Heineken, согласно годовому отчету, имелись нефондовые пенсионные обязательства в Испании. Обычно мы принимаем рыночную стоимость таких обязательств равной их балансовой стоимости, если компания исчисляет их дисконтированием будущих взносов в пенсионный фонд по адекватным затратам на заемный капитал. Heineken использует для этой цели ставку 4%, что несколько меньше альтернативных издержек долга компании (4,3%). Поэтому мы рассчитали рыночную стоимость пенсионных обязательств, как если бы это были облигации с погашением через 15 лет (см. табл. 10.9).

## ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ, ПОСТОЯННЫЕ РЕЗЕРВЫ, МИНОРИТАРНОЕ УЧАСТИЕ И ОТЛОЖЕННЫЙ НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ

На 31 декабря 1998 г. рыночная стоимость обыкновенных акций Heineken составляла 35,4 млрд голландских гульденов, если исходить из цены одной акции 113 гульденов и общего числа акций в обращении 313,6 млн. При оценке миноритарного пакета акций мы в качестве грубого приближения допустили, что для него характерно то же отношение рыночной к балансовой стоимости, как и для всего акционерного капитала компании. Учитывая, что коэффициент рыночная/балансовая стоимость собственного капитала равен 3,9 (чуть выше соответствующего коэффициента компании в целом), а миноритарное участие насчитывает 564 млн голландских гульденов, получаем рыночную стоимость миноритарного пакета около 2,2 млн голландских гульденов.

С помощью МОДА находим затраты на собственный капитал (6,9%):

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta$$

$$k_s = 4,0\% + 5,0\% \times 0,58 = 6,9\%.$$

Этот расчет строится на следующих предпосылках:

- безрисковая процентная ставка, представленная доходностью к погашению десятилетних облигаций Казначейства Нидерландов, равна 4,0%;
- рыночная премия за риск равна 5,0%;
- бета с долговой нагрузкой равна 0,58; это значение выведено из средней беты без долговой нагрузки по выборке пивоваренных компаний (0,56), с поправкой на долговую нагрузку Heineken (долг/капитал = 4,5%).

Мы воспользовались среднеотраслевой бетой без долговой нагрузки (см. табл. 10.10), а не бетой компании, поскольку первая точнее отражает подлинный рыночный риск. Нам порой доводилось наблюдать, как беты отдельных компаний случайным образом отклоняются от отраслевой средней.

Таблица 10.10. Пивоваренная отрасль:  
бета без долговой нагрузки

Компания	Бета
Anheuser-Busch	0,64
Brau-Umon	0,44
Carlsberg	0,46
Coors	0,51
Foster's Brewing Group	0,82
Heineken	0,32
Oestcreidusche	0,43
Scollish & Newcastle	0,62
South African Breweries	0,62
Средняя	0,56

Источник Barra.

В большинства конкурентов в нашей выборке значения беты без долговой нагрузки укладываются в интервал 0,4—0,7, и только Heineken с более низким значением (0,32) да еще два «отщепенца» с более высокими значениями (около 0,8) выбиваются из этого общего ряда. Словом, мы сочли за благо положиться на среднеотраслевой показатель, учитывая, насколько близки значения беты у большинства компаний выборки, и не обладая никакой специфической информацией о риске Heineken.

## ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ СУБСИДИИ

Heineken пользуется недорогими источниками финансирования благодаря тому, что правительства субсидируют ее инвестиции в новые рынки. В разделе, посвященном факторам стоимости, мы отнесли такие субсидии к операционным обязательствам. В таком качестве они никак не влияют на средневзвешенные затраты на капитал.

# Прогнозирование будущей деятельности

Теперь, когда вы проанализировали прошлую деятельность компании и определили ее затраты на капитал, можно приступать к прогнозированию. Главное при этом - хорошенько представить себе, каких результатов способна и реально сумеет добиться компания по ключевым факторам стоимости: темпам роста и рентабельности инвестированного капитала.

Никто из нас не способен предвидеть будущее. Но тщательный анализ помогает наметить возможные пути развития компании. Как раз это и должно быть вашей целью. В настоящей главе изложены главные действия, без которых не обойтись при составлении добротного финансового прогноза. Хотя в прогнозировании зачастую не достаточно просто соблюдать установленную последовательность действий и приходится многократно перебирать варианты в процессе проб и ошибок. Тем не менее общая схема такова.

1. Определите продолжительность (горизонт) и степень детализации прогноза. Мы предпочитаем двухэтапную процедуру: составить подробнейший прогноз на ближайшие несколько лет и дополнить его более общим (упрощенным) прогнозом на дальнейшие годы.
2. Очертите стратегические перспективы компании с учетом как особенностей ее отрасли, так и конкурентных преимуществ или слабостей самой компании.
3. Переведите намеченные вами перспективы на язык финансовых показателей, представив их в форме прогнозных отчетов о прибылях и убытках, балансов, сводок денежного потока и ключевых факторов стоимости.

4. Разработайте для компании и отрасли альтернативные сценарии развития событий по результатам действий 2 и 3.
5. Проверьте ваши итоговые прогнозы (особенно относящиеся к рентабельности инвестированного капитала и росту прибыли или продаж) на достоверность и согласованность с намеченными стратегическими перспективами

Для того чтобы облегчить вам анализ, мы включили в главу подборку данных, описывающих долгосрочные результаты деятельности разных компаний. Завершает главу очередной эпизод из истории про Heineken.

## ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТИ И СТЕПЕНИ ДЕТАЛИЗАЦИИ ПРОГНОЗА

Прежде всего вам необходимо решить, как далеко вперед будет простираться ваш прогноз и насколько подробным он должен быть. Как мы говорили в главе 8, обычно составляется точный прогноз на определенное количество лет, после чего на оставшийся срок жизни компании оценивается ее *продленная стоимость* с помощью специальных упрощенных формул (как будет показано в гл. 12). Метод продленной стоимости всецело строится на предпосылке устойчивого состояния компании. Определенный вами прогнозный период должен быть достаточно долгим, чтобы к его завершению компания успела достичь устойчивого состояния, которое характеризуется следующими признаками:

- компания обеспечивает постоянную рентабельность всех новых инвестиций на протяжении всего продленного периода;
- компания поддерживает постоянную рентабельность относительно базового уровня инвестированного капитала;
- компания растет постоянными темпами и ежегодно реинвестирует в бизнес постоянную долю операционной прибыли.

Выбирайте такую продолжительность прогнозного периода, чтобы за горизонтом прогноза (т. е. на продленный период) вы могли достаточно уверенно прогнозировать для компании рост, близкий к росту экономики в целом. Сохранение в продленном периоде гораздо более высоких темпов роста приведет к тому, что в ваших оценках компания приобретет нереалистично крупные размеры относительно экономики. Мы советуем для большинства компаний устанавливать горизонт прогноза в 10—15 лет. Быстро растущим или циклическим фирмам может понадобиться даже больше времени, чтобы достичь стадии зрелости (более или менее устойчивого состояния). Использование короткого прогнозного периода (3—5 лет) обычно приводит к существенному занижению стоимости компании либо, во избежание этого, требует героических усилий по определению долгосрочных темпов роста, подходящих для оценки продленной стоимости.

Впрочем, долгий прогнозный период порождает свои проблемы. Ведь прогнозирование, в сущности, есть прозрение будущего, к чему больший\*ство из нас не способно, особенно на 10—15 лет вперед. Ради упрощения задачи и уменьшения возможных погрешностей прогнозирования мы обычно разбиваем прогноз на два подпериода:

- 1) детальный прогноз на 3-5 лет, для каждого из которых составляются полные формы баланса и отчета о прибылях и убытках с максимальным приближением всех прогнозируемых переменных (физического объема продаж, удельных издержек и т. д.) к достоверному уровню;
- 2) упрощенный прогноз на остальные годы с упором на несколько самых важных переменных, таких как рост дохода, норма прибыли, оборачиваемость капитала.

Такой подход, помимо того что упрощает процедуру прогнозирования, еще и заставляет вас глубже вникать в долгосрочную экономику бизнеса, не ограничиваясь лишь «поверхностным слоем» отдельных финансовых статей. В конце главы мы на примере Heineken покажем, как это делается.

## ВЫЯВЛЕНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПЕРСПЕКТИВ КОМПАНИИ

Выявление стратегических перспектив, по существу, означает наглядное и реалистичное описание будущей деятельности компании на общеэкономическом фоне. Это может выглядеть, например, следующим образом:

*Спрос быстро растет вследствие демографических изменений, однако цены остаются стабильными из-за конкурентной структуры отрасли. С учетом конкурентного положения компании она должна суметь несколько увеличить свою рыночную долю, хотя прибыльность сохранится на прежнем уровне...*

Такое описание создает контекст для финансовых прогнозов. Оно должно опираться на доскональный стратегический анализ самой компании и ее отрасли. Существует обильная литература, посвященная стратегическому анализу, которая может послужить вам подспорьем в этом деле; здесь мы затронем лишь несколько прикладных аналитических моделей.

Помните, что стоимость компании в конечном счете определяется тем, способна ли компания (и как долго) зарабатывать прибыль, с избытком покрывающую альтернативные издержки финансирования. Для этого компания должна обладать конкурентным преимуществом и уметь им воспользоваться. За неимением таких преимуществ все компании отрасли под давлением конкуренции в состоянии зарабатывать лишь столько, сколько хватает для возмещения затрат на капитал (или даже меньше).

Конкурентные преимущества, которые обеспечивают положительный спред между *ROIC* и *WACC*, можно разбить на три категории:

- 1) превосходство в создании потребительной стоимости благодаря такому сочетанию цены и качества продукта, какое не в состоянии воспроизвести

конкуренты; причем неважно, имеет ли качество продукта физическое измерение (как повышенное быстродействие компьютера) или носит нематериальный характер (популярная торговая марка, авторское право, уникальный патент);

- 2) более низкие издержки в сравнении с конкурентами;
- 3) более производительное в сравнении с конкурентами использование капитала.

Всякое конкурентное преимущество в конце концов следует выразить одной (или несколькими) из перечисленных характеристик. Это помогает наметить предварительные контуры финансового прогноза.

Здесь мы остановимся на четырех подходах к выявлению стратегических перспектив: (1) классический анализ отраслевой структуры, основанный на работе Майкла Портера; (2) сегментный анализ потребительского рынка; (3) анализ конкурентной бизнес-системы; (4) относительно недавняя аналитическая модель, разработанная двумя коллегами, Кевином Койном и Соми Субраманьямом.

### Анализ отраслевой структуры (модель Портера)

Анализ отраслевой структуры обращен на те факторы (движущие силы), которые формируют прибыльность отрасли. Майкл Портер из Гарвардской школы бизнеса приобрел наибольшую известность именно как разработчик формализованных моделей отраслевой структуры<sup>1</sup>. Общая схема анализа отраслевой структуры представлена на рисунке 11.1. В модели Портера четыре силы движут потенциальной прибыльностью отрасли: наличие товаров-заменителей; способность поставщиков диктовать условия сделок; способность потребителей диктовать условия сделок; барьеры для вступления/выхода.

Рисунок 11.1. Модель отраслевой структуры



<sup>1</sup> M. Porter. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: Free Press. 1980. [Концентрированное изложение этой работы см.: Бойетт Дж. Г., Бойетт Дж. Т. Путеводитель по царству мудрости: лучшие идеи мастеров управления / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2004. С. 188—203.]

Наличие заменителей в значительной мере ограничивает потенциал отрасли. Например, железнодорожные компании и автотранспортные фирмы конкурируют между собой за перевозку грузов. Железные дороги обеспечивают сравнительно дешевую транспортировку, когда речь идет о крупногабаритных грузах и дальних дистанциях, однако применительно к мелким грузам и коротким расстояниям они не столь гибки и экономичны, как автоперевозчики. Но в промежутке между этими двумя крайностями (очень дальними/крупными и ближними/мелкими перевозками) грузоотправитель безразличен в выборе либо железнодорожного, либо автомобильного транспорта и благодаря этому может попытаться сбить цену, столкнув их в конкуренции между собой.

Наличие и уровень отраслевых барьеров определяют вероятность появления в отрасли новых конкурентов или выхода из нее прежних. Барьеры для вступления возникают тогда, когда некие профессиональные навыки или ресурсы доступны лишь нескольким конкурентам. Доступ к источникам капитала редко служит барьером для вступления, ибо привлечь капитал, как правило, не составляет труда. С другой стороны, ограниченный доступ к новым технологиям или патентам может стать непреодолимым препятствием для новых конкурентов. Барьеры для выхода возникают тогда, когда конкурентам лучше оставаться в отрасли, даже если их прибыли не покрывают затраты на капитал. Барьерами для выхода зачастую отличаются капиталоемкие отрасли, где компании зарабатывают больше своих предельных издержек и потому не желают оттуда уходить, несмотря на очень низкую рентабельность капитала. Более того, менеджеры порой длительное время продолжают вкладывать средства в отрасли с низкой рентабельностью, поскольку не хотят подвергать потрясениям свою организацию или надеются на то, что первым отрасль покинет кто-то из конкурентов.

Способность потребителей диктовать условия сделок определяет ту долю в совокупном доходе, которую в состоянии удержать за собой отрасль. Если компания наращивает такого рода влияние, ее доля в доходе увеличивается. Например, Wal-Mart - розничная сеть магазинов сниженных цен - обладает изрядной покупательной способностью, а также весьма успешно пользуется информационными технологиями для выявления конечного спроса, благодаря чему добивается от своих поставщиков более низких цен и более качественного обслуживания, нежели ее конкуренты. Впрочем, попытки компаний изъять для себя часть стоимости у поставщиков не всегда увенчиваются успехом. Так, многие сетевые универсальные магазины в отчаянии оттеснить производителей разрабатывают свои собственные торговые марки, самостоятельно проектируя под них продукты и привлекая для их производства подрядчиков. Многие из этих розничных торговцев вскоре обнаруживают, что их затраты на дизайн и производство недостаточно низки, чтобы продавать такие товары по своим обычным «массовым» ценам.

Способность поставщиков диктовать условия сделок тоже сказывается на доле отрасли в совокупном доходе. Например, в производстве ковров

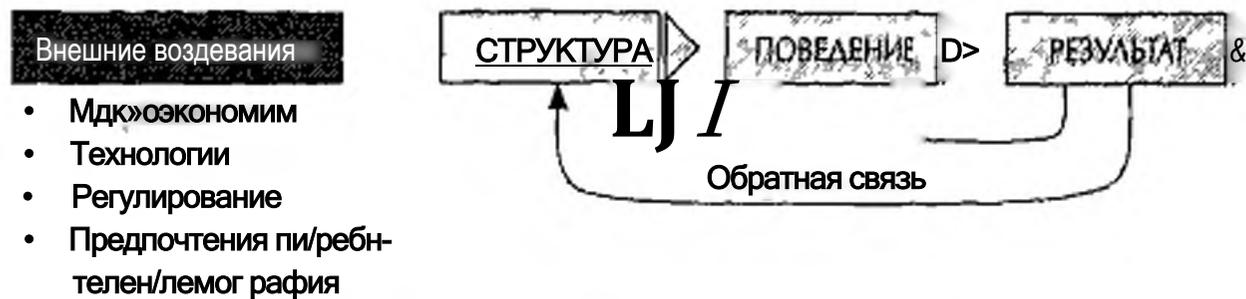


Рисунок 11.2. Модель «структура–поведение–результат»

крупнейшие конкуренты нашли способ обходиться без оптовиков, которые традиционно занимались сбытом их продукции розничным торговцам, и стали напрямую вести дела с магазинами. Таким образом они смогли «оттянуть» у оптовиков значительную часть совокупного дохода.

Модель Портера статична. Модель «структура-поведение-результат» добавляет в анализ отраслевой структуры элемент динамики, как показано на рисунке 11.2. Эта модель привносит в анализ дополнительные внешние воздействия и тем самым позволяет глубже понять, как такие факторы сказываются на отраслевой структуре, какова наиболее вероятная реакция на них со стороны конкурентов и как они отразятся на деятельности отрасли и конкурентов.

### Сегментный анализ потребительского рынка

Сегментный анализ предназначен для оценки потенциальной рыночной доли компании, так как объясняет, почему потребители отдадут предпочтение продуктам одних фирм перед другими. Он также показывает, насколько сложно конкурентам дифференцировать свою деятельность и насколько выгоден каждый тип потребителей, если исходить из соотношения их нужд и затрат на обслуживание.

Сегментный анализ потребительского рынка можно проводить с двух позиций: потребителя и поставщика (производителя). С потребительской точки зрения, отдельные свойства продукта имеют разное значение для разных групп потребителей. К примеру, послепродажное обслуживание обычно важнее мелкой производственной фирме, нежели крупной компании, располагающей собственным техническим персоналом. Кроме того, конкуренты могут придавать своим продуктам разные свойства, обеспечивая тем самым разные выгоды разным группам потребителей.

Сегмент потребительского рынка — это группа потребителей, для которых одни и те же свойства продукта обладают одинаковой ценностью. Сегментация помогает исследователю понять, почему потребители отдадут предпочтение одному продукту перед другим, зачастую даже несмотря на то что оба продукта практически не различаются между собой. А это, в свою очередь, позволяет определить, почему конкурирующие компании порой

имеют разные доли в разных сегментах потребительского рынка, и найти возможности дифференциации по сегментам. Так, в бизнесе экспресс-доставки посылок некоторым клиентам важно получать подробные счета по оплате каждой посылки, тогда как других вполне удовлетворяют сводные счета. Некоторые потребители желают сразу знать, где находится посылка в любой момент времени, другие же готовы ждать эту информацию. Таким образом, поскольку для всех потребителей доставка производится в одни и те же сроки - в течение суток, им становятся важны другие, менее «осязаемые» свойства этой услуги.

Сточки зрения производителя, отдельные группы потребителей различаются по издержкам обслуживания. Например, в солеваренной отрасли огромное влияние на издержки обслуживания оказывает расстояние до потребителя, так как соль — это продукт с низким соотношением цены и веса. Некоторые потребители могут оказаться просто слишком далеко, чтобы их было выгодно обслуживать, особенно если конкурентам до них значительно ближе. Следовательно, очень важно «захватить» потребителей, которые находятся рядом, ибо близость к ним сама по себе является крупным конкурентным преимуществом.

В процессе такой двойкой сегментации потребительского рынка и сопоставления компании с ее конкурентами по способности удовлетворять запросы разных групп потребителей вы начинаете постигать нынешние и потенциальные конкурентные преимущества исследуемой вами компании.

### **Анализ конкурентной бизнес-системы**

Бизнес-система - это способ, каким компания придает своему продукту необходимые потребителям свойства (см. рис. 11.3). Бизнес-система охватывает все этапы создания продукта, от его разработки до послепродажного обслуживания потребителей. Анализ бизнес-системы помогает понять, каким образом компания может добиться конкурентного преимущества - будь то низкие издержки, более производительное использование капитала или высокая потребительская стоимость. Для этого нужно изучить бизнес-системы основных конкурентов интересующей вас компании и ответить на следующие вопросы.

- Какие именно свойства придает каждый конкурент своему продукту в рамках собственной бизнес-системы?
- Какие издержки и капитальные затраты с этим связаны? (В идеале такую оценку надо дать каждой составляющей бизнес-системы. Кроме того, нужно проследить, как связаны между собой эти составляющие.)
- Чем вызваны различия между конкурентами?

Скажем, конкурент может обладать преимуществом в издержках производства благодаря отсутствию профсоюзной организации на своих предпри-



Рисунок 11.3. Анализ бизнес-системы

ятиях. Для того чтобы преодолеть это преимущество в трудозатратах, остальным конкурентам нужно добиться более высокой производительности труда или экономии издержек в любом другом звене бизнес-системы либо предложить своим потребителям продукт с непревзойденными свойствами.

Существует разновидность анализа бизнес-системы, где, в отличие от традиционной модели, на передний план выступают не функциональные характеристики бизнеса, а базовые бизнес-процессы. Например, для сети ресторанов быстрого обслуживания базовым процессом может быть развитие торговых точек (включая выбор местоположения и строительство новых объектов). В базовом процессе пересекаются многие традиционные функциональные области - в частности, маркетинг, управление недвижимостью, строительные работы, финансирование и т. д. Достоинство такого анализа состоит в том, что он выявляет конкурентные преимущества, которые способна обрести компания благодаря совершенствованию межфункционального управления.

### Отраслевая модель Койна-Субраманиама

Кевин Койн и Соми Субраманиам разработали еще одну стратегическую модель, добавив в модель Портера несколько важных измерений<sup>2</sup>. Она схематично изображена на рисунке 11.4. Вы видите здесь два измерения: отраслевая структура/поведение и основы конкуренции. Модель Портера охватывает самый нижний блок этой схемы, где компании конкурируют на взаимном отдалении (как говорится, «на расстоянии вытянутой руки»), а основу конкуренции составляет позиционное структурное преимущество. Койн и Субраманиам прибавили к этому дополнительные структурные аспекты и источники конкурентных преимуществ.

<sup>2</sup> K. Coyne and S. Subramaniam. 'Bringing Discipline to Strategy' // McKinsey Quarterly. № 4. 1996. P. 14-25. [Койн К., Субраманиам С., Дисциплина стратегии // Вестник McKinsey. № 1 2002. С. 32-45.]



Рисунок 11.4. Модель Койна—Субраманиама

В структурном измерении традиционные отношения «на расстоянии вытянутой руки» пополнились еще двумя типами отраслевой структуры, которые здесь названы эксклюзивными отношениями и взаимозависимыми системами. В традиционной модели каждый игрок соперничает со своими конкурентами, потребителями и поставщиками за долю в совокупной стоимости, находясь на известном удалении от них. Под взаимозависимыми системами подразумеваются отрасли, где ключевым фактором конкурентоспособности становятся стратегические союзы, экономические сети и другие формы кооперативных связей. Для отраслей, основанных на эксклюзивных отношениях, характерны особые «неэкономические» взаимодействия между компаниями на почве общности финансовых интересов, дружеских связей, политического единства или этического принципа лояльности.

Теперь рассмотрим другое измерение: основы конкуренции. В традиционной модели позиционное структурное преимущество — это единственное, что обеспечивает компании сверхприбыли. Койн и Субраманиам добавляют еще два источника конкурентных преимуществ: мастерство исполнения и осведомленность/предвидение. Некоторые компании превосходят конкурентов просто благодаря тому, что лучше выполняют повседневную работу. Порой это перевешивает любое структурное преимущество. Другие компании создают стоимость, опережая конкурентов способностью непрерывно накапливать и совершенствовать знание в своем деле.

Эти три типа отраслевой структуры и три источника конкурентных преимуществ, взятые вместе, дают более полное представление о том, каким образом компании могут создавать стоимость.

## ПЕРЕВОД СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПЕРСПЕКТИВ НА ЯЗЫК ФИНАНСОВОГО ПРОГНОЗА

Теперь настало время воплотить общее видение стратегических перспектив компании в конкретный финансовый прогноз. Лучше всего начинать с интегрального прогноза счетов прибылей и убытков и баланса, после чего

из них уже легко вывести свободный денежный поток и рентабельность инвестированного капитала.

Свободный денежный поток можно прогнозировать и напрямую, без промежуточного прогноза отчета о прибылях и убытках и баланса, но мы не советуем так поступать. Если первым делом не составить прогнозный баланс, легко запутаться в том, как отдельные элементы складываются в единое целое. Мы можем привести реальный пример. Аналитик, проводивший стоимостную оценку, попытался упростить процесс прогнозирования, оставив в стороне баланс. Данные о прошлой деятельности компании свидетельствовали о том, что обычно на каждый доллар чистых основных средств у нее приходилось примерно 2 дол. выручки от продаж. Однако в итоговом прогнозе аналитика оказалось, что на каждый доллар чистых основных средств приходится уже 5 дол. от продаж. Аналитик никак не ожидал такого результата и, более того, даже представить себе не мог, как такое получилось, ибо пренебрег составлением баланса и расчетом вспомогательных коэффициентов. Помимо прочего, баланс помогает определить влияние прогноза на финансирование. Он показывает, сколько дополнительного капитала понадобится привлечь компании или каким избытком денежных средств она будет располагать.

Наиболее распространенный тип прогноза отчета о прибылях и убытках и баланса для нефинансовых компаний - это прогноз на основе спроса. Начинается он с объема продаж. Большинство других переменных (расходы, оборотный капитал и т. д.) выводится из объема продаж. Вот как выглядит типичная процедура такого прогнозирования.

1. Составьте прогноз дохода с продаж. При этом обязательно следует учитывать ожидаемый рост продаж и изменения товарных цен.
2. Определите прогнозные значения всех операционных статей, таких как операционные издержки (себестоимость *реализованной* продукции), оборотный капитал, основные средства, связав их с доходом или физическим объемом продаж. (На тонкостях прогнозирования оборотного капитала и основных средств мы остановимся чуть ниже.)
3. Определите прогнозные значения неоперационных статей, таких как инвестиции в неконсолидированные подразделения и сопряженный с ними доход, процентные платежи и процентный доход.
4. Выведите прогнозные счета собственного капитала. Собственный капитал в каждом году должен быть равен собственному капиталу прошлого года плюс чистая прибыль и выпуск новых акций минус дивиденды и выкуп акций.
5. На основании счетов денежных средств и/или долга выведите денежный поток и статьи баланса.
6. Постройте дерево *ROIC* и вычислите другие ключевые коэффициенты, дабы свести воедино все разрозненные данные и проверить их на согласованность.

Мы не будем здесь отдельно разбирать каждую статью прогноза, но две общие темы заслуживают дополнительного внимания: способ выражения данных (валовой итог или плавающий итог) и учет инфляции.

### Валовой итог или плавающий итог

Приступая к прогнозированию баланса, вы сразу же столкнетесь с дилеммой - выражать балансовые данные напрямую (валовым итогом) или косвенно, через изменение по статье (плавающим итогом). В первом случае прогнозируются, скажем, запасы на конец года как функция годового дохода. Во втором случае прогнозируется изменение запасов за год как функция роста дохода. Мы предпочитаем валовой итог. Соотношение между балансовыми статьями и абсолютной величиной дохода (либо другого показателя продаж) более стабильно, чем между изменениями по статьям и изменением дохода.

Взгляните, к примеру, на таблицу 11.1. Отношение запасов к доходу держится в узком диапазоне 9,6—10,4%, тогда как отношение изменения запасов к изменению дохода колеблется от 5 до 18%. Более того, запланированное изменение запасов на 15-18% от изменения дохода приведет к значительному увеличению доли запасов в доходе.

Эта проблема приобретает особую остроту, когда дело касается основных средств. Общепринятый подход в этом случае сводится к прогнозированию капитальных затрат как доли дохода. Зачастую это ведет к существенному ускорению или замедлению оборачиваемости капитала (определяемой как отношение чистых основных средств к доходу). С другой стороны, если вы рассмотрите результаты деятельности компаний на длительном отрезке времени, то обнаружите, что отношение чистых основных средств к доходу, как правило, остается довольно стабильным. Мы предпочитаем обращаться с основными средствами следующим образом:

- 1) прогнозируем чистые основные средства как долю дохода;
- 2) прогнозируем амортизацию, обычно как долю валовых или чистых основных средств;
- 3) в результате капитальные затраты «фиксируются», будучи равны изменению чистых основных средств плюс амортизация.

Таблица 11.1. Валовой итог или плавающий итог: пример

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4
Доход (в дол.)	1000	1100	1200	1300
Запасы (в дол.)	100	105	117	135
Запасы как доля в продажах (в %)	10	9,6	9,8	10,4
Изменение запасов как доля изменения продаж (в %)		5	12	18

Прогнозируя основные средства, не забудьте сделать поправку на выбытие активов, иначе валовые основные средства и накопленная амортизация у вас непомерно раздуются, даже если чистые основные средства сохранят осмысленную величину. (Подробнее о предлагаемом нами подходе к прогнозированию основных средств см. пример Heineken в конце главы.)

## Инфляция

При прогнозировании финансовых показателей и определении затрат на капитал мы советуем, как уже говорилось в главе 8, пользоваться номинальными, а не реальными единицами измерения. Для соблюдения соразмерности и финансовые прогнозы, и расчеты затрат на капитал должны строиться на одних и тех же оценках ожидаемого общего уровня инфляции<sup>3</sup>.

Ожидаемый общий уровень инфляции, «заложенный» в затраты на капитал, выводится из временной структуры процентных ставок, которая формируется на основе доходности к погашению безрисковых правительственных облигаций. Номинальные процентные ставки правительственных облигаций воплощают реальную отдачу, требуемую инвесторами от своих вложений, плюс премия за ожидаемую инфляцию. Ожидаемую инфляцию можно определить как номинальную процентную ставку за вычетом оценочной реальной процентной ставки по следующей формуле:

$$\text{Ожидаемая инфляция} = \frac{1 + \text{номинальная ставка}}{1 + \text{реальная ставка}} - 1.$$

Например, если номинальная ставка 10-летних правительственных облигаций составляет 6%, а реальная ставка, по вашим оценкам, - 2,5%, то ожидаемая инфляция в этот период равна 3,4%.

Почему бы просто не воспользоваться уже готовыми экономическими прогнозами инфляции? Во-первых, такие прогнозы редко простираются дальше, чем на год-два. Во-вторых, они могут не совпадать с рыночными прогнозами (ожиданиями), которые встроены во временную структуру процентных ставок. В-третьих, эмпирические исследования свидетель-

<sup>3</sup> Вместе с тем к отдельным статьям прогноза могут применяться иные, более низкие или высокие показатели инфляции, но все равно они должны быть привязаны к общему уровню инфляции. Например, прогноз дохода с продаж должен отражать рост физического объема продаж в единицах продукта и ожидаемое повышение товарных цен. В свою очередь, повышение товарных цен должно отражать ожидаемый общий уровень инфляции плюс-минус специфическая инфляция, характерная для конкретного продукта. Допустим, общая инфляция ожидается на уровне 4%. а цена продуктов компании, согласно ожиданиям, будет расти на 1% медленнее. Таким образом, от цен компании в целом ожидается рост на 3% в год. При условии, что физический объем продаж ежегодно увеличивается на 3%, прогнозируемый рост дохода с продаж составляет 6,1% в год (= 1,03 x 1,03 - 1,00)

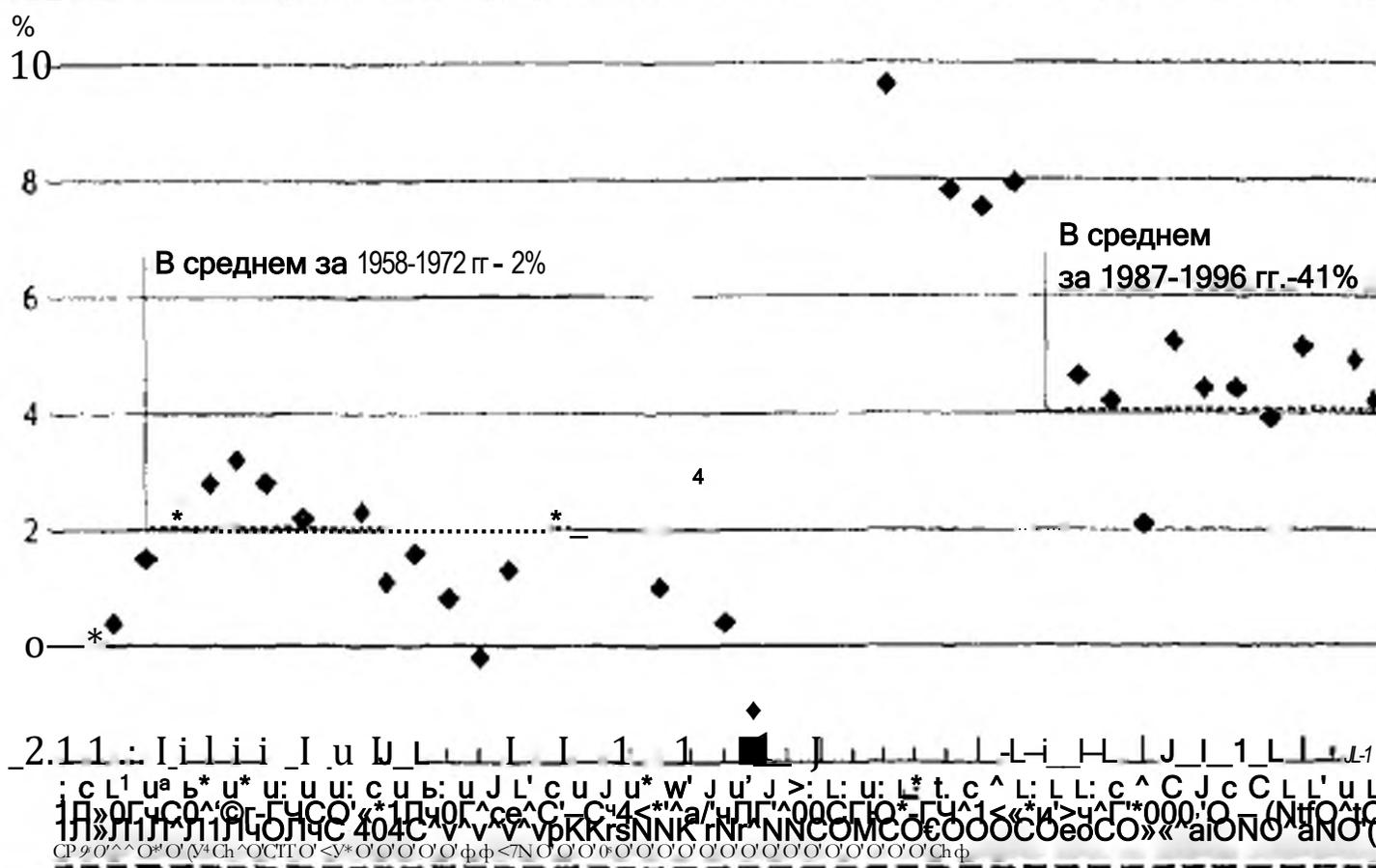


Рисунок 11.5. Доходность облигаций правительства США за вычетом инфляции

ствуют, что рыночные оценки гораздо меньше подвержены случайным искажениям<sup>4</sup>.

Оценить реальную процентную ставку непросто. Вот три возможных подхода.

1. За период с 1926 по 1998 г. долгосрочные правительственные облигации в США приносили доходность с годовым сложным начислением 5,3%. тогда как инфляция составляла в среднем 3,0%. Стало быть, реальная доходность инвестирования в долгосрочные правительственные облигации — 2,2%<sup>5</sup>.
2. Другой ретроспективный подход: соотносить доходность к погашению (долю прибыли в совокупной доходности) правительственных облигаций с фактической инфляцией за период. На рисунке 11.5 показана } доходность к погашению 20-летних правительственных облигаций за вычетом инфляции следующего года. Средняя реальная доходность существенно возросла - с 2,0% в 1958-1972 гг. до 4,1% в 1987-1998 гг. (в данном случае за рамками оставлен крайне бурный период 1973-1986 гг., когда инфляция и процентные ставки колебались в очень широком диапазоне).

<sup>4</sup> См.: *E. Fama and M. Gibbons. A Comparison of Inflation Forecasts // Journal of Monetary Economics. 1984. May. P. 327-348, G. Hardouvehs, The Predictive Power of the Term Structure during Recent Monetary Regimes // Journal of Finance. 1988. Jm* \* 339-356.

3. С недавних пор правительство США стало выпускать облигации, индексированные на инфляцию. В сентябре 1999 г. их реальная доходность составляла около 4% (примерно столько же, сколько и в предыдущем году). Некоторые аналитики по техническим и налоговым соображениям сочли такие облигации недостаточно ликвидными, чтобы они могли достоверно представлять рыночные ожидания реальной доходности. По мере развития рынка таких облигаций эти сомнения, возможно, пойдут на убыль.

У каждого из этих подходов есть свои слабости. По нашему опыту, в большинстве стоимостных оценок реальная безрисковая процентная ставка принимается за 3-4%.

## РАЗРАБОТКА СЦЕНАРИЕВ

К настоящему моменту вы составили один прогноз для вашей компании, причем не исключено, что он отражает наиболее вероятный вариант развития событий. Но в большинстве случаев никто из нас не может быть совершенно уверен в том, что наш прогноз указывает единственно возможный путь в будущее. Прибегая к разработке сценариев, мы тем самым признаем, что финансовые прогнозы есть не более чем догадки просвещенных. Лучшее, на что мы способны, — сузить рамки вероятных исходов будущей деятельности. Рассмотрим для примера высокотехнологичную компанию, проектирующую новый уникальный продукт. Если ее усилия увенчаются успехом, то ее конкурентным преимуществом станет непревзойденная потребительная стоимость продукта. Соответственно, для нее весьма вероятны быстрый рост и высокая рентабельность капитала. Если же компания потерпит неудачу с новым продуктом, ей, скорее всего, придется оставить бизнес. Сценарий, предусматривающий для этой компании умеренные темпы роста и среднюю рентабельность, наименее осуществим, хотя его и можно считать статистически наиболее вероятным. Пусть описанная нами ситуация нетипична, но мы, тем не менее, убеждены, что разрабатывать для компании несколько сценариев и вычислять ее стоимость в каждом сценарии лучше, чем пытаться составить единственный «наиболее осуществимый» прогноз с единственным значением стоимости.

Разработав сценарии и дав стоимостную оценку каждому из них, мы можем найти «итоговую» стоимость компании как средневзвешенную значений стоимости в независимых сценариях; для этого нужно приписать каждому значению соответствующую вероятность осуществления сценария. В таблице 11.2 показано, как мы провели такого рода оценку для некой сталелитейной компании.

Разработка сценариев не сводится к механическому изменению темпов роста продаж, скажем, на 10%. Напротив, эта работа требует всеобъемлющего набора предпосылок, описывающих возможные варианты будущего

Таблица 11.2. Оценка стоимости сталелитейной компании  
{числовые данные, кроме вероятности, — в млн лол.}

Сценарий	Стоимость коммерческого предприятия	Долг	Стоимость собств. капитала	Вероят- ность (в %)	Среднсвзвешенна стоимость собст». капитала
Обычное состояние бизнеса	2662	2520	142	15	• 1228
Небольшое улучшение в отрасли	3694	2520	1174	65	
Существенное улучшение в отрасли	4736	2520	2216	2°	

развития событий и их последствий для прибыльности отрасли и финансовых результатов компании. (Практический пример см. в разделе, посвященном Heineken.)

### ПРОВЕРКА ВНУТРЕННЕЙ СОГЛАСОВАННОСТИ И УТОЧНЕНИЕ ПРОГНОЗА

Завершается процесс прогнозирования определением свободного денежного потока и факторов стоимости (на основании прогнозных форм баланса и отчета о прибылях и убытках), а также оценкой достоверности прогноза. Прогноз следует анализировать так же, как результаты прошлой деятельности компании. Для того чтобы понять, что может происходить с ключевыми факторами стоимости, задайтесь такими вопросами.

- Соответствуют ли показатели компании по ключевым факторам стоимости ее экономическим характеристикам и конкурентной динамике отрасли?
- Соответствует ли рост дохода компании отраслевому росту? Если доход компании растет быстрее, чем по отрасли в целом, какие из конкурентов теряют свою долю? Будут ли они принимать ответные меры? Обладает ли компания необходимыми ресурсами для управления своим ростом?
- Соответствует ли рентабельность капитала компании конкурентной структуре отрасли? Если барьеры для вступления в отрасль снизились, следует ли ожидать также и снижения рентабельности? Если усилилась влияние потребителей, упадет ли норма прибыли? И наоборот, если позиции компании в отрасли укрепились, следует ли ожидать роста рентабельности? Как выглядят показатели роста и рентабельности компаний в сравнении с конкурентами?
- Как повлияют на рентабельность изменения в технологии? Скажутся ли они на уровне риска?
- Способна ли компания эффективно управлять всеми инвестициями, которые осуществляет?

И наконец, вам нужно четко уразуметь финансовые последствия своего прогноза. Потребуется ли компании привлечь значительные объемы капитала? Если да, сумеет ли она раздобыть необходимое финансирование? Чему следует отдать предпочтение - заемному или собственному капиталу? Если у компании образуется избыток денежных средств, какими возможностями она располагает для их инвестирования или распределения среди акционеров >

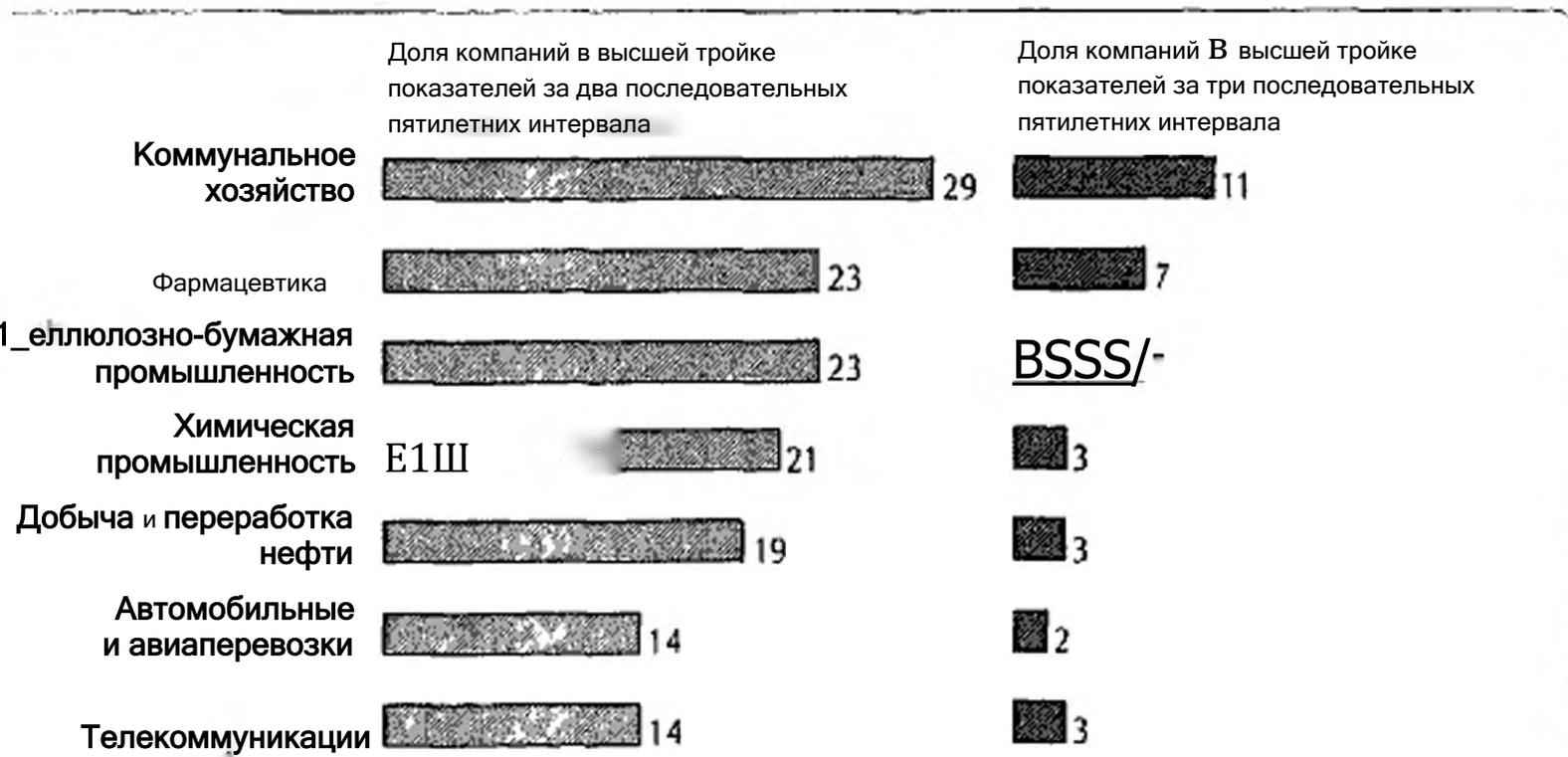
### НЕКОТОРЫЕ ФАКТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ КАК ОРИЕНТИР ДЛЯ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Долгосрочная рентабельность инвестированного капитала и темпы роста — универсальные факторы стоимости. Поэтому не вредно проследить динамику этих показателей у разных компаний. Несколько наших коллег собрали данные о результатах деятельности компаний из выборки отраслей.

- ◆ На продолжительных отрезках времени компании редко опережают в результативности своих «собратьев» по бизнесу. На рисунках 11.6 и 11.7 показаны доли компаний (по отраслям), сумевших занять три высшие ступени в каждой отрасли по уровню *ROIC* и темпам роста дохода в течение 10 и 15 лет (с разбивкой на пятилетние интервалы). По *ROIC* менее четверти ведущих компаний удавалось обходить других участников отрасли на протяжении 10 лет и менее 10% - на протяжении 15 лет. Группы отраслевых лидеров по темпам роста оказались чуть более многочисленными: менее 40% на протяжении 10 лет и менее 20% — на протяжении 15 лет.

Из этого следует, что при оценке стоимости вы не должны исходить из предпосылки, будто оцениваемая вами компания сможет всегда опе-

Рисунок 11.6. Немногие компании удерживают высокую *ROIC* относительно отраслевого уровня (числовые данные — в %)



резать отрасль. (Это под силу лишь некоторым компаниям; весь фокус? том, чтобы понять, каким именно.) Теория гласит, что конкуренция ведет к снижению рентабельности.

Рисунок 11.7. Немногие компании удерживают высокие темпы роста дохода относительно отраслевого уровня (числовые данные — в %)

Г



Рисунок 11.6. Результаты отдельных компаний сильно отклоняются от среднеотраслевого уровня (числовые данные — в %)

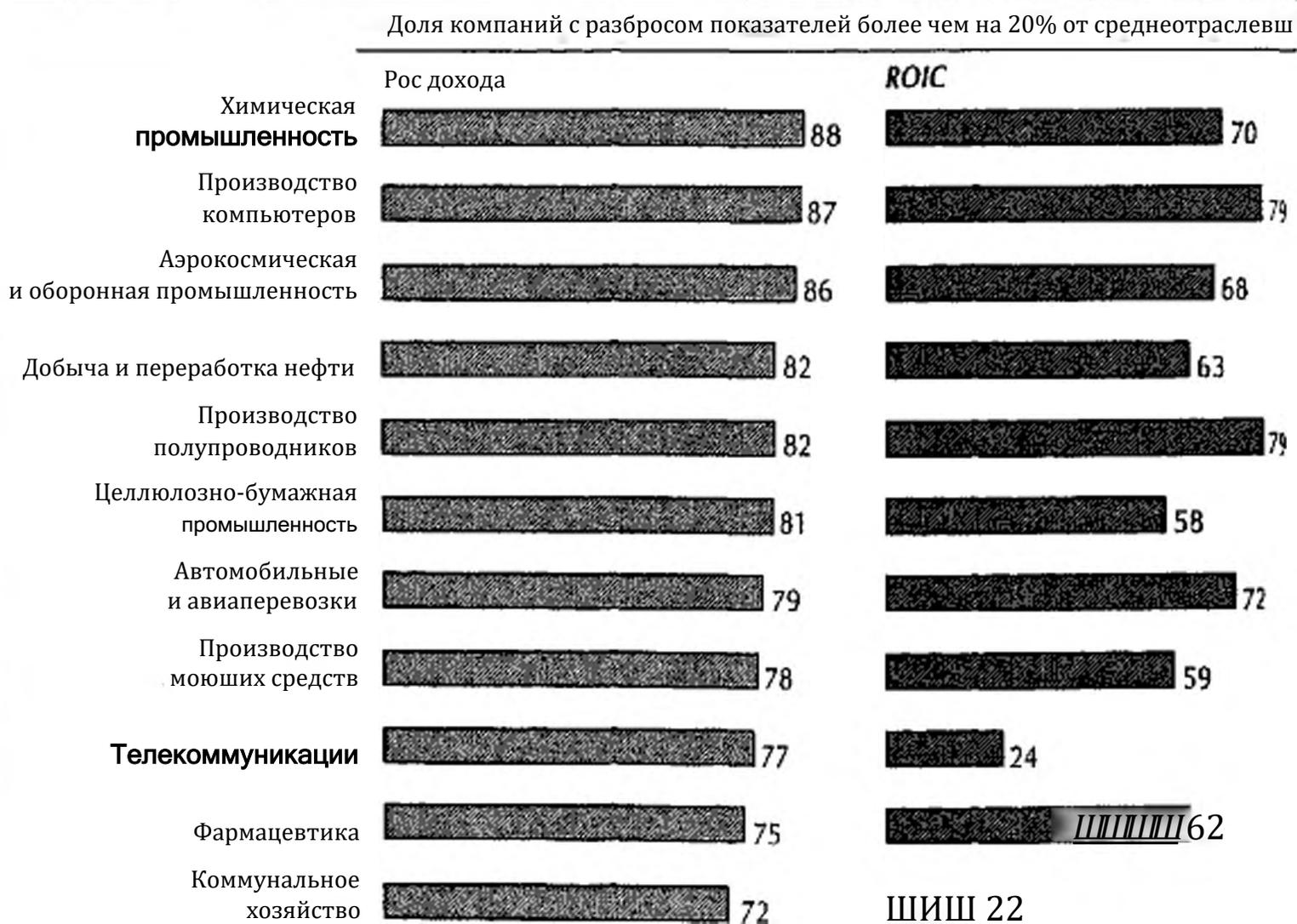


Таблица 11.3. Среднеотраслевая *ROIC* (числовые данные – в %)

Годы	1966-1975	1976-1985	1986-1995
Фармацевтика	25	17	27
Химическая промышленность	13	И	14
Автомобильные и авиаперевозки	13	13	а
Добыча и переработка нефти	12	12	ь
Целлюлозно-бумажная промышленность	10	11	10
Телекоммуникации	7	9	9
Коммунальное хозяйство	7	6	7

- *Результаты отдельных компаний сильно отклоняются от среднеотраслевых показателей.* Как показано на рисунке 11.8, по темпам роста дохода более 70% компаний отклоняются от среднеотраслевого уровня больше чем на  $\times 20\%$ . (Это означает, что при среднеотраслевом росте 10% в год более 70% компаний отрасли растут меньше чем на 8% или больше чем 12%.) В нерегулируемых отраслях примерно такая же картина и с *ROIC*: более 60% компаний отклоняются от среднеотраслевого уровня больше чем на 20%.
- *Среднеотраслевые показатели *ROIC* и темпов роста зависят от общеэкономических параметров.* В таблице 11.3 показаны средние значения *ROIC* для нескольких отраслей за три 10-летних интервала с 1966 по 1995 г. Фармацевтика, например, отличается устойчиво высокой рентабельностью благодаря патентной защите новых лекарственных препаратов. Отрасль грузовых перевозок демонстрирует заметное снижение *ROIC* после дерегулирования. Нефтедобыча и нефтепереработка испытала сильный спад *ROIC* по завершении нефтяного кризиса в результате неспособности стран ОПЕК удержать высокие цены на нефть. Другие отрасли выборки сохраняют относительную стабильность, хотя коммунальное хозяйство и телекоммуникации явно отстают по рентабельности от всех остальных (что объясняется регулированием этих отраслей и более низкими затратами на капитал).

Эти данные лишний раз подтверждают, насколько важно знать конкурентную динамику отрасли. Не следует думать, что все отрасли без исключения перебиваются рентабельностью, всего лишь покрывающей затраты на капитал (см. фармацевтику). Не следует также думать, что высокорентабельные отрасли без существенных барьеров для вступления (как, например, нефтедобыча и грузовые перевозки) сохранят высокую рентабельность, если барьеры будут вовсе устранены.

В таблице 11.4 показаны средние темпы роста для нескольких отраслей. Это средние показатели по выборке компаний каждой отрасли, а не по отрасли в целом. Они наверняка завышают общеотраслевой рост из-за «эффекта выживших» (в выборку вошли только уцелевшие компании), а также из-за эффекта слияний и поглощений. Тем не менее таблица дает некоторое представление о долгосрочной динамике.

Таблица 11.4. Среднеотраслевые темпы роста дохода (числовые данные — о %'&lt;

Голы	1966-1975	1976-1985	1986-1995
Фармацевтика	10	3	12
Химическая промышленность	9	2	4
Автомобильное и авиаперевозки	7	8	10
Добыча и переработка нести	М	6	-1
иеллюлозио-бумажная промниленность	9	5	6
Телекоммуникации	12	11	5
Коммунальное хочяис г во	7	6	2
Производство полупроводников	—	34	20
Производство компьютерной аппаратуры	-	25	14
Аэрокосмическая и оборонная промшленнгктъ	4	5	-1

За некоторыми исключениями рост замедляется по мере старения отрасли. Но исключения — это, как всегда» самое интересное. В автомобильных авиаперевозках рост ускорился вследствие дерегулирования и нововведений (таких как экспресс-доставка в течение суток). В фармацевтике рост ускорился благодаря внедрению новых лекарственных препаратов. Впрочем, в большинстве отраслей рост все-таки замедляется, приближаясь к общеэкономическим темпам. И опять вы видите, как фундаментальный анализ помогает предсказать дальнейшие перспективы.

Ну вот, теперь вы готовы добавить последний штрих к вашей стоимостной оценке, включив в нее продленную стоимость, но это уже тема еледующей главы.

## HEINEKEN: пример

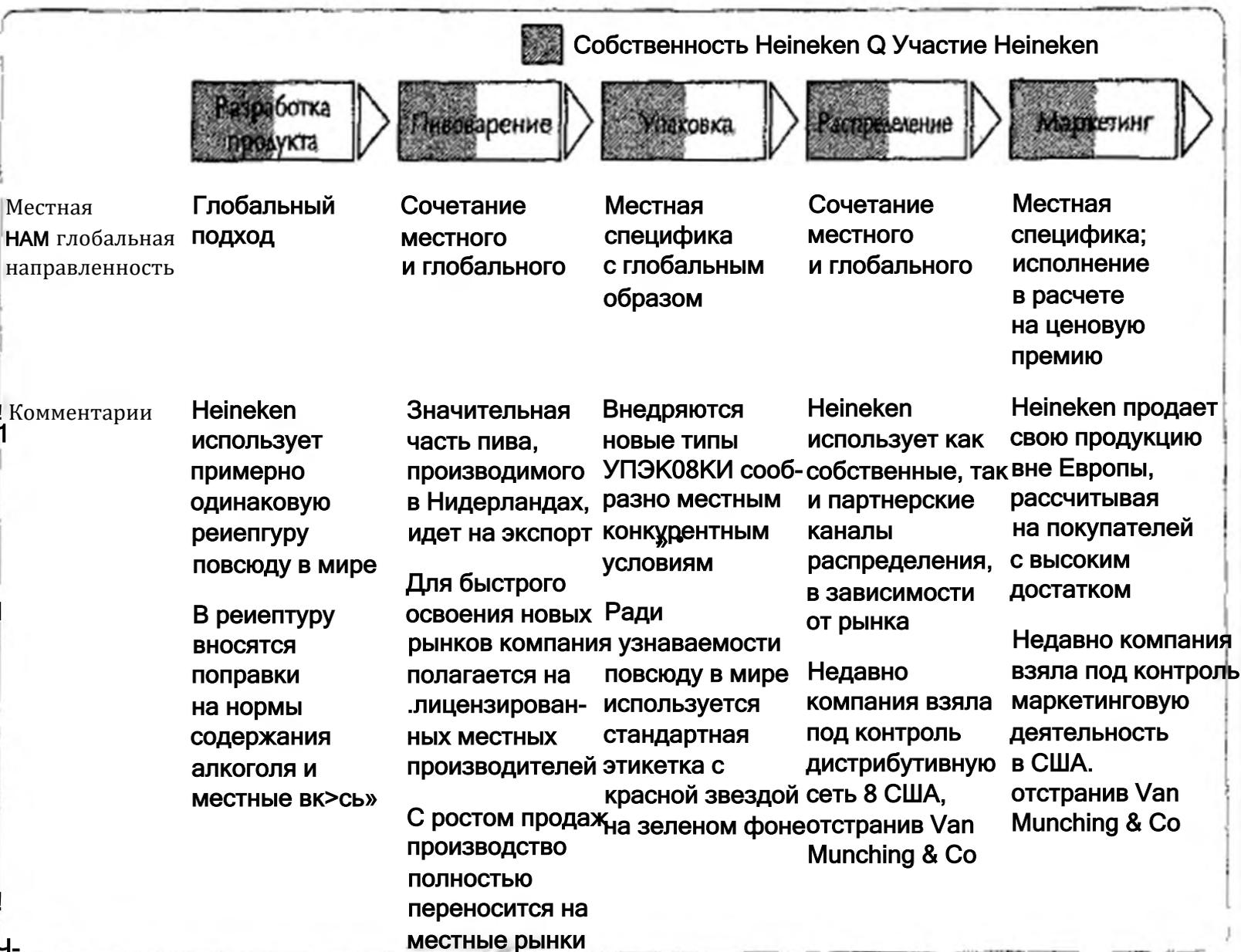
В этом разделе мы составим прогноз для компании Heineken, следуя процедуре, наложенной в настоящей главе. Первым делом мы обрисуем стратегические перспективы Heineken и наметим несколько сценариев развития событий. После чего выразим самый достоверный сценарий в форме финансового прогноза.

В данном случае мы составляем детальный прогноз на пять лет и обобщенный прогноз на следующие 10 лет. За этим 15-летним горизонтом прогноза следует период продленной стоимости (см. гл. 12).

### ВЫЯВЛЕНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПЕРСПЕКТИВ

Прежние успехи Heineken, видимо, связаны с проводимой компанией стратегией глобализации, направленной на укоренение своей торговой марки и производственных навыков повсюду в мире. Анализ бизнес-системы дает наглядное представление о том, каким образом Heineken приспособливает свою торговую марку к международным условиям и распространяет передовую практику производства и маркетинга на местные рынки (см. рис. 11.9).

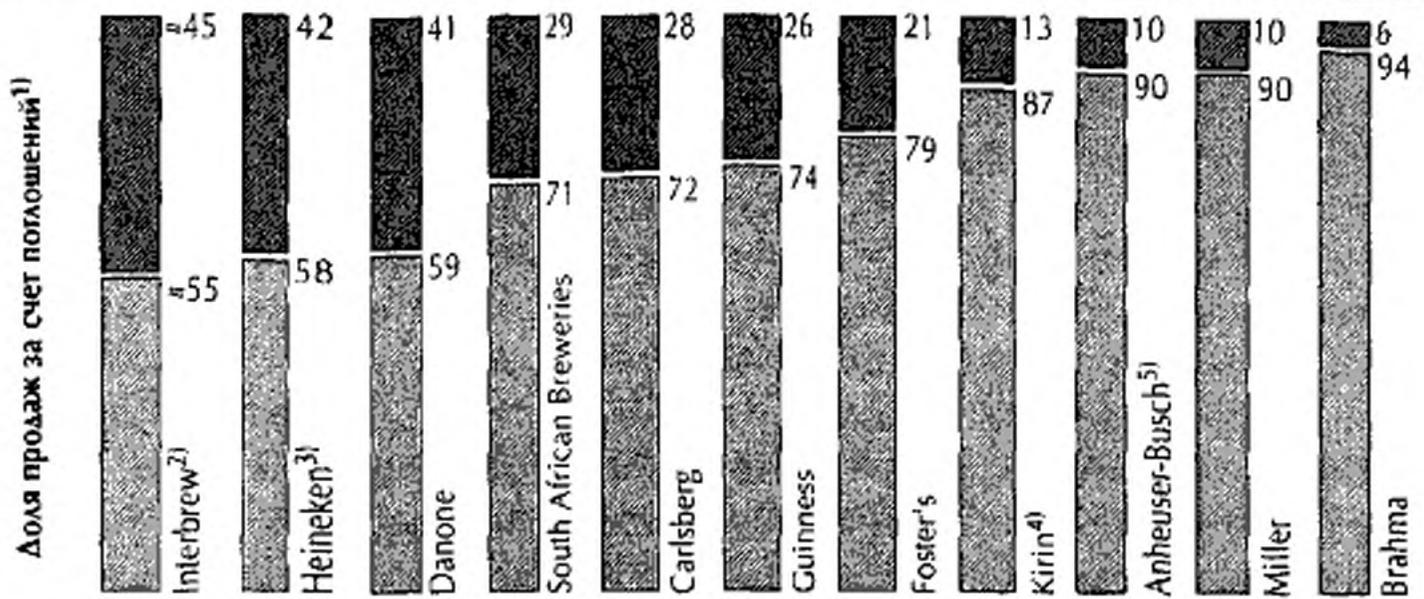
Рисунок 11.9. Heineken: анализ бизнес-системы



- *Разработка продукта.* Heineken приспосабливает рецептуру своих главных сортов пива к мировому стандарту. Тем самым компания не только минимизирует расходы на разработку продукта, но и гарантирует неизменное качество повсюду в мире.
- *Пивоварение.* Heineken строго контролирует качество продукта, используя для этой цели «разъездную бригаду» специалистов, то есть командируя на места мастеров пивоварения, которые внедряют на предприятиях передовой опыт. Это помогает снизить издержки производства на развивающихся рынках и добавляет стоимость предприятиям, купленным или созданным с нуля на новых рынках. Для максимально полного освоения новых рынков Heineken сочетает экспорт, местное лицензионное производство, а также приобретение местных производственных мощностей и торговых марок для организации собственного производства.
- *Упаковка.* Ради узнаваемости торговой марки Heineken использует единообразное оформление продукта и стандартные пивные этикетки, но вместе с тем вносит в упаковку местную специфику, следуя вкусам потребителей в той или иной стране. Хотя такой подход несколько увеличивает переменные издержки, это с лихвой оправдывается успехами в проникновении на новые рынки.
- *Распределение.* Масштабы владения дистрибутивными сетями в отдельных странах у Heineken разнятся в зависимости от зрелости рынка и типа стратегии, проводимой компанией на конкретном рынке.
- *Маркетинг.* Эффективное продвижение торговой марки — один из важнейших факторов успеха Heineken. По глобальному охвату Heineken превосходит всех остальных участников пивного рынка; ее пиво можно встретить в более чем 170 странах мира. Свои главные марки (Heineken и Amstel) компания рекламирует как элитарный продукт на неевропейских рынках и как массовый продукт в Европе. Heineken сегментирует потребительский рынок и рекламную стратегию таким образом, чтобы добиться максимально возможной ценовой премии. Наконец, Heineken реинвестирует значительную часть нераспределенной прибыли в рекламу и продвижение торговой марки в каждой стране.

Heineken подкрепляет свою бизнес-стратегию агрессивной программой поглощений. За время своего масштабного «покорения» Европы в 1980-х годах компания скупала многих местных производителей и дистрибьюторов. Среди поглощений, осуществленных после 1991 г. (когда была приобретена американская дистрибьюторская и маркетинговая фирма Van Munching & Co.), можно назвать такие пивоваренные компании, как Sörgyár (Венгрия), итальянское отделение Interbrew, Zalty Bazant (Словакия), Birra Moretti (Италия), Fisher Group и Saint-Arnould (Франция), Zywiec (Польша). Heineken может похвастаться самым быстрым ростом за счет поглощений среди всех остальных крупных пивоваров мира, кроме Interbrew (см. рис. 11.10).

Как показано в таблице 11.5, стратегия глобализации и поглощений помогла Heineken занять прочные конкурентные позиции во всех регионах мира, хотя на



¹) Включая новые поглощения, а также приобретение крупных пакетов акций,

²) Оценки на основе опубликованных данных.

³) Включая поглощение французских компаний Fisher and Sairt-Arnould в 1996 г.

⁴) Включай долю 45% в собственности Lion Nathan.

⁵) С учетом 51 % объема производства Grupo Modelo.

Источник: Оценки McKinsey на основе опубликованных данных.

Рисунок 11.10, Доля текущего объема продаж, достигнутая благодаря поглощениям с 1990 г. (числовые данные — в %)

первое место по рыночной доле компания вышла только в Европе (по состоянию на 1997 г.).

Учитывая, что на каждом региональном рынке (или в отдельной стране) обычно доминируют два-три игрока, можно сказать, что Heineken обрела солидный вес в Европе и Африке, но менее влиятельна на Американском континенте и в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Хотя Heineken растет значительно быстрее, чем ее американские конкуренты на внутреннем рынке, она все еще сильно отстает от тройки лидеров: Anheuser-Busch, Miller и Coors. К тому же в 1999 г. в результате массовых поставок пива «Сокопа» в Мексику Heineken утратила позиции ведущего импортера пива в США.

Таблица 11.5. Рыночная доля и конкурентные позиции в отдельных географических регионах, 1997 г.

Регион	Ведущие игроки	Рыночная доля Heineken (в %)	Рыночные позиции Heineken
Испания	Heineken, Carlsberg, Danone, Bass	8,1	№1
Западное полушарие	AB, Miller, Brahma, Interbrew	4,2	№9
Азия	AB, Miller, Coors, Busch	3-4	№12
Азиатско-Тихоокеанский регион	Kirin, Asahi, San Miguel, Foster's	2,7	№7
Африка	SAB, Heineken, BGI, Guinness	14,3	№2

## РАЗРАБОТКА СЦЕНАРИЕВ

Пивоваренная отрасль отличается медленным ростом, фрагментарностью на глобальном уровне и концентрацией в регионах (или отдельных странах). Перспективы роста на новых развивающихся рынках выглядят гораздо внушительнее, нежели в Европе и Северной Америке. Мы наблюдаем в отрасли две различные стратегии: глобальную интеграцию или специализацию на отдельных звеньях стоимостной цепочки. Если судить по размерам бизнеса и широте географического охвата, которые характерны для крупнейших игроков отрасли, многие из них, включая Heineken, отдают предпочтение глобальной интеграции. Большинство рынков консолидируется, поэтому все, на что могут рассчитывать интеграторы в дальнейшем, не считая мегаслияний, это относительно медленный рост за счет естественного развития либо мелких поглощений.

В настоящий момент ни один из крупных игроков не намерен отказываться от независимости. Но так, вероятно, будет не всегда, следовательно, здесь сохраняется значительная неопределенность. Мы разработали три сценария будущего развития событий.

1. *Обычное состояние бизнеса.* Отрасли удастся избежать серьезных ненормальных войн, благодаря чему общеотраслевая рентабельность капитала несколько повышается. Параметры деятельности Heineken остаются такими же, как и в конце 1990-х годов, и компания в ближайшем будущем осуществляет два крупных поглощения и несколько мелких. Компания продолжает держать курс на глобализацию и к 2003 г. увеличивает свою рыночную долю до 6,6% — против 6,1% в 1998 г. На этом фоне мы прогнозируем для Heineken стабильный плодотворный (с точки зрения стоимости) рост при относительно вялой динамике нормы прибыли и рентабельности инвестированного капитала.
2. *Ценовые войны.* Ценовые войны в отрасли, затеянные Miller и Busch, продолжаются, сбивая отраслевую рентабельность до уровня затрат на капитал. Деятельность Heineken остается стабильной, но уже с более низкой нормой прибыли и без новых поглощений.
3. *Упорядочение рынка/отраслевая консолидация.* Отрасль консолидируется и избегает ценовых войн. Heineken повышает норму прибыли (как валовой, так и чистой) посредством агрессивных слияний/поглощений. Она выходит в лидеры отраслевой консолидации.

В оставшейся части этой главы и в главе 12 (посвященной продленной стоимости) мы будем подробно разбирать только один сценарий — где предусмотрено обычное состояние бизнеса. К итоговой оценке стоимости с учетом двух других сценариев мы обратимся в главе 13.

## ПОСТАТЕЙНЫЙ ПРОГНОЗ НА БЛИЖАЙШИЙ ПЕРИОД

Как мы уже говорили, в данном случае мы выбрали 15-летний горизонт прогноза, чтобы дать отрасли достаточно времени для завершения стратегических игр, а Heineken — для достижения устойчивого финансового состояния. На

первые пять лет составляется детальный прогноз, а на остальные 10 лет — обобщенный (сжатый) прогноз. Это будет прогноз на основе спроса; иными словами, большинство статей отчета о прибылях и убытках и баланса выводятся из прогноза продаж. Подробные выкладки на первые пять лет представлены в таблицах 11.6 и 11.7.

### Доход

Существует несколько способов смоделировать рост дохода, предварительно разбив его на несколько важнейших составляющих. В инвестиционном отчете Merrill Lynch, опубликованном в декабре 1998 г., представлена одна из таких моделей, которую мы приспособили к задаче прогнозирования. В этой модели рост дохода есть функция роста физического объема продаж, среднего изменения иены (выраженного через пену единицы продукта и изменение продуктового ассортимента) и поглощений.

В сценарии обычного состояния бизнеса мы прогнозируем для Heineken естественный рост продаж (без учета поглощений) в среднем на 1,5% в год — чуть ниже, чем по отрасли в целом, из-за расширяющегося присутствия Heineken на медленно растущих развитых рынках. Когда сюда прибавляются ежегодно 1—3% дополнительных продаж вследствие поглощений, компания начинает опережать рынок по темпам роста. В результате рыночная доля Heineken увеличивается с 6,1% в 1998 г. до 6,6% в 2003 г.

1-енные изменения зависят от географического распределения продаж, поскольку на развивающихся рынках цены обычно ниже. Мы прогнозируем убывающий рост цен до 2% в год (т. е. меньше, чем в прошлом) по мере перенесения все большей части продаж на развивающиеся рынки. Общий рост дохода, с учетом физического объема продаж, ценовых изменений и поглощений, прогнозируется на уровне около 6% в год.

### Операционные издержки

Операционные издержки Heineken (без амортизации), выраженные как доля дохода, с 1994 по 1998 г. колебались в диапазоне 83,5—86,6%, достигнув низшего значения в 1998 г. Здесь сопоставимы только годы с 1996 по 1998 из-за поглощений, осуществленных в 1996 г. (Fisher Group, Saint-Arnould и Birra Moretti). В нескольких категориях издержек наблюдаются явные тенденции. Маркетинговые и сбытовые расходы вкуче образуют наибольшую часть операционных издержек (33,8—34,3% дохода) и остаются относительно стабильными. Это соответствует глобальной стратегии маркетинга и продвижения торговой марки, которой придерживается компания. Затраты на сырье снизились. Отчасти это связано с осуществляемой компанией программой экономии на издержках, а отчасти — с повышением курса доллара относительно других валют, включая евро. Расходы на упаковку и оплату труда остаются практически неизменными вслед за небольшим снижением после 1996 г. Это единовременное снижение после 1996 г. вернее всего объясняется

ним 1 w\* 1T96 IW IW J993

20\*

IV»H05

\*0#\* W2 2#0>

Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Роп прхмх</b>	<b>*33</b>	10	-1,0	1.0	4.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Госг uCH'ISMOMMMT Itkui* goovu мхпртмм*****	1д5	ю	3.0	и)	1.0	?в	2.6	24	2.2	20	20
(стаанй рост	W	4.0	2.0	4.0	7.0	4.Й	4.1	3.9	3.7	3.5	3.5
Рoo ашмшых сбсрсе	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	П.0
Погасшей*	V0	4.0	»5.9	за	7.0	3.0	1.0	1.0	3.0	1.0	1.0
Ижм#«ги» иипим» урw	0.0	-4.0	-1.0	3.0	-2.0	-IX*	DO	0.0	0.06	0.0	0.0
Льт Аскги« ратное» «<?>ко.	сн	5.0	17.0	11.0	7.0	U	5.1	4.9	6.7	4.5	4.5
<b>ЛЗ^&lt;ЭТССИ^&gt;&lt;&lt;0б&gt;&gt;анК21ЬМ^1Ч&gt;&gt;^«ЧЛ;</b>	<b>9 522</b>	9 575	9 П6	\0S95	Ю4Я	10527	1! 271	\1 711	12144	12 569	12 569
Лоси ОТ ЛОСЛОШЫИЭ 1я *W гу^wxfib.1	45?	Я7П	2 453	1017	3 392	1969	4 200	161?	5 262	5 620	5 620
РОСТ мирЭЯДО  1«ИК4	5?	2.5	U	2,7	7/6	2.0	2/1	1.3	1/5	1.5	1.5
(У»»м ММ(vi«обо ри»*«э It n»и гткалнтроя?	1154*	1 22b	1 240	1 273	1 306	1 333	1 359	1 301	!0?	1 422	1 422
Рмилиаз ува	1/9	SJ	V	SA	6.Г	6J	6.1	6.3	8д	6*	6*
Гг^o>пмU> объем V^UK-4 м\м ге*и*мгрсм}	И»,Г	M.1	702	73,6	79.1	03,1	<5 1	07J	91.2	93.3	93.3
OuryiiMWHWT «и»р«н с* 1Й1 аоьоы											
Сбору.ЛМЛЧ4 НДЮГЧ с пулих	116	13.3	13.3	0.7	13.1	13.1	13.1	13.1	П.1	п.1	п.1
<b>Мар*ги-п*иг рагпин</b>	<b>M.2</b>	1S.1	11.0	»2.2	12.6	12.6	12.6	12.6	17.6	12.6	12.6
Ciafttwi июзди	99	9.0	12.0	12.1	11.6	11.6	И.6	11.6	П.6	11.6	11.6
VgviMXsu	10.7	п.о	11.4	Ю.4	•0.5	IC.5	10.5	10.5	Ю.5	10.5	10.5
Сu>f	5.7	5.9	?X>	6.5	S3	5.3	53	5.3	5.3	5/3	5/3
Прочие илмрксиг^хпеобом	14.1	13.3	13.2	13.9	13.9	13.9	139	139	13.9	13.9	13.9
Опляк# *р>ю	16.9	16.6	17.6	16.8	16.6	16.6	lb.b	16.6	16.6	16.6	16.6
<b>Прасигые ГТМ1М</b>											
<b>ПрсускГ</b> ПО юбитмм ричУЖьМ Ц?ИМ»М С^»лДЮч							3,3	3J	3/3	3/3	3.3
Мроиг^т^с ииесасл^х^уу	11.0	10,6	13,5	7/8	8,5	0/5	8.5	8-5	8.5	8.5	8.5
<b>Прхе-т гс погону деофмвму доу</b>							и	43	4.3	4.3	4.3
<b>Начни</b>											
Стаю идм. м* WM	ЭДД	W/8	ЪЛ	эм	33.8	33.8	п.0	3J.0	33.0	33.8	33.8
I *р»м л»нн» начшоога стаей	35.0	35/0	35P	35.0	35.0	35.0	35.0	зз.с	35.3	35.0	35.0
Грврост ОдяМИ* мменмкаф * WTA	-W	a?	3.3	•1-S	5*	3.0	SJ0	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>Ммиорчтарш* рианг</b>											
К^-.М «J»Cwi tUM>* «Н»	4.4	4.4	4.3	2.7	2.6	4.3	4.3	4.)	4.1	4.3	4.3
К^-.М «J»Cwi tUM>* «Н»	<b>-106,1</b>	1«Л	-116*7	142.11	-&• 1.5	60.0	оп.о	Л0.0	6ол»	УЛ0	УЛ0

288

Таблица 11.7. Нейтквт: предпосылки **хкя** прогноза статей баланса

(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, – в %)

Ttu	IftM	1995	'996	1997	1996	1999	20»	1*04400 26C12002	2003
KlftMCjAfeMbj» Uip«ТМ М ЯМОрТмишН *<1mC СОКfMtaC Cpi^ТС Д жиО»	≤и	45,1	41,9	41,1	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
ЛмортэдМАЧмсш* осн. сполгты, и» вэисигш)2.S	2.S	ПА	1,4	1,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
»^ur-c*КюМ4f.oo*. group, мг ксеси ;ш)	-0.2	а?	9,9	-1,5	5,7	1,0	1,0	UJ	1/*
11(>. 4И«JttHftbi Нидетмижими? субгкгмк'АТма!			ол	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4
#ост»ЧСТШМ1 и деамгееьх.-лигжн»	19Л	143	Ш	17,7	14,3	5,0	5,0	\$,0	6Л1
ОЛ^осмм* мпни*									Sil
3tfnKWftO»ia	6,9	7,6	B.)	7,6	7Л	7Л	7,2	7,2	7,2
f1 KMM# i:S*; Vit*М«- «IMN4fV.ini	7,9	0A	10j0	9,4	**	6,6	3,0	8,0	3,8
Омраио»мг лнк-лми-; ФсдстшАДО*	3,6	3,5	3,9	3,4	V	3,5	3,5	3,3	3,5
Крвлитороая М/z^HiMorT WAOMO*	2,3	2,0	2,0	2,0	го	2,0	2,0	2,0	2,0
Гро*«r?e/и«обамяздсшудст	5,9	6,7	7,1	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	0,6
ЧМСТУИ оборопьн	11,3	11,7	11,9	11,7	12,4	11,7	11,8	11,8	11,8
Ссбоина МШЦГ	1,4	3,1	4,5	4,4	1,7	AJ	u	-U	11
Л/ЯН1Г-ЛИН» НААП	21,2	30,6	26,6	23,1	25,9	25,9	1СЯ0	15,9	26,5
ОБЛ^О. ЦЖд ЛХьУЧ	3	0	0	0	0	0	0	0	100,0
Браия ю креоовосу 1» и«м гртддежи?	-0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сп»к#-* реггутм {»**w gryдо*)	-12?	-72	-139	-134	-612	-231	-91	-95	299
Пронж об*»к*»ги									-юН
trmixpovft АСИГ   и*н i)»ftWoil	433	5*6	774	476	4/4	216	130	297	a
1»:pСИИ^ А^А*»ЯМЛН ryMAIVOU	503	424	792	909	3 153	933	761	376	526
1?«фиС4* <1кя' обввмюн {ftИ%ЛГЛ*Де*0*1fM		167	16?	157	Ю3	101	Ю3	Ю3	Ш3
									5?6 m

полной интеграцией вновь поглощенных предприятий. Не располагая никакими другими сведениями, мы прогнозируем на следующие несколько лет ту же долю операционных издержек в доходе (на уровне 1998 г.).

### Амортизация

Основная часть амортизируемых активов, купленных Heineken, связана с пивоваренным производством; сюда входят производственные помещения и крупное оборудование. С 1994 по 1998 г. амортизационные отчисления составляли 11—14% чистых основных средств. С учетом медленного роста отрасли и индустриальной структуры пивоваренного бизнеса мы полагаем, что доля амортизации в чистых основных средствах останется прежней.

### Издержки финансирования

Схема погашения имеющегося у Heineken долга представлена в ее годовых отчетах. Мы включили в прогноз также новый долг и рыночные ценные бумаги, чтобы уравновесить источники и использование денежных средств. Ради простоты мы оцениваем процентные расходы, исходя из величины долга на начало года, а не из средней величины за год. Процентную ставку по существующему долгу мы прогнозируем на уровне 8,5%, то есть на уровне фактической ставки в 1998 г. В качестве ставки по новому долгу и пенсионным обязательствам берем альтернативные издержки заимствования, то есть 4,3%. За процентную ставку по избыточным рыночным ценным бумагам принимаем ставку краткосрочных казначейских векселей в Нидерландах.

### Налоги

Мы оценили предельную налоговую ставку для Heineken в 35%: это официальная ставка налога на прибыль в Нидерландах. Эффективная ставка налога на *EBITA* в прежние времена у Heineken была близка к предельной ставке (33—36%; за исключением лет, отмеченных особенно крупными поглощениями. На этой основании для прогнозирования денежных налогов мы используем эффективную налоговую ставку за 1998 г. (33,8%).

### Оборотный капитал

Операционный оборотный капитал состоит из денежных средств в основной деятельности, дебиторской задолженности, товарно-материальных запасов и прочих оборотных активов (таких как авансовые платежи) за вычетом кредиторской задолженности и прочих текущих обязательств (таких как подлежащие выплате налоги). Сюда не входят краткосрочные источники финансирования, в частности краткосрочный долг, или подлежащие выплате дивиденды. В период с 1994 по 1998 г. чистый оборотный капитал Heineken насчитывал около 3% дохода, за исключением 1996 и 1997 гг. (когда прок-

хотели крупные поглощения). Единственное серьезное изменение за этот период наблюдается только по статье прочих текущих обязательств. Мы считаем, что здесь все должно вернуться к нормальному уровню (около 11,8% дохода). Отсюда прогнозный уровень оборотного капитала в целом — 3,3% дохода.

Прежде чем прогнозировать величину оборотного капитала, надо выяснить следующие вопросы.

- Сказываются ли осуществляемые компанией поглощения (или другие формы роста) на ее потребности в оборотном капитале?
- Сколько оборотных средств обычно требуется компании для нормальной деятельности (в нашем случае мы оцениваем эту величину в 2% дохода; у большинства промышленных компаний она составляет обычно 1—2% дохода)?
- Не планирует ли компания сокращение оборотного капитала в ближайшем будущем? Не прослеживается ли какая-нибудь явная тенденция в динамике оборотного капитала? Если так, продолжится ли эта тенденция в дальнейшем или, скорее всего, сойдет на нет?

Величина оборотного капитала при оценке на конец года может оказаться изменчивой, просто потому что она исчисляется только по данным за последний день года. Средний показатель, вероятно, более стабилен, но он не всегда известен. По этой причине не стоит придавать большого значения мелким и случайным колебаниям от года к году. Наоборот, принимать в расчет нужно лишь существенные тенденции.

### Чистые основные средства

Основные средства труднее всего поддаются прогнозированию, поскольку если доход, издержки и оборотный капитал испытывают на себе одинаковое воздействие инфляции, то с постоянными активами дело обстоит иначе. Вероятно, самую точную оценку отдельных статей капитальных затрат (как на новые активы, так и на замещение старых) дает обратный расчет «снизу вверх» (от итоговых показателей активов к исходным), но он обычно доступен для применения, только когда вы оцениваете компанию изнутри (обладавая внутренней информацией).

Мы будем пользоваться упрощенным подходом при прогнозировании основных средств. Возьмем за предпосылку, что каждый доллар продаж производится постоянной величиной основных средств. В пользу этого допущения говорит тот факт, что у Heineken отношение чистых основных средств к доходу остается более или менее стабильным. Единственный значительный перепад в динамике этого показателя совпал с осуществленными компанией поглощениями в 1996 г. (До 1996 г. он держался на уровне около 45%, после поглощений — около 41%.) По нашим прогнозам, чистые основные средства сохранят ту же величину, как и в 1998 г, что приблизительно равно среднему значению за 1996—1998 гг. Отметим, однако, что для быстро растущих компаний и для инфляционных условий такое допущение, видимо, не годится.

В нашем прогнозе мы исходим из еще одной предпосылки: постоянные активы эксплуатируются до полного износа и по завершении амортизации не имеют сколько-нибудь существенной остаточной стоимости. Таким образом, величина ежегодно выбывающих основных средств равна величине, на которую сокращается накопленная амортизация. Мы приняли выбытие активов за 1% валовых основных средств.

### Дивиденды

Допустим, что дивиденды сохранят ту же долю в чистой прибыли, как и в 1998 г. В результате у Heineken образуется значительный избыток денежных средств (учитывая крупный денежный поток компании и небольшую величину долга). Во избежание этого Heineken, по нашим прогнозам, в конце концов распределит избыточную наличность среди акционеров. Будь Heineken

Таблица 11.8. Heineken: прогнозные отчеты о прибылях и убытках  
(сценарий обычного состояния бизнеса,  
числовые данные — в млн голландских гульденов)

ГоА	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Доход	13 822	14 796	15 551	16 313	17 406	18 189
Сборы, пошлины налоги с продаж	-1 806	-1 933	-2 032	-2 131	-2 274	-2 376
Себестоимость реализованной продукции						
Маркетинговые расходы	-1 741	-1 864	-1 959	-2 055	-2 193	-2 291
Сбытовые расходы	-1 597	-1 709	-1 796	-1 885	-2 011	-2 101
Упаковка	-1 448	-1 550	-1 629	-1 703	-1 823	-1 905
Сырье	-738	-790	-830	-871	-929	-971
Прочие издержки	-1 923	-2 059	-2 164	-2 270	-2 422	-2 531
Оплата труда	-2 295	-2 457	-2 582	-2 709	-2 890	-3 020
Амортизация	0	0	0	0	0	0
Операционная прибыль	1 453	1 568	1 648	1 729	1 844	1 927
Процентный и дивидендный доход	189	59	46	27	35	30
Процентные платежи	-117	-138	-97	-79	-66	-45
Доналоговая прибыль	1 525	1 489	1 596	1 676	1 813	1 913
Налог на прибыль	-518	-503	-539	-566	-613	-647
Миноритарное участие	-26	-42	-45	-48	-52	-54
Прибыль до чрезвычайных статей	981	944	1 011	1 062	1 149	1 212
Чрезвычайные статьи (после вычета налогов)	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	981	944	1 011	1 062	1 149	1 212
ЙЖ?«^_С9бс»енного капитала						
Собственный капитал на начало года	5 103	5 066	5 512	5 421	6 112	6 657
Чистая прибыль	981	944	1 011	1 062	1 149	1 212
Дивиденды по обыкновенным акциям к выкуп акц	-254	-245	-1 011	-275	-304	-1 212
Поправки на переоценку	-151	0	0	0	0	0
Списание репутации	-612	-253	-91	-95	-299	-103
Собственный капитал на конец года	5 066	5 512	5 421	6 112	6 657	6 550

американской компанией, мы бы предположили, что она прибегнет к выкупу своих акций. Но, как голландская компания, Heineken располагает ограниченными возможностями по выкупу акций. Поэтому мы полагаем, что Heineken будет периодически выплачивать высокие особые дивиденды. (Так, крупная англо-голландская компания Unilever начала выплачивать подобного рода особые дивиденды в 1998 г.) Такие дивиденды объявляются во втором и пятом годах нашего прогнозного периода.

### Прочее

В Голландии компании вправе списывать репутацию сразу, а не по амортизационной схеме, как это было бы в США. Следовательно, мы прогнозируем для Heineken немедленные списания репутации при всяком поглощении. Допустим, Heineken платит за поглощения двойную иену.

Таблица 11.9. Heineken: прогнозные балансы  
(сценарий обычного состояния бизнеса;  
числовые данные — в млн голландских гульденов)

Гол	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Операционные денежные средства	283	302	318	333	356	372
Избыточные рыночные ценные бумаги	1 806	1 409	820	1 077	935	530
Дебиторская задолженность	1 218	1 304	1 371	1 438	1 534	1 603
Товарно-материальные запасы	996	1066	1 120	1 175	1 254	1 310
Прочие оборотные активы	490	524	551	578	617	645
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>4 793</b>	<b>4 606</b>	<b>4 811</b>	<b>4 602</b>	<b>4 696</b>	<b>4 460</b>
Валовые основные средства	14 283	15 326	16 397	17 505	18 804	20 006
Накопленная амортизация	-8 459	-9 183	-9 941	-10 733	-11 577	-12 454
<b>Чистые основные средства</b>	<b>5 824</b>	<b>6 143</b>	<b>6 456</b>	<b>6 773</b>	<b>7 227</b>	<b>7 552</b>
Репутация	0	0	0	0	0	0
Инвестиции и авансовые платежи	1 080	1 134	1 190	1 250	1 312	1 378
<b>Итого активы</b>	<b>11 697</b>	<b>11 883</b>	<b>11 827</b>	<b>12 624</b>	<b>13 235</b>	<b>13 390</b>
Краткосрочный долг	474	218	150	257	0	0
Кредиторская задолженность	907	971	1 020	1 070	1 142	1 193
Дивиденды к выплате	129	138	145	152	162	169
Прочие текущие обязательства	1 708	1 741	1 830	1 919	2 048	2 140
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>3 218</b>	<b>3 068</b>	<b>3 145</b>	<b>3 399</b>	<b>3 352</b>	<b>3 503</b>
Долгосрочный заем	1 151	933	783	526	526	526
Новый долгосрочный заем	0	0	0	0	0	0
Отложенный налог на прибыль	601	617	634	651	670	690
Инвестиционные субсидии	83	82	78	74	70	64
Пенсионные обязательства	103	103	103	103	103	103
Постоянные резервы	912	989	1 065	1 142	1 219	1 295
Миноритарное участие	564	581	599	618	638	660
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>5 066</b>	<b>5 512</b>	<b>5 421</b>	<b>6 112</b>	<b>6 657</b>	<b>6 550</b>
<b>Итого обязательства и собственный капитал</b>	<b>11 697</b>	<b>11 883</b>	<b>11 827</b>	<b>12 624</b>	<b>13 235</b>	<b>13 390</b>

Таблица 11.10. Heineken: прогноз *NOPLAT*  
(сценарий обычного состояния бизнеса;  
числовые данные — в млн голландских гульденов}

Год	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Отчетная <i>EBITA</i>	1 453	1 568	1 648	1 729	1 844	1 927
Поправки на пенсионные обязательства	5	4	4	4	4	1
Прирост постоянных резервов	3	77	77	77	77	v
Скорректированная <i>EBITA</i>	1 461	1 649	1 729	1 810	1 925	2 007.
Налог на <i>EBITA</i>	-494	-532	-559	-586	-625	-654
Изменение отложенных налогов	-28	16	17	18	19	20
<i>NOPLAT</i>	939	1 133	1 187	1 241	1 319	1 175
<b>Налог на <i>EBITA</i></b>						
Резерв по налогу на прибыль	518	503	539	566	613	M7
Процентная налоговая защита	41	48	34	28	23	16
Налоговая защита по пенсионным обязательствам	2	2	2	2	2	2
Налог на процентный доход	-66	-21	-16	-9	-12	-11
Налог на <i>EBITL</i>	494	532	559	586	625	654
<b>Соизмерение с чистой прибылью</b>						
Чистая прибыль	981	944	1 011	1 062	1 149	1 212
Плюс: Прирост отложенных налогов	-28	16	17	18	19	20
Плюс: Прирост прочих резервов	3	77	77	77	77	77
Плюс: Чрезвычайные статьи	0	0	0	0	0	0
Плюс: Миноритарное участие	26	42	45	48	52	54
Скорректированная чистая прибыль	983	1 079	1 150	1 204	1 296	1 363
Плюс: Посленалоговые процентные платежи	76	89	63	51	43	29
Плюс: Проценты по пенсионным обязательствам	3	3	3	3	3	3
Итого прибыль, доступная инвесторам	1 062	1 171	1 216	1 258	1 342	1 391
Минус: Посленалоговый процентный доход	-123	-38	-30	-17	-23	-20
<i>NOPLAT</i>	939	1 133	1 187	1 241	1 319	1 375

относительно балансовой стоимости приобретаемой компании (коэффициент рыночная/балансовая стоимость равен 2) и соответственно у нее образуется счет репутации на сумму балансовой стоимости купленных активов. Мы принимаем рост дохода пропорциональным росту балансовой стоимости поглощений. Если так, списания репутации будут равны прогнозируемым темпам роста дохода, который достигается за счет поглощений, умноженным на величину инвестированного капитала на начало года.

При расчете выплат по существующему долгу мы берем за основу схему погашения, отраженную в примечаниях к соответствующим статьям годовых отчетов компании. За краткосрочный долг мы принимаем сумму, выплаченную в том году, когда истекает срок погашения конкретных долговых обязательств

Пенсионные обязательства Heineken в 1998 г. уменьшились в результате крупных выплат пенсионерам. Не располагая никакой дополнительной информацией по этому вопросу, мы ожидаем, что в дальнейшем уровень пенсионных обязательств останется примерно таким же.

Таблица 11.11. Heineken: прогноз инвестированного капитала  
(сценарий *обычного состояния* бизнеса;  
числовые данные — 8 млн голландских гульденов)

Год	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Операционные оборотные активы	2 987	3 197	3 360	3 525	3 761	3 930
Операционные текущие обязательства	-2 615	-2 712	-2 850	-2 990	-3 190	-3 333
Опера аночный оборотный капитал	372	465	510	535	571	597
Чистые основные средства	5 624	6 143	6 456	6 773	7 227	7 552
Прочие активы -минус прочие обязательства	-83	-82	-78	-74	-70	-64
Операционный инвестированный капитал, без учета репутации	6 113	6 547	6 839	7 234	7 728	8 084
Кумулятивные списания репутации	2 304	2 557	2 648	2 743	3 042	3 150
Операционный инвестированный капитал, с учетом репутации	8 417	9 104	9 536	9 977	10 770	11 235
Избыточные рыночные ценные бумаги	1 806	1 409	820	1 077	935	530
Инвестиции и авансовые платежи	1 080	1 134	1 190	1 250	1 312	1 378
Итого средства инвесторов	11 303	11 646	11 547	12 304	13 017	13 143
Итого обыкновенные и привилегированные акции	1 5 066	5 512	5 421	6 112	6 657	6 550
Кумулятивные списания репутации	2 304	2 557	2 648	2 743	3 042	3 150
Отложенный налог на прибыль	601	617	634	651	670	690
Дивиденды к выплате	129	138	145	152	162	169
Постоянные резервы	912	989	1 065	1 142	1 219	1 295
Скорректированный собственный капитал	9 012	9 812	9 913	10 801	11 751	11 854
Миноритарное участие	564	581	599	618	638	660
Долг	1 625	1 151	933	783	526	526
Пенсионные обязательства	103	103	103	103	103	103
Итого средства инвесторов	11 303	11 646	11 547	12 304	13 017	13 143

В таблицах 11.8—11.14 (см. стр. 292—297) представлены итоговые прогнозы отчета о прибылях и убытках, баланса, *NOPLAT*, инвестированного капитала, свободного денежного потока и экономической прибыли на 1999—2003 гг. (по сценарию обычного состояния бизнеса).

### СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

При составлении прогноза на 2004—2013 гг. мы используем упрощенную схему, сосредоточив внимание только на ключевых факторах стоимости, таких как рост дохода, норма прибыли (исчисляемая на основе *EBITA*) и отношение оборотного капитала к доходу. Сводка необходимых предпосылок такого прогноза представлена в таблице 11.15 (см. стр. 298), а сам обобщенный финансовый прогноз — в таблице 11.16 (см. стр. 299).

Этот прогноз тоже основан на спросе, поэтому отдельно здесь прогнозируются только компоненты продаж, в отличие от издержек и

Таблица 11.12. Heineken: прогноз свободного денежного потока  
(сценарий обычного состояния бизнеса;  
числовые данные — в млн голландских гульденов)

Год	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Операционный денежный поток</b>						
NOPLAT	939	1 133	1 187	1 241	1319	1375
Амортизация	822	867	911	956	1020	1065
Валовой денежный поток	1 76)	2 000	2 098	2 196	2 338	III
Минус Прирост оборотного капитала	225	-114	-25	-25	-36	-26
Минус Капитальные затраты	-992	-1 186	-1 224	-1 272	-1473	-1 391
Минус Прирост прочих активов	-17	-2	-4	-4	-4	-6
Валовые инвестиции	-784	-1 301	-1 253	-1 391	-1 513	-1 422
Свободный денежный поток без учета репутации	977	699	645	895	025	1013
Инвестиции в репутацию	-612	-253	-91	-95	-299	-103
Свободный денежный потоке учетом репутации	364	446	754	800	526	913
Неоперационный денежный поток	-286	-54	-57	-60	-62	-66
Посленалоговый процентный доход	123	38	30	17	23	2-3
Прирост {-/сокращение избыточных рыночных ценных бумаг	-211	397	589	-257	142	405
Денежный поток, доступный инвесторам	-10	828	1 316	501	628	1269
<b>Финансовый поток</b>						
Посленалоговые процентные платежи	76	89	63	51	43	29
Проценты по пенсионным обязательствам	3	3	3	3	3	3
Сокращение/прирост (-) долга	-240	474	218	150	257	0
Сокращение/прирост (-) пенсионных обязательств	54	0	0	0	0	0
Миноритарное участие	-136	25	27	29	31	33
Дивиденды по обыкновенным акциям	232	236	1 004	268	294	1204
Сокращение/прирост (-) акционерного капитала	0	0	0	0	0	0
Итого финансовый поток	-10	828	1 316	501	628	1269

компонентов капитала, которые уже выводятся из прогноза продаж. Мы прогнозируем снижение темпов роста дохода с 4,5 до 4% по мере соответственного замедления роста развивающихся рынков (при этом рыночная доля Heineken остается неизменной — 6,6%). Кроме того, мы принимаем за постоянные величины норму прибыли (на основе скорректированной *EBITA*) 11%, отношение оборотного капитала к доходу 2,9% и отношение чистых основных средств к доходу 41,5%. Отсюда посленалоговая *ROIC* в нашей прогнозе равна приблизительно 17%, тогда как в 1998 г. фактическая *ROIC* компании составляла 15,3%.

### ПРОВЕРКА ДОСТОВЕРНОСТИ ПРОГНОЗА

В таблице 11.17 (см. стр. 300) обобщены текущие и прогнозируемые параметры деятельности Heineken по сценарию обычного развития бизнеса. Никаких

Таблица 11.13. Heineken: прогноз экономической прибыли  
(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в млн голландских гульденов)

ГоА	Прогноз					
	199В	1999	2000	2001	2002	2003
ROIC без учета репутации (в %J	15,3	18,5	18,1	18,0	18,2	17 8
WACC(В%)	7,3	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Спред (в %)	7,9	11,8	11,4	11,3	11,5	11,0
Инвестированный капитал, на начало гола	6 150	0113	6 547	6 889	7 234	7 728
Экономическая прибыль без учета репутации	485	721	745	77 7	831	854
NOPLAT	939	1 133	1 187	1 241	1 319	1 375
Плата за капитал	451	-412	-441	464	-488	-52!
Экономическая прибыль без учета репутации	488	721	745	777	831	854
ROIC с учетом репутации to %!	12,0	13,5	13,0	13,0	13,2	12,8
WACC (в %)	7,3	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Спред (в %)	4,6	6,7	6,3	6,3	6,5	6,0
Инвестированный капитал, на начало гола	7 842	8417	9 104	9 536	9 977	10 770
Экономическая прибыль с учетом репутации	364	566	573	598	646	649
NOPLAT	939	1 133	1 187	1 241	1 319	1 375
Плата за капитал	-576	-567	-614	-643	-672	-726
Экономическая прибыль с учетом репутации	364	566	573	598	646	649

Таблица 11.14. Heineken: вспомогательные расчеты  
(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные — в млн голландских гульденов)

Год	Прогноз					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Изменение оборотного капитала</b>						
Прирост спераионных денежных средств	6	20	15	16	22	16
Прирост дебиторской задолженности	-57	86	67	67	96	69
Прирост товарно-материальных запасов	-30	70	54	55	79	56
Прирост прочих оборотных активов	4	35	27	27	39	28
Прирост (-) кредиторской задолженности	-4	-64	-50	-50	-72	-51
Прирост (-) прочих текущих обязательств	-144	-33	-89	-90	-129	-92
Чистое изменение оборотного капитала	-225	114	25	25	36	26
<b>Капитальные затраты</b>						
Прирост чистых основных средств	170	319	313	316	454	325
Амортизация	822	867	911	956	1 020	1 065
Чистые капитальные затраты	992	1 186	1 224	1 272	1 473	1 391
<b>Неооооаионный денежный поток</b>						
Чрезвычайные статьи	0	0	0	0	0	0
Изменение резерва на реструктуризацию	0	0	0	0	0	0
Эффект переоценки	-151	0	0	0	0	0
Изменение инвестиций и авансовых платежей	-135	-54	-57	-60	-62	-66
Неоперационный денежный поток	-286	-54	-57	-60	-62	-66

Таблица 11, 15. Hcndten: среднесрочный прогноз финансовых коэффициентов

(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, – в %!\*

Геи	1999	2000	2001	2002	2004	2004	2005	2006	2007	2*08	20042010	2011	28122013	2014	
Гос* npfv-0%А	7X1	1Л	1.5	iS	1.5	1.5	1.5	1.5	14	1.5	Г5	1.5	1.5	1.5	1.5
и<Hiiip:4i>уро#wrt 2с0орлмiо	2.2	2.0	1.4	2.2	2.0	1.4	2.2	2.0	1.6	1.5	1.5	3.5	1.5	1.5	1.5
Есчствснч»* рост	<6	4.1	3.9	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	хо	3Л	3С	1.0	хо	3Л
Ахиюнис-сборы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
По» 4СИРПН*	ХО	Х	1.0	3.0	(X)	1.0	1.0	1.1	1.0	и)	»X»	1.0	1.1	1.0	1.0
Измнение БМОТЮКс> р0оз 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
АСНСУРiO* гтНiМДБ	4.9	6.7	4.1	4.1	4.4	4.1	4.1	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
ЛСОМ&ГО Нк/» гулМi905ББ 3137	406	1B18	999	800	630	472	343	224	142	136	136	136	136	136	136
Рек! чоувосс рни»>2X1	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Объсы мирового рынка	2X1	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Г* мли г<чл«игроа;>ш 3S9	101	40»1	42.1	44.1	46.1	48.1	51.1	55.1	57.1	1	ы1	162.1	05.1	67.1	
Рыпсчны лам*	6.2	ь.3	6.3	6,5	6.6	ь.б	6.6	6,ь	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
Смимсупий «бич»	6.2	ь.3	6.3	6,5	6.6	ь.б	6.6	6,ь	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
Гцм ~ юКМNVр08.1	65.1	87.3	9U	93.5	94.9	96.3	97.7	99.2»	C07	102.2	Ю03	7io5.1	06,1	U8.1	K>,1
Норма привыкы	11.1	1M	их	п,1	11.0	11.0	п.01	11.73	11.0	1X1	И.0	11.0	11.0	11.0	ид
Ста во лейкче»* наз0в	31.4	31.4	пз	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	3>.6
Оборот ^ кмпал/лмоД	2.4	7.8	7.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Чистые гхковне средлв	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Дсмк/инмстмрогжиыН капитал	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Еефпчфи*»ейнм«Г	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Лойдокова* к(хс	26.1	25.7	2X6	25.7	75.4	25.4	25.4	25.4	25.4	25.3	25.1	25.3	25.3	25.1	35.3
юс <у«*?гэм;юу*	17.9	17.7	17.5	17.6	1M	17.4	17.4	17.4	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
юс <у«*?гэм;юу*	12.9	127	127	12.7	12.5	12.6	12.7	12.8	13.0	П.1	П.2	13.3	D.5	13.6	13.8
Реег иипсоурсбаутжл0 сатгалд5.0	6.6	4,ь	4.4	<.3	4.2	4.2	4.1	4.0	хо	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Рое EB1TL	12.9	4.7	6.4	4.3	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Роа МОПДГ	20.6	4.7	4.6	U	4.2	4.4	4.3	4.7	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Проллоим* СТОИМОСТЬ	17.0	4.0													

^ Норн» прлби^и мс-иг.^кТ» ПО&lt;МСДО1СТирс1Ш\*ли FB/тA

Таблица 11.16. Неиоекен: среднесрочный финансовый прогноз

(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные, кроме **WACC**, – с mvi голландских гульденов)

Код	1W 2000	200\	2002	2003	2004	2005	2007	2000	2004	2610	2011	2012	2013	2814	
Sy*ГМСООСЛМис'p<GXTIO	4566	773	22.77	552	7 69	9223	15656	9209	2779	96430	0540	435	10 85	2061 735	
Огс*;ш1И<нтъАЫкратиеКиплнА	461	501	S33	556	Mi;	694	629	hM	601	700	7U>	765	96	820	
и«Е»^стировл«-ЫЮ юбБн70	589	714	726	5СКЧ	448	9039	171	9M99	9310	3260	741	171	11 62	1002 566	
Кумулятивное списание репутации	0 €	9	118	1'43	042	31	10	3 13	17	>«/ 3 1y)3	■w 3,7	01	«503	150 3 iso	
Иммс1<гл4*»мД<лп-г'is	1	1U	<9 5364	9770	770	1»	2J5	11 69	9512	3711	2W93	0811	470	13 89	14 321
1л/оклрс у:Jo*»	«1	1U	<9 5364	9770	770	1»	2J5	11 69	9512	3711	2W93	0811	470	13 89	14 321
СОЛАJ	14 796	IVW	16П37	406ie;	<w	18 91	880	6301	46122	M323	224	1625	131	262	139 620
Лойд	14 796	IVW	16П37	406ie;	<w	18 91	880	6301	46122	M323	224	1625	131	262	139 620
От-раилл-^ы?сдержж	1314	13B224	50B	48П	-i6i\$	-16	0106	19015	99	1129	0780	67-21	4%2	3V0	-23252
Спаруем Нхаа->viR ЛГ	14491	729	t\$101	5257	00B	2 002	1072	279	1VП	2,4672	566	2M	2 775	2006	ioo:3 122
Д^Л^МИ*»ЛОГ	-516	*542	-549	607	-6M	-64,2	693	-719	-749	779	^42	-076	-0il	-947	«5
К**ЛГ	1 Ш1	1071241	13191	175	1 43	1549?	1 5601	6741	6001	7561	\$261	099	9>	50V42 130	
С\$ДОЛЯМЙ ДЖЮ.БЙ потоп	1	1117	:24i	1 319	1J7S	1 43	54971	5601	624	6001	7S61	8261	099	1923	0M2 136
Л^ОЛЛГ	1	1117	:24i	1 319	1J7S	1 43	54971	5601	624	6001	7S61	8261	099	1923	0M2 136
Пунх»^инкч П<«*НИ«ЫЮ7Л**ПГД4V	-793	46V	056	161	-170	-376	*302	-197	^j	-430	-44	465	-433		
Свободный денежный поток	•w	J	СЛАД	326	910	1V	(71	•JV4	w1 24/	•307	1 ь9	1 1 Н/V	1	>EE_1590 1653	
Экономическая прибыль	viH<<<>nviC	miu	(uA тлч												
Нначло gava	6П	6 347	66627	2347	720	000	8463	00039	1719	V49	9 9П	10 1200	7411	1 t? 11 ьЙ	
Л'ЛСОаМ	6,7	f>J	67	o?	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	v	6.?	6.7	6.7	6.7	
1(л*АН> гиам w катиг*	412	44'	464	488	521	MS	569	593	Ы8	644	669	«Л6	774	753 7B> 014	
Г**ЛГ	t1331	1071	241	1319	1375	141	54971	\$601	6241	608	1 7»	S026	18*9	197\$2 054 1116	
To&чал nura ia ъагмта*	-412	-441	-464	-д»	-521	-M5	569	-591	•610	*44	-669	-6Я6	-724	-7Sj	•783 -0M
•Uo4-ivn'»n%ati: Al(U I	721	7iS	777	m	854	«0	928	966	1 005	1045	1 06?	I 1301	1751	2221 2711 322	

299

Таблица 11.17. Heineken: сценарий обычного состояния бизнеса  
(проверка прогноза на достоверность предпосылок,  
числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в %)

Голы	Краткосрочный прогноз		Среднесрочный прогноз	
	1994–1998	1999-2003	2004-2008	2009^2013
Рост дохода	9 0°	56	42	4,0
Рост <i>EBITDA</i>	10 3"	66	42	4,0
Рост инвестированного капитала	62	58	4,2	4,0
<i>EBITDA</i> /вход	100	11 1	110	и,о
Доход/инвестированный капитал {безразмерная величина}	22	23	2,3	2,3
Ставка денежного налога	32 2	31 4	316	31,6
Посленалоговая <i>ROIC</i> без учета репутации	14 8	176	174	17,3
<i>WACC</i>	9,0	67	67	6,7
Средняя экономическая прибыль (в млн гульденов)	341,1	785,6	966 9	1177.2

\*1 Для прошлого периода рост дохода и *EBITDA* рассчитан только по первым четырем годам

драматичных изменений в темпах роста и *ROIC* компании не предвидится. Хотя рост компании несколько замедлится, рыночная доля не уменьшится. В 2004—2008 гг. произойдет небольшой спад в оборачиваемости капитала, который связан с увеличением капитальных затрат в рамках стратегии Heineken, направленной на скупку мелких производителей пива и интеграцию их в свою сеть. В целом прогноз согласуется с предусмотренным сценарием и нынешней хозяйственной стратегией компании.

# Оценка продленной стоимости

**К**онцепция продленной стоимости была введена в главе 8 как инструмент, облегчающий стоимостную оценку компании. В настоящей главе рассказывается, каким образом оценивать саму продленную стоимость. Как мы уже говорили, ожидаемый денежный поток компании можно условно разбить на два периода, а стоимость компании определять следующим образом:

$$\text{Стоимость} = \begin{array}{l} \text{приведенная стоимость} \\ \text{денежного потока} \\ \text{на протяжении} \\ \text{прогнозного периода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{приведенная стоимость} \\ \text{денежного потока} \\ \text{по завершении} \\ \text{прогнозного периода} \end{array}$$

Второе слагаемое в этом выражении и есть *продленная стоимость*. Это — стоимость ожидаемого денежного потока компании за пределами определенного прогнозного периода. Если мы примем некоторые упрощенные предпосылки о параметрах деятельности компании — например, постоянные темпы роста, - то это позволит нам найти продленную стоимость по одной из нескольких формул. Применение таких формул устраняет необходимость составлять подробные прогнозы денежного потока компании на длительный срок.

Правильное и точное определение продленной стоимости очень важно для любой стоимостной оценки, поскольку на нее зачастую приходится весьма существенная часть совокупной стоимости компании. Рисунок 12.1 показывает, какую долю занимает продленная стоимость в совокупной стоимости фирм из четырех отраслей (при восьмилетнем горизонте прогноза). В этих примерах продленная стоимость насчитывает от 56 до 125% совокупной стоимости. Но столь большая величина продленной стоимости вовсе не означает, что основная часть стоимости компаний будет реализо-

**III** Денежный поток п прогнозом периоде

ЕМЗ Проченная стоимость

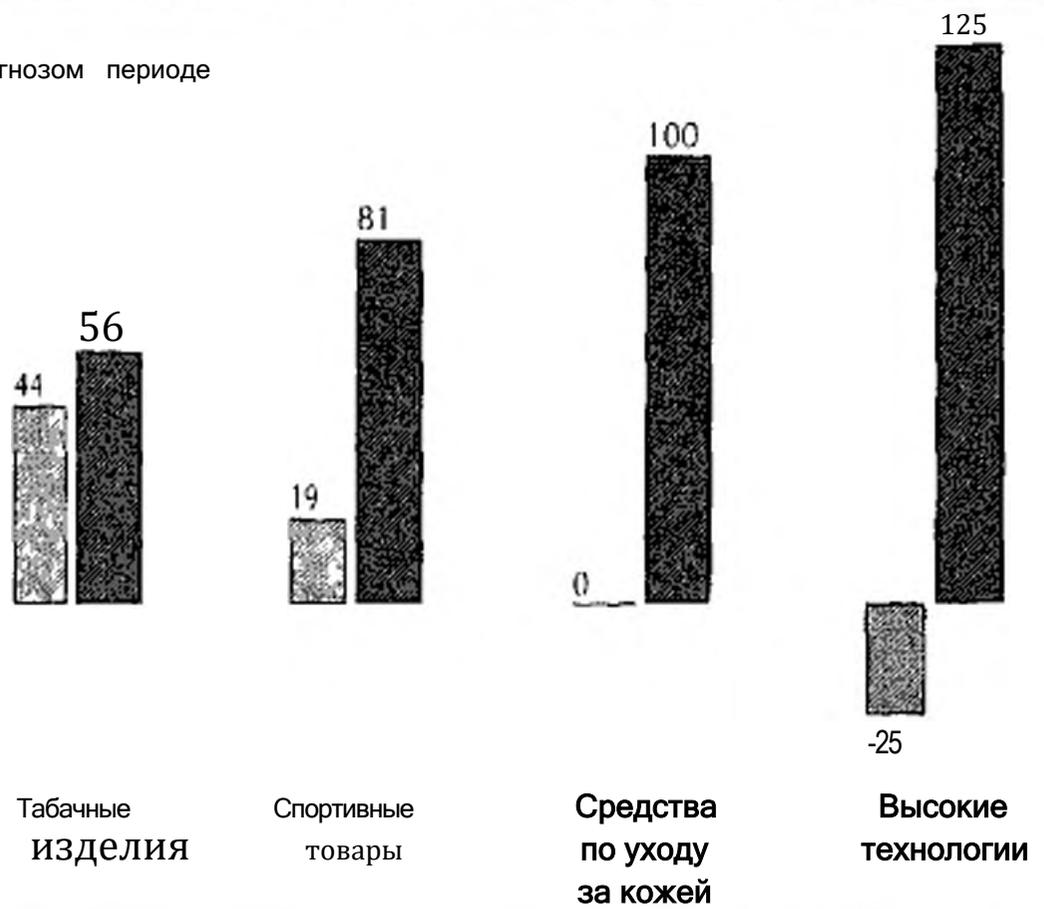


Рисунок 12.1. Продленная стоимость как доля совокупной стоимости (прогнозный период восемь лет, числовые данные — в %)

вана только в продленном периоде. Как правило, это просто означает, что приток денежных средств в ранние годы уравнивается капитальными затратами и вложениями в оборотный капитал, то есть инвестициями, которые должны создать более крупный денежный поток в последующие годы. О правильном толковании продленной стоимости мы подробно поговорим ниже в этой главе.

Все методики с использованием продленной стоимости, которые изложены на следующих страницах, полностью согласуются с общими схемами дисконтированного денежного потока и экономической прибыли. Это важно отметить, поскольку нам нередко доводилось сталкиваться с совершенно превратным пониманием продленной стоимости - в отрыве от дисконтированного денежного потока за прогнозный период. Так, некоторые менеджеры при анализе планируемых поглощений берут для оценки продленной стоимости коэффициент цена/прибыль на пять лет вперед, основанный на сегодняшней цене, которую они намерены предложить за компанию-мишень. Другими словами, они исходят из того, что компания-мишень стоит ровно столько, сколько они готовы за нее заплатить (с поправкой на рост в предстоящие пять лет), невзирая на ее экономические характеристики, а также на то, что кто-либо еще, возможно, захочет заплатить за нее ту же цену. Такая порочная логика неизбежно ведет к искаженной оценке стоимости. А вместо этого им всего-то и нужно, что постараться определить, какое значение приобретет коэффициент цена/прибыль к концу прогнозного периода, с учетом изменения обстановки в отрасли за это время.

Предлагаемые нами подходы не только соотносятся с экономическими параметрами деятельности компании, но и выявляют основополагающие факторы стоимости.

Для начала мы выведем несколько формул, которыми рекомендуем пользоваться в сочетании с методом дисконтированного денежного потока и методом экономической прибыли. Затем разберем ряд проблем, обычно возникающих при интерпретации продленной стоимости, и опишем наиболее корректные приемы оценки переменных для расчета продленной стоимости (темпов роста и рентабельности инвестированного капитала). Наконец, мы сравним рекомендуемые формулы с другими методами расчета продленной стоимости и рассмотрим более изощренные формулы.

### ФОРМУЛА ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, РЕКОМЕНДУЕМАЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Если вы пользуетесь моделью дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия, советуем вам определять продленную стоимость по формуле факторов стоимости:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+i} \cdot (1-g)^{ROIC_i}}{WACC - g},$$

где  $CV$  - продленная стоимость;  
 $NOPLAT_{T+i}$  - нормализованный уровень  $NOPLAT$  (чистой операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов) в первый год по завершении определенного прогнозного периода;  
 $g$  — ожидаемые темпы роста  $NOPLAT$  на бессрочную перспективу;  
 $ROIC_i$  - ожидаемая рентабельность чистых новых инвестиций;  
 $WACC$  - средневзвешенные затраты на капитал.

Мы называем это формулой факторов стоимости по той простой причине, что переменными в ней служат те самые ключевые факторы стоимости (темпы роста,  $ROIC$  и  $WACC$ ), которые не сходят со страниц этой книги. Данная формула выводится из бессрочного прогноза денежного потока, дисконтированного по  $WACC$ , при следующих упрощенных предположениях:

- компания поддерживает постоянную норму прибыли, постоянную оборачиваемость капитала и постоянную рентабельность имеющегося инвестированного капитала;
- доход и  $NOPLAT$  компании растут постоянными темпами, и компания ежегодно инвестирует в бизнес одинаковую долю валового денежного потока;
- компания обеспечивает постоянную рентабельность любых новых инвестиций.

Начнем с простенькой формулы денежного потока, обладающего свойством растущей бессрочной ренты, то есть увеличивающегося в течение

неограниченного времени постоянными темпами (далее будем называть ее формулой бессрочно растущего денежного потока):

$$CV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g^*}$$

где  $FCF_{T+1}$  — нормализованный уровень свободного денежного потока в первый год по завершении определенного прогнозного периода.

Эта формула хорошо описана в финансовой и математической литературе<sup>1</sup>. Следующий шаг - определить свободный денежный поток (FCF) через *NOPLAT* и норму инвестирования:

$$FCF = NOPLAT \times (1 - IR),$$

где *IR* - норма инвестирования, то есть доля *NOPLAT*, ежегодно реинвестируемая в бизнес.

В главе 8 мы показывали, как соотносятся норма инвестирования (*IR*), прогнозируемые для компании темпы роста *NOPLAT* (*g*) и рентабельность новых инвестиций (*ROICj*):

$$g = ROICj \times IR.$$

Элементарным преобразованием получаем:

$$IR = \frac{g}{ROICj}.$$

Теперь подставим это выражение в определение свободного денежного потока:

$$FCF = NOPLAT \left( 1 - \frac{g}{ROICj} \right)$$

Наконец, замена бессрочно растущего денежного потока таким развернутым определением дает нам формулу факторов стоимости:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1} (1 - g/ROICj)}{WACC - g}$$

Многих читателей скорее соблазнит простая с виду формула бессрочно растущего денежного потока, нежели формула факторов стоимости. В конце концов, разве они не равнозначны? Технически равнозначны, но в формуле бессрочно растущего денежного потока таятся свои ловушки, и большинство аналитиков применяет ее неправильно. Самая распространенная ошибка -

<sup>1</sup> Вывод формулы см., напр.: Г. Copeland and J. Fred Weston. Financial Theory and Corporate Policy. Reading, MA: Addison-Wesley, 1988. Appendix A.

нарушение соответствия между оценочной величиной свободного денежного потока и предполагаемыми темпами роста. Если на продленный период прогнозируется замедление роста в сравнении с определенным прогнозным периодом (как обычно и бывает), то и доля *NOPLAT*, которую необходимо инвестировать для достижения этого роста, тоже должна быть меньше на соответствующую величину. Значит, в продленном периоде большая часть каждого доллара *NOPLAT* превращается в свободный денежный поток, доступный инвесторам. Без внесения этой поправки продленная стоимость может оказаться существенно занижена. Чуть позже мы приведем пример, иллюстрирующий возможные ошибки в применении этой формулы.

Формула факторов стоимости, в сущности, воспроизводит процесс прогнозирования будущего денежного потока и дисконтирования его к настоящему времени (к приведенной стоимости). В этом легко убедиться на нехитром примере. Начнем со следующего прогноза денежного потока:

Год	1	2	3	4	5
<i>NOPLAT</i>	100	106	112	120	126
Чистые инвестиции	<u>50</u>	<i>M</i>	<u>56</u>	<u>60</u>	<u>-63</u>
<i>FCF</i>	50	53	56	60	63

Установленное в прогнозе соотношение продолжает соблюдаться и через пять означенных лет. В этом примере темпы роста *NOPLAT* и свободного денежного потока в каждом периоде составляют 6%. Рентабельность чистых новых инвестиций (ежегодный прирост *NOPLAT*, деленный на чистые инвестиции за предыдущий год) в среднем равна примерно 12%. Примем для *WACC* значение 11%. Теперь рассчитаем долгосрочный прогноз - скажем, на 150 лет вперед:

$$CP = \frac{50}{1,11} + \frac{53}{(1,11)^2} + \frac{56^2}{(1,11)^3} + \dots + \frac{50(1,06)^{149}}{(1,11)^{150}} = 999*;$$

Затем воспользуемся формулой бессрочно растущего денежного потока:

$$CV = \frac{50}{11\% - 6\%} = 1000.$$

И наконец, применим формулу факторов стоимости:

$$CV = \frac{100 \times (1,06 / 1,11) \cdot 1000}{11\% - 6\%}$$

\* В более строгой математической записи эта формула выглядит так:

$$CV, Л \gg \frac{50 \times 1,06}{1,11} + \frac{50(1,06)^2}{(1,11)^2} + \dots + \frac{50(1,06)^{k-1}}{(1,11)^k} + \dots + \frac{50(1,06)^{149}}{(1,11)^{150}} + \dots = 999.$$

где *k* — номер любого года прогнозного периода;

или, в сжатом виде:  $CV = \frac{Y}{h - g}$  — *Примет, наугного редактора.*

Итак, все три подхода дают примерно одинаковый результат (и если мы продлим долгосрочный прогноз денежного потока за пределы 150 лет, результат так и останется одинаковым).

### ФОРМУЛА ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, РЕКОМЕНДУЕМАЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ

В модели экономической прибыли продленная стоимость воплощает в себе вовсе не стоимость компании по завершении определенного прогнозного периода, а приращение стоимости инвестированного капитала компании к концу определенного прогнозного периода.

Совокупная стоимость компании в этом случае определяется так:

$$\text{Стоимость} = \begin{array}{l} \text{инвестированный} \\ \text{капитал} \\ \text{в нахале +} \\ \text{прогнозного} \\ \text{периода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{приведенная} \\ \text{стоимость} \\ \text{прогнозируемой} \\ \text{экономической прибыли} \\ \text{на протяжении} \\ \text{прогнозного периода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{приведенная} \\ \text{стоимость} \\ \text{+ прогнозируемой} \\ \text{экономической} \\ \text{прибыли} \\ \text{по завершении} \\ \text{прогнозного периода,} \end{array}$$

Хотя продленная стоимость экономической прибыли (последнее слагаемое) отличается от продленной стоимости дисконтированного денежного потока, общая стоимость компании остается одинаковой при условии, что используются одни и те же прогнозные показатели финансовой деятельности.

Мы советуем использовать следующую формулу продленной стоимости экономической прибыли ( $CV_{EP}$ ):

$$CV_{EP} = \frac{EP_n; NOPLAT_{T+}, (g/ROICj) (ROIC, - WACC)}{WACC} + \frac{NOPLAT_{T+}, (g/ROICj) (ROIC, - WACC)}{WACC(WACC - g)},$$

где  $EP_{T+1}$  - нормализованный уровень экономической прибыли  
в первый год по завершении прогнозного периода;

$NOPLAT_{T+}$  - нормализованный уровень  $NOPLAT$  в первый год  
по завершении прогнозного периода;

$g$  - ожидаемые темпы роста  $NOPLAT$  в бессрочной перспективе;

$ROIC$ , - ожидаемая рентабельность чистых новых инвестиций;

$WACC$  - средневзвешенные затраты на капитал.

Эта формула говорит о том, что стоимость экономической прибыли по завершении определенного прогнозного периода равна приведенной стоимости бессрочной экономической прибыли в первый год по завершении прогнозного периода плюс любое приращение экономической прибыли после этого года, создаваемое дополнительным ростом рентабельности сверх затрат на капитал. Если ожидаемая рентабельность новых инвестиций равна затратам на капитал (т. е. если  $ROICj = WACC$ ), то второе слагаемое этого равенства равно нулю, а продленная стоимость экономической прибыли равна стоимости бессрочной экономической прибыли первого года.

Кстати говоря, продленная стоимость, исчисленная по методу дисконтированного денежного потока, равна сумме продленной стоимости экономической прибыли и величины инвестированного капитала на конец определенного прогнозного периода.

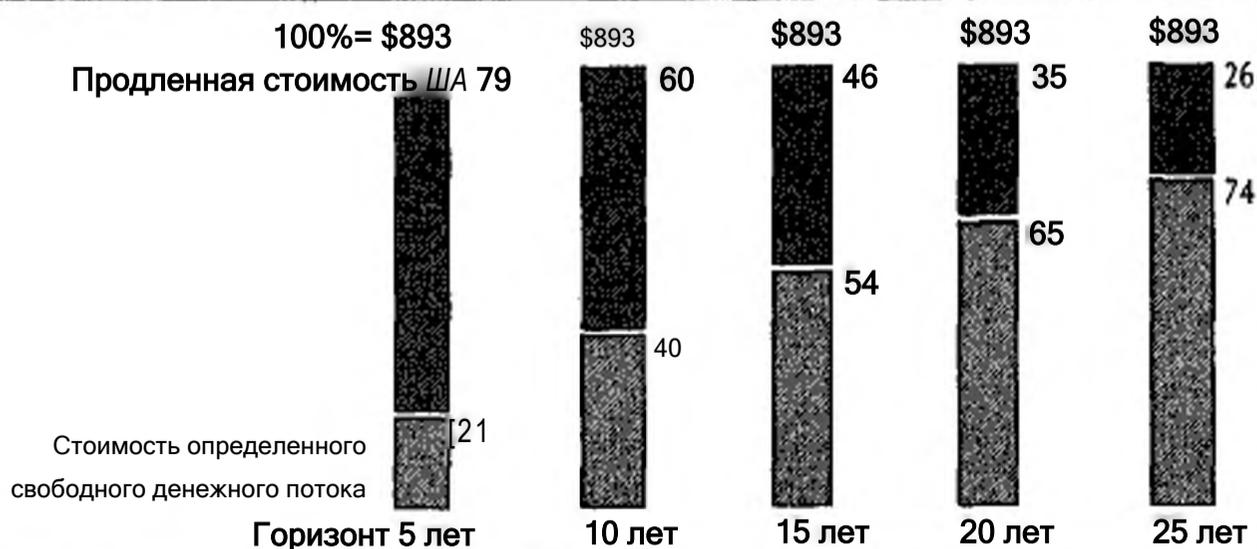
## ПРОБЛЕМЫ С ИНТЕРПРЕТАЦИЕЙ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ

В настоящем разделе мы коснемся трех наиболее распространенных заблуждений, связанных с продленной стоимостью. Во-первых, это бытующее мнение, что продолжительность выбранного прогнозного периода влияет на итоговую оценку стоимости. Во-вторых, это часто совершаемая ошибка в определении *ROIC* на продленный период. В-третьих, это неверное представление, согласно которому большая величина продленной стоимости относительно совокупной стоимости компании означает, что подавляющая часть стоимости создается за пределами определенного прогнозного периода.

### Влияет ли продолжительность прогнозного периода на оценку стоимости?

Хотя продолжительность выбранного прогнозного периода весьма важна, она влияет не на величину стоимости компании, а лишь на распределение этой величины между собственно прогнозируемым периодом и последующими годами. Это иллюстрируют рисунок 12.2 и таблица 12.1, где, как вы видите, стоимость компании составляет 893 дол. вне зависимости от продолжительности прогнозного периода. Но при горизонте прогноза пять лет приведенная продленная стоимость насчитывает 79% совокупной стоимости, тогда как при горизонте 10 лет — всего 60%.

Рисунок 12.2. Сравнение оценок совокупной стоимости, полученных при разных горизонтах прогноза (числовые данные — в %)



Выбор горизонта прогноза может оказать косвенное воздействие на оценку стоимости, если ему сопутствует изменение экономических пред-

Таблица 12.1. Сравнение оценок совокупной стоимости  
горизонтов прогноза 5 и 10 лет  
(числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в дол.)

	Общие предпосылки (в %)					Годы 1–5	Год 6 и далее
	1	2	3	4	5		
ROIC						16	12
Темпы роста (?)						9	6
WACC						12	12
База мя							
Горизонт 5 лет	1	2	3	4	5	расчета CV	
NOPLAT	100,0	109,0	118,6	129,5	141,2	149,6	
Амортизация	20,0	21,8	23,6	25,9		28,2	
Валовой денежный поток	120,0	130,8	146,6	155,4	169,4		
Валовые инвестиции	76,3	63,1	90,6	98,7	107,6		
FCF	43,8	47,7	52,0	56,7	61,8		

Коэффициент дисконтирования  
(безразмерная величина) 0,893 0,797 0,712 0,636 0,567

Приведенная стоимость  
денежного потока 39,1 38,0 37,0 36,0 35,0

$$\text{Приведенная стоимость} = \frac{\text{NOPLAT}_1}{WACC - g} \left[ \frac{1 - (1 + g)^n}{1 + WACC} \right] = \frac{\$149,6(1 - 6\%/12\%)}{12\% - 6\%} \times 0,567^4 = \$70,75$$

Приведенная стоимость FCF

в годы 1-5 185,1  
Продленная стоимость 707,5  
Совокупная стоимость 892,6

	База ш										расчета O
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
NOPLAT	100,0	109,0	118,8	129,5	141,2	149,6	158,6	168,1	178,2	188,9	200,2
Амортизация	20,0	21,8	23,8	25,9	28,2	29,9	31,7	33,6	35,6	37,8	
Валовой денежный поток	120,0	130,8	142,6	155,4	169,4	179,6	190,3	201,7	213,9	226,7	
Валовые инвестиции	76,3	83,1	90,6	98,7	107,6	104,7	111,0	117,7	124,7	132,2	
FCF	43,8	47,7	52,0	56,7	61,8	74,8	79,3	84,1	89,1	94,5	

Коэффициент дисконтирования

(безразмерная величина) 0,893 0,797 0,712 0,636 0,567 0,507 0,452 0,404 0,361 0,322

Приведенная стоимость  
денежного потока 39,1 38,0 37,0 36,0 35,0 37,9 35,9 34,0 32,1 30,4

$$\text{Приведенная стоимость} = \frac{\text{NOPLAT}_1}{WACC - g} \left[ \frac{1 - (1 + g)^n}{1 + WACC} \right] = \frac{\$200,21(1 - 6\%/12\%)}{12\% - 6\%} \times 0,322 = \$537,2$$

Приведенная стоимость FCF

в годы 1–10 355,4  
Продленная стоимость 7,2  
Совокупная стоимость 892,6

посылок, на которых строится расчет продленной стоимости. Порой аналитики невольно изменяют само содержание прогноза, когда выбирают иной горизонт прогноза. Так, многие прогнозисты исходят из того, что в продленном периоде рентабельность новых инвестиций равна затратам на капитал, но превышает их в течение определенного прогнозного периода. Расширяя горизонт прогноза, они тем самым удлиняют отрезок времени, на протяжении которого ожидается рентабельность новых инвестиций, превосходящая затраты на капитал. Таким образом, увеличение прогнозного периода ведет к более высокой оценке стоимости в связи с продлением срока действия этого допущения о рентабельности.

Как мы уже говорили, определенный прогнозный период должен быть достаточно продолжительным, для того чтобы к его окончанию бизнес достиг устойчивого состояния. Предположим, к примеру, что вы ожидаете снижения нормы прибыли компании по мере усиления влияния ее потребителей. Текущая норма прибыли составляет 12%, и, по вашим прогнозам, через семь лет она упадет до 9%. В таких обстоятельствах прогнозный период должен охватывать по меньшей мере семь лет, поскольку методы продленной стоимости не учитывают снижающуюся норму прибыли (во всяком случае, без чрезвычайного усложнения расчетов). Методы продленной стоимости пригодны для употребления только при условии, что бизнес функционирует на равновесном уровне. В нашем примере выбор любого горизонта прогноза более семи лет никак не повлияет на итоговую оценку совокупной стоимости компании.

### Недоразумения с *ROIC*

Затронутая выше проблема тесно связана с понятием «период преимущества», или период сверхнормальной рентабельности. Оно означает отрезок времени вслед за снижением затрат на капитал, в течение которого компания будет зарабатывать на своих инвестициях рентабельность выше затрат на капитал. Хотя это очень полезное в прикладном смысле понятие, его опасно увязывать с продолжительностью прогнозного периода. Этого не следует делать уже по той простой причине, что, как мы показали выше, между продолжительностью прогнозного периода и стоимостью компании не существует непреложной зависимости.

Но, пожалуй, еще важнее, что зачастую период конкурентного преимущества неадекватно «встраивают» в формулу продленной стоимости. Помните, что формула факторов стоимости оперирует *приростной* рентабельностью капитала (рентабельностью новых инвестиций), а не средней рентабельностью по компании в целом. Когда вы принимаете приростную рентабельность в продленном периоде равной затратам на капитал, вы тем самым вовсе не утверждаете, что рентабельность всего капитала (старого и нового) будет равна затратам на капитал. Рентабельность старого капитала

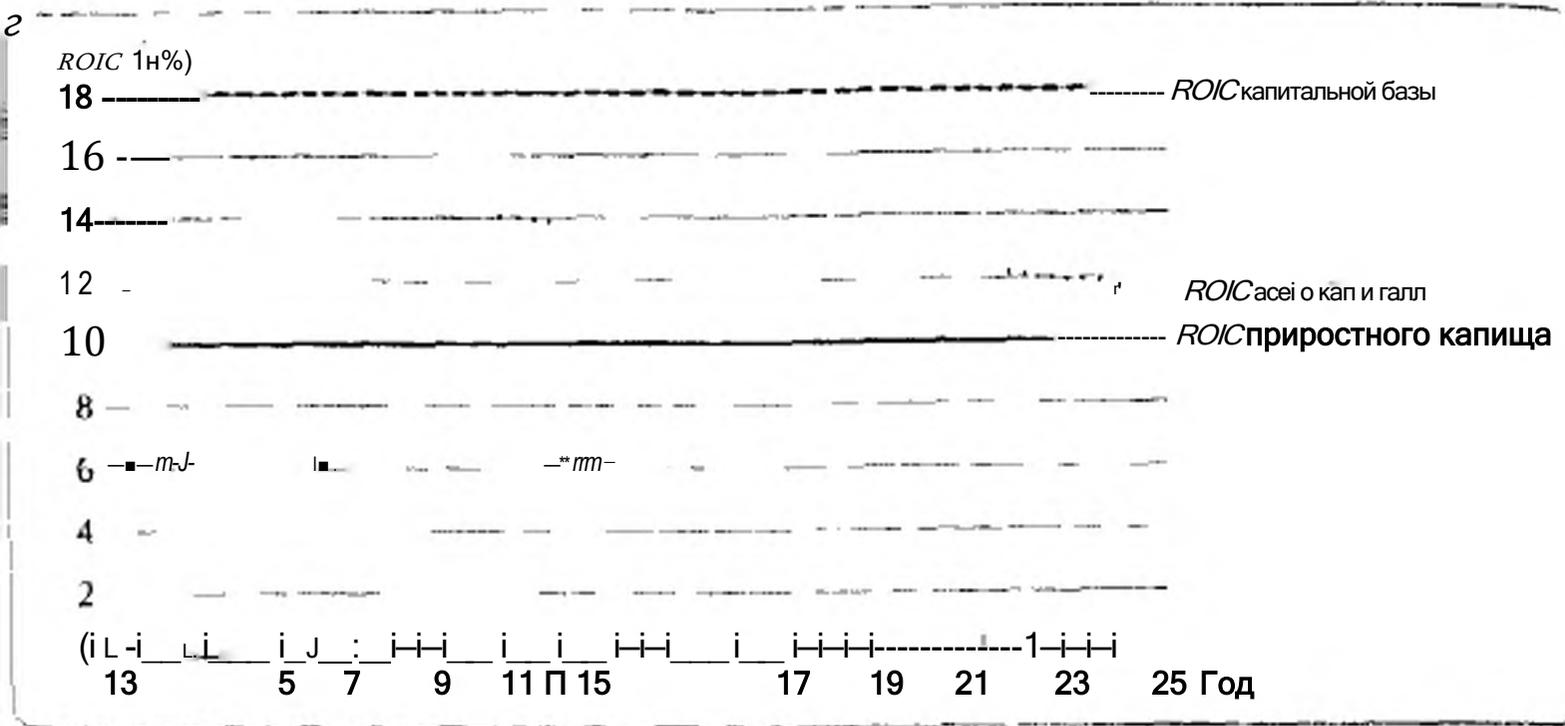


Рисунок 12.3. Согласно формуле продленной стоимости средняя *ROIC* снижается постепенно

останется такой же, как в конце прогнозного периода. Другими словами, период конкурентного преимущества компании не обязательно заканчивается с наступлением продленного периода. На рисунке 12.3 показана динамика средней *ROIC* при условии, что прогнозные темпы роста на продленный период составляют 4,5%, рентабельность капиталной базы - 18%, рентабельность приростных инвестиций - 10%, *WACC* — 10%. Как видите, средняя рентабельность всего капитала снижается постепенно. Спустя 11 лет она падает с исходного уровня 18% до 14% (т. е. расстояние до приростной рентабельности сокращается в половину). Она достигает 12% только через 23 года и 11% через 37 лет.

### Когда создается стоимость?

Менеджеры иногда очень расстраиваются, полагая, будто «вся стоимость выпадает на продленный период». Рисунок 12.4 иллюстрирует эту проблему на примере условной корпорации «Новинка». Оказывается, 85% совокупной стоимости «Новинки» составляет продленная стоимость. Рисунок 12.5 предлагает альтернативное толкование того, откуда берется стоимость, — метод оценки по компонентам бизнеса. Базовому бизнесу «Новинки» свойственна устойчивая рентабельность 12% и темпы роста 4% в год. Кроме того, компания разрабатывает новую продуктовую линию, для которой потребуется построить новый завод, что повлечет за собой отрицательный денежный поток в течение нескольких лет. Как показывает рисунок 12.5, стоимость базового бизнеса составляет 877 дол., или 71% совокупной стоимости «Новинки». Стало быть, 71% стоимости компании порождают операции, которые в настоящее время производят мощный денежный по-

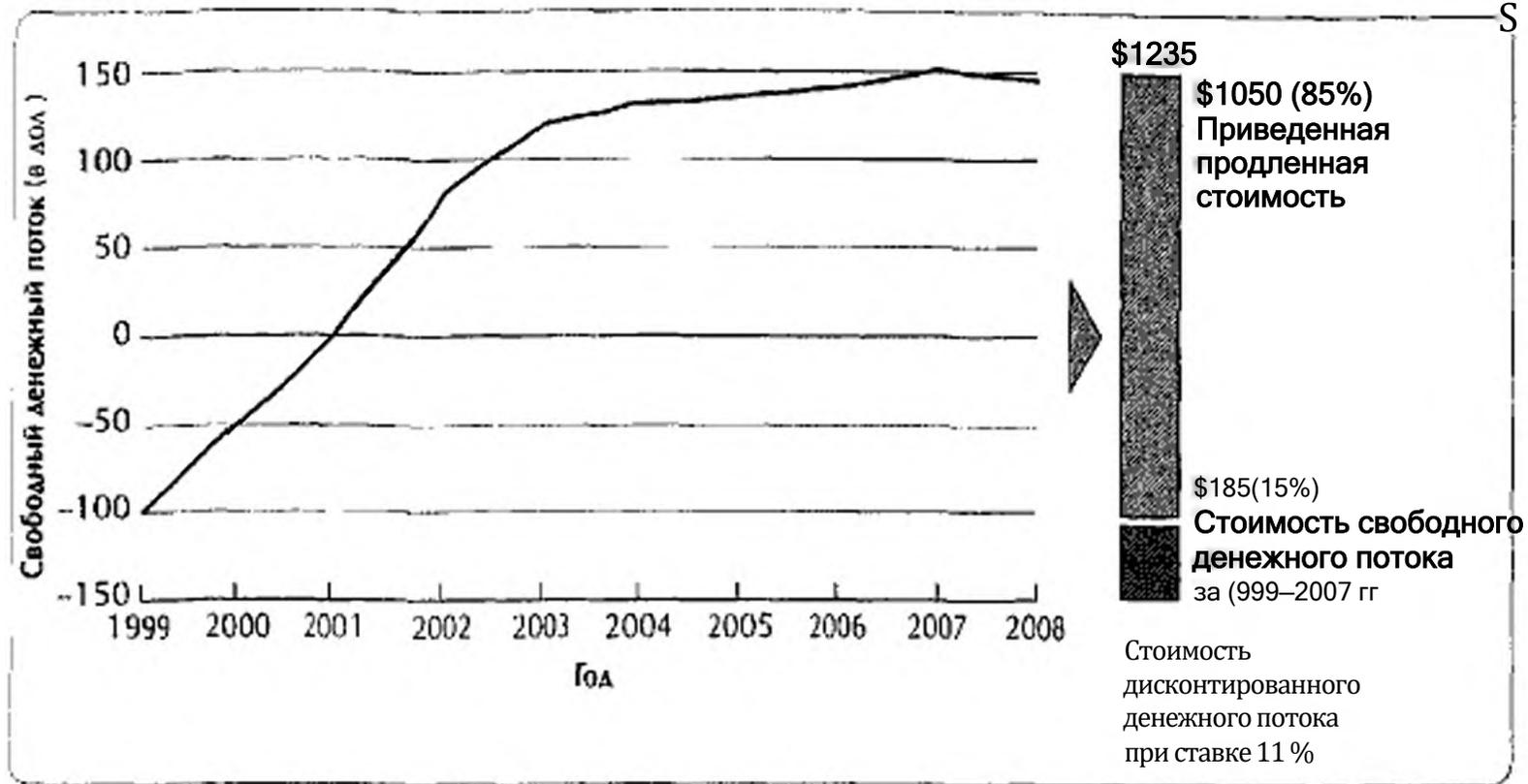


Рисунок 12.4. Прогноз свободного денежного потока и оценка стоимости: корпорация «Новинка»

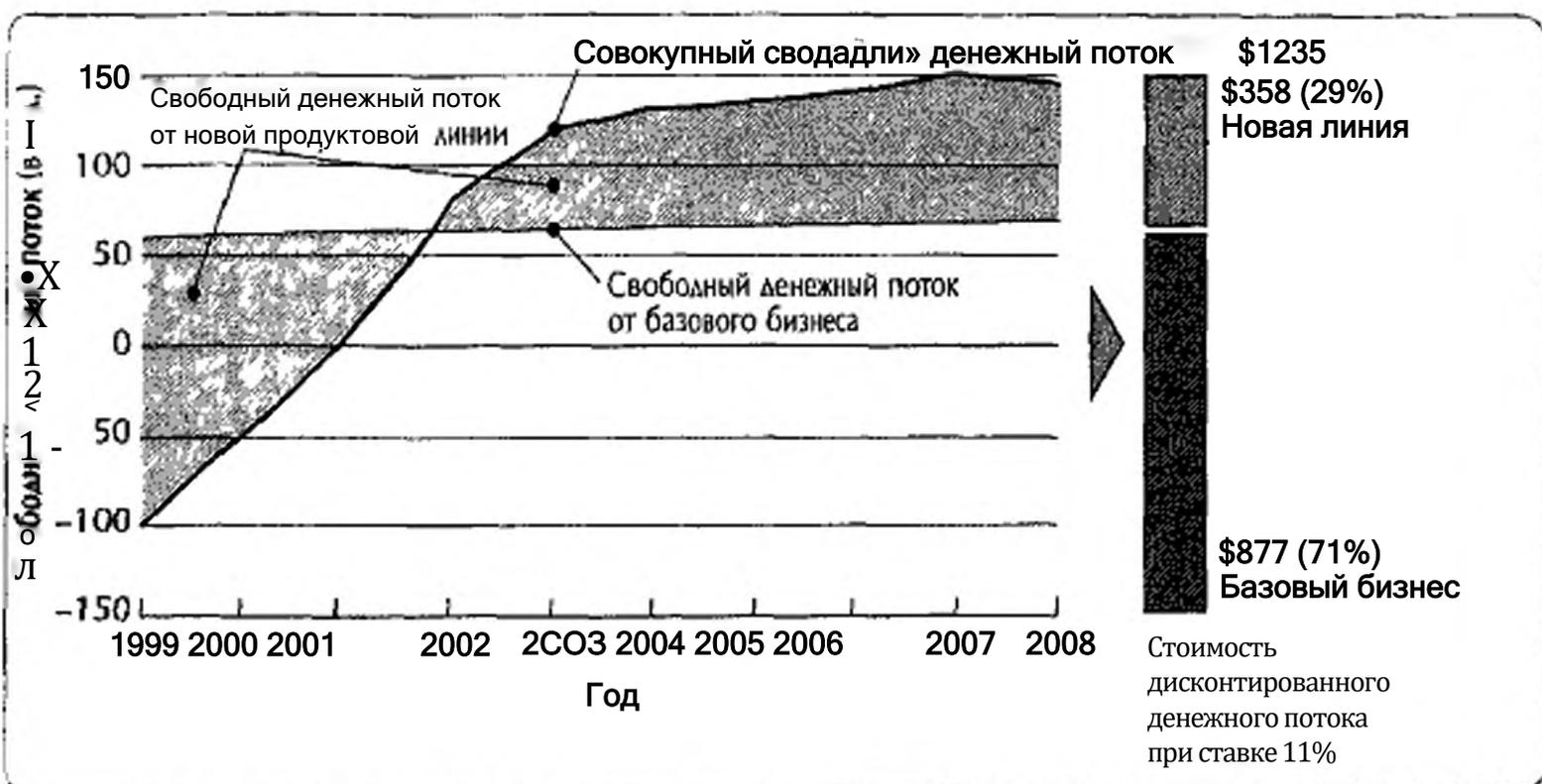


Рисунок 12.5. Оценка стоимости по компонентам бизнеса: корпорация «Новинка»

ток. Но компания приняла решение реинвестировать этот денежный поток в потенциально прибыльную новую линию продуктов. Это не означает, что 85% стоимости на протяжении более чем восьми лет не существует. Это лишь означает, что подобная временная схема денежного потока создает видимость, будто подавляющая часть стоимости далеко впереди.

Еще одну интерпретацию продленной стоимости можно дать и с помощью модели экономической прибыли. На рисунке 12.6 сравниваются

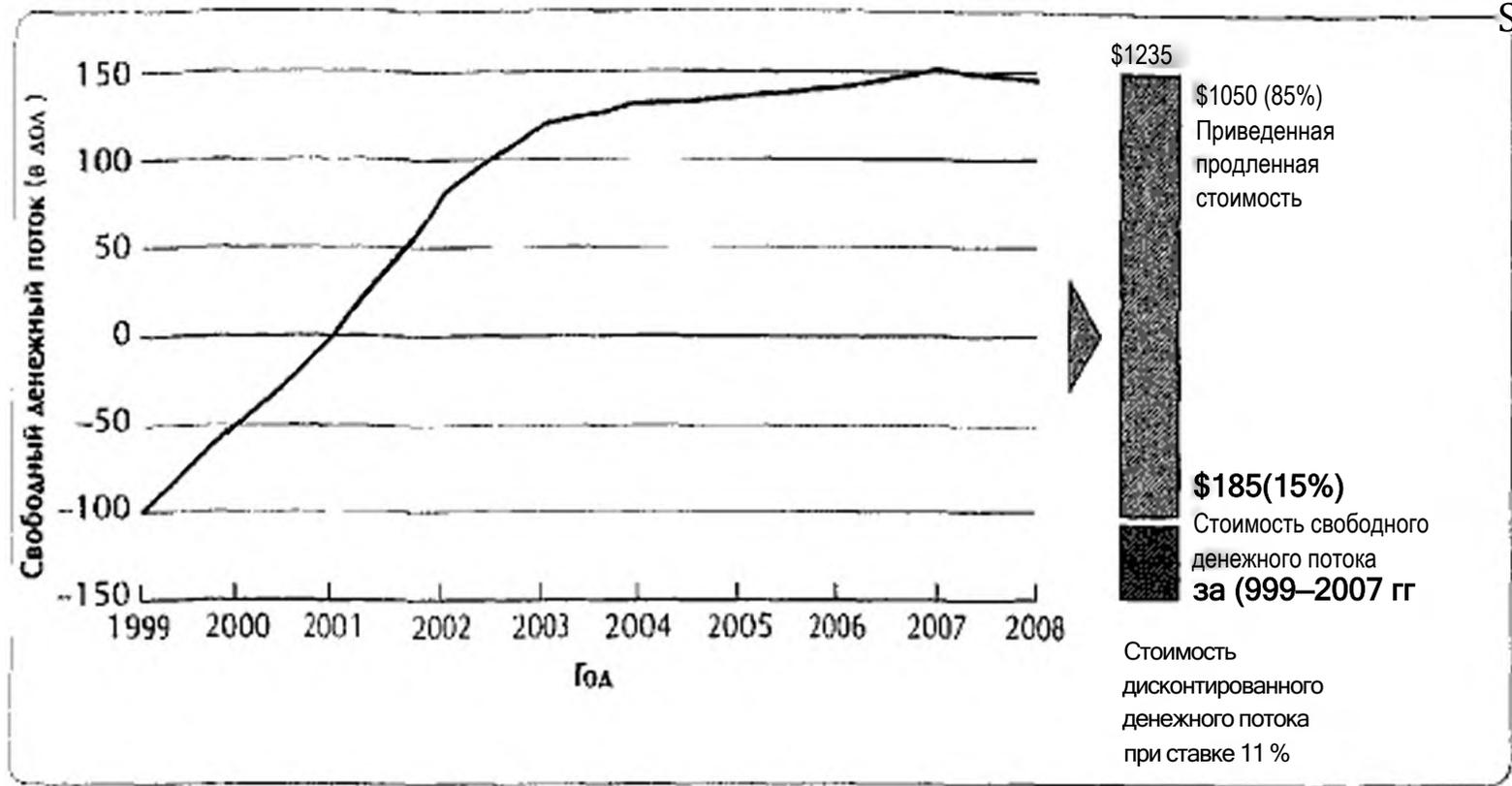


Рисунок 12.4. Прогноз свободного денежного потока и оценка стоимости: корпорация «Новинка»

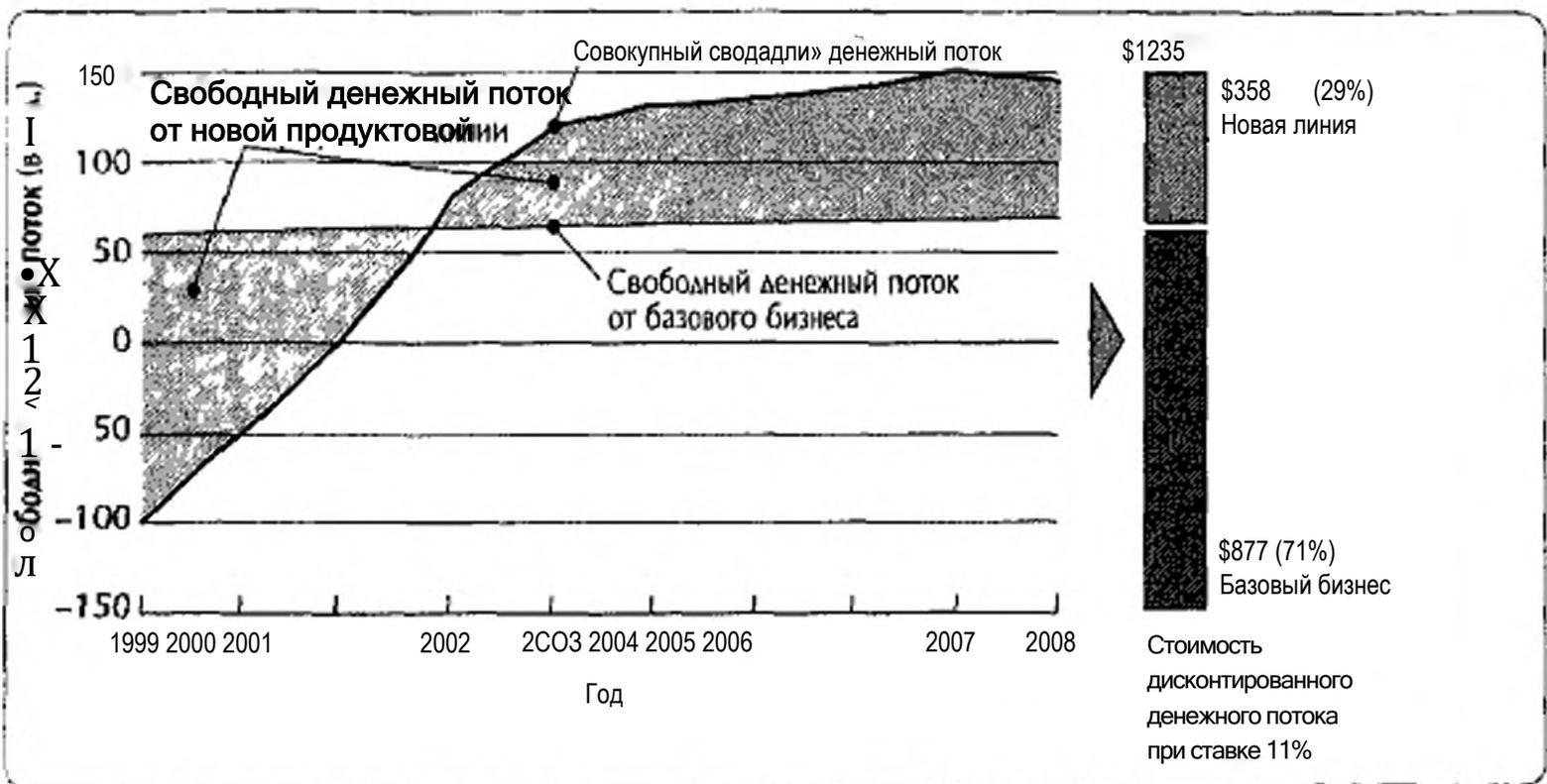


Рисунок 12.5. Оценка стоимости по компонентам бизнеса: корпорация «Новинка»

ток. Но компания приняла решение реинвестировать этот денежный поток в потенциально прибыльную новую линию продуктов. Это не означает, что 85% стоимости на протяжении более чем восьми лет не существует. Это лишь означает, что подобная временная схема денежного потока создает видимость, будто подавляющая часть стоимости далеко впереди.

Еще одну интерпретацию продленной стоимости можно дать и с помощью модели экономической прибыли. На рисунке 12.6 сравниваются

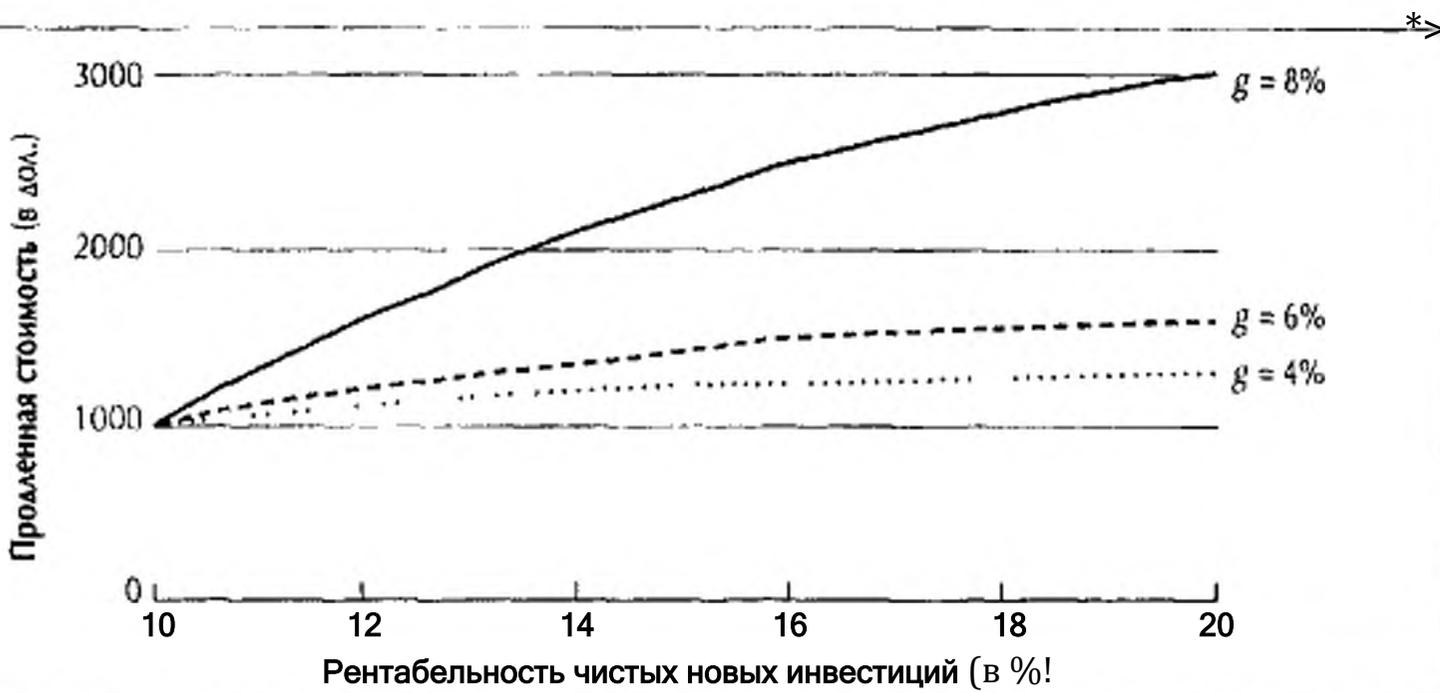


Рисунок 12.7. Воздействие предпосылок на величину продленной стоимости ( $WACC = 10\%$ ,  $NOPLAT = 100$  дол.)

Ниже изложены некоторые общие соображения, относящиеся к оценке переменных продленной стоимости для формулы факторов стоимости и для формулы бессрочно растущего денежного потока.

- *NOPLAT*. Базовый уровень *NOPLAT* должен отражать нормализованную величину прибыли компании на середину ее делового цикла. Так, доход обычно должен отражать развитие тенденции до последнего года прогнозного периода, скорректированное на середину делового цикла. Величину операционных издержек следует определять исходя из устойчивой нормы прибыли, а величину налогов — исходя из долгосрочных ожидаемых налоговых ставок.
- *Свободный денежный поток*. Во-первых, оцените *NOPLAT*, как показано выше. Хотя *NOPLAT* обычно определяется по результатам последнего года прогнозного периода, уровень инвестиций в предыдущем году едва ли может служить подходящим показателем устойчивого объема инвестиций, необходимого для роста в продленном периоде. Тщательно проанализируйте, сколько инвестиций потребуется для поддержания прогнозных темпов роста. Зачастую на продленный период прогнозируется замедленный рост по сравнению с определенным прогнозным периодом, поэтому и объем инвестиций в продленном периоде должен составлять пропорционально меньшую долю *NOPLAT*.
- *Приростная ROIC*. Ожидаемая рентабельность новых инвестиций должна соответствовать ожидаемым условиям конкуренции. Согласно экономической теории, конкуренция в конечном счете устраняет аномальную доходность; по этой причине для большинства компаний уместно принимать *ROIC* равной *WACC*. Если же вы ожидаете, что компания способна продолжить прежний рост и сохранить конкурентные преимущества, то, возможно, приростную *ROIC* следует принять равной рентабельности инвестиций, установленной вами на прогнозный период.

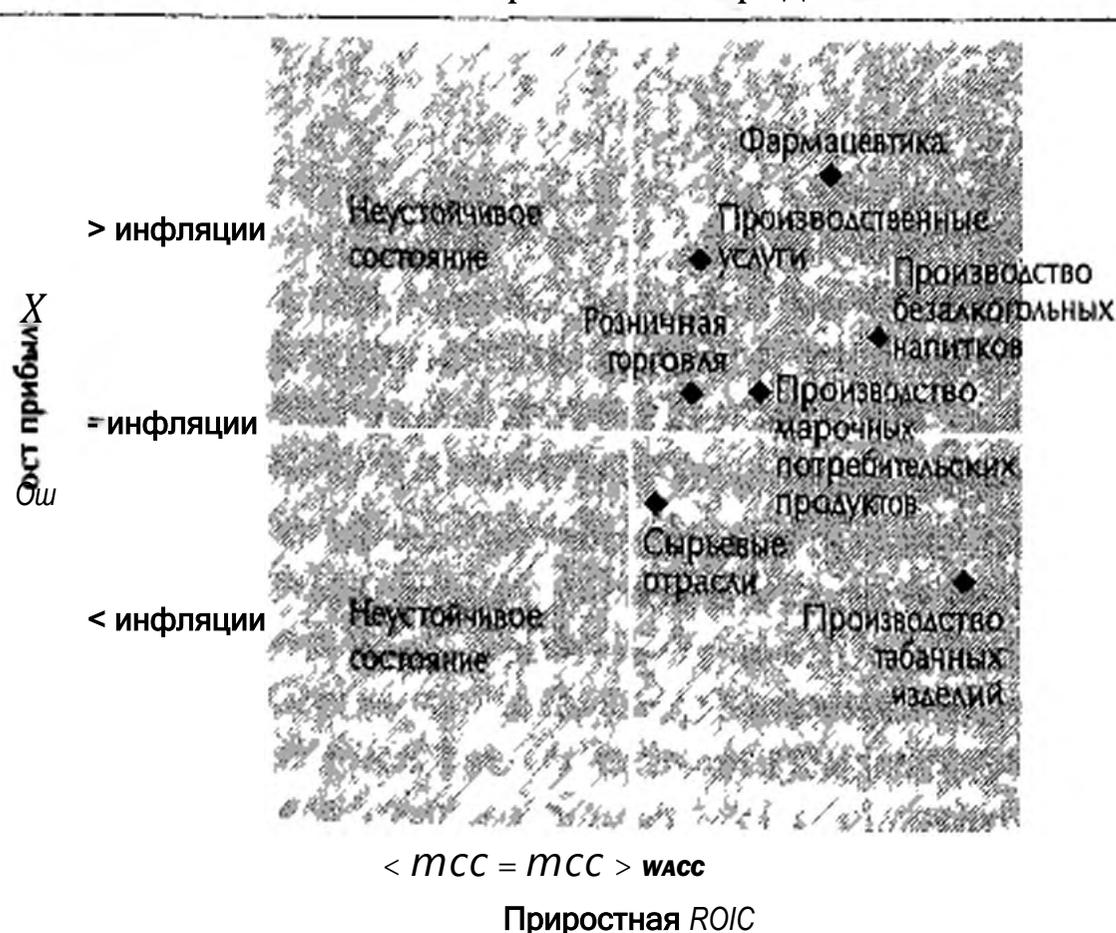
- *Темпы роста* Лишь немногие компании способны долгое время расти быстрее, чем экономика в целом. Вероятно, наилучший показатель в данном случае - ожидаемые темпы роста потребления продукции отрасли плюс инфляция. Кроме того, мы предлагаем проводить анализ чувствительности, чтобы понять, каким образом изменение темпов роста сказывается на оценке стоимости.
- *WACC*. В оценке средневзвешенных затрат на капитал должны соединяться устойчивая структура капитала и уровень делового риска, соответствующий ожидаемым условиям в отрасли.
- *Норма инвестирования* Норма инвестирования в явном виде не входит в формулу продленной стоимости, но она равна темпам роста, деленным на *ROIC*. Удостоверьтесь, что выведенная вами норма инвестирования согласуется с экономическими параметрами отрасли.

На рисунке 12.8 показано, как соотносятся между собой разные отрасли по сочетанию долгосрочного роста и рентабельности инвестиций. Это всего лишь схематичное обобщение, каждая компания обладает уникальными характеристиками.

## РАСПРОСТРАНЕННЫЕ ЗАБЛУЖДЕНИЯ

При оценке продленной стоимости часто допускают несколько ошибок, среди которых: бесхитростная экстраполяция прежних результатов на базисный

Рисунок 12.8. Относительные позиции отдельных отраслей по сочетанию переменных продленной стоимости



год продленного периода; простодушный сверхконсерватизм; умышленный сверхконсерватизм.

- Бесхитростная экстраполяция прежних результатов на базовый год*  
Таблица 12.2 иллюстрирует типичную ошибку в прогнозировании базового уровня свободного денежного потока Между годом 9 и годом 10 (последний год прогноза) прибыль и денежный поток компании увеличились на 10% На продленный период прогнозируется ежегодный рост на 5% Наивный, и ошибочный, подход к прогнозу на год 11 (базовый год продленного периода) - просто увеличить каждую составляющую общего денежного потока за год 10 на 5%, как показано в третьем числовом столбце таблицы Такой прогноз неверен, потому что прирост оборотного капитала в данном случае чересчур велик для предполагаемого наращивания продаж. Поскольку рост продаж замедляется, доля валового денежного потока, предназначенная для увеличения оборотного капитала, должна существенно сократиться, как и показано в последнем столбце таблицы Здесь же видно, что прирост оборотного капитала — это сумма, необходимая для поддержания постоянной пропорции между величиной оборотного капитала на конец года и объемом продаж Наивная экстраполяция прежних результатов приводит к постоянному увеличению доли оборотного капитала в объеме продаж и к существенному занижению стоимости компании Обратите внимание на третий числовой столбец, где свободный денежный поток на 18% меньше, чем должен быть
- Простодушный сверхконсерватизм* Многие аналитики всегда исходят из предпосылки, что приростная рентабельность инвестиций в продленном периоде равна затратам на капитал. Помимо прочего это избавляет их от

Таблица 12.2. Верный и неверный подходы к прогнозу базового уровня свободного денежного потока (числовые данные, кроме двух последних строк, – в дол.)

	Год 9	Год 10	Год 11 (рост 5%)	
			неверно	верно
Продажи	1000	1100	1155	1155
Операционные издержки	-850	-935	-982	-982
<i>mm</i>	150	165	173	173
Денежный налог	-60	-66	-69	-69
НОРЛАТ	90	99	104	104
Амортизация	27	30	32	32
Валовой денежный поток	117	129	136	136
Капитальные затраты	30	33	35	35
Прирост оборотного капитала	27	30	32	17
Валовые инвестиции	57	63	67	52
Свободный денежный поток	60	66	69	84
<i>Примеч</i> Оборотный капитал на конец года	300	330	362	347
Оборотный капитал/продажи (в %)	30	30	31	30
Прирост оборотного капитала/продажи (в %)	27	27	27	15

необходимости прогнозировать темпы роста, поскольку при таком равенстве рост ничего не добавляет к стоимости, но и не разрушает ее. Однако применительно к некоторым компаниям такой подход очевидно порочен. К примеру, в производстве безалкогольных напитков компаний Coca-Cola «PepsiCo рентабельность инвестированного капитала чрезвычайно велика и едва ли существенно сократится, пока эта сфера бизнеса обеих компаний продолжает расти. Для подобных видов бизнеса принимать  $R01C$  равной  $K'ACC$  - значит намного занижать их стоимость. То же самое относится и к любому предприятию, продающему патентованные товары, которые вряд ли могут быть воспроизведены конкурентами (это касается многих фармацевтических компаний, производителей потребительских продуктов и некоторых производителей компьютерных программ).

- *Умышленный сверхконсерватизм* Порой аналитики сознательно проявляют чрезмерный консерватизм из-за неопределенности и «масштабности» продленной стоимости. Но если продленной стоимости дана надлежащая оценка, то неопределенность сокращается двояким образом: фактические результаты с равной вероятностью могут как превысить эту оценку, так и оказаться ниже ее. Стало быть, консерватизм излишен для компенсации такой неопределенности. Мы, впрочем, вовсе не хотим сказать, что вас не должна заботить неопределенность. Именно поэтому тщательная разработка возможных сценариев развития событий представляет собой ключевой элемент любой стоимостной оценки.

## ОБЗОР ДРУГИХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ

Многие другие подходы к оценке продленной стоимости, применяемые на практике, зачастую приводят к ошибочным результатам, хотя некоторые из них вполне приемлемы при осмотрительном использовании. Сами мы, однако, предпочитаем те методы, какие успели порекомендовать и вам, поскольку в них в явном виде заложены базовые экономические предпосылки, на которых строится анализ деятельности компании. В других же методах эти основополагающие предпосылки часто теряются из виду. В таблице 12.3 на примере типичной компании, производящей спортивные товары, показан широкий разброс оценок продленной стоимости, полученных с применением разных методов. (Дальше в этом разделе мы поясним, почему отдаем предпочтение рекомендуемым подходам.) Наиболее распространенные на практике методы мы подразделяем на две группы: (1) основанные на дисконтированном денежном потоке и (2) не связанные с денежным потоком.

### **Другие методы на основе дисконтированного денежного потока**

Рекомендуемые формулы дисконтированного денежного потока можно видоизменить, так чтобы вывести новые формулы продленной стоимости с более узкими (но порой менее обоснованными) предпосылками.

Таблица 12.3. Оценка продленной стоимости разными методами:  
типичный производитель спортивных товаров {числовые данные — в млн дол }

Метод	Предпосылки	Продленная стоимость
По балансовой стоимости	Данные бухгалтерского учета	268
По ликвидационной стоимости	80% оборотного капитала 70% чистых основных средств	186
По коэффициенту цена/прибыль	Среднеотраслевой показатель 15	624
По коэффициенту рыночная/ балансовая стоимость	Среднеотраслевой показатель 1 4	375
По затратам на замещение активов	Балансовая стоимость с поправкой на инфляцию	275
По бессрочной ренте на основе денежного потока в последний год прогноза	Нормализованный свободный денежный поток расту ши и вровень с инфляцией	428

Первая из таких разновидностей — формула *сходимости (конвергенции)*. У многих компаний в конкурентных отраслях ожидаемая рентабельность чистых новых инвестиций постепенно сводится к величине затрат на капитал, поскольку любые сверхприбыли подавляются конкуренцией. Эта предпосылка позволяет упростить формулу факторов стоимости:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC}$$

Давайте посмотрим, как выводится эта формула, начав с полной версии формулы факторов стоимости:

$$CV = \frac{NOPLAT_j \cdot (1 - g/ROIC_j)}{WACC - g}$$

Теперь предположим, что  $ROIC_j = WACC$ , то есть что приростная рентабельность инвестиций равна затратам на капитал:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (1 - g/WACC)}{WACC - g} = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot WACC}{WACC - g}$$

Сократив одинаковые выражения  $(WACC - g)$  в числителе и знаменателе дроби, получаем упрощенный вариант формулы:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC}$$

Из этого равенства исчез фактор роста. Это, однако, не означает, что номинальный рост  $NOPLAT$  равен нулю. Это означает лишь то, что ее рост

не добавляет никакой стоимости, поскольку рентабельность такого роста в точности равна затратам на капитал. Порой эту формулу трактуют так, будто на самом деле предполагается нулевой рост (даже без учета инфляции), хотя это очевидно не соответствует действительности.

Неверная интерпретация формулы сходимости ведет к появлению другой ее разновидности: формулы *активности*. Она предполагает, что прибыль в продленном периоде все-таки растет некими темпами, чаще всего вровень с инфляцией. Отсюда следует вывод, что прибыль нужно дисконтировать по реальным, а не по номинальным средневзвешенным затратам на капитал:

$$CV = \frac{mPLAT_{T+1}}{WACC - g}$$

где  $g$  означает инфляцию.

При исчислении по этой формуле продленная стоимость может оказаться существенно завышена, поскольку здесь допускается, что *NOPLAT* может расти без каких-либо добавочных инвестиций. Это очень маловероятно (а то и совсем невозможно), ибо любой рост, как правило, требует дополнительных основных средств и увеличения оборотного капитала.

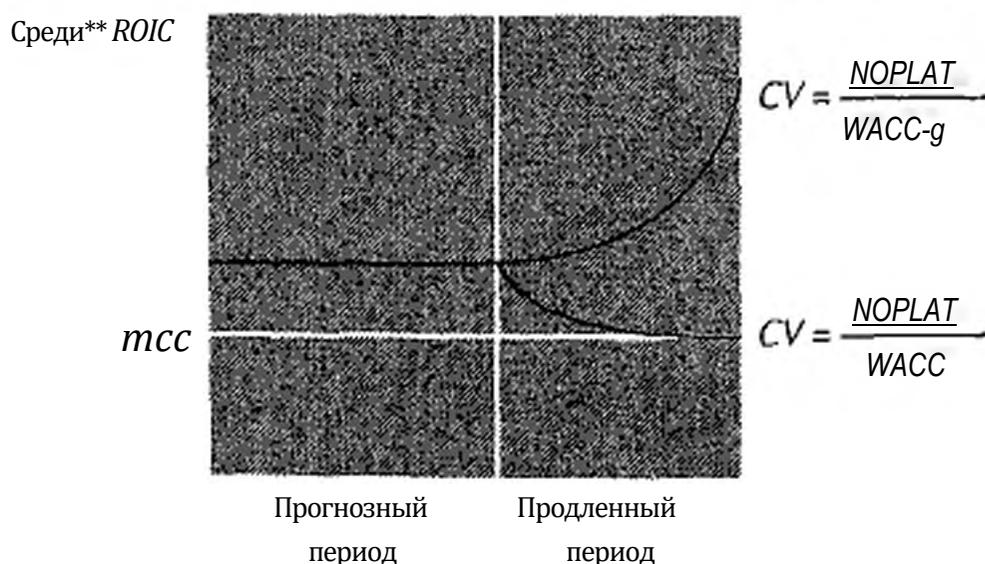
Мы увидим, каким образом эта формула соотносится с формулой факторов стоимости, если возьмем за предпосылку, что приростная *ROIC* стремится к бесконечности:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1} \left( 1 - \frac{g}{ROIC_j} \right)}{WACC - g}$$

$ROIC_j \rightarrow \infty$ , следовательно,  $\frac{g}{ROIC_j} \rightarrow 0$ ;

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (1 - 0)}{WACC - 0} = \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC}$$

Рисунок 12.9. Средняя рентабельность по альтернативным формулам продленной стоимости



На рисунке 12.9 сравниваются две описанные версии формулы дисконтированного денежного потока. Здесь показано, как изменяется средняя рентабельность капитала (и старого, и нового) при двух предположениях, на которых построены эти формулы. Согласно формуле активности, *NOPLAT* растет безо всяких новых инвестиций, так что *ROIC* в конечном счете стремится к бесконечности. Согласно формуле сходимости, средняя *ROIC* приближается к *WACC*, по мере того как увеличивается доля новых инвестиций в совокупном базовом капитале.

### Методы, не связанные с дисконтированным денежным потоком

Помимо методов дисконтированного денежного потока для оценки продленной стоимости иногда используют методы, не связанные с денежным потоком. Четыре наиболее употребимые из них основаны на: ликвидационной стоимости, затратах на замещение активов, коэффициенте цена/прибыль, коэффициенте рыночная/балансовая стоимость.

Согласно *методу ликвидационной стоимости*, продленная стоимость равна оценочной выручке от реализации активов бизнеса после оплаты его обязательств в конце определенного прогнозного периода. Ликвидационная стоимость зачастую весьма отличается от стоимости действующей компании. В растущей прибыльной отрасли ликвидационная стоимость компании, вероятнее всего, окажется существенно ниже стоимости компании в действующем состоянии. В умирающей же отрасли ликвидационная стоимость может превысить стоимость действующей компании. В связи с этим такой подход лучше не использовать - за исключением тех случаев, когда ликвидация в конце прогнозного периода действительно должна произойти с большой вероятностью.

Согласно *методу затрат на замещение*, продленная стоимость равна ожидаемым затратам на замену активов компании. У этого подхода есть несколько серьезных изъянов. Во-первых, замещению подлежат лишь материальные активы. «Организационный капитал» компании можно оценить лишь на основе производимого им денежного потока. Затраты на замещение материальных активов компании порой существенно занижают ее стоимость. Во-вторых, не все активы компании будут когда-либо заменены. Представьте себе специальное оборудование, используемое только в одной конкретной отрасли. Затраты на замещение такого актива могут оказаться настолько высокими, что заменять его попросту неэкономично. Но покуда актив создает положительный денежный поток, он обладает ценностью для компании. В подобном случае затраты на замещение актива могут превысить стоимость бизнеса в действующем состоянии.

*Метод коэффициента цена/прибыль (Ц/П)* предполагает, что стоимость компании кратна ее будущим прибылям в продленном периоде. Это, разумеется, так и есть; трудности возникают при попытке определить подходящий коэффициент Ц/П. Допустим, мы выбрали текущий среднеотраслевой

коэффициент Ц/П на сегодняшний день. Он отражает экономические перспективы отрасли на определенный прогнозный период, равно как и на продленный период. Однако такие перспективы в конце прогнозного периода, вероятнее всего, будут выглядеть совершенно иначе, чем с точки зрения сегодняшнего дня. Значит, нам нужен и иной коэффициент Ц/П, отражающий перспективы компании в конце прогнозного периода. Какие факторы определяют этот коэффициент? Как мы уже говорили в главе 8, основные детерминанты коэффициента Ц/П — темпы роста компании, рентабельность нового капитала и затраты на капитал. А это как раз те факторы, которые присутствуют в формуле факторов стоимости. Поэтому, если вас не устраивает применение произвольного коэффициента Ц/П, воспользуйтесь лучше этой формулой.

Здесь следует упомянуть об одной ловушке, в которую иногда попадают компании при оценке предполагаемых поглощений. Она заключается в порочной логике, согласно которой коэффициент Ц/П для продленной стоимости равен коэффициенту Ц/П, основанному на цене, заплаченной  $i$  за поглощение. Иными словами, это значит, что если я плачу за бизнес  $j$  18-кратную прибыли цену, то впоследствии мне удастся и продать его  $\bullet =$  по 18-кратной прибыли цене. Однако в большинстве случаев компании готовы платить за поглощение с более высоким коэффициентом Ц/П именно потому, что рассчитывают, хорошенько отладив купленный бизнес, значительно увеличить прибыли. Стало быть, фактический коэффициент Ц/П, соответствующий цене, которую компания заплатила за поглощение, и | этому повышенному уровню прибылей, окажется куда ниже, чем 18. Как только надлежащие улучшения купленного бизнеса будут осуществлены и [ прибыли возрастут, покупатели не захотят платить за бизнес с таким же коэффициентом Ц/П, если они не в состоянии предпринять новые улучшения, ведущие к дальнейшему росту прибыли.

*Метод коэффициента рыночная/балансовая стоимость* предполагает,  $j$  что рыночная стоимость компании находится в некоем кратном отношении  $г$  к ее балансовой стоимости; часто за такое отношение принимают текущий \*■ коэффициент самой компании либо коэффициенты, характерные для сопоставимых компаний. Концептуально этот подход равнозначен предыдущему | (оценке по коэффициенту Ц/П) и, в силу этого, сопряжен с теми же проблемами. Помимо сложностей с определением подходящего коэффициента балансовая стоимость сама по себе подвержена искажениям из-за инфляции и специфики бухгалтерского учета. И опять гораздо легче воспользоваться методами на основе дисконтированного денежного потока.

#### БОЛЕЕ ИЗОЩРЕННЫЕ ФОРМУЛЫ ПРОДЛЕННОЙ СТОИМОСТИ

У формулы факторов стоимости в модели дисконтированного денежного потока имеется также более сложная — так называемая двухэтапная — раз-

новидность. Она позволят разбить продленный период на два подпериода, для которых предполагаются разные темпы роста и значения  $ROIC$ . Допустим, в первые восемь лет после определенного прогнозного периода компания будет расти на 8% в год с приростной рентабельностью инвестиций 15%, а по прошествии этих восьми лет рост компании замедлится до 5%, а приростная  $ROIC$  упадет до 11%:

$$CV = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (1 - g_A / ROIC_A)}{WACC - g_A} \times \left[ 1 - \frac{1 + g_A}{1 + WACC} \right]^{N-1} + \frac{NOPLAT_T \cdot (1 - g_B / ROIC_B)}{(WACC - g_B) \cdot (1 + WACC)^{T-1}}$$

где  $N$  — число лет на первом этапе продленного периода;  
 $g_A$  — ожидаемые темпы роста на первом этапе продленного периода;  
 $g_B$  — ожидаемые темпы роста на втором этапе продленного периода;  
 $ROIC_A$  — ожидаемая приростная рентабельность на первом этапе продленного периода;  
 $ROIC_B$  — ожидаемая приростная рентабельность на втором этапе продленного периода.

Заметьте: для того чтобы формула имела смысл, значение  $g_B$  должно быть меньше значения  $WACC$  (в противном случае компания в конце концов перерастет всю мировую экономику).

Двухэтапная формула продленной стоимости в модели экономической прибыли такова<sup>2</sup>:

$$CV = \frac{EP_{T+1}}{WACC} + \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (g_A / ROIC_A) \cdot (ROIC_A - WACC)}{WACC(WACC - g_A)} \times \left[ \frac{1 - \frac{1 + g_A}{1 + WACC}}{1 + WACC} \right]^{N-1} + \frac{NOPLAT_T \cdot (1 - g_B / ROIC_B) \cdot (ROIC_B - WACC)}{WACC(WACC - g_B) \cdot (1 + WACC)^{T-1}}$$

где  $EP$  — экономическая прибыль, а остальные переменные — те же, что в предыдущей формуле.

А вот еще двухэтапная формула, предусматривающая снижение приростной  $ROIC$  на первом этапе продленного периода<sup>3</sup>:

$$CV = NOPLAT_{T+1} \times \frac{1 - g_A / ROIC_A}{WACC - g_A} \times \left[ 1 + \frac{1 + g_A}{WACC - g_A} \cdot \frac{f(L \pm)^{rV}}{(1 + WACC)} \right] + \frac{NOPLAT_T \cdot (1 - g_B / ROIC_B) \cdot (ROIC_B - WACC)}{WACC - g_B}$$

<sup>2</sup> За вывод этой формулы благодарим Пьетра де Вита и Дейвида Кригера.

<sup>3</sup> За вывод этой формулы благодарим Оливера Берлага.

Здесь  $a$  обозначает темпы снижения  $ROIC$ , которые рассчитываются по следующей формуле:

$$g = \frac{1}{N-1} \left( \frac{WA/XOIC_B}{1 - g_A/ROIC_A} \right)$$

Во всех этих формулах под  $ROIC$  понимается приростная рентабельность чистых новых инвестиций. Кроме того, все они неизменно строятся на предпосылке, что рентабельность базового капитала остается постоянной на уровне последнего года определенного прогнозного периода.

Если вы хотите смоделировать снижение рентабельности всех инвест\*ций, включая базовый капитал, лучше предусмотреть это еще при составлении прогноза (в рамках определенного прогнозного периода). Это трудно сделать с помощью формул продленной стоимости, поскольку темпы роста дохода и  $NOPLAT$  в данном случае будут не равны темпам роста свободного денежного потока и к тому же снижение  $ROIC$  может происходить в разных условиях.  $ROIC$  может снижаться при постоянном приросте капитала и соответственном уменьшении темпов роста  $NOPLAT$  с течением времени (в этом случае  $NOPLAT$  будет расти гораздо медленнее, нежели капитал). Или вы можете установить постоянные темпы роста для  $NOPLAT$ , внося соответствующие поправки в свободный денежный поток за каждый период (т. е.  $FCF$  будет расти гораздо медленнее, чем  $NOPLAT$ ). Динамика этих соотношений очень сложна, и мы не советуем встраивать их в формулы продленной стоимости, так как это чревато потерей из виду ключевых факторов стоимости.

## HEINEKEN: пример

Воспользуемся формулой факторов стоимости, чтобы вычислить продленную стоимость дисконтированного денежного потока Heineken. Значения переменных для сценария обычного состояния бизнеса определены следующим образом.

- *NOPLAT* на начало продленного периода (гол, следующий за последним годом прогноза) — это *NOPLAT* за 2014 г. Согласно нашему прогнозу 8 главе 10, *NOPLAT* в 2014 г. составит у Heineken 21 36 млн голландских гульденов.
- *WACC* для компании прогнозируются на постоянном уровне 6,7%. Мы не предвидим никаких существенных изменений в структуре капитала или деловом риске Heineken.
- Рентабельность новых инвестиций Heineken (без учета деловой репутации) после 2013 г. прогнозируется на уровне 17%. Это соотносится с прогнозными результатами деятельности по данному сценарию в предыдущие годы. Такой прогноз предполагает, что у Heineken есть основания рассчитывать на долгосрочное конкурентное преимущество. Подобно Coca-Cola или Procter & Gamble, Heineken создала мощную торговую марку, способную обеспечить компании рентабельность сверх нормального уровня, который был бы ей доступен в условиях совершенной конкуренции (т. е. сверх рентабельности капитала, равной затратам на капитал).
- Мы ожидаем для Heineken ежегодного роста *NOPLAT* на 4%: 2% реального роста плюс 2% инфляции.

Подставив эти переменные в рекомендуемую формулу факторов стоимости, получим продленную стоимость на 2013 г., равную 59,6 млрд голландских гульденов:

$$CV = \frac{NOPLAT_{2014} \cdot \left(1 - \frac{g}{ROIC_r}\right)}{WACC - g} = \frac{NLG 2136000 000 \times \left(\frac{1 - 4\%}{17\%}\right)}{6,7\% - 4,0\%} = 59,6 \text{ млрд гульденов.}$$

Расчет по формуле экономической прибыли с теми же самыми переменными дает нам продленную стоимость экономической прибыли ( $CV_{EP}$ ) после 2013 г., равную 47,5 млрд голландских гульденов:

$$CK_{\text{№0}} = S_{\text{аи+}} + \frac{NOPLAT_{2014} \cdot (g - cROIC_j - WACC)}{WACC(WACC - g)} = \frac{NLG 1322 000 000}{6,7\%} + \frac{NLG 2136 000 000 \times \left(\frac{17\% - 6,7\%}{17\%}\right)}{6,7\% \times (6,7\% - 4,0\%)};$$

$$CV_{EP} = NLG 19 600 000 000 + NLG 27 900 000 000 = 47,5 \text{ млрд гульденов.}$$

Продленная стоимость экономической прибыли оказалась так велика, поскольку на протяжении и после прогнозного периода Heineken рассчитывает зарабатывать больше затрат на капитал. И все же продленная стоимость экономической прибыли не дотягивает до продленной стоимости дисконтированного денежного потока. Прибавив к продленной стоимости экономической прибыли величину инвестированного капитала на конец 2013 г, получим совокупную продленную стоимость в размере 59,6 млрд голландских гульденов — ровно тот же ответ, как и по формуле дисконтированного денежного потока

$$\begin{aligned}
 &= CV - (\text{инвестированный капитал}^{\text{он}} + \text{СУ}_{\text{EP}} = \\
 &= \text{NLG } 12100\ 000\ 000 + \text{NLG } 47\ 500\ 000\ 000 = 59,6 \text{ млрд гульденов.}
 \end{aligned}$$

# Расчеты и интерпретация результатов

Заключительную стадию процесса стоимостной оценки образуют собственно расчет стоимости компании, проверка результатов вычислений, а также их интерпретация - то есть перевод на язык необходимых решений.

## РАСЧЕТЫ И ПРОВЕРКА РЕЗУЛЬТАТОВ

Ну вот, наконец вы полностью подготовлены к тому, чтобы завершить стоимостную оценку, вычислив стоимость собственного капитала компании. Порядок действий здесь такой.

1. Продисконтируйте прогнозный свободный денежный поток или экономическую прибыль к настоящему времени (к приведенной стоимости) по средневзвешенным затратам на капитал (WACC),
2. Точно так же продисконтируйте по WACC и продленную стоимость. Помните, что продленная стоимость уже определена как стоимость в конце прогнозного периода, так что дисконтировать ее следует на число лет прогноза. Например, если горизонт прогноза составляет 10 лет, дисконтируйте продленную стоимость на 10, а не на 11 лет назад.
3. Вычислите стоимость основной деятельности компании, сложив приведенную стоимость денежного потока за прогнозный период с приведенной продленной стоимостью. (Если вы пользуетесь моделью экономической прибыли, сюда надо прибавить еще и величину инвестированного капитала на начало прогнозного периода.) Сделайте поправку на дисконтирование к середине года. Мы обычно исходим из предпосылки, что денежные потоки возникают непрерывно в течение всего года, а не

в конце года. В связи с этим мы несколько увеличиваем значение стоимости, добавляя дисконтированный по WACC прирост за необходимое число месяцев (обычно за шесть месяцев или больше, если мы составляем прогноз ближе к концу года).

4. Прибавьте к полученному результату стоимость любого неоперационного актива, чей денежный поток исключался из расчета свободного денежного потока и экономической прибыли; таким образом вы определите стоимость всего коммерческого предприятия К неоперационным активам относятся, в частности, избыточные рыночные ценные бумаги или инвестиции в подразделения, не связанные с основной деятельностью. Стоимость таких активов надо оценивать по их ожидаемым денежным потокам с использованием подходящих ставок дисконтирования либо по их рыночным ценам. Например, поскольку избыточные рыночные ценные бумаги — это инвестиции с нулевой чистой приведенной стоимостью, приведенная стоимость связанного с ними будущего денежного потока равна их текущей рыночной стоимости (которая у большинства инструментов денежного рынка также равна их балансовой стоимости).
5. Вычтите из полученной суммы рыночную стоимость всех долговых обязательств, гибридных ценных бумаг, миноритарного пакета акций и других притязаний на активы компании, чтобы найти стоимость ее собственного капитала. (Приемы оценки этих финансовых инструментов разбирались в гл 10.) При этом не следует вычитать стоимость бухгалтерских обязательств, таких как резервы, которые на самом деле представляют собой квазисобственные статьи. Ключом к решению вопроса о том, что подлежит, а что не подлежит вычету на этом этапе, служит соответствие с определением свободного денежного потока. Если денежный поток по той или иной статье исключался из расчета свободного денежного потока (как например, процентный долг и связанные с ним процентные платежи), то стоимость таких обязательств нужно вычесть. Если же денежный поток по статье не исключался из расчета свободного денежного потока (как например, резерв по отложенным налогам), то ее вычитать не следует<sup>1</sup>.

В таблице 13.1 показан типичный расчет стоимости собственного капитала. После того как вы оценили собственный капитал в каждом сценарии, следует проверить полученные оценки на внутреннюю согласованность, дабы свести к минимуму вероятность ошибок и удостовериться в правильном понимании факторов стоимости. Для начала полезно посмотреть, насколько ваши оценки соотносятся с прогнозами. У компании, для которой

<sup>1</sup> С предоставляемыми служащим опционами на акции можно обращаться двояким образом. Первый — определить их стоимость и вычесть ее при оценке собственного капитала наряду со всеми прочими обязательствами. Второй прием (он лучше подходит для опционов «в деньгах») — взять за предпосылку, что опционы исполнены, и соответственно увеличить число акций в обращении

Таблица 13.1. Образец стоимостной оценки (числовые данные – в млн дол)

Стоимость свободных денежных средств	5000
Избыточные денежные средства и рыночные ценные бумаги	50
Инвестиции в неконсолидированные подразделения	300
Прочие неоперирующие активы	—
Стоимость КСКО (урчаПриятия)	5450
Процентный долг	-1000
Капитализированный операционный лизинг	-400
Миноритарное участие	-100
Привлекательные акции	-200
Опционы на акции	—
Стоимость собственного капитала	3550

прогнозируется рентабельность инвестированного капитала гораздо выше затрат на капитал, и стоимость должна быть значительно выше ее балансовой стоимости. Если же у вас получилось низкое значение стоимости, значит, в ваши расчеты, скорее всего, вкралась ошибка.

Далее сравните вашу оценку стоимости с рыночной стоимостью компании. Если вы обнаружите сильное расхождение, постарайтесь по возможности более конкретно определить его причины. Может быть, вы ожидаете ускоренного роста доходов по сравнению с рынком в целом? Или повышения нормы прибыли? Или сокращения капитальных затрат?

Удостоверьтесь в правдоподобии финансовых параметров вашего прогноза (объема долга или рыночных ценных бумаг). Если величина долга или избыток рыночных ценных бумаг существенно превышают целевые нормы компании, каким образом она могла бы восстановить нарушенное равновесие? Следует ли ей наращивать собственный капитал, коль скоро прогнозируется слишком большой долг? Должна ли компания прибегнуть к выпуску дополнительных акций по текущей рыночной цене?

При обобщении результатов своих расчетов мы предлагаем вам соотносить оценку стоимости в каждом сценарии с соответствующими этому сценарию факторами стоимости и важнейшими предпосылками, такими как норма прибыли, величина капитальных затрат, разработка новых продуктов или ожидаемая реакция конкурентов. Это позволит вам составить целостную картину развития событий в каждом сценарии и установить взаимосвязи между ними.

И наконец, последний шаг - определить наиболее вероятное значение стоимости исходя из осуществимости каждого сценария. Установите вероятности для всех сценариев, умножьте каждую на стоимость в соответствующем сценарии, а затем сложите полученные значения, чтобы найти наиболее вероятную стоимость. Эта последняя стадия вовсе не обязательна; оценки стоимости в каждом сценарии сами по себе дают достаточно информации для принятия необходимых решений.

## ИНТЕРПРЕТАЦИЯ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Извечная цель стоимостной оценки компании — помочь в принятии управленческих или инвестиционных решений, будь то поглощение, отъединение структурных подразделений или выработка и осуществление внутренних стратегических инициатив. Результаты оценки нужно проанализировать в свете решений, которые могут быть приняты незамедлительно. А поскольку большинство деловых решений сопряжено с неопределенностью и риском, вы всегда должны рассматривать стоимость в привязке к определенному сценарию и классифицировать свои оценки стоимости в соответствии с присущей им мерой неопределенности.

Решения, основанные на каком-то одном сценарии, как правило, вполне очевидны — и по содержанию, и по воздействию на стоимость для акционеров. Однако при множестве сценариев интерпретация полученных вами результатов и проверка их на достоверность — дело куда более мудреное. Мы советуем вам, как минимум, проводить дополнительный анализ по нескольким направлениям.

Прикиньте, насколько сильно могут измениться значения переменных, из которых выведены оценки стоимости в каждом сценарии, не ставя под сомнение последствия ваших решений. Это покажет вам меру допустимой погрешности решений. Чем больше допустимая погрешность, тем спокойнее принимать решение; однако слишком большая допустимая погрешность должна настораживать. В этом случае еще раз пересмотрите свои предпосылки, задавшись следующими вопросами. Если решение явно ведет к достижению намеченной цели, какие неблагоприятные события способны исказить его эффект? Насколько вероятны такие события? Если решение имеет отрицательные последствия, какие выигрышные шансы оказались упущены?

Оцените вероятность изменения ключевых предпосылок, на которых строится каждый из ваших сценариев. Постарайтесь ответить, в частности, на такие вопросы.

- Каковы последствия и вероятность изменения предпосылок, относящихся к внешней среде? Насколько они важны для полученных вами результатов? Одни отрасли больше зависят от базовых экономических условий, чем другие. Жилищное строительство, к примеру, очень тесно связано с благополучием экономики в целом. С другой стороны, производство пищевых продуктов известных торговых марок меньше подвержено воздействию общих экономических тенденций.
- Каковы предпосылки о конкурентной структуре отрасли? Сценарий, предусматривающий устойчивое увеличение рыночной доли компании, вероятно, менее осуществим на высококонкурентном, концентрированном рынке, нежели в отрасли с фрагментарной и несовершенной конкуренцией.

- Каковы предпосылки, относящиеся к внутренней способности компании достичь результатов, предусмотренных сценарием? Скажем, в состоянии ли компания своевременно разработать новые продукты и производить их, удерживая издержки в ожидаемых пределах?

Разработайте альтернативные сценарии, подсказанные предыдущим анализом. При изучении первоначальных результатов могут возникнуть неожиданные вопросы, наилучший ответ на которые дадут лишь дополнительные сценарии. Все это означает, что оценка стоимости по своей природе - замкнутый, круговой процесс. Оценка стоимости сама по себе зачастую позволяет глубже вникнуть в суть явлений, что влечет за собой составление новых сценариев и дополнительные исследования.

### ИСКУССТВО СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ

Качество оценки стоимости в значительной мере зависит от правильного понимания оцениваемого бизнеса, отрасли, к которой он принадлежит, и общих экономических условий, а также от тщательности прогнозирования. Строгость мышления и усердный труд пробуждают способность к предвидению. А верная методология - это лишь небольшой, хотя и необходимый элемент процесса стоимостной оценки.

Завершая вторую часть книги, мы хотели бы поделиться с вами двумя важными соображениями. Во-первых, избегайте коротких путей: они почти всегда оборачиваются не экономией, а, наоборот, дополнительной тратой времени впоследствии. Не спешите делать выводы, прежде уделите время построению адекватной модели оценки. Предварительные «инвестиции» времени и усилий в полноценную модель всегда окупаются.

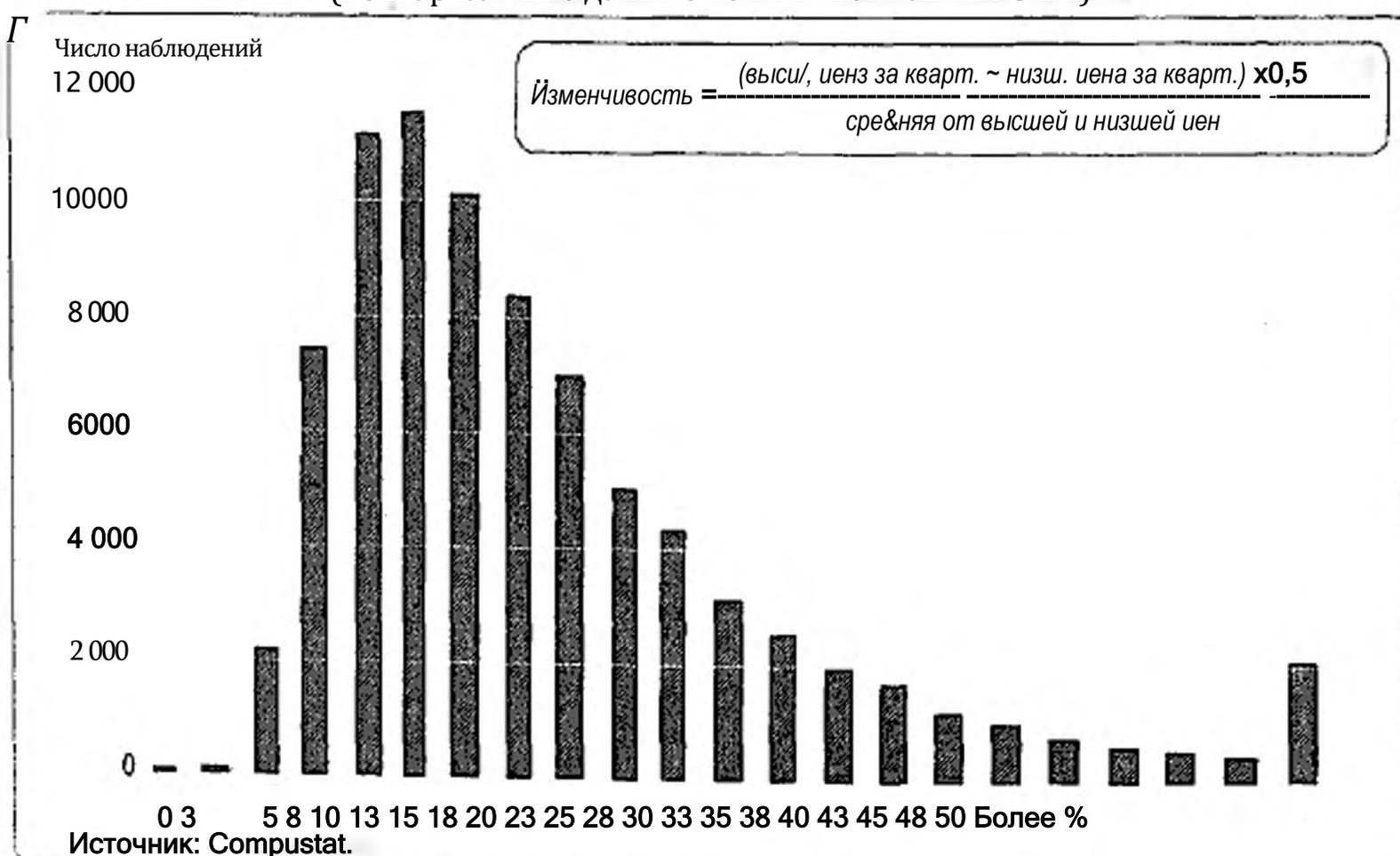
- Ваша модель должна включать в себя полные отчеты о прибылях и убытках, о движении денежных средств и балансы, а также ключевые финансовые показатели, такие как рентабельность инвестированного капитала, норма прибыли, оборачиваемость капитала и т. д. Одного лишь отчета о движении денежных средств, без баланса, недостаточно для стоимостной оценки.
- Стройте вашу модель на финансовых отчетах за прошлые годы. Пытайтесь охватить финансовые данные по меньшей мере за 5—10 лет, поскольку прогноз следует анализировать в свете результатов прежней деятельности, дабы удостовериться в том, что прогноз опирается на реальные факты.
- Не забывайте об усложнении финансовых отчетов, вызванном особенностями бухгалтерского учета и налогообложения. Учтите, что осведомленность в бухгалтерском учете зачастую играет ключевую роль для понимания экономических основ бизнеса.

Второе наше соображение такое: все время нужно помнить, что стоимостная оценка — это в той же мере искусство, как и наука, и по природе своей не вполне точна. Результаты стоимостной оценки очень чувствительны к малейшим изменениям предпосылок, относящихся к будущим событиям. Взгляните, например, насколько восприимчива к таким предпосылкам стоимость типичной компании, для которой будущий коэффициент Ц/П принят за 20. Изменение затрат на капитал этой компании на 0,5 процентных пункта меняет ее стоимость примерно на 12—14%. А изменение темпов роста в следующие 15 лет на 1% за год меняет стоимость приблизительно на 7%.

При столь высокой чувствительности нет ничего удивительного в том, что стоимость типичной компании в течение любого трехмесячного периода колеблется на 15%, а то и больше. На рисунке 13.1 показано распределение квартальной изменчивости цен акций для 2117 компаний за 10 лет вплоть до 20 июня 1999 г. (где изменчивость определяется как половина разности между высшим и низшим значениями цены за квартал, деленная на среднюю цену за квартал).

Мы обычно стараемся, чтобы в наших стоимостных оценках разброс результатов укладывался в интервал  $\pm 15\%$ , что совпадает с интервалом, который допускают инвестиционные банкиры. Даже профессионалы, занимающиеся оценкой стоимости всю свою жизнь, не всегда бывают точны. Словом, не заходите слишком далеко в своем стремлении к точности.

Рисунок 13.1. Изменчивость стоимости американских компаний, 1989—1999 гг. (поквартальные данные по 2117 компаниям США)



## HEINEKEN: пример

Сейчас мы завершим оценку стоимости Heineken и проанализируем полученные результаты. Прежде всего вычислим стоимость собственного капитала Heineken по сценарию *обычного состояния* бизнеса. В таблицах 13.2 и 13.3 представлены расчеты стоимости основной деятельности Heineken методом дисконтированного денежного потока и методом экономической прибыли соответственно. В обоих случаях стоимость основной деятельности Heineken составляет около 33 млрд голландских гульденов.

Заметьте, что, применив поправочный коэффициент, мы внесли корректировку на середину года, которая, по сути, сводится к прибавлению средней стоимости за полгода, дисконтированной по *WACC*\*. Эта поправка отражает тот факт, что в процессе оценки мы традиционным образом дисконтировали свободный денежный поток и экономическую прибыль, словно бы они полностью реализовывались в конце каждого года, тогда как в действительности денежные потоки возникают равномерно на протяжении всего года (если не считать циклических перепадов). Мы взяли шестимесячный

\* Сам поправочный коэффициент на середину года (шесть месяцев) рассчитывается следующим образом:  $(1 + WACC)^{1/2}$  (для Heineken, соответственно,  $1.067^{1/2} = 1,033$ ). - *Примет, наугного редактора.*

Таблица 13.2. Heineken: оценка методом дисконтированного денежного потока (сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные, кроме коэффициентов, — в млн голландских гульденов)

Год	FCF <sup>a</sup>	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимость FCF
1999	446	0,937	418
2000	754	0,878	662
2001	800	0,822	658
2002	526	0,770	405
2003	910	0,722	657
2004	1079	0,676	730
2005	1 134	0,633	718
2006	1 190	0,593	706
2007	1 247	0,556	694
2008	1 307	0,521	681
2009	1 359	0,488	663
2010	1 413	0,457	646
2011	1 470	0,428	629
2012	1 528	0,401	613
2013	1 590	0,376	598
Продленная стоимость	59 629	0,376	<u>22 416</u>
Стоимость основной деятельности			31 893
Поправочный коэффициент на середину года			1,033
Стоимость основной деятельности (дисконтированная к текущему месяцу)			<u>32 950</u>

<sup>a</sup> С учетом репутации.

Таблица 13.3. Heineken: оценка методом экономической прибыли  
(сценарий обычного состояния бизнеса; числовые данные,  
кроме коэффициентов, — в млн голландских гульденов)

Год	Экономическая прибыль <sup>1*</sup>	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимост экономической прибыли
1999	721	0,917	675
2000	745	0,878	654
2001	777	0,822	639
2002	831	0,770	640
2003	854	0,722	616
2004	890	0,676	602
2005	928	0,633	588
2006	966	0,593	573
2007	1 005	0,556	559
2008	1 045	0,521	544
2009	1 087	0,488	530
2010	1 130	0,457	517
2011	1 175	0,428	503
2012	1 222	0,407	490
2013	1 271	0,376	478
Продленная стоимость	47 547	0,376	<u>17 674</u>
Приведенная стоимость экономической прибыли			26 483
Инвестированный капитал (на начало прогнозного периода, без учета репутации)			6113
Минус: Приведенная стоимость инвестиций в репутацию			<u>-703</u>
Стоимость основной деятельности			31 893
Поправочный коэффициент из середину гола			1,033
Стоимость основной деятельности (дисконтированная к текущему месяцу)			<u>32 950</u>

<sup>1\*</sup> Без учета репутации

поправочный коэффициент, поскольку оцениваем компанию на 1 января 1999 г.; будь это более поздняя дата, нам пришлось бы компенсировать такую «отсрочку» добавлением к полугодовому коэффициенту соответствующего числа месяцев.

В сценарии обычного состояния бизнеса стоимость собственного капитала Heineken, как явствует из таблицы 13.4, насчитывает в общей сложности 33,5 млрд голландских гульденов, или 107 гульденов на акцию. Для того чтобы получить рыночную стоимость собственного капитала Heineken, мы сначала прибавили к стоимости основной деятельности рыночную стоимость неоперационных активов (избыточных денежных средств и рыночных ценных бумаг, а также инвестиций в неконсолидированные подразделения), что дало нам стоимость всего коммерческого предприятия, а затем вычли отсюда стоимость долга, миноритарного пакета акций и прочих не связанных с акциями источников финансирования.

Стоимость основной деятельности Heineken более чем вчетверо превосходит ее начальный инвестированный капитал (включая репутацию), что вполне согласуется с нашим прогнозом в сценарии обычного состояния бизнеса, где предусмотрена рентабельность инвестированного капитала почти вдвое выше средневзвешенных затрат на капитал.

Таблица 13.4. Heineken: стоимость собственного капитала

(сценарий обычного состояния бизнеса;

числовые данные, кроме двух последних арок, — в млн голландских гульденов)

Стоимость основной деятельности	32 950
Избыточные рыночные ценные бумаги	1 806
Финансовые постоянные активы	1080
Стоимость коммерческого предприятия	35 836
Долг	1 661
Капитализированный операционным лизинг	0
Пенсионные обязательства	103
Привилегированные акции	0
Миноритарное участие	564
Резерв на реструктуризацию	0
Стоимость собственного капитала	33 509
Число акций в обращении (в млн!)	313,6
Стоимость собственного капитала в расчет на акцию (в гульденах)	107

Мы оценили Heineken и еще в двух сценариях развития событий (которые вкратце очертили в гл. 11). Результаты всех этих оценок собраны в таблице 13.5. По сценарию ценовых войн мы внесли в предпосылки две поправки. Во-первых, мы предположили, что рост дохода Heineken в номинальном выражении будет нулевым, а в реальном выражении — отрицательным (-1—2%) вследствие изменения структуры цен. Во-вторых, мы исходили из минимальной консолидации: поглощения добавят к росту дохода только 1% (вместо 3%). В этом сценарии стоимость собственного капитала Heineken насчитывает 87,6 гульдена на акцию — на 18% меньше, чем в сценарии обычного состояния бизнеса. Хотя ценовые войны ведут к снижению иен, это не может продолжаться непрерывно на всем протяжении 15-летнего сценария. Наш прогноз отражает такое видение ситуации.

В сценарии упорядочения рынка/отраслевой консолидации мы предусмотрели такой же рост цен, как в базовом сценарии. Но при этом увеличили показатель роста, обусловленного поглощениями, так что к концу краткосрочного прогнозного периода рыночная доля Heineken достигает уже 7%.

Таблица 13.5. Heineken: сводка оценок стоимости в разных сценариях

	Сценарий		
	Ценовые войны	Обычный бизнес	Упорядочение/ консолидация
Средний рост дохода, 1999—2003 гг. (в %)	2,4	5,6	7,0
Средняя ROIC (с учетом репутации), 1999—2003 гг (в %)	13,0	13,1	14,2
Стоимость компании (в млн гульденов)	29,8	35,8	48,5
Стоимость собственного капитала (в млн гульденов)	27,5	33,5	46,2
Стоимость собственного капитала в расчете на акцию (в гульденах)	87,6	106,9	147,4
Вероятность (в %)	15,0	60,0	25,0

Ожидаемая стоимость на акцию (в гульденах)  $\left[ \frac{1}{114,1} \right]$

В результате стоимость собственного капитала насчитывает 147,4 гульдена на акцию — на 38% больше, чем в сценарии обычного состояния бизнеса.

Благоприятному сценарию мы придали более высокую вероятность, чем невыигрышному сценарию, поскольку считаем, что агрессивная стратегия поглощений, которой следует Heineken, неизбежно принесет свои плоды. Кроме того, мы полагаем, что рыночные барьеры, такие как государственное вмешательство на развивающихся рынках и местные олигополии, замедлят глобализацию отрасли и удержат относительно стабильные иены. Взвесив оценку стоимости в каждом сценарии по вероятности его осуществления, получаем ожидаемую стоимость собственного капитала 114 гульденов на акцию, что примерно совпадает с рыночной стоимостью Heineken в декабре 1998 г. Стало быть, наше представление о перспективах Heineken мало чем отличается от рыночного. В общем, это не удивительно, если учесть стабильность пивоваренной отрасли и стратегию самой компании.

### АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ

Важно понять, в какой мере выстроенная нами модель зависит от темпов роста и рентабельности инвестированного капитала. Для этого первым делом надо провести анализ чувствительности к изменению темпов роста, нормы прибыли, оборачиваемости капитала и средневзвешенных затрат на капитал. Обобщенные результаты такого анализа представлены в таблице 13.6. Как видите, изменения нормы прибыли и темпов роста намного сильнее воздействуют на стоимость собственного капитала Heineken, чем оборачиваемость капитала. Но самое интересное — это влияние WACC при данной структуре капитала: похоже, увеличение долга может добавить компании гораздо больше стоимости.

Результаты анализа чувствительности не содержат никаких сюрпризов. При относительно высокой рентабельности инвестированного капитала, какого уж достигла Heineken, наилучший путь для компании — ускорить темпы роста.

### ИТОГОВЫЙ ОБЗОР

Heineken — благополучная компания, от которой рынок ожидает сохранения и привлекательной рентабельности капитала при умеренном росте (чуть быстрее чем по отрасли в целом). Поскольку эти ожидания уже встроены в рыночную стоимость компании, Heineken придется придумать что-нибудь новенькое чтобы увеличить доходность для своих акционеров.

Таблица 13.6. Heineken: анализ чувствительности

	Базовое значение, 1999-2003 гг. (в %)	Изменение (о %)	Изменение стоимости собственного капитала (о млрд гульденов) (в %)	
Рост дохода	5,6	1,0	3,3	9,8
Норма прибыли ;гк> ШГА1	11,1	1,0	3,8	11,4
Оборачиваемость капитала	2,4	0,1	2,4	7,2

# ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ

П Р И К Л А Д Н Ы Е

**А С П Е К Т Ы**

О Ц Е Н К И

С Т О И М О С Т И

# ОГЛАВЛЕНИЕ ТРЕТЬЕЙ ЧАСТИ

## ГЛАВА 14

Оценка многопрофильных компаний *337*

## ГЛАВА 15

Оценка компаний в электронном бизнесе *354*

## ГЛАВА 16

Оценка циклических компаний *366*

## ГЛАВА 17

Оценка зарубежных подразделений *376*

## ГЛАВА 18

Оценка компаний за пределами США *395*

## ГЛАВА 19

Оценка компаний на развивающихся рынках *417*

## ГЛАВА 20

Применение модели оценки опционов для определения ценности гибкости *442*

## ГЛАВА 21

Оценка банков *476*

## ГЛАВА 22

Оценка страховых компаний *501*

# Оценка многопрофильных компаний

**В**о множестве случаев стоимостной оценке подвергаются многопрофильные компании, чье будущее зависит от успешного управления портфелем бизнес-единиц, находящихся под контролем компании. Оценка многопрофильных фирм полезна в нескольких смыслах, и не в последнюю очередь — просто как инструмент *проникновения в суть бизнеса*. В большинстве многопрофильных компаний стратегические решения принимаются на уровне бизнес-единиц. Основательное, глубокое понимание экономических основ такой компании требует тщательного анализа опасностей и благоприятных возможностей, с которыми сталкивается каждая бизнес-единица. Следовательно, стоимостная оценка, построенная на отдельных оценках бизнес-единиц, позволяет полнее разобраться в подноготной компании, нежели оценка ее как единой организации. Раздельная стоимостная оценка бизнес-единиц составляет ключевой элемент управления, ориентированного на стоимость.

Оценка многопрофильных компаний также помогает определить, обладает ли компания большей ценностью, будучи соединением многочисленных бизнес-единиц, или ее ценность могла бы еще возрасти, если бы эти единицы были обособлены в самостоятельные фирмы. К тому же такая оценка высвечивает реальную картину издержек и выгод, связанных с наличием корпоративного центра (головного офиса), благодаря чему голов-

ной офис можно анализировать как отдельный центр издержек. Коренной вопрос здесь: перевешивают ли выгоды от головного офиса присущие ему издержки и нельзя ли как-то урезать избыточные накладные расходы?

Бремя обоснования структуры компании несет ее менеджмент. Как свидетельствует современный опыт, рынок оценивает конгломераты ниже, чем сопоставимые компании более «простых форм». В исследовании, на которое чаще всего ссылаются при обсуждении этой темы, Бергер и Офек оценили так называемую конгломератную уценку примерно в 15% (исследование охватило 3500 компаний за период с 1986 по 1991 г.)<sup>1</sup>. В исследовании 1996 г. те же авторы выяснили, что компании с наибольшей конгломератной уценкой, как правило, становятся жертвами поглощения или распадаются на отдельные части<sup>2</sup>.

### ПРОЦЕДУРА ОЦЕНКИ МНОГОПРОФИЛЬНОЙ КОМПАНИИ

Стоимостная оценка многопрофильной компании принципиально ничем не отличается от стоимостной оценки специализированной компании. Нов в приложении к многопрофильным фирмам оценка усложняется несколькими обстоятельствами: у каждой бизнес-единицы свои собственные денежные потоки, структура капитала и затраты на капитал; бизнес-единицы зачастую делят между собой денежные потоки; издержки и выгоды, связанные с наличием корпоративного центра, с трудом поддаются измерению.

Стоимостная оценка многопрофильной компании чем-то напоминает складывание постройки из кубиков. Стоимость корпорации в целом есть сумма стоимостей бизнес-единиц плюс неоперационные активы минус нераспределенные издержки корпоративного центра. Особенности оценки многопрофильной компании, которых мы еще не касались в этой книге, заключаются в следующих действиях:

- определение бизнес-единиц и их денежных потоков;
- выявление денежных издержек и выгод корпоративного центра;
- оценка налоговых ставок, приложимых к бизнес-единицам;
- оценка структуры капитала и затрат на капитал для каждой бизнес-единицы;
- оценка ставки дисконтирования для издержек корпоративного центра;
- сведение всех этих компонентов в единую оценку стоимости корпорации в целом.

<sup>1</sup> *P. Berger and E. Ofek. Diversification's Effect on Firm Value // Journal of Financial Economics. Vol.37. 1995. P. 39-65. [Конгломератная уценка означает, что рыночная стоимость конгломерата в целом меньше суммарной стоимости его составных частей. - Примет, наугногоредактора.]*

<sup>2</sup> *P. Berger and E. Ofek. Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms //Journal of Finance. Vol. 51. № 4.1996. P. 1175-1200.*

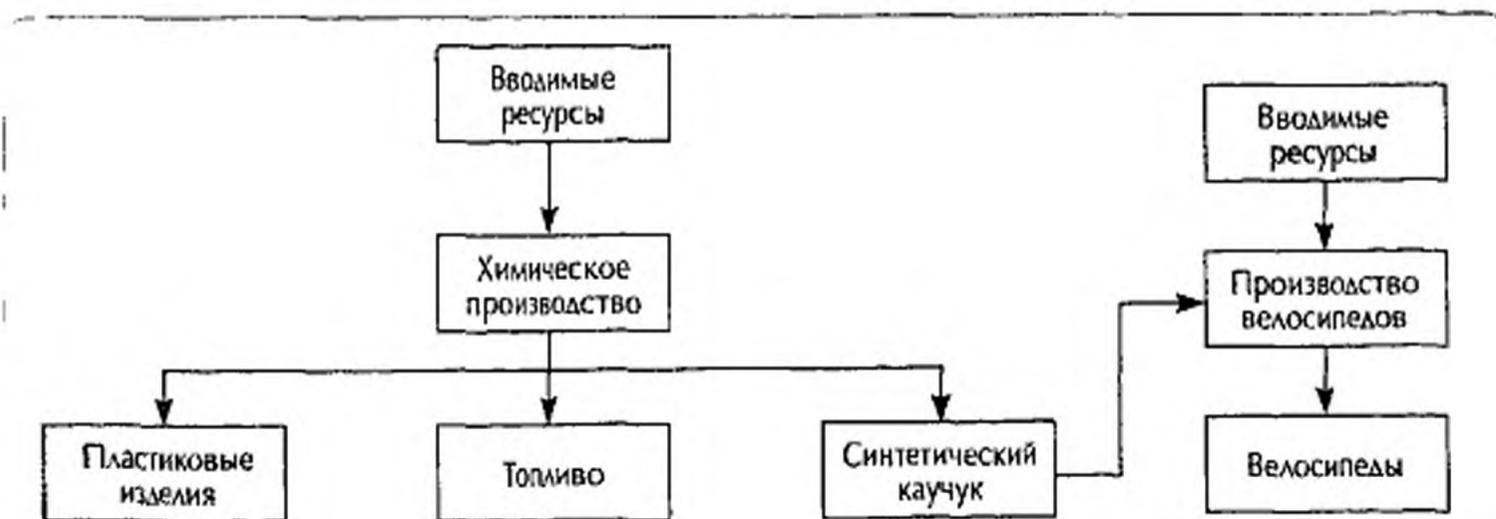
### Определение бизнес-единиц и их денежных потоков

В принципе отдельная бизнес-единица может быть обособлена в самостоятельную фирму или продана другой компании. Обычная житейская мудрость подсказывает простое правило: определять бизнес-единицу на самом низшем практическом уровне агрегирования. Так, если у компании есть подразделение потребительских продуктов, его, в свою очередь, можно разбить на отдельные производства: мыло, туалетные принадлежности, моющие средства. Это естественное и логичное разграничение бизнес-единиц, коль скоро их средства производства, распределения или маркетинга независимы друг от друга.

Однако вычленить бизнес-единицы и приписать каждой соответствующий денежный поток не всегда легко. На рисунке 14.1 схематично изображена условная компания, производящая три категории продуктов: пластиковые изделия, топливо и велосипеды. Пластиковые изделия и топливо - общие продукты одного химического завода. На том же самом заводе в качестве побочного продукта производится синтетический каучук, используемый для изготовления велосипедных шин. Каким образом в данном случае следует определять бизнес-единицы? Как нам быть с общими и побочными продуктами?

Как видно на рисунке 14.1, легче всего в подобной ситуации сформировать две бизнес-единицы. В первой под одну крышу' собраны общие продукты - пластиковые изделия и топливо. Такое решение рекомендуется потому, что эти продукты выпускает одно предприятие, а также потому, что это взаимозависимые производства. Менеджмент бизнес-единицы должен максимизировать ее стоимость, выбрав наилучшее сочетание объемов выпуска пластиковых изделий и топлива при заданных условиях: уровне рыночного спроса, производственных ограничениях по этим двум продуктам и величине затрат на вводимые ресурсы (сырье и материалы). Универсальный принцип таков: всегда, когда возможно, объединять про-

Рисунок 14.1. Бизнес-единицы условной компании



изводство общих (взаимозависимых или взаимодополняющих) продуктов в рамках одной бизнес-единицы.

Вторая бизнес-единица выпускает велосипеды. Она очевидно независима от первой, за исключением того обстоятельства, что побочный продукт бизнес-единицы 1 - синтетический каучук - служит вводимым ресурсом для производства велосипедов. Но этот ресурс может быть получен от какого-то другого поставщика. Стало быть, выделение производства велосипедов в самостоятельную бизнес-единицу диктуется элементарной логикой. Бизнес-единица 1 может «продать» синтетический каучук бизнес-единице 2 по трансфертной цене (основанной на рыночных ценах). Если эта трансфертная цена неприемлема для бизнес-единицы 2, последняя должна иметь возможность приобретать синтетический каучук у третьей стороны.

При определении денежных потоков бизнес-единиц мы сталкиваемся двумя типичными проблемами: проблемой трансфертных цен и проблемой корпоративных накладных расходов. Проблема трансфертных цен возникает тогда, когда продукт одной бизнес-единицы служит ресурсом для другой. Высокая трансфертная цена увеличивает прибыли поставщика за счет затрат пользователя, и наоборот. Рекомендуемое решение этой проблемы - устанавливать трансфертную цену по возможности ближе к рыночной цене продукта-заменителя. К сожалению, это может оказаться трудной задачей, если заменитель сложно найти. Но в любом случае главный принцип - придерживаться рыночных цен, с тем чтобы прибыль надлежащим образом распределялась между поставщиком и пользователем товара или услуги.

Налогообложение зачастую усугубляет проблему трансфертных цен. Одна из выгод принадлежности к корпорации (а значит, и наличия корпоративного центра) заключается в возможности наладить систему трансфертного ценообразования таким образом, чтобы прибыль удерживалась за подразделениями, подпадающими под юрисдикцию территорий с облегченным налоговым бременем. В результате может сложиться ситуация, когда один набор трансфертных цен (искусственных) используется для целей налогообложения, а другой набор цен (диктуемых рынком) — для определения денежных потоков бизнес-единиц (хотя налоговые органы могут запретить подобную практику). Эта тема обстоятельно разбирается в главе 17, посвященной стоимостной оценке зарубежных подразделений.

Проблема распределения корпоративных накладных расходов тесно связана с проблемой трансфертных цен. Главный вопрос здесь: стада бы бизнес-единицы пользоваться корпоративными услугами, будь они выделены в самостоятельные фирмы? Многие услуги — например, бухгалтерские, юридические, компьютерные, консультационные — все равно бы востребованы. И затраты на такие услуги следует, насколько возможно, распределять между всеми бизнес-единицами пропорционально фактическому объему пользования ими либо, если это сделать не удастся, - по разумным квотам пользования, коими могут служить пропорции опера-

ционной прибыли, дохода с продаж, занятого капитала или численности занятых.

Теоретически такое распределение должно опираться на рыночные цены. К примеру, за час работы централизованной бухгалтерии подразделению должен быть выписан счет на основе рыночной цены рабочего времени бухгалтеров вообще; то есть это альтернативные издержки подразделения. Разница между рыночной ценой и реальной заработной платой бухгалтера головного офиса образует выгоды или издержки корпоративного центра. На практике чаще всего используется ценообразование по реальным затратам, поскольку подход на основе рыночных цен требует дополнительных административных расходов. Но общий принцип от этого не меняется: издержки корпоративного центра, которые не легли бы на бизнес-единицы, будь те обособлены от компании, не должны распределяться между ними.

### **Определение денежных издержек и выгод корпоративного центра**

Корпоративному центру неотъемлемо свойственны те издержки и выгоды, которые возникают в результате объединения бизнес-единиц под общей корпоративной крышей, а не вследствие управления ими как самостоятельными фирмами. Определение этих издержек **и** выгод — сложная задача. Бывает одна крайность, когда корпоративный центр - это просто «лишний жир» на теле компании, и можно добиться существенного приращения ее стоимости, обособив бизнес-единицы или продав их и ликвидировав головной офис корпорации. Другая крайность — когда корпоративный центр слишком «худосочен», чтобы оптимально выполнять функцию агента финансового рынка, добивающегося от бизнес-единиц наивысшей эффективности, как и функции распределения капитала, управления риском и налогового планирования. К издержкам корпоративного центра, которые нельзя возлагать на бизнес-единицы, относятся:

- жалованье, заработная плата, премии и дополнительные льготы административного аппарата головного офиса;
- жалованье и страховки директорского состава;
- затраты на служебные помещения (здания и земельные участки) и оборудование головного офиса;
- затраты на содержание вспомогательного персонала головного офиса (бухгалтерии, юридического и планового отделов, кадровой, информационной, транспортной и административной служб);
- расходы на рекламу корпоративного уровня;
- расходы на НИОКР корпоративного уровня.

Какую долю издержек каждого типа нужно сохранить за корпоративным центром - вопрос довольно субъективный. Подумайте, например, о затратах на содержание налогового отдела. Каждой бизнес-единице, будь

она самостоятельной фирмой, пришлось бы содержать свой собственный налоговый отдел. Значит, некую долю этих издержек корпоративного центра следует распределять среди бизнес-единиц. Здесь уместно задаться вопросом: какие расходы несли бы бизнес-единицы, действующий они в качестве самостоятельных фирм. Дабы проиллюстрировать ситуацию с издержками корпоративного центра, как она видится извне, мы изучили опубликованные финансовые данные за 1986 г. по 25 крупнейшим производственным компаниям из перечня Fortune 500 (см. табл. 14.1). Мы не приводим здесь более поздние данные, поскольку отчетность компаний по бизнес-сегментам изменилась и найти нужные сведения — особенно пригодные для сравнительной оценки — стало чрезвычайно трудно<sup>3</sup>.

Издержки корпоративного центра у изученных компаний составили в среднем 1,6% от рыночной стоимости собственного капитала на конец 1986 г. (Для сравнения: менеджеры взаимных фондов обычно получают в среднем 0,5% от стоимости активов, находящихся под их управлением.) Как доля в стоимостном объеме продаж издержки корпоративного центра в 1986 г. составили в среднем 0,9%.

Для того чтобы сравнить приведенную стоимость издержек корпоративного центра с рыночной стоимостью собственного капитала, мы капитализировали посленалоговый поток этих издержек исходя из предпосылки, что они будут расти в реальном выражении на 2,5% в год и им присущ тот же риск, как и бизнесу в целом. Результаты, представленные в третьем числовом столбце таблицы 14.1, просто поражают: у большинства компаний выборки издержки корпоративного центра поглощают более 10% стоимости собственного капитала.

Выгоды корпоративного центра обычно еще труднее определить, чем издержки. Мы разбиваем такие выгоды на две обширные категории: те, что поддаются количественному измерению, и те — весьма важные и существенные, — которые невероятно сложно измерить.

К выгодам, поддающимся количественному измерению (но тоже не без труда), относятся налоговые преимущества и увеличение кредитоемкости.

<sup>3</sup> Для расчета издержек корпоративного центра мы обратились к тем разделам годовых отчетов компаний, которые посвящены бизнес-сегментам, и посмотрели, какие корпоративные расходы там отражены. Нет никаких гарантий, что эти отчетные данные у разных компаний выведены одинаковым образом, поскольку издержки корпоративного центра распределяются (или не распределяются) среди бизнес-единиц по-разному. Мы использовали отчетные показатели корпоративных расходов, как если бы в них не входили налоговые платежи и издержки финансирования. Когда же эти затраты в действительности были включены и их размер был нам известен, мы делали соответствующую поправку, чтобы получить доналоговую и очищенную от издержек финансирования величину корпоративных расходов. Иногда, впрочем, приходилось оценивать доналоговые корпоративные расходы, не зная сумм налоговых платежей и затрат на финансирование: в подобных ситуациях мы исходили из того, что процентный доход по рыночным ценным бумагам составляет 7%, процентная ставка по долгу — 10%, а ставка налога на прибыль корпораций — 46%.

Таблица 14.1. Издержки корпоративного центра у 21 из 25 крупнейших производственных компаний 1986 г.

Компания	Денежные издержки хори, центра (в млн ЛОЛ 1	Издержки корп. центра как доля рыночной стоимости собств. капитала i.u %)	Капитализированные издержки корп. центра как доля СОВОКУРНОГО собств, капитала (в %)	Издержки корп. центра как доля продаж (в %)
General Motors	1015	4,8	58	1,0
died Signa	249	3,6	34	2,1
Sfcbil	456	2,8	35	1,0
CHsler	121	2,3	15	0,5
Atlantic Richfield	213	2,0	31	1,5
>rcctcr & Gamble	257	2,0	15	1,7
Chevron	306	2,0	23	1,3
Occidental Petroleum	82	1,8	155	С,5
Ter песо	92	1,6	130	0,6
DuPont	304	1,5	11	U
Shell Oil	334	1,3	16	2,0
Boeing	100	1,3	6	0,6
tyft Nabisco	139	"	11	С,8
General Electric	389	1,0	5	"
LSX	54	1,0	22	0,4
Rockwell International	58	0,9	4	0,5
(won	406	0,8	8	0,6
Philip Morris	126	0,7	6	0,6
Amoco Corporation	113	0,7	7	0,6
United Technology	25	0,4	3	0,2
McDonnell Douglas	11	0,4	3	0,1
l среднем		1,6	30	0,9

Налоговые преимущества от наличия корпоративного центра возникают главным образом из-за отсутствия адекватного вторичного рынка для налоговой защиты. Когда группа бизнес-единиц, имеющих весьма изменчивые год от года налогооблагаемые прибыли, действует под единой корпоративной крышей, это позволяет им совместно пользоваться налоговым щитом, то есть делить между собой налоговую защиту. Скажем, убытки подразделения А можно немедленно использовать в качестве прикрытия прибылей подразделения Я, так что ни одной бизнес-единице не придется дожидаться возможности переноса убытков на налогооблагаемые прибыли прошлого или будущего периодов. Конгломераты, образованные из бизнес-единиц с низкой изменчивостью налогооблагаемых прибылей, видимо, меньше выигрывают от корпоративного налогового щита, нежели диверсифицированные конгломераты, состоящие из разнообразных бизнес-единиц с высокоизменчивыми прибылями.

Помимо этого корпоративный центр обеспечивает выигрыш в приведенной стоимости налоговой защиты благодаря общекорпоративному налоговому планированию. Корпоративный центр не только позволяет незамедлительно использовать убытки одного подразделения для облегчения налогового бремени других, но зачастую способен осуществ-

пять международных налоговое планирование (Например, через трансфертные цены), недоступное бизнес-структурам, действующим в юрисдикции

И наконец, отсутствие совершенной корреляции между деятельностью отдельных бизнес-единиц и структурой корпораций. Поскольку как сформированная структура инал бизнес-единиц и долг каждой достиг своего предела, может остаться еще

КЕИ Id СОВОКУПНОГО [Щ 1р110|1|Ш ИЗ **Щ\ША** ||

(110|<ЕЕЕ11]11|11р»С!|Гр(|11Щ||

SI|ЗР|ЯWFIIMIC|]Шii!fi|

1и)1|1Р!яоидаош(щм,р|11|

лейдога, предшвиет собой вцу юрщршвного цешра, Рйщ

если шпани не имеет ншгаык обязаш кориоринош р

■loricjfsi,

К выгодам, не поддающимся легкому измерению, относятся потенциаль-

**1Ш1«р|1|рР1!|1|р,ЦГ11**

совместных действий — это очевидная выгода объединения бизнес-единиц

Например, если компания осуществляет поощрение, в реоб

**i»liaj«{ei|wliEpi(E|fi!r**

nOIII(E)|O|riIIIIIfo|ffIIIIIfICI|fIII

стоишь изученной тшм ойразом шнш прит собой ^ i

иратоi мере первоначально - выгоду корпоративного цсир

реп о ищи шр о! головного о|ю I , :□ и ofa

**iilfiierippiiieJiitifinfi**

сiii|M|ipiO|if™i|rei|i»iiii

текущей дешыости компании, и, несмотря на Еш|м рмак

iciiiifecitirejiiimi,

lforiipn i ii|ii№i ifeiipe ipi

перечень выгод ирпоративного центра, Хотл и и трно ир

коивдвенно, они зачастую играют очень важную роль. Помп

лауреата Нобелвдой прши Кешш Эрроу (Кейш Аш), ч\*

кн|орШ]ИО1Щ Нреi|теafi, возникла в результате ВЕрг

интеграции, связана с тем, что они уненыЕйт Неопреиеief

ipiiifeitieitffliicebiiiiireiiflpi

собственность еще прошодавенные мощности, Dftjliif

банка в поставках, способные подорвать его бизнес.

### Оценка налоговых ставок для бизнес-единиц

Налоговая ставка, пригодная для стоимостной оценки бизнес-единиц,

зависит от того, какой налог она платила бы, не будучи частью корпора-

ции. Как мы уже говорили, действуя в качестве самостоятельной фирмы,

бизнес-единица утрачивает возможность защищать свои налоговые льготы.

прибыли с помощью убытков какого-либо другого подразделения материнской компании и вынуждена прибегать к тем положениям налогового кодекса, которые предусматривают перенос налогов на прошлый или будущий периоды. Это соображение следует учитывать и принимая решение о том, выделить ли бизнес-единицу из состава корпорации в независимое предприятие или лучше продать ее другой компании. Простое обособление бизнес-единицы может привести к повышению ее налоговой ставки, тогда как продажа другой компании, способной обеспечить ей налоговую защиту прибылей, может оказаться более предпочтительным решением. Кроме того, изменение эффективной налоговой ставки порой вызывают и менее очевидные причины. Так, преимущества системы трансфертных цен или международного налогообложения, которыми пользуется бизнес-единица, разнятся в зависимости от того, обособлена она от материнской компании или кет.

Поскольку для целей стоимостной оценки мы рассматриваем корпоративный центр как отдельную бизнес-единицу, его влияние на величину налогов также следует учитывать. В большинстве случаев головной офис (корпоративная крыша) служит средством создания налогового щита, а что предполагает отрицательную ставку налога. Приведенная стоимость налоговой защиты, которую обеспечивает корпоративный центр, образует выгоду для компании.

#### Определение структуры капитала и затрат на капитал для бизнес-единиц

Структура капитала каждой бизнес-единицы должна соответствовать структуре капитала сопоставимых компаний той же отрасли, а также общей стратегии материнской фирмы. Скажем, если материнская компания проводит активную политику заимствования и предпочитает долг с рейтингом Ваа, то ее бизнес-единицы, как правило, имеют такую структуру капитала, которая обеспечивает им в рамках отрасли кредитный рейтинг Ваа. При этом бизнес-единицы с одинаковым рейтингом порой существенно разнятся между собой уровнем кредитоемкости. Так, страховое подразделение компании может иметь коэффициент долг/совокупный капитал 80%, тогда как производственное подразделение - лишь 25%. Определение структуры капитала бизнес-единицы строится на показателях ее денежного потока или занятого капитала. Полезной точкой отсчета может служить коэффициент долг/совокупный капитал или коэффициент покрытия процента сопоставимых компаний.

Разницу между суммой долга всех бизнес-единиц и совокупной величиной долга компании в целом следует относить на корпоративный центр, где основная часть долга - следствие того факта, что портфель бизнес-единиц, ввиду денежных потоками которых нет совершенной корреляции, облада-

ет менее изменчивой кредитоемкостью, нежели сумма разрозненных денежных потоков. Стало быть, соединение отдельных бизнес-единиц в рамках одной корпорации увеличивает кредитоемкость. Приведенная стоимость возникающей в результате процентной налоговой защиты представляет собой выгоду корпоративного центра.

Установив целевую структуру капитала и налоговую ставку для каждой бизнес-единицы, вы должны еще определить их затраты на привлечение капитала, чтобы найти величину средневзвешенных затрат на капитал. Для подразделений компаний и для компаний закрытого типа значения беты не публикуются. В таком случае при оценке беты советуем пользоваться одним из трех приемов: управленческие сравнения; сопоставление компаний; множественная регрессия.

Управленческие сравнения. Довольно приблизительный, но зачастую эффективный способ оценить бету — прибегнуть в этом деле к помощи менеджеров. Просто посадите рядом с собой троих или пятерых менеджеров и предложите им проанализировать подразделение или проект на фоне некой выборки отраслей и соответствующих значений беты (см., напр., табл. 14.2). Вам не обязательно предоставлять им реальные значения беты и даже объяснять суть этого показателя. Просто попросите их отметить в вашем списке отрасли, наиболее близкие по риску к их подразделению. Если они в основном сойдутся во мнениях (а так обычно и бывает), то вы получите вполне правдоподобную оценку беты с долговой нагрузкой, свойственную этому подразделению.

Сопоставление компаний. Еще один способ — попросить менеджеров назвать наиболее схожие с интересующим вас подразделением конкурирующие компании открытого типа. Вам останется только проследить значения беты этих компаний, коль скоро для них *предположительно* характерен

Таблица 14.2. Среднеотраслевые беты, август 1998 г.

Отрасль	Число компаний	Низшая бета	Высшая бета	Средняя бета
Брокерские услуги	9	0,52	1,75	1,40
Розничная торговля	12	1,03	1,51	1,21
Банковский сектор	9	0,87	1,28	1,06
Химическая промышленность	9	0,83	1,25	0,95
Стале»мп?йная промышленность	8	0,53	1,33	0,93
Автолюбмлесг роение	а	0,55	1,24	0,90
Лесная и деревообрабатывающая промышленность	8	0,62	1,07	0,83
Производство безалкогольных напитков	8	0,43	1,09	0,81
Пищевая промышленность	а	0,65	1,07	0,76
Нсфтелсбыча/не^тепереработка	8	0,58	0,81	0,67
Коммунальная электроэнергетика	9	0,27	0,60	0,39

такой же риск. Однако здесь вас поджидает ловушка. Бетой измеряется систематический риск акции с долговой нагрузкой, а как раз долговая нагрузка (соотношение собственных и заемных средств) компаний, выбранных для сравнения, может отличаться от той, которая свойственна оцениваемому вами подразделению. Для преодоления этой проблемы вам нужно «очистить» бету сравниваемых компаний от долговой нагрузки, чтобы определить их деловой риск, а затем вновь «нагрузить» бету в соответствии с целевой структурой капитала подразделения, которое вы анализируете.

Бета без долговой нагрузки служит показателем делового риска компании (т. е. риска, присущего ее бизнесу), так как устраняет эффект финансового рычага. Публикуемые же значения беты акций, которые рассчитываются на основе рыночной доходности, показывают риск собственного капитала компании при текущем уровне ее финансового рычага (существующей долговой нагрузке). Чтобы найти бету, очищенную от долговой нагрузки, вам нужно знать бету с долговой нагрузкой, целевую структуру капитала и предельную налоговую ставку компании.

Допустим для примера, что бета с долговой нагрузкой «Эталонной Корпорации» равна 1,2, а ее коэффициент долг/собственный капитал – 1,3. Целевой коэффициент долг/собственный капитал оцениваемого вами подразделения равен 0,8. Представленная ниже формула позволяет найти бету подразделения, очищенную от долговой нагрузки. (Следует, впрочем, заметить, что «нагрузка» и «очистка» беты – концептуально весьма мудреное занятие, особенно в крайних случаях долговой нагрузки. В частности, эта формула строится на предпосылке безрискового долга. Кроме того, предельная ставка корпоративного налога подвержена изменениям как функция долговой нагрузки, а формула этого не предполагает. Альтернативные формулы см. в Приложении в конце книги.)

$$\beta_L = \left[ 1 + (1 - T_c) \frac{B}{S} \right] \beta_U$$

где  $\beta_L$  - бета акций с долговой нагрузкой;

$T_c$  - предельная ставка корпоративного налога,

$B/S$  - коэффициент долг/собственный капитал подразделения, исчисленный в рыночных ценах;

$\beta_U$  - бета акций без долговой нагрузки (показатель делового риска подразделения).

Для того чтобы воспользоваться этой формулой, вам нужно знать помимо прочего предельные налоговые ставки «Эталонной Корпорации\*» и подразделения, которое вы изучаете. Допустим, налоговая ставка «Эталонной Корпорации» составляет 25%, а ваша налоговая ставка - 34%. Отсюда очищенная от долговой нагрузки бета «Эталонной Корпорации» (ее деловой риск):

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T_c) \frac{B}{S}} = \frac{1,2}{1 + (1 - 0,25) \times 1,3} = 0,61.$$

Взяв за предпосылку, что «Эталонной Корпорации» присущ такой же деловой риск, как и вашему подразделению, вы можете теперь рассчитать его бету с долговой нагрузкой:

$$h = [1 + (1 - 0,34) \times 0,81 \times 0,61] = 0,93$$

Множественная регрессия. Одна из наиболее сложных проблем, возникающих при оценке затрат бизнес-единицы на собственный капитал, заключается в том, что чрезвычайно редко удастся найти подходящие объекты для сравнения, поскольку большинство компаний ведет многопрофильный бизнес и в разных компаниях на каждую сферу бизнеса приходятся разные доли активов. Справиться с этой проблемой можно, осознав, что деловой риск (бета без долговой нагрузки) многопрофильной компании есть средневзвешенная рисков каждого из ее бизнес-сегментов. Заметьте также, что деловой риск активов компании равен средневзвешенной рисков всех ее обязательств. Это служит иллюстрацией закона сохранения риска.

В Соединенных Штатах, да и не только, доступны данные по сегментам бизнеса, на основании которых можно установить доли активов компаний, «связанных» в разных сферах их деятельности. Если вам известны две компании, каждая из которых работает в двух видах бизнеса, и если вы знаете их беты без долговой нагрузки и удельные веса активов, то вы можете составить два уравнения с двумя неизвестными

$$P_{in} = W_{A1}\beta_{UA} + W_w P_{UBt}$$

$$P_{c/2} = W_{A2}\beta_{UA} + W_n P_{UBt}$$

Решив эту систему уравнений, легко вычислить значения беты без долговой нагрузки по видам бизнеса —  $\beta_{UA}$  и  $\beta_{UB}$ .

Если компаний больше, чем видов бизнеса, где они действуют, то беты бизнес-единиц без долговой нагрузки можно вычислить, определяя линейную регрессию значений беты компаний (без долговой нагрузки) по удельным весам видов бизнеса, аккуратно сокращая общий элемент. Коэффициенты регрессии служат несмещенными показателями бт бизнес-единиц.

Таблица 14.3 содержит данные о фирмах лесной и деревообрабатывающей промышленности, на основе которых мы получили следующие результаты регрессии:

бета без долговой нагрузки в производстве стройматериалов = 1,08;

бета без долговой нагрузки в производстве бумаги - 0,88

Бета без долговой нагрузки служит мерой риска, присущего основной деятельности бизнес-единицы. Зная этот показатель, равно как и фактическую налоговую ставку, а также соотношение заемных и собственных средств (финансовый рычаг) бизнес-единицы, можно вычислить ее бету с долговой нагрузкой. После чего по модели оценки долгосрочных активов,

Таблица 14.3. Беты компаний в лесной и деревообрабатывающей промышленности

Компания	Бета с долговой нагрузкой	Бета без долговой нагрузки	Коэффициент долг/собств. капитал <sup>1</sup>	Удельные веса активов	
				Строймаггерналы	Бумага
Ouffpion International	123	086	704	0 15	0 85
Oewpeake Corporation	0 36	0\$9	82 S	0С6	0 94
Oai Northern Netoosa	U1	1 10	169	0 04	0 9b
Icmsuna Paciic	132	0 96	57 9	0 79	0 21
ftpeand Talbot	1 16	1,06	18 9	0 51	0,49
Icofjyicvi' fibre	1 16	1 01	24 6	0 26	0 74
temple Inland	1 16	099	28 4	0 19	0 81

<sup>8</sup> По риномто\* стоимагги долга и собственного капитала

которую мы подробно разбирали в главе 10, определяются затраты на собственный капитал,  $\beta_s$ .

Если со временем ожидается изменение риска, вы должны быть готовы к тому, что вам придется заново пересчитывать бету собственного капитала. Порой ожидаемое изменение риска заложено в самих стратегических планах компании. Возьмем для примера молодую фирму, которая буквально только что провела открытое акционирование: сейчас это высокорисковое предприятие (имеющее высокую бету), но ожидается, что со временем его риск снизится. Хотя мы не в состоянии предложить абсолютно надежный способ оценки меняющегося риска, ясно одно: он изменится. А значит, средневзвешенные затраты на капитал тоже могут измениться (уменьшиться) по мере взросления компании. Следовательно, в подобной ситуации нужно дисконтировать денежный поток за год  $N$  по скорректированной на риск ставке, приблизительно отражающей риск именно в году  $N$ , а не в другие годы, когда риск может быть выше или ниже.

Теперь остается вычислить для каждой бизнес-единицы средневзвешенные затраты на капитал (WACC), которые можно использовать в качестве ставки дисконтирования посленалоговых денежных потоков бизнес-единиц.

$$WACC = \beta_D(1-T) + \beta_E$$

Затраты на заемный капитал,  $k_D$ , равны долгосрочной процентной ставке, соответствующей целевому кредитному рейтингу бизнес-единицы. Налоговая ставка,  $T$ , — это эффективная налоговая ставка бизнес-единицы. Пропорция заемных средств (долга) в структуре капитала,  $V/(V + S)$ , определяется целевой структурой капитала, исчисленной по рыночной стоимости. Для оценки затрат на собственный капитал,  $k_E$ , используется свободная от долговой нагрузки бета (как мы ее определили выше), а доля собственного капитала равна 1 минус доля долга.

## Определение ставки дисконтирования для корпоративного центра

Определить подходящие ставки дисконтирования для корпоративного центра вы можете, разбив его денежный поток на три части, каждую из которых следует дисконтировать по своей ставке, сообразной присущему ей риску: налоговая защита, обусловленная долгом, непроцентная налоговая защита; издержки корпоративного центра.

Процентной (обусловленной долгом) налоговой защите присущ такой же риск, как и корпоративному долгу, и ее, как правило, следует дисконтировать по доналоговым затратам корпорации на заемный капитал,  $k_D$ . Приведенная стоимость процентной налоговой защиты (при условии, что она сохраняется на бессрочную перспективу) равна предельной ставке налога  $G_c$ , помноженной на рыночную стоимость долга,  $V$ .

Непроцентная налоговая защита (возникающая благодаря системе трансфертных цен или тому факту, что убытки одного подразделения могут служить прикрытием для прибылей другого), зависит от возможностей ее реализации. Стало быть, эту часть денежного потока следует определять как *ожидаемый* денежный поток непроцентной налоговой защиты. Подходящая ставка дисконтирования для налоговой защиты, обусловленной трансфертным ценообразованием, диктуется деловым риском компании. Финансовый рычаг не имеет к этому отношения, так как система трансфертных цен затрагивает расходы до вычета процентов. По этой причине ожидаемую налоговую защиту, создаваемую трансфертным ценообразованием, следует дисконтировать по свободным от долговой нагрузки затратам на собственный капитал компании в целом. Налоговая защита, связанная с возможностью покрывать прибыли одного подразделения убытками другого, относится только к прибыли после вычета процентов, поэтому ее следует дисконтировать по затратам на собственный капитал с долговой нагрузкой,

К издержкам корпоративного центра следует применять некую промежуточную ставку дисконтирования между безрисковой процентной ставкой и свободными от долговой нагрузки затратами на собственный капитал — в зависимости от ковариации этих издержек с общей бизнес-средой (представленной рыночным портфелем). У большинства компаний издержки корпоративного центра имеют тенденцию к росту в благоприятной деловой обстановке (когда руководители и аппарат получают более высокое вознаграждение за труд) и к падению в периоды экономического спада. Если такие изменения тесно коррелируют с колебаниями операционной прибыли, то ставка дисконтирования может достигать уровня затрат на собственный капитал без долговой нагрузки. С другой стороны, изменения величины издержек корпоративного центра, никак не связанные с общей деловой активностью (например, единоразовое «сбрасывание лишнего веса»), не влияют на ставку дисконтирования.

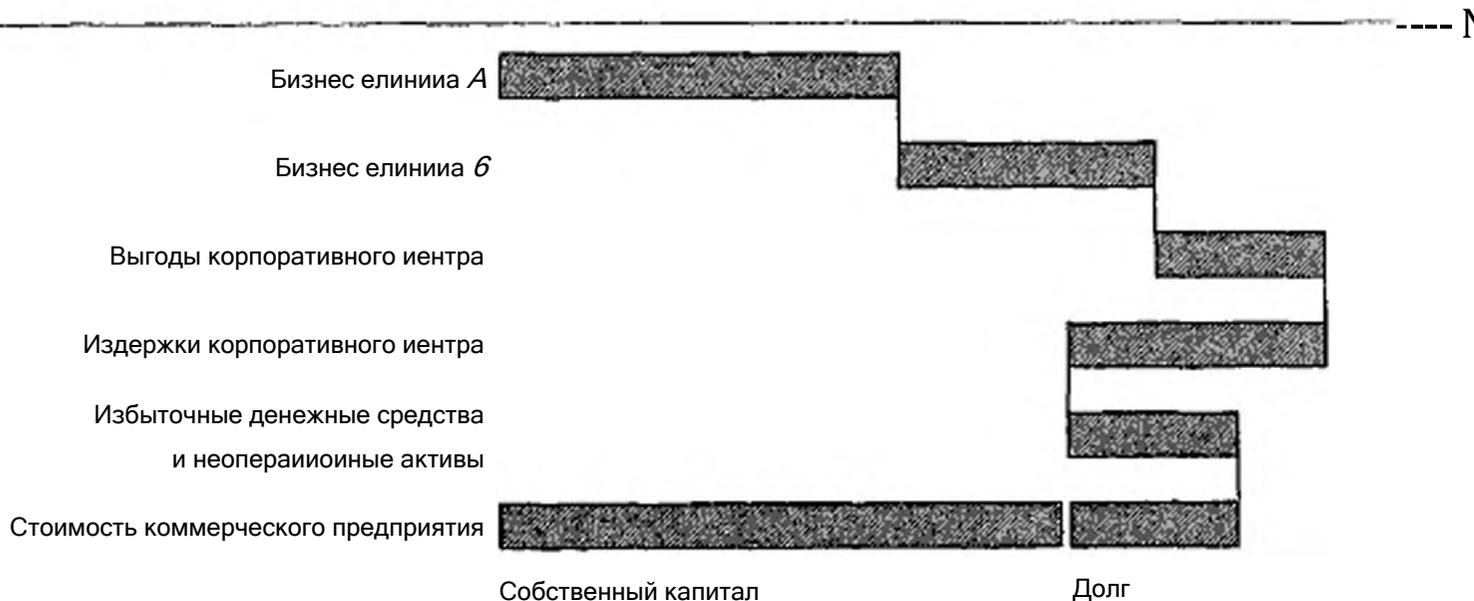
## Суммарная стоимость корпорации в целом

Заключительный этап оценки многопрофильной компании представляет собой сведение издержек и выгод корпоративного центра, а также оценок стоимости всех бизнес-единиц в единую величину стоимости корпорации. На рисунке 14.2 наглядно показано, как складываются стоимости двух гипотетических подразделений (бизнес-единиц), после чего отсюда вычитаются издержки корпоративного центра, а затем прибавляются его выгоды и стоимость избыточных рыночных ценных бумаг. Полученный результат есть агрегированная стоимость компании. После вычитания из нее рыночной стоимости корпоративного долга остается стоимость собственного капитала компании.

Здесь мы должны коснуться нескольких особых ситуаций. Например, как следует поступать с неконсолидированными дочерними подразделениями? Как избежать двойного счета? И что нужно делать с избыточными долговыми обязательствами и рыночными ценными бумагами?

Неконсолидированные дочерние подразделения зачастую составляют весьма значительную и важную часть компании. Это, безусловно, отдельные бизнес-единицы, но как нам следует обращаться с денежными потоками, которые они создают для материнской компании? При условии, что это не зарубежные филиалы, наилучший способ - оценить их по отдельности, затем умножить стоимость их собственного капитала на ту долю, которой владеет материнская фирма, и прибавить полученные значения к вашей оценке стоимости собственного капитала материнской компании. Другой способ - продисконтировать ожидаемые дивиденды, которые подразделение должно выплачивать материнской компании, по затратам на капитал, соответствующим риску дивидендного потока. Этот метод сложнее в

Рисунок 14.2. Суммарная стоимость многопрофильной компании



применении, поскольку дивиденды выплачиваются в значительной мере произвольно и в силу этого их трудно прогнозировать.

Проблема двойного счета может возникнуть в том случае, когда какие-то активы учтены в бухгалтерских счетах компании по заниженной стоимости. К примеру, целлюлозно-бумажные компании зачастую владеют тысячами акров строевого леса, которые отражены в ее бухгалтерских книгах по низкой стоимости. В подобной ситуации появляется почти непреодолимое искушение оценить лес по рыночной стоимости и прибавить полученную величину к приведенной стоимости денежного потока компании. Однако это означало бы двойной счет, поскольку в оценке ожидаемого денежного потока уже учтен тот факт, что эти деревья будут спилены и использованы в производстве. Во всех смыслах они представляют собой товарно-материальный запас, а коли так, их стоимость не добавляется к будущему денежному потоку, поскольку она уже включена в него как производственный ресурс.

Еще один распространенный пример двойного счета относится к помещениям головного офиса или другой недвижимости, учтенным по заниженной стоимости. Альтернативные издержки аренды зданий уже отражены в денежном *потоке*, который имеет *большую величину*, чем *имел бы* в том случае, если бы компания продала свои офисные помещения, а затем взяла их в лизинг. Нельзя идти сразу двумя путями. Либо дисконтируйте фактический денежный поток, каков он есть, либо вычитайте из денежного потока ожидаемые затраты на аренду и только потом прибавляйте рыночную стоимость офисных помещений.

Избыточные рыночные ценные бумаги заносят в прогнозный баланс бизнес-единицы, если она преуспевает либо, в иной ситуации, если появился дополнительный долг. Это нормальная часть процесса прогнозирования и, как отмечалось в главе 11, никак не влияет на приведенную стоимость бизнес-единицы. Другое дело - избыточные денежные средства, которыми располагает компания в начале периода оценки. Их не следует начислять на бизнес-единицу. Их стоимость просто нужно оценить отдельно и прибавить к другим слагаемым корпоративного уровня на заключительной стадии агрегирования стоимости.

## РЕЗЮМЕ

Стоимостная оценка многопрофильной компании по отдельным составляющим зачастую приводит к критическому пересмотру реального качества и ценности бизнес-единиц, входящих в ее состав (об этом подробно говорилось в гл. 2). Нередко по результатам такой оценки менеджеры принимают решение провести реструктуризацию компании и сосредоточить усилия в более узком диапазоне видов бизнеса. Это ставит перед менеджерами вопрос: как избавиться от подразделений, которые им больше не подходят. За последние десять с небольшим лет набор способов реструктуризации замет-

но пополнился новыми, усовершенствованными и одобренными фондовым рынком приемами. Помимо продажи подразделения другой компании менеджеры могут теперь прибегнуть и к обособлению бизнес-единицы в самостоятельную фирму, и к отчуждению акций, и к выпуску так называемых управленческих акций, и к выкупу подразделения командой менеджеров<sup>4</sup>. Стоимостная оценка служит главным инструментом выбора наиболее подходящего средства из этого богатого арсенала.

<sup>4</sup> Описание разнообразных приемов частичного расформирования компаний (отъединения структурных единиц) см.: *P. Anslinger, S. Klepper, and S. Subramaniam. Breaking Up Is Good to Do // McKinsey Quarterly. № 1.1999. P. 16—27.*

# Оценка компаний в электронном бизнесе

В начале 2000 г. предприниматели, развернувшие коммерцию через Интернет, сумели успешно и быстро воплотить свои бизнес-идеи в миллиарды долларов рыночной стоимости, чем, на первый взгляд, начисто опровергли все мудрые рассуждения о прибылях, коэффициентах и недальновидности рынков капитала. Стоимостная оценка этих быстрорастущих, высокорисковых и убыточных фирм, мягко говоря, весьма проблематична; некоторые опытные практики без обиняков называют ее безнадежным занятием.

Мы отвечаем на этот вызов, ответственно заявляя, что принципы, изложенные в нашей книге, замечательно выдерживаются применительно к таким компаниям. Классический анализ дисконтированного денежного потока в сочетании с микроэкономическим анализом и взвешиванием сценариев по вероятности их осуществления - наилучший способ найти стоимость интернет-фирм. Хотя метод дисконтированного денежного потока кому-то может показаться анахронизмом, мы уверены: он срабатывает там, где другие методы дают сбой, подтверждая тем самым, что базовые законы экономики и финансов остаются в силе даже в виртуальном пространстве Интернета. Вместе с тем следует отдавать себе отчет в том, что предлагаемая нами методика хотя и позволяет количественно измерить и до некоторой степени ограничить неопределенность, не способна устранить ее полностью. Акции интернет-компаний отличаются сильной изменчивостью по вполне веским и логичным причинам.

## АНАЛИЗ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА, КОГДА, В ОТСУТСТВИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА, НЕЧЕГО ДИСКОНТИРОВАТЬ

Скептические замечания по поводу стоимостной оценки интернет-компаний, которые чаще всего приходится слышать, сводятся к тому, что их рыночные цены неумолимо растут, как и их убытки. Явственная взаимосвязь между повышением курса акций и дальнейшим увеличением убытков дает богатую пищу для шуток записным юмористам и карикатуристам, хотя это явление поддается объяснению без особых умственных усилий.

У такой взаимосвязи есть две объективные движущие силы; аномально быстрый рост и расходы инвестиционного типа, проходящие по отчетам о прибылях и убытках. Многие начинающие фирмы в интернет-секторе демонстрируют годовые темпы роста свыше 100%. А ведь еще лет пять назад компания причислялась к быстро растущим, если ей удавалось обеспечить приращение продаж на 15% в год. Такой гипертрофированный рост, когда его питают инвестиции, принимающие форму текущих расходов в отчете о прибылях и убытках, а не капитализируемые в балансе, будет плодить все большие убытки, пока не замедлится.

Интернет-фирмам обычно не требуются крупные инвестиции, подлежащие капитализации, такие как вложения в производственные предприятия. В самом деле, для организации полноценного (как говорят, «раскрученного») веб-сайта, способного служить площадкой для электронной коммерции, достаточно в общей сложности 3—5 млн дол. инвестиций (или около того). Это вовсе не означает, что начинающие электронные коммерсанты вообще не нуждаются в крупных инвестициях; просто они вкладывают деньги главным образом в привлечение потребителей (создание клиентской базы), а такого рода расходы, согласно правилам бухгалтерского учета, проводятся по отчету о прибылях и убытках. Например, если компания тратит на привлечение потребителей (посредством рекламы или прямой рассылки компьютерных дисков) около 40 дол. в расчете на одного клиента и успешно формирует свою клиентскую базу, увеличивая ее численность с 1 млн в первом году до 3 млн во втором году и до 6 млн в третьем году, то совокупные затраты на привлечение потребителей возрастут у этой компании с 40 млн дол. в первом году до 120 млн в третьем году.

Наглядной иллюстрацией этого феномена может послужить также сравнение обычного «материального» розничного продавца с типичным электронным коммерсантом. У «материального» продавца затраты на клиентскую базу складываются по большей части из расходов на приобретение торговых точек (или земельных участков под них), строительство и оборудование новых объектов. Основная масса этих расходов капитализируется и затем списывается на протяжении полезного срока службы активов. У виртуального продавца почти все затраты на привлечение потребителей списываются сразу как текущие издержки. В таких обстоятельствах «ма-

термальный» продавец очевидно достигнет безубыточности на много лет раньше, чем виртуальный коммерсант, даже если денежные потоки у обоих совершенно одинаковые\* При условии, что инвестиции в привлечение потребителей у виртуального продавца обладают положительной чистой приведенной стоимостью, рост убытков вследствие расширения клиентской базы добавляет компании стоимость

Вместе с тем одно несомненно, в подобных условиях (аномальный рост и инвестиции, проходящие по счетам прибылей и убытков) распространенные подручные инструменты стоимостной оценки, такие как коэффициент Ц/П или относительные показатели на основе дохода, утрачивают всякий смысл. Некоторые аналитики предлагают вместо этого брать за «эталонную меру» цену в расчете на одного потребителя или коэффициенты на основе дохода за 3-5 лет. Такие подходы в корне ущербны, когда дело касается преуспевающей фирмы, чей быстрый рост с большой вероятностью продлится в следующие 5—10 лет. Но еще важнее, что все эти поверхностные критерии не отражают уникальные свойства каждой компании в сегодняшнем динамичном мире. На самом деле именно склонность к использованию таких примитивных методов анализа является одной из главных причин скептического отношения к стоимостным оценкам интернет-компаний.

Для оценки стоимости интернет-компаний правильнее всего обратиться к основополагающим экономическим критериям, воспользовавшись моделью дисконтированного денежного потока, в которой деление инвестиций на текущие расходы и капиталовложения (капитализируемые затраты) не имеет значения, ибо приемы бухгалтерского учета не оказывают никакого влияния на величину денежного потока. Отсутствие у компаний содержательной хроники прошлых результатов деятельности и положительных прибылей, которые могли бы служить базой для расчета коэффициентов Ц/П, тоже не имеет значения, поскольку анализ дисконтированного денежного потока опирается исключительно на прогнозы будущих результатов и легко выявляет области деятельности (бизнес-единицы), где компания создает стоимость, несмотря на первоначальные убытки в течение нескольких лет. Метод дисконтированного денежного потока, разумеется, не устраняет нужду в кропотливом прогнозировании, но он позволяет подойти к проблеме гипертрофированного роста и к проблеме неопределенности с одинаковыми мерками.

Применительно к интернет-компаниям в модель дисконтированного денежного потока полезно внести три модификации, на которых мы и сосредоточим внимание ниже. Вот эти видоизменения: (1) взять за отправную точку анализа некий определенный момент в будущем и двигаться оттуда вспять к настоящему времени; (2) взвесить оцениваемые сценарии по вероятностям их осуществления, дабы полностью выявить неопределенность; (3) средствами классического анализа исследовать основополагающие экономические параметры компании и составить прогноз их будущей динамики.

Мы проиллюстрируем предлагаемую методику оценки на примере архитипичной интернет-компания - Amazon.com (по состоянию на ноябрь 1999 г.). За четыре года, с начала деятельности по октябрь 1999 г., она сформировала клиентскую базу численностью 10 млн пользователей и заметно расширила свой ассортимент, дополнив книги компакт-дисками, видеокассетами и цифровыми видеодисками, игрушками, бытовой электроникой, а также новой услугой для пользователей - удаленным доступом к аукционным торгам. Кроме того, Amazon.com вложила средства в несколько сетевых фирм с зарекомендовавшими себя торговыми марками (например, pets.com и drugstore.com), а с сентября 1999 г. позволила другим торговцам продавать свои товары через ее веб-сайт в рамках программ партнерства. Компания превратилась в символ новой экономики; как показало рыночное исследование в 1999 г., торговая марка Amazon.com знакома 101 млн людей в США.

Бурная деятельность компании была вознаграждена высокой рыночной капитализацией: 25 млрд дол. в 1999 г. Тем не менее к тому времени Amazon.com еще никогда не получала прибыли, а в 1999 г. понесла убытки на 390 млн дол. В конце концов компания оказалась в центре бурных дебатов по поводу того, не слишком ли переоценены рынком акции интернет-фирм.

## НАЧНЕМ С БУДУЩЕГО

Прогнозируя будущую деятельность быстрорастущих компаний, подобных Amazon.com, ни в коем случае нельзя ограничиваться анализом текущих результатов. Вместо того чтобы отталкиваться от сегодняшнего дня — как принято в обычной практике оценки методом дисконтированного денежного потока, - первым делом подумайте о том, что произойдет с отраслью и компанией, когда нынешний стремительный рост в нестабильных условиях сменится устойчивым состоянием при умеренном росте, и, примерно наметив этот переломный момент, мысленно «прокрутите пленку» в обратную сторону — от будущего к настоящему. Будущие параметры роста следует определить по таким критериям, как темпы проникновения на рынок, средний доход в расчете на одного клиента, устойчивая норма валовой прибыли. Не менее важно, чем выявить характеристики отрасли и компании в этом будущем состоянии, понять, с какого момента отрасль и компания фактически начинают свой путь. Поскольку интернет-фирмы совсем недавно появились на свет, стабилизация в экономике этого сектора, вероятно, наступит не раньше чем 10-15 лет спустя.

Но взгляните, чего Amazon.com уже успела добиться. Ее достижения в освоении рынка и завоевании доминирующих позиций беспрецедентны — причем и по сравнению с другими интернет-магазинами, и по сравнению с традиционными розничными продавцами. Например, в 1998 г. компании понадобилось всего три месяца, чтобы оттеснить сайт CDNow на второе

место среди онлайн-распространителей музыки; в начале 1999 г. она за 45 дней вышла в лидеры в онлайн-торговле видеопродукцией; позже в том же году она за 10 дней стала ведущим онлайн-продавцом бытовой электроники.

Давайте, исходя из этих данных, напишем оптимистичный сценарий развития событий. Допустим, Amazon.com становится второй Wal-Mart-еще одним розничным продавцом, радикально изменившим облик отрасли и захватившим значительную долю целевых рынков. Скажем, к 2010 г. Amazon.com остается ведущим онлайн-продавцом, а на некоторых рынках и вовсе утверждается как ведущий розничный торговец вообще (во всех режимах). Если компания сумеет получить 13% книжного рынка, 12% рынка музыкальных носителей и сопоставимые доли остальных рынков, то в 2010 г. ее доход составит примерно 60 млрд дол., тогда как доход Wal-Mart, скорее всего, превысит 300 млрд дол.

Какую норму прибыли сможет извлечь Amazon.com из этих 60 млрд? Благодаря своей превосходной рыночной доле компания, вероятно, обретет изрядную покупательную способность. Надо помнить к тому же, что Amazon.com будет получать доход (навлекая на себя соответствующие издержки) от других торговцев, использующих ее сайт. В оптимистичном сценарии средняя норма прибыли Amazon.com будет колебаться вокруг 11%, то есть по этому показателю компания, вероятно, далеко опередит большинство прочих розничных продавцов.

Л как будут обстоять дела с капиталом? В оптимистичном сценарии компании, наверное, понадобится меньше оборотного капитала и основных средств, нежели традиционным розничным продавцам. И практически в любом сценарии ей потребуется меньше запасов, поскольку текущие товарные запасы она сможет консолидировать на нескольких складах, а торговые помещения ей вообще не нужны. По нашим прикидкам, в этом сценарии оборачиваемость капитала (доход с продаж, деленный на сумму оборотного капитала и основных средств) в 2010 г. составит у Amazon.com 3,4 - против 2,5 у типичных розничных продавцов.

На основании изложенных предпосылок составляем финансовый прогноз на 2010 г.: доход с продаж 60 млрд дол.; операционная прибыль 7 млрд дол.; совокупный капитал 18 млрд дол. Кроме того, будем считать, что в следующие 15 лет после 2010 г. Amazon.com продолжит расти примерно на 12% ежегодно и что после 2025 г. ее темпы роста снизятся до 5,5%, оставаясь чуть выше номинальных темпов роста ВВП<sup>1</sup>. Для того чтобы определить нынешнюю стоимость Amazon.com, продисконтируем прогнозный свободный денежный поток обратно к настоящему времени, к приведенной стоимости. Приведенная стоимость, включая оценку денежного потока за пределами 2025 г., составляет 37 млрд дол.

<sup>1</sup> В США реальный рост ВВП за последние 40 лет составлял в среднем около 3% в год, а долгосрочная инфляция, как можно судить по текущим процентным ставкам, ожидается на уровне примерно 2-2,5%

Как можем мы сколько-нибудь достоверно прогнозировать денежный поток на 10 с лишним лет вперед для компании, подобной Amazon.com? А мы и не можем. Но наша цель - не утвердить в точности, что *должно* случиться, а строго определить, что *может* случиться.

## ВЗВЕШИВАНИЕ ПО ВЕРОЯТНОСТЯМ

Неопределенность составляет самую сложную проблему в оценке быстрорастущих технологичных компаний, и проще всего справиться с ней, взвесив каждый из составленных вами сценариев по вероятности его осуществления. Кроме того, наш подход гораздо отчетливее выявляет основополагающие предпосылки и взаимосвязи между переменными, нежели другие модели, включая имитационную модель Монте-Карло. Анализ сценариев, взвешенных по вероятностям, требует многократного пересчета набора финансовых переменных - поочередно для каждого из оцениваемых сценариев (одни из которых более, другие менее оптимистичны). Применительно к Amazon.com мы составили четыре таких сценария (см. рис. 15.1).

**Рисунок 15.1. Возможные исходы: Amazon.com**

(числовые данные, кроме нормы прибыли, – В млрд дол )

	Продажи книг в США	Продажи музыки в США	Прочие продажи <sup>1</sup>	Итого продажи	Норма дисконтированный прибыли <sup>3</sup> денежный поток {в% 1
Сценарий Л: доля книжного рынка США 15%, <b>Музыкального</b> рынка QUA 18%	a 24	1,3	48	14	n
Сценарий б: доля книжного рынка США 13%, музыкального рынка США 12%	И2а	1	Н,,	SSL	11 .17
Сценарий ff: доля книжного рынка США 10%, музыкального рынка США 8%	1.	1	! 19	И,,	8 1S
Сценарий Г- доля книжного рынка США 5%, музыкального рынка США 6%	17	Is	Is	1,	7 3

\*1 Сюда «калят» продажи книг и музыкальных носителей за пределами США, а также видеокассет, цифровых видеокассет, игрушек и бытовой электроники на всех географических рынках

\*2 Норма прибыли до вычета процентов налогов и амортизации (т.е. на основе EBITA)

В сценарии *A Amazon.com* становится второй по величине розничной компанией США как среди традиционных, так и среди интернет-магазинов (т. е. и в «отключенном» режиме, и в режиме реального времени). Компания использует гораздо меньше капитала, чем традиционные розничные продавцы, поскольку работает главным образом в онлайн-режиме. К тому же у нее гораздо выше норма прибыли благодаря превосходному качеству онлайн-обслуживания (что притягивает массовую клиентуру, особенно когда цены у всех онлайн-продавцов сопоставимы), большей покупательной способности и более низким операционным издержкам. Согласно этому сценарию, стоимость *Amazon.com*, приведенная к четвертому кварталу 1999 г, составляет 79 млрд дол.

В сценарии *B Amazon.com* получает примерно столь же высокие доходы с продаж, как и в сценарии *A*, но при чуть более низкой норме прибыли и чуть большей потребности в капитале (оба показателя принимают промежуточное значение - между уровнем в сценарии *A* и средним уровнем у традиционных розничных продавцов). Согласно этому сценарию, стоимость *Amazon.com* на четвертый квартал 1999 г. составляет 37 млрд дол.

В сценарии *B Amazon.com* становится довольно крупным розничным продавцом, хотя и не таким мощным, как в сценарии *B*, и по экономическим параметрам приближается к традиционным розничным продавцам. По этому сценарию стоимость *Amazon.com* составляет 15 млрд дол.

Наконец, в сценарии *Г Amazon.com* имеет умеренные размеры и экономические параметры традиционного розничного продавца. Онлайн-продажи проникают в большинство сфер бизнеса, и на этом поле разворачивается массовая конкуренция, под влиянием которой большая часть стоимости, создаваемой в онлайн-коммерции, переходит потребителям. По этому сценарию стоимость *Amazon.com* составляет всего 3 млрд дол.

Итак, теперь у нас есть четыре сценария, в которых стоимость компании колеблется от 3 млрд до 79 млрд дол. Несмотря на столь гигантский разброс значений, каждый из сценариев вполне осуществим<sup>2</sup>. Сейчас мы подошли к важнейшей стадии - оценке вероятностей осуществления сценариев и выведению результирующей (ожидаемой) стоимости *Amazon.com* (см. табл. 15.2). Сценарию *A* мы приписываем низкую вероятность - 5%. Хотя компания в принципе способна достичь исключительно высокой рентабельности, конкуренция, скорее всего, воспрепятствует этому. С учетом нынешнего превосходства *Amazon.com* над конкурентами сценарий *Г* тоже не слишком правдоподобен. Следовательно, наиболее вероятны сценарии *B* и *B*, каждый из которых предусматривает привлекательные темпы роста и осмысленную рентабельность

<sup>2</sup> Вследствие взвешивания сценариев по вероятностям в наших расчетах денежного потока учтен его риск, поэтому затраты на собственный капитал, приложимые к денежному потоку в каждом сценарии, должны включать в себя некую надбавку (премию за риск), иными словами, затраты на капитал должны воплощать в себе безрисковую ставку, среднеотраслевую бету и общерыночную премию за риск.

Таблица 15.1. Ожидаемая стоимость: Amazon.com  
(числовые данные, кроме вероятности, – в млрд дол.)

	Аннотированный денежный поток	Вероятность	Ожидаемая стоимость
	<8>	1e6>	©
Сценарий Л	79	5	35
Сценарий £	3?	35	130
Сценарий 8	15	35	53
Сценарий /	3	25	M 23.0

Взвесив стоимость в каждом сценарии по вероятности его осуществления и затем сложив четыре полученных значения, в итоге получаем 23 млрд дол., что, волею судеб, совпадает с рыночной стоимостью компании на 31 октября 1999 г. Стало быть, рыночные оценки Amazon.com вполне объяснимы и опираются на достоверные прогнозы и вероятности.

Давайте, тем не менее, посмотрим, насколько чувствительны эти оценки к изменению вероятностей. Как видно на рисунке 15.2, относительно небольшие отклонения вероятностей вызывают сильные колебания стоимости. У компаний, подобных Amazon.com, цена акций отличается величайшей изменчивостью просто потому, что малейшие сдвиги в рыночном восприятии вероятности различных исходов очень существенно влияют на текущую стоимость этих акций. И с этим, увы, ничего не поделаешь.

### АНАЛИЗ ПОТРЕБИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

Последний сложный момент в оценке быстрорастущих компаний – соотношение будущих сценариев развития событий с текущей деятельностью. Как отличить интернет-фирму, которой предстоит скорое процветание, от той, которую поджидает скорое банкротство? Здесь вам не обойтись без навыков классического микроэкономического и стратегического анализа,

Рисунок 15.2. Изменчивость ожидаемой стоимости: Amazon.com  
(числовые данные, кроме денежного потока, – в %)

	Нитка* вероятность исхода	Батона* вероятность исхода	высоти шерошлого нслола
Сценарий Л	0	is	53 ю
Сценарий £	ШЯВШп	50	50
Сценарий В	ШШШШу	35	ивжшва зь
Сценарий <sup>1</sup>	б. V. S 40	25	Еб
Лисон1ирс*4ниий денежный МЯК (вчфд.пол.)	16	23	32

ибо для построения достоверных сценариев необходимо знать, какие факторы в действительности движут созданием стоимости. Применительно к Amazon.com и другим интернет-фирмам полезно провести анализ потребительской стоимости, в котором ключевую роль играют пять критериев:

- 1) среднегодовой доход с продаж в расчете на одного потребителя, а также доход от рекламы, размещенной на сайте компании, и от других розничных торговцев, арендующих место на этом сайте для продажи своих собственных товаров,
- 2) общая численность потребителей.
- 3) норма валовой прибыли в расчете на одного потребителя (до вычета затрат на привлечение потребителей);
- 4) средние удельные затраты на привлечение потребителей;
- 5) норма оттока потребителей (т. е. доля потребителей, ежегодно покидающих компанию).

Давайте посмотрим, каким образом Amazon.com сможет достичь финансовых результатов, предусмотренных сценарием *Б*, в сопоставлении с текущей деятельностью компании. Как видно из таблицы 15.2, самая большая перемена в следующие 10 лет коснется численности потребителей Amazon.com и среднего дохода на одного потребителя. В сценарии *Б* клиентская база компании увеличивается с 9 млн человек в 1999 г. до приблизительно 120 млн повсюду в мире в 2010 г. (из них 84 млн в США и 36 млн за рубежом). Мы исходим из того, что Amazon.com останется лидером онлайн-торговли в США и займет отменные позиции в других странах.

Кроме того, в сценарии 5 средний доход в расчете на одного потребителя возрастает со 140 дол. в 1999 г. до 500 дол. в 2010 г. Эти 500 дол. складываются из покупки двух компакт-дисков по 15 дол., трех книг по 20 дол., двух флаконов духов по 30 дол. и одного персонального органайзера по 350 дол. Amazon.com, скорее всего, сохранит лидерство на своих основных книжном и музыкальном рынках. Вероятно, она выйдет еще и на смежные рынки и может занять там доминирующие позиции.

В рассматриваемом сценарии норма валовой прибыли в расчете на одного потребителя (до вычета затрат на привлечение потребителей) к 2010 г. составит у Amazon.com 14%, что примерно соответствует текущему

Таблица 15.2. Экономика отношений с потребителями:  
Amazon.com (сценарий Б)

Гол	1999	2010
Средний доход на потребителя (в дол)	140	500
Число потребителей (в млн)	9	120
Норма валовой прибыли (в %)	14	14
Затраты на привлечение одного потребителя (в дол)	29	50
Норма оттока потребителей (< в %)	25	25

показателю у крупнейших розничных продавцов - в частности, у Wal-Mart. Несмотря на конкуренцию, такой прогноз кажется вполне оправданным в свете предполагаемой способности Amazon.com достичь изрядной экономии за счет масштабов деятельности - например, посредством предоставления другим розничным продавцам «торгового» места на своем веб-сайте.

Сценарий Б предусматривает для Amazon.com к 2010 г. затраты на привлечение потребителей в размере 50 дол. на одного клиента. Вопреки суждению, что такие затраты должны возрасти, как только иссякает приток онлайн-пользователей, указанное значение обоснованно, коль скоро компания способна вывести в лидеры свою торговую марку и достичь экономии за счет масштабов в рекламе. Затраты на привлечение новых потребителей напрямую связаны с нормой их оттока, уровень которой 25% означает, что если уж Amazon.com приобрела клиентов, она сохраняет их на протяжении четырех лет. А это, в свою очередь, означает высокую (или просто привычную) привлекательность компании для потребителей и весьма постоянную (или ленивую) клиентскую базу.

Из такого рода исследования экономики потребительских отношений мы можем извлечь дополнительные сведения, необходимые для обоснованной оценки вероятностей осуществления различных сценариев. Давайте для примера рассмотрим две условные компании «Postoyanstvo.com» и «Tekuchka.com» с разными экономическими характеристиками потребительских отношений (см. табл. 15.3). Каждая имела в 1999 г. 100 млн дол. дохода с продаж и 3 млн дол. операционных убытков. В традиционных финансовых отчетах обе компании выглядели бы совершенно одинаково. Однако углубленный анализ экономики потребительских отношений выявляет коренные различия.

Потребительная стоимость в расчете на типичного клиента у «Postoyanstvo.com» составляет в среднем за пять лет 50 дол., а у «Tekuchka.com» - в среднем за два года -1 дол. Расхождение в стоимости между двумя компаниями отражает разницу в нормах оттока (20% в год у «Postoyanstvo.com» против 46% у «Tekuchka.com»), а также более высокие затраты на привлечение потребителей у «Tekuchka.com». Если «Postoyanstvo.com» устойчиво сохранит более низкий уровень этих затрат, то ее доналоговая прибыль быстрее приобретет положительное значение. В итоге при одинаковых инвестициях в привлечение новых потребителей

Таблица 15.3. Экономика отношений с потребителями: условный пример

	«Postoyanstvo.com»	«Tekuchka.com» <sup>11</sup>
Средний доход на потребителя (в дол.)	250	342
Норма валовой прибыли (s %)	15	15
Затраты на привлечение одного потребителя (в дол.)	75	93
Норма оттока (B %)	20	46

<sup>11</sup> При условии, что ставка дисконтирования на год 2 равна 12%

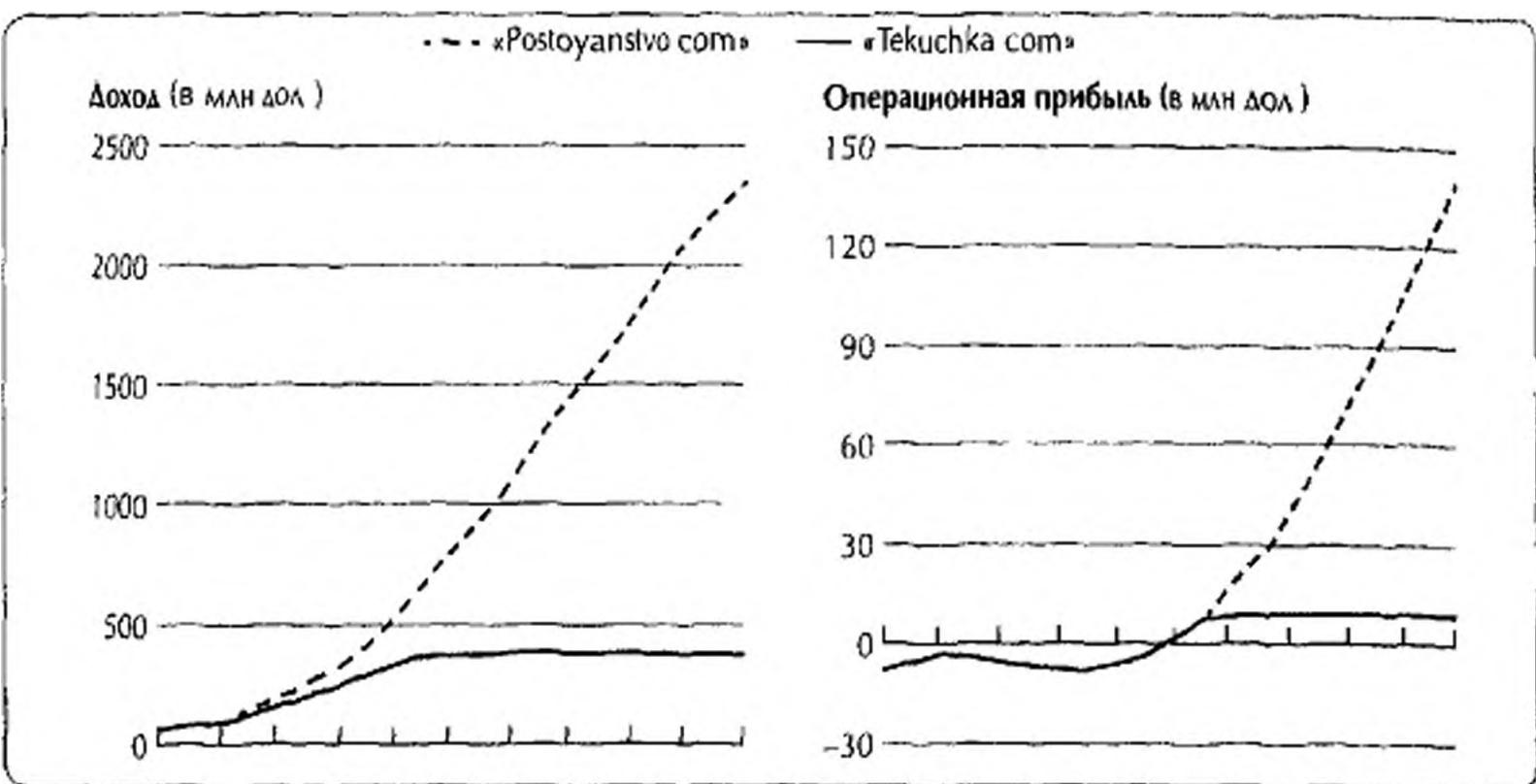


Рисунок 15.3. Долгосрочные результаты деятельности

за следующие 10 лет и при прочих равных условиях две компании будут коренным образом различаться динамикой дохода и прибыли (см. рис 15.3). Это означает, что компании будут сильно различаться и своими дисконтированными денежными потоками, несмотря на сходные краткосрочные финансовые показатели

### НЕУСТРАНИМАЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ

Применяя наш адаптированный метод дисконтированного денежного потока, вы можете вывести осмысленную оценку стоимости для, казалось бы, совершенно невысказанного бизнеса. Но инвесторы и компании, вступающие на быстрорастущие рынки, связанные с Интернетом, сталкиваются с чудовищной неопределенностью. Взгляните только, что может произойти в наших четырех сценариях с инвестором, который купил акции Amazon.com в 1999 г. и держит их 10 лет.

При осуществлении сценария А инвестор получит 23% годовой доходности, из чего как будто следует, что в 1999 г. рынок сильно недооценил Amazon.com. При осуществлении сценария В инвестор заработает около 7% в год, что вроде бы означает изрядную переоценку компании в 1999 г. Однако эти «взлеты» и «падения» доходности не следует истолковывать так, будто сложившаяся в 1999 г. цена акций компаний необоснованна; они всего лишь отражают неопределенность будущего оборота событий.

Вся загвоздка с этой неопределенностью сводится к проблеме «вычисления» потенциального победителя на обширном поле конкуренции: даже в высокотехнологичном мире Интернета среди новоявленных акционерных компаний не всякой по плечу стать новой Microsoft. Как сви-

детельствует опыт, лишь немногим в этой игре выпадает крупный куш, абсолютное большинство прозябает в ничтожестве, перебиваясь скудной поживой. Словом, очень трудно предугадать, какие из компаний преуспеют, а какие — нет<sup>3</sup>. Ни инвесторы, ни компании не в силах совладать с этой неопределенностью — вот почему инвесторам постоянно твердят, чтобы они диверсифицировали свои портфели. И вот почему компании никогда не платят наличными при поглощении интернет-фирм.

## РЕЗЮМЕ

Появление Интернета и сопряженных технологий, принесших гигантскую стоимость некоторым предпринимателям в конце двадцатого века, породило также сомнения в здравомыслии фондового рынка, который, похоже, оценивает эти компании тем выше, чем больше убытков они несут. Как мы показали в этой главе, модель дисконтированного денежного потока, с небольшими модификациями, представляет собой отменный инструмент выявления стоимости таких компаний. Проводя стоимостную оценку в секторе электронной коммерции, начинайте ваш прогноз не с того, что есть сегодня, а с того, что будет завтра; затем определитесь с вероятностью осуществления каждого из намеченных вами сценариев развития событий; наконец, сопоставьте выстроенную вами экономическую модель с характеристиками других компаний того же сектора. Вы, конечно, не сможете устранить неопределенность, свойственную этим компаниям, но по крайней мере вы поймете, какова она и чего от нее ждать.

<sup>3</sup> Проведенное Morgan Stanley исследование 1243 первичных публичных предложений акций в высокотехнологичном секторе показало, что источником более чем 86% стоимости, созданной в этом процессе за последнее десятилетие, послужили всего 5% компаний.

# Оценка циклических компаний

**И**зменчивость прибылей создает дополнительные трудности при стоимостной оценке циклических компаний. В этой главе мы исследуем, как ведут себя цены акций таких компаний, на основании чего предложим соответствующую методику оценки циклических фирм и посмотрим, каковы ее возможные следствия для менеджеров.

## ЦЕНОВАЯ ДИНАМИКА АКЦИЙ ЦИКЛИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Циклическим компаниям свойственны значительные колебания прибыли на протяжении коротких промежутков времени (буквально нескольких лет). Прибыль этих компаний (принадлежащих, в частности, к таким отраслям, как авиатранспорт, сталелитейная, целлюлозно-бумажная, химическая промышленность) колеблется под воздействием сильных скачков цен на их продукцию. Скажем, в авиатранспорте цикличность прибыли тесно связана

Материал настоящей главы основан на диссертации «Underestimating Change\*» (Rotterdam Erasmus University, August 1999), написанной Марко де Хеером (Marco de Heer) под научным руководством одного из соавторов этой книги.

с общими макроэкономическими тенденциями. А в целлюлозно-бумажной промышленности циклическостью движут главным образом внутриотраслевые факторы - прежде всего загрузка производственных мощностей.

Акции компаний с циклическими прибылями зачастую отличаются гораздо большей ценовой изменчивостью, нежели акции фирм, меньше подверженных циклическим колебаниям прибыли. Согласуется ли это с моделью дисконтированного денежного потока? На первый взгляд, здесь теория расходится с практикой.

### **Когда теория вступает в противоречие с практикой**

Для начала обратимся к теории. Допустим, вы оцениваете циклическую компанию методом дисконтированного денежного потока и при этом хорошо представляете себе специфику отраслевого цикла. Должна ли стоимость компании вести себя так же, как ее прибыль? Нет, стоимость дисконтированного денежного потока должна демонстрировать гораздо меньшую изменчивость, нежели сам денежный поток или прибыль. Дисконтирование сводит все ожидаемые будущие денежные потоки к единой стоимостной величине. В результате каждый отдельный год утрачивает значение. Применительно к циклической компании это означает, что обильные денежные потоки уравниваются скудным денежным потокам. Единственное, что действительно имеет значение, - это долгосрочная тенденция.

Поясним эту мысль на условном примере. Деловой цикл компании А составляет 10 лет. В части 1 рисунка 16.1 описана временная схема ее денежного потока. Мы видим в ней сильную изменчивость: здесь присутствуют и положительные, и отрицательные денежные потоки. Дисконтирование свободного денежного потока по ставке 10% дает нам приведенную стоимость (величину дисконтированного денежного потока), которая представлена в части 2 рисунка 16.1.

В части 3 рисунка 16.1, где свободный денежный поток и дисконтированный денежный поток сведены вместе (ради соизмеримости соответствующие значения проиндексированы), показано, что приведенная стоимость отличается гораздо меньшей изменчивостью, нежели собственно денежный поток, служащий базой для оценки. Фактически в динамике приведенной стоимости изменчивость почти совсем отсутствует. Это объясняется тем, что результаты деятельности каждого отдельного года не оказывают сколько-нибудь существенного влияния на стоимость компании.

Разумеется, в реальной жизни цены акций циклических компаний не настолько стабильны. На рисунке 16.2 изображены прибыли на акцию и рыночные цены акций (индексированные) 15 компаний с четырех летним циклом. Цены акций более изменчивы, чем предполагает модель дисконтированного денежного потока, что свидетельствует о конфликте между теорией и практикой.

Рисунок 16.1. Изменчивость свободного денежного потока и дисконтированного денежного потока: долгосрочная перспектива

(Т) Временная схема свободного денежного потока: компания А

(числовые данные – в млн дол.)

Период (годы)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Посленалоговая операционная прибыль	10	9	6	3	0-2	3	18	7	6	10	
Чистые инвестиции	3	3	2	2	1	3	5	3	3	3	3
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>15</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>7</b>
<b>Дисконтированный денежный поток</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>31</b>

(5) Временные схемы свободного денежного потока и дисконтированного денежного потока

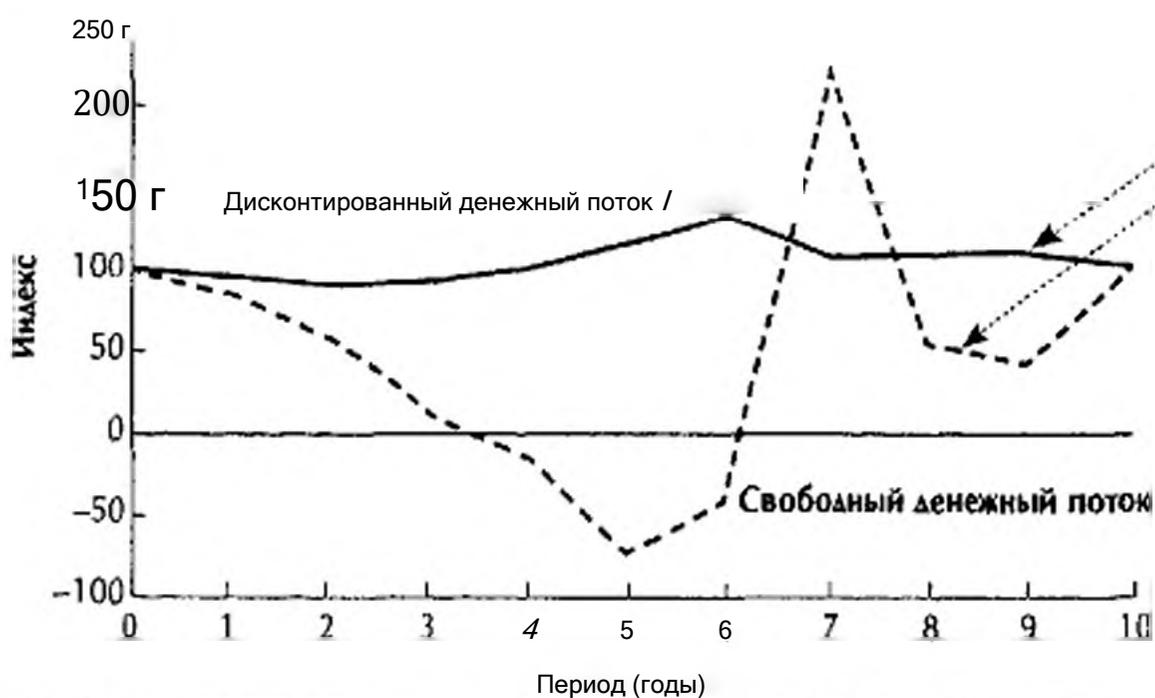
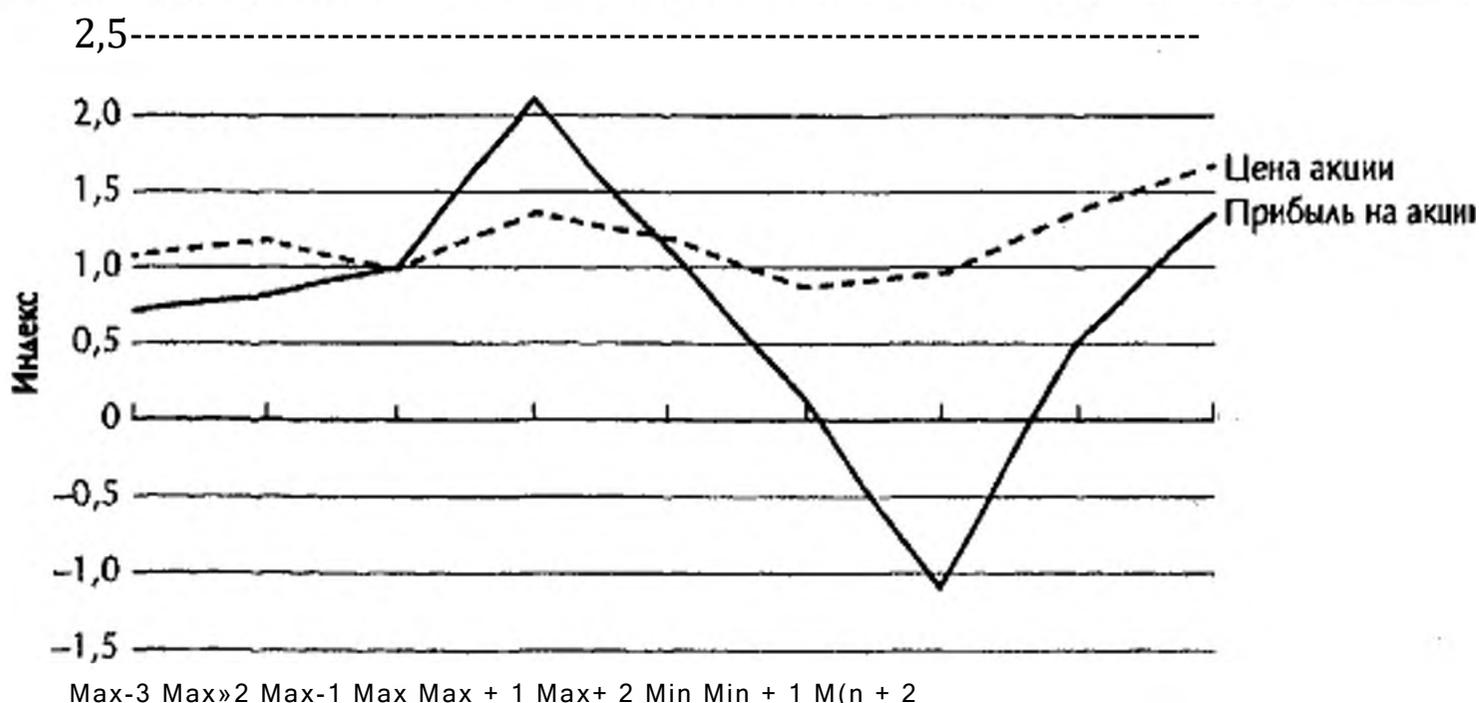


Рисунок 16.2. Цены акций и прибыли на акцию: 15 циклических компаний



Max-3 Max+2 Max-1 Max Max + 1 Max+ 2 Min Min + 1 M(n + 2)

## Во всем виноваты прогнозы прибыли?

Как нам примирить теорию с практикой? Мы изучили прогнозы прибыли для ряда циклических компаний, чтобы выяснить, не содержат ли они каких-то указаний на то, что рыночные оценки этих компаний связаны с аналитическими согласованными прогнозами прибыли.

То, что мы обнаружили, - поистине удивительно. Оказалось, что согласованные прогнозы прибыли напрочь исключают цикличность. Такие прогнозы неизменно показывают тенденцию к росту вне зависимости оттого, в какой фазе цикла - в максимуме или в минимуме — пребывают компании. Похоже, корень зла таится не в модели дисконтированного денежного потока, которая якобы расходится с фактами, а в рыночных прогнозах прибыли и денежного потока (при условии, что рынок следует согласованным прогнозам аналитиков).

Этот вывод опирается на результаты анализа 36 циклических компаний США за 1985-1997 гг. Мы разбили компании на группы в соответствии с продолжительностью цикла (например, три, четыре или пять лет от пика до низшей точки спада), после чего рассчитали для каждой группы среднюю прибыль и вывели прогнозные прибыли. Затем мы сравнили фактические прибыли с согласованными прогнозами прибыли на всем протяжении цикла<sup>1</sup>.

На рисунке 16.3 сведены фактические прибыли и прогнозные прибыли (по согласованным прогнозам аналитиков) для 15 компаний с четырехлетним циклом, в основном из металлургической промышленности и производства транспортных средств. Как видите, согласованные прогнозы вообще не предусматривают цикличность прибылей. В сущности, за исключением «прогноза на следующий год» сразу после низшей точки циклического спада (min), во все остальные годы прогнозируется будущий рост прибыли на акцию в русле прошлой динамики без каких-либо отклонений. Можно сказать, что эти прогнозы попросту не признают сам факт существования цикла<sup>2</sup>.

Одно из объяснений этому, возможно, заключается в том, что фондовые аналитики испытывают некие побуждения «не замечать» цикл, особенно ту его часть, в которой происходит спад. Как показывают научные исследования, аналитические прогнозы прибыли обычно страдают положительным смещением (отклонением в сторону завышения), что порой связано с системой вознаграждения, которое получают фондовые аналитики в инвести-

<sup>1</sup> Заметьте, что, поскольку нас интересует проблема цикличности в чистом виде, мы сразу внесли в аналитические прогнозы поправку в сторону понижения, дабы компенсировать типичное для таких прогнозов положительное смещение. См.: V. K. Chopra. Why So Much Error In Analysts' Earnings Forecasts? // Financial Analysts Journal. 1998. November/December. P. 35-42.

<sup>2</sup> Сходные результаты мы получили и для компаний с трех- и пятилетним циклами.

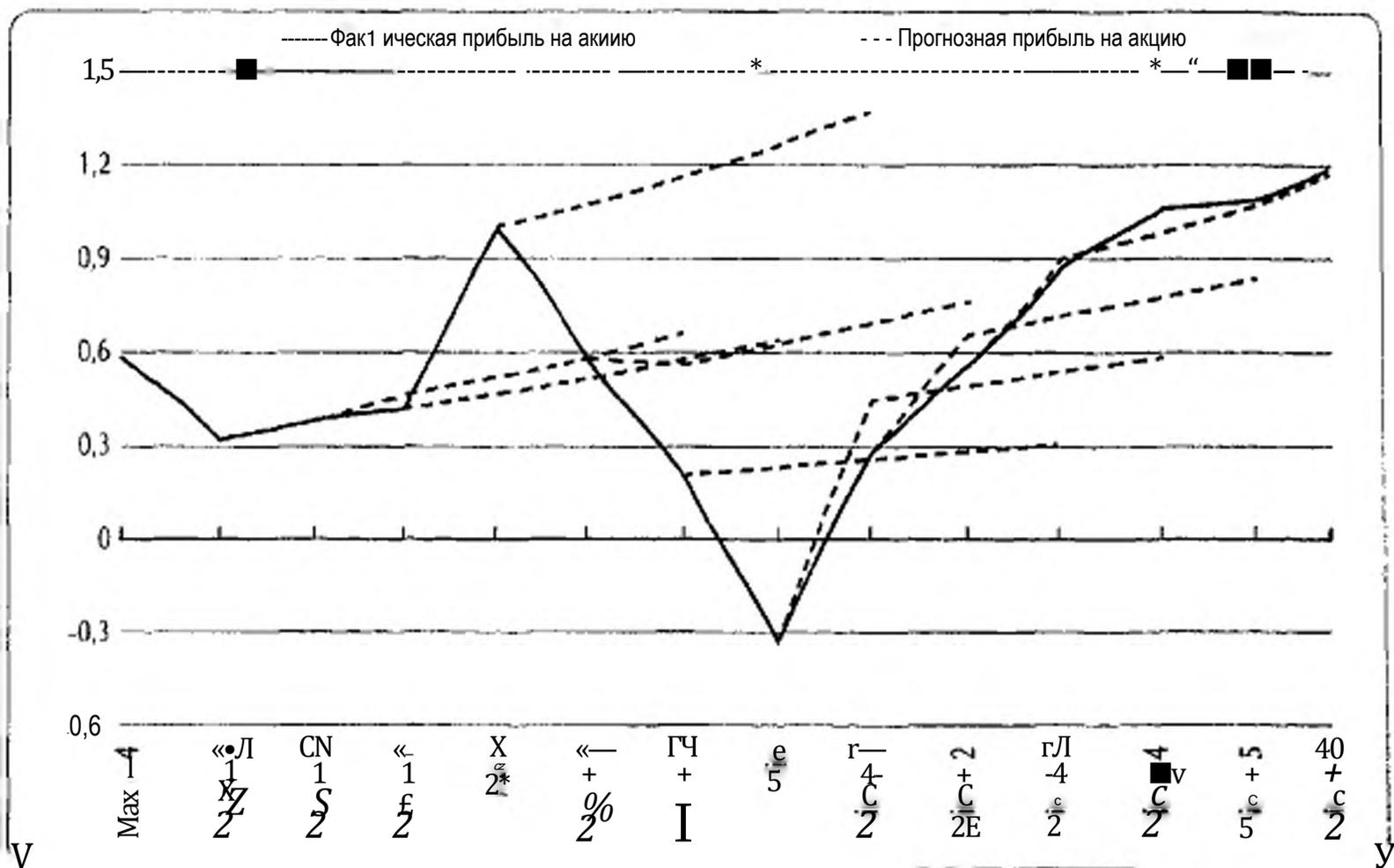


Рисунок 16.3. Фактическая прибыль на акцию и согласованные прогнозы прибыли на акцию для циклических фирм

ционных банках<sup>3</sup>. Например, пессимистичный прогноз прибыли может испортить отношения нанимателя фондового аналитика - инвестиционного банка — с конкретной компанией. Кроме того, компании, ставшие объектами негативных оценок, могут перекрыть аналитику доступ к необходимой информации. Из этих наблюдений мы можем заключить, что аналитики, как группа, не способны или не готовы прогнозировать циклы. Если рынок прислушивается к аналитическим прогнозам, то, возможно, это и служит причиной сильной ценовой изменчивости акций циклических фирм.

### Рынок оказывается прозорливее аналитиков с их согласованными прогнозами

Вообще говоря, мы сознаем, что циклы с трудом поддаются прогнозированию, особенно их переломные точки (максимумы и минимумы). Поэтому не

<sup>3</sup> Обсуждению этой гипотезы посвящены статьи: M. R. Clayton and R. A. Schwartz. *Falling in Love Again - Analysts' Estimates and Reality* // *Financial Analysts Journal*. 1994. September/October. P. 66 -68; J. Francis and D. Philbrick. *Analysts' Decisions as Products of a Multi-Task Environment* // *Journal of Accounting Research*. Vol. 31. № 2. 1993 Autumn. P. 216—230; K. Schipper. *Commentary on Analysts' Forecasts* // *Accounting Horizons*. 1991. December. P. 105-121; B. Trueman. *On the Incentives for Security Analysts to Revise Their Earnings Forecasts* // *Contemporary Accounting Research*. Vol. 7. № 1. P. 203—222.

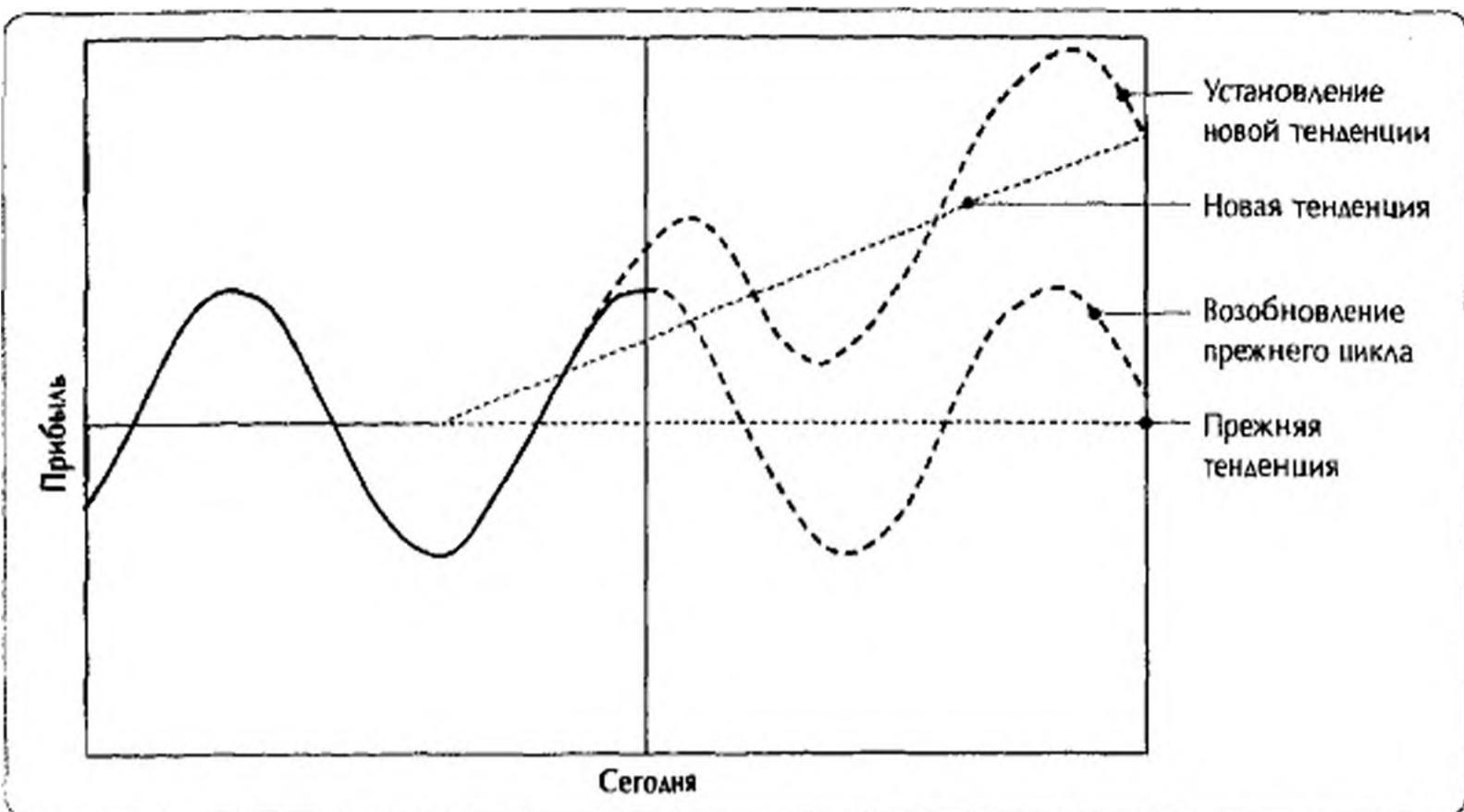


Рисунок 16.4. Когда цикл меняется

удивительно, что рынок не получает абсолютно точных прогнозов. Однако мы были бы разочарованы, если бы выяснилось, что рынок — вслед за аналитиками с их согласованными оценками прибыли — полностью упускает циклы из виду. И здесь мы опять возвращаемся к вопросу о том, как должен вести себя рынок. Должен ли он предвидеть цикл и в силу этого проявлять незначительную ценовую изменчивость акций? Пожалуй, это было бы чересчур жесткое требование. Ведь в любой момент времени компания или отрасль может испытать сдвиг своего цикла к более высокому или низкому уровню (см. рис. 16.4).

Допустим, вы оцениваете компанию, которая пребывает на пике своего цикла. Зная прежние циклы, вы могли бы ожидать скорого поворота вспять. Однако вы замечаете некие признаки того, что в отрасли вот-вот может произойти сдвиг старого цикла. В данном случае целесообразно построить стоимостную оценку на двух сценариях развития событий, взвешенных по вероятностям их осуществления. Вы можете взять за предпосылку, что с вероятностью 50% цикл останется прежним и через год или около того в отрасли начнется обратное движение. Во втором сценарии, тоже осуществимом с вероятностью 50%, отраслевой цикл смещается и устанавливается новая тенденция на основе текущих более высоких, чем прежде, результатов деятельности. Стоимость компании будет равна средневзвешенной значений стоимости в этих двух сценариях. По нашим наблюдениям, реальное поведение рынка укладывается в эту схему. Мы провели оценку компаний слетырехлетним циклом при трех предпосылках:

1) совершенная определенность наступающего цикла;

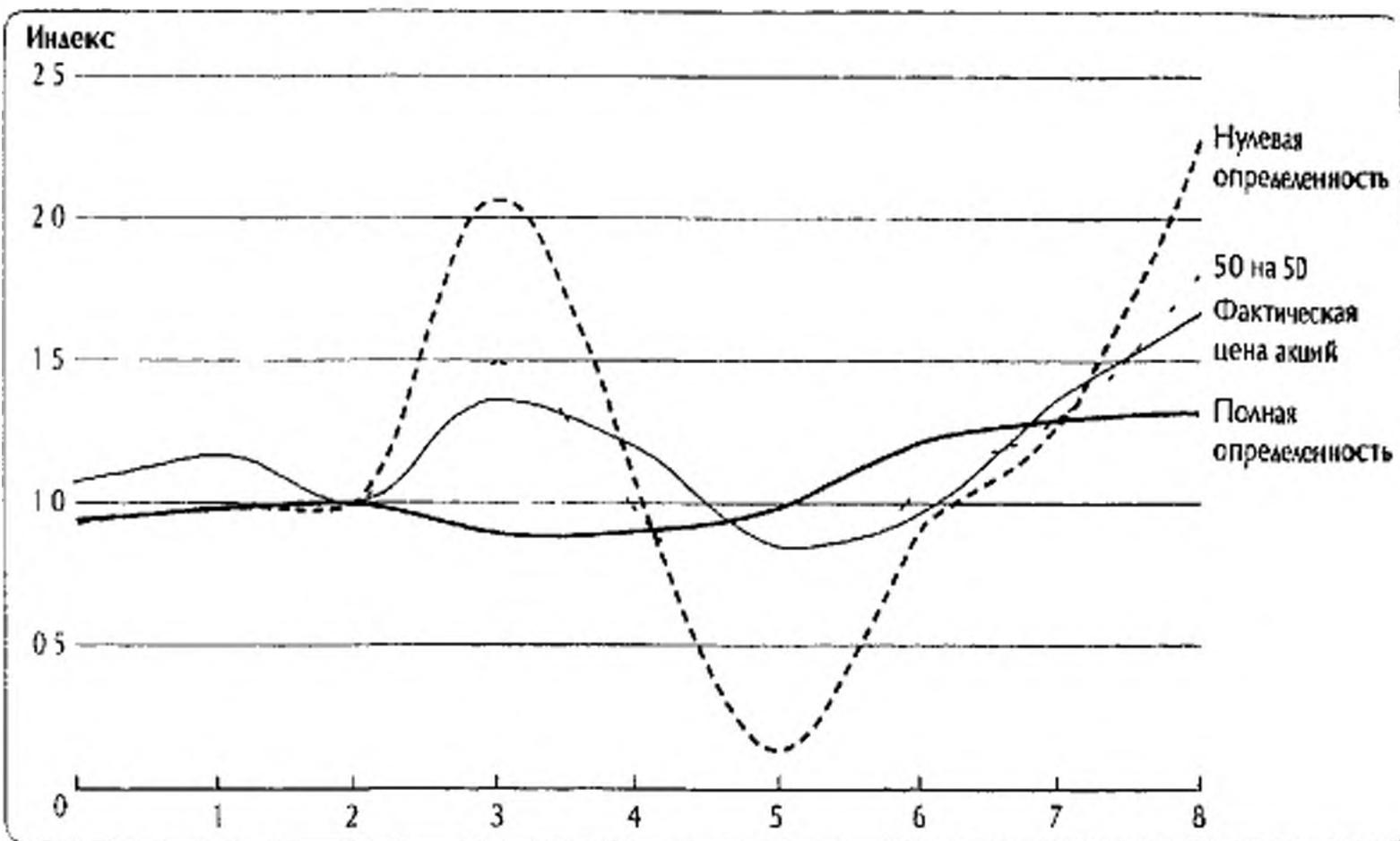


Рисунок 16.5. Рынок прозорливее

- 2) нулевая определенность наступающего цикла при условии, что текущие результаты деятельности служат основой для установления новой долгосрочной тенденции (в сущности, это и показывают согласованные прогнозы прибыли);
- 3) равная вероятность (50%) совершенной определенности и совершенной неопределенности.

На рисунке 16.5 сведены результаты наших оценок. Как видите, рынок не следует ни первой ни второй предпосылкам (совершенная определенность и нулевая определенность), а придерживается некоего промежуточного подхода, близкого к предпосылке 50 на 50. Стало быть, рынок не выказывает ни чудесной способности к ясновидению, ни полной слепоты. Видимо, все согласятся, что поведение рынка вернее всего укладывается в вариант 50 на 50.

### МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ЦИКЛИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Никому не по силам с абсолютной точностью предсказать цикл для отрасли, и всякий единичный прогноз (предусматривающий единственно возможный вариант развития событий) неминуемо оказывается неверным. При оценке циклических компаний менеджерам и инвесторам полезнее всего строго придерживаться изложенного выше подхода на основе вероятностей, в данном случае он будет так же полезен, как и при оценке интернет-компаний,

в чем мы убедились в предыдущей главе. Оценка на основе вероятностей позволяет избежать ловушек, таящихся в прогнозировании только одного оборота событий, а также исследовать широкий набор возможных исходов и их последствий.

Предлагаем вам следующую методику оценки циклических компаний по двум сценариям (разумеется, вам никто не мешает при необходимости разработать больше сценариев).

1. Составьте сценарий для «нормального цикла» и найдите соответствующее значение стоимости, исходя из информации о прежних циклах. Уделите особое внимание долгосрочной тенденции в динамике операционной прибыли, денежного потока и рентабельности инвестированного капитала, поскольку именно долгосрочная тенденция имеет наибольшее значение для стоимости. Удостоверьтесь, что ваш расчет продленной стоимости опирается на «нормализованный» уровень прибыли (т. е. уровень, соответствующий долгосрочной динамике денежного потока компании).
2. Составьте сценарий для новой тенденции и найдите соответствующее значение стоимости, исходя из последних результатов деятельности компании. И опять проследите прежде всего долгосрочную тенденцию в силу ее принципиального значения для стоимости. Не тратьте слишком много времени на строгое моделирование будущей цикличности (хотя, конечно, будущая цикличность важна для финансового благополучия компании).
3. Разработайте экономическое обоснование каждого сценария с учетом таких факторов, как увеличение спроса, вступление в отрасль новых компаний и выход из нее прежних, технологические изменения, которые могут нарушить сложившееся равновесие между спросом и предложением.
4. Припишите каждому сценарию соответствующую вероятность и вычислите средневзвешенную значений стоимости по этим сценариям. На основании рассмотренных выше экономических параметров проверьте, насколько достоверна намеченная вами вероятность осуществления каждого сценария.

Эта методика дает оценку стоимости в определенных ограничениях, налагаемых избранными сценариями. Менеджерам эти ограничения могут послужить основой для пересмотра своих стратегий и выработки адекватного ответа на сигналы, свидетельствующие о том, какой из сценариев скорее всего сбудется.

В состоянии ли менеджеры что-либо предпринять, чтобы уменьшить цикличность своей отрасли или извлечь из нее выгоды для своих компаний? По нашему опыту, менеджеры зачастую упускают такие возможности и даже еще усиливают цикличность. Например, циклические компании порой реализуют крупные инвестиционные проекты как раз тогда, когда цены непомерно высоки, а цикл достиг своего пика, — вероятно, в надежде на сохранение высоких цен. И наоборот, циклические компании склонны

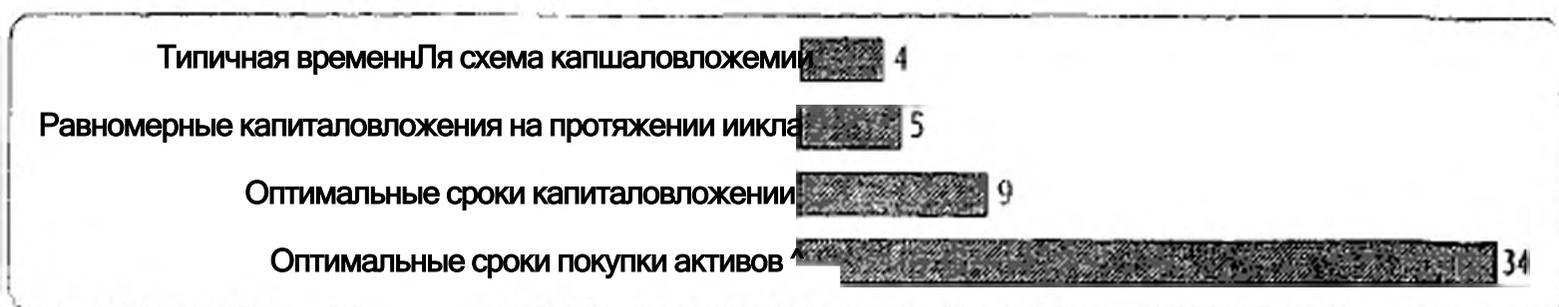


Рисунок 16.6. Относительная отдача от оптимального планирования сроков капиталовложений (числовые данные указывают внутреннюю норму доходности в %)

урезать капиталовложения при низких ценах. Иногда прогнозы компаний страдают тем же пороком, что и прогнозы аналитиков, - смещением в сторону повышения независимо от того, в какой фазе цикла находится компания. Менеджеры, досконально знающие свои рынки, должны бы лучше, нежели финансовый рынок, справляться со своей работой, а именно точнее предугадывать цикл и планировать соответствующие ответные меры.

Еще одно следствие таких неуклюжих действий менеджеров заключается в том, что циклические компании нередко посылают рынку неверные сигналы. Программы расширения в период высоких цен говорят финансовому рынку, что будущее выгладит превосходно (причем зачастую — буквально накануне циклического спада). Признаки пессимизма на пороге циклического подъема тоже вводят рынок в заблуждение. В таких обстоятельствах едва ли стоит удивляться, что оценка циклических компаний дается фондовому рынку с большим трудом.

Как менеджеры могли бы извлечь выгоду из своего детального знания отрасли и бизнеса? Самый очевидный ответ — лучше планировать сроки капиталовложений. Кроме того, компаниям следует подстраивать свои финансовые стратегии под фазы цикла - в частности, выпускать акции на пике цикла и выкупать акции у инвесторов в периоды спада. Наиболее деятельные менеджеры могли бы пойти по этому пути еще дальше: осуществлять поглощения на спаде и распродавать активы на пике. Рисунок 16.6 иллюстрирует результаты оптимального временного планирования в условиях циклическости. Рентабельность типичной компании может более чем удвоиться.

Способны ли компании в реальной жизни придерживаться такого образа действий? На самом деле компании очень трудно переломить сложившиеся предрассудки. Главному исполнительному директору еще нужно будет убедить совет директоров и банкиров компании в целесообразности расширения, когда отрасль выглядит удручающе, а конкуренты потуже затягивают пояса, или, наоборот, - сдерживания активности, когда конкуренты разворачивают грандиозные проекты на пике цикла. Зачастую компании своими действиями только усугубляют циклические колебания отрасли. Словом, вырваться из тисков цикла возможно, но мало найдется руководителей компаний, кому это по силам.

## РЕЗЮМЕ

На первый взгляд, акциям циклических компаний присуща слишком сильная ценовая изменчивость, чтобы это можно было совместить с моделью дисконтированного денежного потока. Однако, как мы показали в настоящей главе, эта ценовая изменчивость без труда объясняется неопределенностью в развитии отраслевого цикла. Последовательное применение метода дисконтированного денежного потока вкупе с разработкой сценариев и взвешиванием их по вероятностям позволяет менеджерам и инвесторам определить стоимость циклических фирм и провести их экономический анализ. К сожалению, менеджеры циклических компаний редко проявляют готовность воспользоваться результатами такого углубленного анализа, чтобы преодолеть жесткие рамки цикла и обеспечить дополнительную стоимость своим акционерам.

# Оценка зарубежных подразделений

**К** оценке зарубежных подразделений многонациональных компаний приложимы те же самые базовые методы и принципы, что и к оценке бизнес-единиц компаний, работающих внутри страны. Вместе с тем здесь нужно отметить несколько новых черт:

- перевод денежных потоков из одной валюты в другую;
- межстрановые различия в регулировании налогообложения и бухгалтерского учета;
- взаимосвязь между трансфертным ценообразованием и зарубежными налогами;
- определение соответствующих затрат на капитал;
- воздействие хеджирования валютных курсов на стоимость;
- учет политических рисков.

В этой главе последовательно описывается процесс стоимостной оценки зарубежных подразделений и затрагиваются первые четыре из перечисленных выше проблем. Хеджированию валютных курсов посвящен последний раздел главы. К проблеме политических рисков мы обратимся в главе 19.

На рисунке 17.1 изображены денежные потоки условной материнской компании, базирующейся в Соединенных Штатах и имеющей в сво-



Рисунок 17.1. Схема денежных потоков: зарубежное подразделение компании США

ей полной собственности зарубежное подразделение, расположенное в Великобритании, которое получает доходы из Франции (равно как и из Англии), платит за сырье, поступающее из Дании (в дополнение к расходам на рабочую силу и сырье непосредственно в Англии), и берет займы в Швейцарии (как, впрочем, и в Англии). Британское подразделение получает капитал и материалы от американской материнской компании и возвращает той денежный поток в форме дивидендов и лицензионных платежей. Налоги платят и материнская компания в США, и ее подразделение в Великобритании. Это достаточно содержательный пример, чтобы проиллюстрировать сложность оценки зарубежного подразделения, и мы будем обращаться к нему на протяжении всей главы. Возьмем за предпосылку, что оценка проводится изнутри материнской компании, то есть что мы имеем полный доступ к внутренней финансовой и плановой информации.

В таблице 17.1 сведены все этапы процесса оценки зарубежного подразделения. Исходный пункт здесь - анализ результатов прошлой деятельности подразделения. Затем следует прогнозирование свободного денежного потока в валюте зарубежного подразделения. В нашем примере мы прогнозируем английские доходы в фунтах стерлингов, а французские доходы - в евро. Далее мы переводим нестерлинговый денежный поток в фунты стерлингов по форвардному обменному курсу. Как только мы перевели все ожидаемые денежные потоки в фунты стерлингов, следующим действием мы дисконтируем их по затратам на капитал британского подразделения, после чего переводим полученную приведенную стоимость в доллары (родную валюту материнской компании) по обменному курсу «спот»<sup>-1</sup>.

<sup>1</sup> Равнозначный прием - принять за валюту британского подразделения доллары, то есть использовать долларовый денежный поток и долларовую же ставку дисконтирования. Такой подход устраняет нужду в переводе стоимости британского подразделения из фунтов стерлингов в доллары (на последнем этапе)

Таблица 17.1. Действия, составляющие процесс стоимостной оценки зарубежного подразделения

Действие	Специфика оценки зарубежных подразделений
1. Анализ прошлых результатов	Учет перевода из валюты в валюту Международное налогообложение Минимизация налогов и трансфертное ценообразование
2. Прогнозирование денежного потока в валюте зарубежного подразделения	Прогнозирование будущих валютных курсов
3. Определение ставки дисконтирования в иностранной валюте	Оценка местных затрат на собственный и заемный капитал Оценка риска страны Определение структуры капитала
4. Дисконтирование свободного денежного потока и перевод его в родную валюту материнской компании	

## ДЕЙСТВИЕ 1: АНАЛИЗ ПРОШЛЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Прежде чем приступать к прогнозированию, вам нужно уразуметь, в каком положении находится зарубежное подразделение сегодня. Здесь вы смело можете следовать процедуре, изложенной в главе 9. В настоящем разделе упор сделан на несколько специфических обстоятельств, которые необходимо принимать в расчет, когда вы занимаетесь именно зарубежными подразделениями: перевод из валюты в валюту, международное налогообложение и взаимосвязь трансфертного ценообразования с налогами. В следующей главе рассматриваются некоторые дополнительные проблемы, возникающие при анализе финансовых отчетов, которые составлены в разных странах.

### Перевод из валюты в валюту

Во избежание возможных недоразумений, порождаемых переводом денежных потоков из одной валюты в другую, все измерения и расчеты при оценке стоимости зарубежного подразделения лучше проводить в его родной валюте. Иногда финансовые отчеты зарубежного подразделения бывают изначально переведены в родную валюту материнской компании, согласно бухгалтерским стандартам США; но и в таких случаях порой необходимо вновь пересчитать денежные потоки в иностранной валюте — опять же во избежание недоразумений.

Для того чтобы вникнуть в нынешнее состояние подразделения и, если надо, преобразовать финансовые отчеты в валюте США, вы должны понимать, какими бухгалтерскими методами выведены показатели прошлой деятельности. В США учет операций, связанных с валютным переводом,

и соответствующая отчетность регламентируются постановлением № 52 Управления стандартов финансового учета (FASB Statement № 52).

Все сделки в любой другой валюте переводятся в родную валюту зарубежного подразделения по обменному курсу на дату осуществления сделки. Например, продажи британского подразделения, оплаченные в евро, учитываются этим подразделением в фунтах стерлингов по курсу на дату продажи. Точно так же и дебиторская задолженность по этим продажам учитывается в фунтах стерлингов с использованием того же курса. Когда бы ни составлялись финансовые отчеты британского подразделения, активы, подобные дебиторской задолженности в евро или остатку денежных средств в евро, представляются в них по курсу на дату составления баланса. Любые прибыли или убытки по таким активам (т. е. связанные с переводом из валюты в валюту) получают отражение в отчете о прибылях и убытках.

Перевод финансовых отчетов зарубежного подразделения в родную валюту материнской компании — более замысловатое дело. Для стран с умеренной инфляцией используется метод *текущего* учета. Все статьи баланса, кроме счетов собственного капитала, переводятся из валюты в валюту по обменному курсу на конец года. Все прибыли или убытки, связанные с таким переводом, относятся непосредственно на собственный капитал в балансе и не влияют на чистую прибыль. При валютном переводе статей отчета о прибылях и убытках используется средний обменный курс за период.

Для стран с высокой инфляцией используется метод *временного* учета. К физическим активам, таким как земля, производственные помещения и оборудование или запасы, применяются прошлые обменные курсы. К денежным активам и обязательствам, таким как денежные средства, дебиторская или кредиторская задолженность, применяются обменные курсы на конец года.

Таблица 17.2 описывает оба метода. В этом примере предполагается, что зарубежное подразделение приобрело постоянные активы в начале года, когда единица иностранной валюты стоила 0,95 дол. Но к концу года обменный курс изменился до 0,85 дол., и, таким образом, средний курс за год составил 0,90 дол. При учете товарно-материальных запасов зарубежное подразделение использует бухгалтерский метод ЛИФО в сочетании с соответствующим прошлым обменным курсом 0,91 дол.

Текущий учет начинается с отчета о прибылях и убытках, все статьи которого переводятся из валюты в валюту по среднегодовому обменному курсу. Чистая прибыль переносится в баланс как нераспределенная прибыль; все балансовые активы и обязательства переводятся по обменному курсу «спот»; к обыкновенным акциям применяется прошлый обменный курс; и в заключение в собственный капитал вносится поправка на перевод из одной валюты в другую.

Временной учет начинается с определения долларового эквивалента всех активов и обязательств и вычисления нераспределенной прибыли как разности между ними (85 дол.). Поскольку дивиденды не выплачиваются,

Таблица 17.2. Перевод финансовых отчетов из валюты в валюту: пример

	Временной учет			Текущий учет	
	Иностранная валюта	Используемый обменный курс	Доллары США	Используемый обменный курс	Доллары США
<b>БАЛАНС</b>					
Денежные средства и дебиторская задолженность	100	0,65	85	0,85	85
Запасы	300	0,41	273	0,85	255
Чистые основные средства	600	0,95	570	С,35	5Ю
	1000		928		850
Текущие обязательства	180	0,65	153	0,85	Г 53
Долгосрочный долг	700	0,85	595	С,35	59S
Собственный капитал					
Обыкновенные акции	100	0,95	95	0,95	95
Нераспределенная прибыль	20		85		18
Поправка в собственный капитал на перевод в другую валюту	—		—		-11
	1000		928		850
<b>ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ</b>					
Доход	во	0,90	117	0,90	117
Себестоимость реализованной продукции	-60	0,93 <sup>11</sup>	-56	0,90	-54
Амортизация	-20	0,95 <sup>11</sup>	-19	0,90	-18
Чистые прочие расходы	-10	0,90	-9	0,90	-9
Прибыли/убытки (-) на валютном обмене	—		70		—
Доналоговая прибыль	40		103		36
Налог на прибыль	-20	0,90	-18	0,90	-18
Чистая прибыль	20		85		18

<sup>11</sup> Прошлые обменные курсы, применимые к этим статьям.

Источник: Peat, Marwick, Mitchell and Company. Statement of Financial Accounting Standards № 52, Foreign Currency Translation. 1981. P. 52.

нераспределенная прибыль (или ее изменение) должна быть равна чистой прибыли. Когда все статьи отчета о прибылях и убытках определены, в последнюю очередь рассчитывается поправка — прибыль (или убыток) на валютном обмене (70 дол.).

## Международное налогообложение

Налогообложение многонациональных корпораций — весьма сложная и к тому же непрерывно меняющаяся субстанция. Интернет еще усугубляет проблему, поскольку становится все труднее определить, где (в какой юрисдикции) заработана прибыль. Всякая стоимостная оценка требует хорошего знания по крайней мере двух предметов: национального налогового кодекса, которому подчиняется материнская компания, и налогового кодекса страны, где расположено зарубежное подразделение. Но в большинстве случаев

Таблица 17.3. Калькуляция налогов для компании США  
с избыточным зарубежным налоговым кредитом и без избыточного кредита  
(числовые ланые, кроме налоговых ставок, – в дол.)

## 1. ПРИМЕР С ИЗБЫТОЧНЫМ ЗАРУБЕЖНЫМ НАЛОГОВЫМ КРЕДИТОМ.

	США	Страна E	Страна M	Консолидированные показатели	
Доаналоговая прибыль	1000	200 <sup>1)</sup>	300 <sup>1)</sup>	1500	
Местные налоговые ставки	<u>× 34%</u>	<u>× 20%</u>	<u>× 60%</u>		
Местные налоги	340	40	180		
Налоговая ставка США				<u>× 34%</u>	
Предварительный налог в США				510	
Минус. Зарубежный налоговый кредит <sup>2)</sup>				<u>-170</u>	
Чистый налог в США				340	
Зарубежные налоги				<u>220</u>	
Консолидированный налог на прибыль				560	
Минус. Сумма местных налогов				<u>-560</u>	
Корпоративный налоговый штраф				0	

## 2. ПРИМЕР БЕЗ ИЗБЫТОЧНОГО ЗАРУБЕЖНОГО НАЛОГОВОГО КРЕДИТА

	США	Страна E	Страна M	Консолидированные показатели	
				США, страны E и M	США и страна M
Доаналоговая прибыль	1000	400 <sup>1)</sup>	100 <sup>1)</sup>	1500	1100
Местные налоговые ставки	<u>× 34%</u>	<u>× 20%</u>	<u>× 60%</u>		
Местные налоги	340	80	60		
Налоговая ставка США				<u>× 34%</u>	<u>× 34%</u>
Предварительный налог в США				510	374
Минус Зарубежный налоговый кредит <sup>2)</sup>				<u>-140</u>	<u>-34</u>
Чистый налог в США				370	340
Зарубежные налоги				<u>140</u>	Ж
Консолидированный налог на прибыль				510	400
Минус. Сумма местных налогов				<u>-480</u>	<u>-400</u>
Корпоративный налоговый штраф				430**	0

<sup>1)</sup> Включена только та прибыль, к которой приложимы налоговые ставки США.

<sup>2)</sup> Зарубежный налоговый кредит равен либо сумме всех выплаченных зарубежных налогов, либо зарубежной прибыли, умноженной на налоговую ставку США (500 дол. × 34% = 170 дол.), – в зависимости от того, какая из этих величин меньше.

также нужно представлять себе налоговые системы каждой страны, где материнская компания и ее подразделения ведут бизнес.

Техническое затруднение, возникающее при оценке зарубежного подразделения многонациональной компании, связано с зарубежным налоговым кредитом. В таблице 17.3 показано, как «обходится» с таким кредитом налоговая система США. В нашем примере местные ставки налога на прибыль составляют 34% в США, 20% - в стране E и 60% — в стране M. Сумма налога в США определяется из расчета 34% консолидированной доаналоговой прибыли за вычетом зарубежного налогового кредита, который не может

превышать 34% прибыли, полученной за рубежом. Когда зарубежный налоговый кредит достигает максимума, допускаемого законодательством США (как в первом примере из табл. 17.3), консолидированный выплаченный налог оказывается равен сумме всех местных налогов, и, значит, корпорация не подвергается налоговому штрафу. Однако если налоговый кредит не доведен до своего допустимого максимума (т. е. не исчерпан полностью, как во втором примере из табл. 17.3), то консолидированный выплаченный налог превышает сумму всех местных налогов; таким образом, корпорации вменяется налоговый штраф. На практике, согласно налоговому кодексу США, эффективная налоговая ставка для подразделений, базирующихся в странах с низкими налогами, может быть повышена.

Во втором примере из таблицы 17.3 средняя эффективная ставка налога на прибыль из страны *E* по налоговому кодексу США возросла для материнской компании с 20% до  $(30 + 80)/400 = 27,5\%$ . Предельная эффективная ставка налога на прибыль из страны *E* равна 34% — налоговой ставке в США. Таким образом, эффективная налоговая ставка в другой стране не всегда совпадает с внутренней официально установленной там ставкой, поскольку при определенных обстоятельствах она может зависеть от налоговой ставки материнской компании. Применительно ко второму примеру из таблицы 17.3 это значит, что если есть основания ожидать сохранения подобной ситуации на длительный срок, то, возможно, материнской компании было бы разумнее продать подразделение в стране *E* местному владельцу. Причина, разумеется, состоит в том, что посленалоговый денежный поток для владельца из страны *E* будет больше.

Эти примеры сильно упрощены. Правительство США обычно подвергает налогообложению прибыли зарубежных подразделений только в тех случаях, когда эти прибыли возвращаются в Соединенные Штаты в форме дивидендов. Если выплата дивидендов может быть отсрочена, то же касается и дополнительного налогового бремени в США.

## **Минимизация налогов и трансфертное ценообразование**

Компании всегда стараются занизить уровень прибылей там, где действуют высокие налоговые ставки. Для этого существует масса приемов, например: придать подразделению как можно больше функций корпоративного центра; приписать ему расходы на НИОКР; брать займы через это подразделение; консолидировать прибыльные и неприбыльные подразделения, работающие в одной стране, дабы воспользоваться налоговыми преимуществами переноса убытков на прибыли; оформлять причитающиеся служащим опционы на акции в других странах; использовать бухгалтерский метод «издержки плюс» для сокращения зарубежных прибылей; повысить ставки роялти для зарубежного подразделения; ввести гонорарную систему оплаты труда менеджеров; отказаться от ведения бизнеса в стране с высо-

ним уровнем налогообложения; наконец, воспользоваться преимуществами трансфертного ценообразования. Подобные манипуляции, как правило, привлекают пристальное внимание налоговых органов И все же налоговое планирование, безусловно, способно оказать сильное влияние на стоимость многонациональных корпораций

Установление подходящих трансфертных цен, по которым рассчитываются между собой хозяйственные единицы многонациональной компании, - это один из важнейших способов минимизации налогов, определяющий «участок», где объявляются прибыли<sup>2</sup>. Между трансфертными ценами и эффективными налоговыми ставками имеется сложная взаимосвязь. Ради иллюстрации давайте вернемся к таблице 17.3. Допустим, что в первом примере показаны прибыли, исчисленные по рыночным ценам. В учебниках по экономике обычно рекомендуется принимать всякое деловое решение, исходя из рыночных цен, *оставляя в стороне* налоговые соображения. Однако в нашем примере нельзя пренебречь налоговыми обстоятельствами. Предположим, трансфертное ценообразование позволяет материнской компании перенести 200 дол. доналоговой прибыли подразделения из страны *M*, которую отличает высокий уровень внутренних налогов, на подразделение в стране *E* с более мягким налоговым режимом. Результат показан в предпоследнем столбце второго примера: консолидированный налог на прибыль сократился с 560 до 510 дол., но одновременно возник налоговый штраф в размере 30 дол.

Тот факт, что система трансфертных цен порождает налоговый штраф, вызывает искушение подумать о продаже подразделения в стране *E* местной иностранной фирме. Но с точки зрения покупателя, подразделение в состоянии заработать лишь 200 дол. доналоговой прибыли, если считать в рыночных ценах, а не в искусственных трансфертных ценах материнской компании. Таким образом, стоимость бизнес-единицы *E* зависит от точки зрения. Для материнской компании, пользующейся искусственными трансфертными ценами, она стоит 3200 дол. (что следует из предпосылок, принятых в табл. 17.4):

$$(\$400 - \$80)/10\% = 3200 \text{ дол.}$$

Но для иностранного владельца, базирующегося в стране *E* и использующего рыночные цены, она стоит лишь 1600 дол.:

$$(\$200 - \$40)/10\% = 1600 \text{ дол.}$$

<sup>2</sup> На практике, согласно Закону США о налоговой реформе от 1986 г. (Tax Reform Act of 1986), зарубежные прибыли распределяются на 10 «доходных корзин» в зависимости от типа прибыли (например, пассивный процентный доход, дивидендный доход, внешнеторговая прибыль корпораций, прибыль от разработки зарубежных нефтегазовых месторождений) Прибыль, порождающую большой зарубежный налоговый кредит, можно объединять с прибылью, налоговый кредит по которой невелик, но только в рамках одной «доходной корзины», а не из разных «корзин»

Таблица 17.4. Стоимость различных комбинаций бизнес-единиц для материнской компании<sup>1\*</sup> (числовые данные – в дол.)

Комбинация бизнес-единиц	По данным примера 1 из габл. 17.3 при условии расчета по рыночным йенам	По данным примера 2 из табл. 17.3 при условии расчета по трансфертным йены
Сочетание США + .VI + £	0400	9900
Продажа Г, сохранение США и М	9400	В600
Продажа .VI, сохранение США и £	9120	9640
Все три единицы по раздельности	9400	Я600

<sup>1</sup> Стоимостные оценки основаны на следующих предпосылках: бизнес-единицы не имеют долга; денежные потоки продлятся бесконечно, затраты на капитал равны 10%.

Проанализировав взаимодействие трансфертных цен с положениями налогового кодекса США, применяемыми к многонациональным корпорациям, можно заключить, что оптимальное решение для материнской компании - прибегнуть к трансфертному ценообразованию для минимизации налогов и сохранить оба зарубежных подразделения. В таблице 17.4 показана стоимость этой комбинации: 1500 дол. доналоговой прибыли минус 510 дол. консолидированного налога при дисконтировании этого бессрочного денежного потока по ставке 10% дает в общей сложности 9900 дол. Если же продать подразделение £ за 1600 дол. (в посленалоговом выражении), то совокупная стоимость (включая стоимость предприятий в США и подразделения в стране М) составит лишь 8600 дол.

Результат *оказался бы* иным, если бы пример 2 из таблицы 17.3 отражал рыночные цены. Тогда было бы лучше продать подразделение Е. В итоге стоимость (не показанная в табл. 17.4) составила бы 10 200 дол. (3200 дол. от продажи подразделения Е плюс 7000 дол. стоимости оставшихся предприятий в США и подразделения М), тогда как при сохранении всех трех подразделений стоимость была бы равна только 9900 дол.

## ДЕЙСТВИЕ 2: ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В ВАЛЮТЕ ЗАРУБЕЖНОГО ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ

Как мы отмечали в самом начале главы, оценивать зарубежное подразделение лучше в его родной валюте. Но сперва вы должны составить прогноз всех составляющих денежного потока в *наиболее подходящих* для них (исходных) валютах. Это означает, что прежде чем выводить единый набор финансовых показателей для зарубежного подразделения, прогнозный денежный поток по сделкам в Англии надо выразить в фунтах стерлингов, прогнозный денежный поток по сделкам в Швейцарии - в швейцарских франках и т. д. На практике это всегда итеративный процесс: вы не можете прогнозировать отдельные составляющие денежного потока, не посмотрев, как они сказываются на остальных составляющих. Вам нужен внутренне со-

гласованный интегральный прогноз, отражающий конкурентную динамику бизнес-единицы.

Как только такой прогноз (в исходных валютах) составлен, денежный поток, прежде чем его дисконтировать, необходимо перевести в родную валюту) зарубежного подразделения *форвардным методом* (т. е. по форвардному обменному курсу). В нашем примере прогнозируемый французский доход в евро переводится в фунты стерлингов по форвардному курсу за каждый отдельный год. Затем он объединяется с другими денежными потоками в стерлинговом эквиваленте и полученная сумма дисконтируется по средневзвешенным затратам на капитал британского подразделения. В реальной жизни форвардный курс обмена большинства валют известен не более чем на 18 месяцев вперед. Следовательно, применение этого метода требует прогнозирования долгосрочных валютных курсов, на чем мы сейчас вкратце и остановимся.

В математическом смысле форвардный метод эквивалентен *«спот»-методу*, Мы воспользуемся им на следующем этапе при дисконтировании всего денежного потока британского подразделения, который уже выражен в фунтах стерлингов, для перевода его приведенной стоимости в доллары США по обменному курсу «спот».

«Спот»-метод обычно не применяется для перевода отдельных составляющих денежного потока (таких как доход британского подразделения, номинированный в евро), поскольку практически невозможно определить скорректированную на риск ставку дисконтирования для отдельно взятого потока французского дохода. Определение подходящей ставки дисконтирования для совокупного денежного потока от всех операций — уже само по себе довольно мудреная задача.

Для применения форвардного метода нужно: на основании паритета процентных ставок предсказать будущие валютные курсы «спот»: пользуясь этими будущими «спот»-курсами, перевести прогнозные денежные потоки из иностранной валюты в родную валюту подразделения. Проиллюстрируем этот метод на примере дохода, который британское подразделение получает из Франции и прогноз которого в евро представлен в таблице 17.5.

Концепция паритета процентных ставок зиждется на идее, что изменение валютных курсов зависит от соотношения ожидаемых уровней инфляции в двух странах. На рисунке 17.2 показана взаимосвязь между внут-

Таблица 17.5. Прогнозный французский доход британского подразделения

Год	Французский доход (в млн евро)	Прогнозный будущий «спот»-курс (ф. ст./евро)	Стерлинговый эквивалент денежного дохода (в млн ф. ст.)
1	106	0,5821 через год	61,70
2	114	0,5882 через 2 года	67,05
3	123	0,5948 через 3 года	73,16
4	119	0,6016 через 4 года	71,59
5	125	0,6055 через 5 лет	75,69

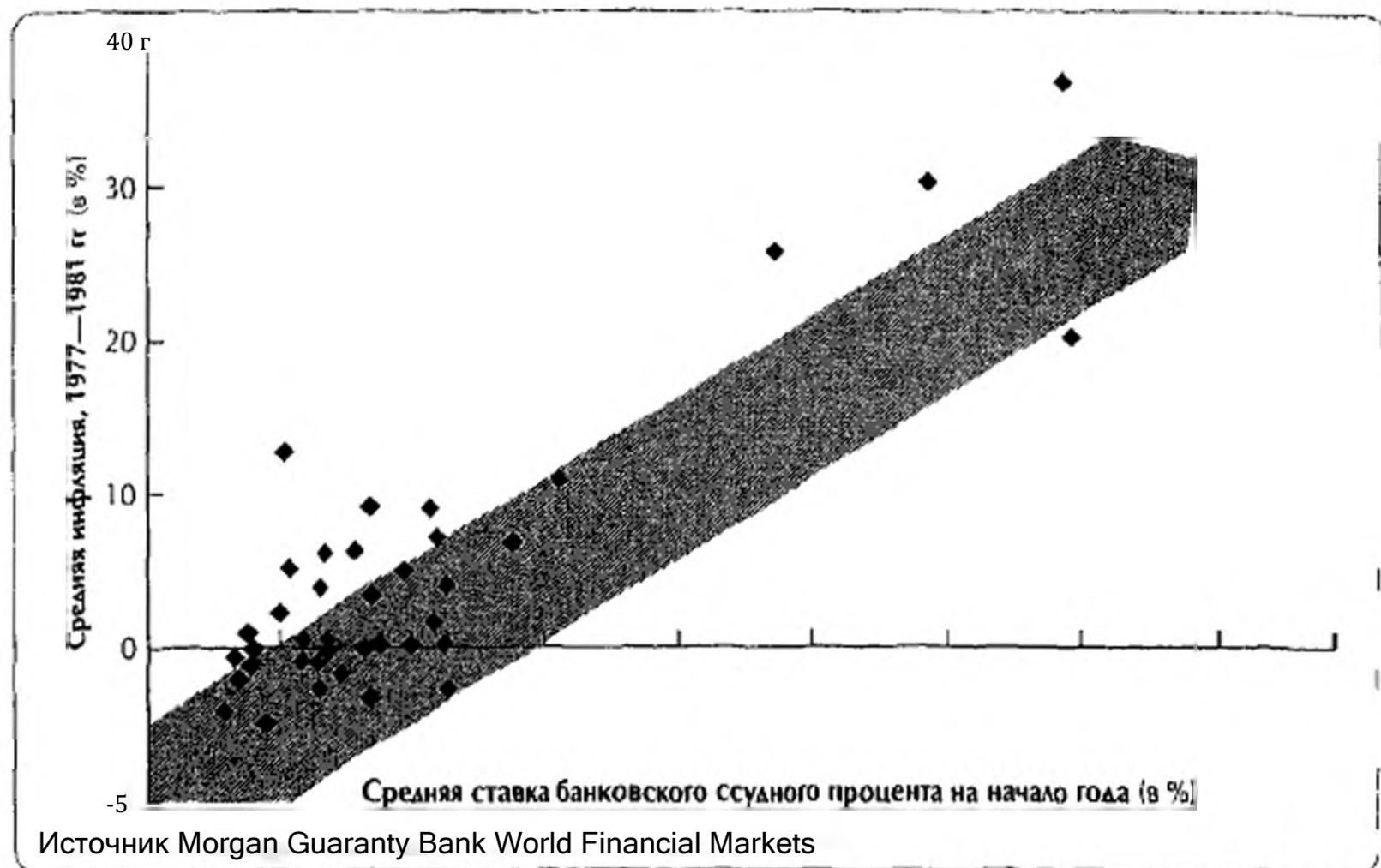


Рисунок 1 7.2. Взаимосвязь между инфляцией и процентными ставками

ренной инфляцией и внутренними процентными ставками в 47 странах за период 1977—1981 гг. Инфляция и правда в значительной мере объясняет межстрановые различия в номинальных процентных ставках

Теория паритета процентных ставок гласит: ожидаемый в году  $t$  обменный курс «спот» ( $X_{ft}$ ) равен текущему курсу «спот» ( $X_0$ ), умноженному на соотношение номинальных ставок в двух странах за прогнозный период ( $f$ )<sup>3</sup>:

$$X_{ft} = X_0 \left[ \frac{r_i + N_f l'}{1 + N_d} \right]^f$$

где / — иностранная валюта,  
d — внутренняя валюта.

Давайте посмотрим, как работает эта теория, на примере одного года. Предположим, наше британское подразделение имеет возможность взять однолетний заем в Швейцарии по номинальной ставке (Щ 4%, тогда как в Великобритании ставка по таким займам составляет 7,1%. Допустим также, что текущий курс «спот» ( $X_0$ ) равен 2,673 швейц. фр. за 1 ф. ст., а однолетний форвардный курс ( $X_f$ ) — 2,5944 швейц. фр. за 1 ф. ст. Теперь на основании паритета процентных ставок мы можем определить, чему равна британская ставка, эквивалентная швейцарской ставке заимствования 4%:

$$1 + N_d = (1 + N_j)(X_0/X_f) = 1.04 \times \frac{2.673FR/\text{£}}{2.594FR/\text{£}} = 7Д5\%$$

<sup>3</sup> Обоснование см Г. E Copeland and J Fred Weston Financial Theory and Corporate Policy Reading, MA\* Addison-Wesley, 1988 P 790-803

Таблица 17.6. Прогнозирование форвардных обменных курсов: пример

Год	1	2	3	4	5
1 Британская ставка, (6 %) $y_1$	65	66	6,7	68	6,8
2 Французская ставка в евро $y_2$ (n %)	S 2	54	5,5	56	5,7
3. И1 ♦ лу/п + W	1 0124	1,02291	1,0345	1,0462	1,0531
4 «Спот» курс £/£,Хо	0 5750	0 5750	0,5750	0 5750	0 5750
5 Прогнозный форвардным курс £/€ X,	0 5621	0 5882	0,5948	0 5016	0 6055
6 Доход в евро	1(56 CO	11400	123 00	11900	125 00
7 Доход в ф ст	61 70	67 05	73,16	71 59	75 69

Как выясняется, нет практически никакой разницы между заимствованием в Великобритании под 7,1% и заимствованием в Швейцарии под 4%, поскольку швейцарская ставка эквивалентна 7,15% в Англии. Ставка по иностранному займу, если перевести ее в эквивалентную ставку внутреннего заимствования, обычно весьма близка к действующей внутренней ставке (если только нет привходящих налоговых обстоятельств).

Теперь давайте разберемся, как на основе паритета процентных ставок прогнозировать будущие валютные курсы «спот», и затем воспользуемся этими знаниями, чтобы перевести французский доход в евро (из табл. 17.5) в британские фунты стерлингов. Таблица 17.6 иллюстрирует эту процедуру. В строках 1 и 2 представлены временные структуры процентных ставок по правительственным займам в Великобритании и Франции. Строка 3 показывает соотношение номинальных ставок. Как мы знаем, согласно теории паритета процентных ставок, отношение номинальных ставок, умноженное на текущий «спот»-курс фунта стерлингов к евро (£/€), дает значение форвардного обменного курса.

Как явствует из строки 5, рынок ожидает укрепления фунта стерлингов относительно евро. Французский доход в евро, показанный в строке 6, переводится в стерлинговый эквивалент (строка 7) на основе паритета процентных ставок. Когда все доходы и расходы британского подразделения будут переведены в фунты стерлингов, вы получите полноценный прогноз отчета о прибылях и убытках и баланса, выраженный в британской валюте.

### ДЕЙСТВИЕ 3: ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ

Общий принцип, которым следует руководствоваться при определении ставки дисконтирования для потока иностранной валюты, состоит в том, что это должна быть скорректированная на риск ставка, характерная для конкретной страны. Тот факт, что подразделение расположено за рубежом, нив коей мере не меняет определения средневзвешенных затрат на капитал (WACC). Две самые распространенные ошибки, допускаемые при оценке WACC, — это внесение ситуационных (ad hoc) поправок на риск и автома-

тическое перенесение WACC материнской компании на денежный поток в иностранной валюте. Что касается первой ошибки, то корректировки ad hoc в стремлении отразить в ставке дисконтирования политические риски, а также риски зарубежного инвестирования или колебания валютных курсов совершенно недопустимы. Как мы поясним в главе 19, политические риски лучше всего учитывать в оценке ожидаемых денежных потоков, взвешивая эти риски по вероятности осуществления того или иного сценария. Риски, связанные с валютными курсами или зарубежными инвестициями, хорошо «улавливает» курс «спот»; причем это абсолютно симметричные риски: повышение и снижение покупательной способности денег равновероятны. Что касается второй ошибки, то должно быть понятно: если денежный поток прогнозируется в единицах иностранной валюты, то и дисконтировать его следует по ставке соответствующей зарубежной страны, ибо такая ставка отражает альтернативные издержки привлечения капитала в этой стране, включая ожидаемую инфляцию и рыночную премию за риск.

Целевая структура капитала подразделения - это выраженная в рыночных ценах комбинация источников финансирования, которой подразделение придерживалось бы в долгосрочной перспективе, будучи самостоятельной независимой фирмой. Фактическая структура капитала, устанавливаемая подразделению материнской компанией, может существенно отличаться от целевой структуры. К примеру, из налоговых соображений на подразделение может быть возложено долговое бремя. Налоговый эффект такого рода схем трансфертного ценообразования учитывается в оценке ожидаемого денежного потока, и при определении ставки дисконтирования не следует дублировать поправку на этот эффект.

#### ДЕЙСТВИЕ 4: ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Определив средневзвешенные затраты подразделения на капитал, вы можете приступить к дисконтированию свободного денежного потока, прогноз которого вы составили на этапе 2, и к переводу его в родную валюту материнской компании. В таблице 17.7 показан ожидаемый свободный денежный поток британского подразделения. Он дисконтируется к приведенной стоимости по WACC подразделения, которые мы принимаем за 11,8%, и затем переводится в доллары умножением приведенной стоимости, выраженной в фунтах стерлингов, на обменный «спот»-курс фунта к доллару\*.

\* Правильнее было бы сказать: «...умножением... на обменный «спот»-курс в прямой котировке фунта к доллару или на единицу, деленную на обменный «спот»-курс в косвенной котировке фунта к доллару». *Прямая котировка* указывает количество долларов, эквивалентное 1 ф. ст. (т. е. на сколько долларов можно обменять 1 ф. ст.), *косвенная котировка* указывает количество фунтов стерлингов, эквивалентное 1 дол. Используемое в таблице 17.7 значение 0,63 — это обменный курс в косвенной котировке. Следовательно, при переводе приведенной стоимости из фунтов стерлингов в доллары действие, обозначенное в предпоследней строке таблицы как « $\times 0,63$ », более строго можно записать как « $\times(1 - 0,63)$ ». - *Примет, паузного редактора.*

Таблица 17.7. Оценка стоимости: британское подразделение

Год Свободный	денежный поток (в ф.ст.)	Коэффициент дисконтирования при иностранной ставке 11,8%	Приведенная стоимость (в ф. ст.)
2000	100	0,8945	89,45
2001	115	0,8000	92,01
2002	130	0,7156	93,03
2003	142	0,640*	90,89
2004	160	0,5725	91,60
2005	180	0,5121	92,18
2006	196	0,4580	89,78
2007	225	0,4097	92,18
2008	252	0,3665	92,35
2009	280	0,3278	91,78
Продленная стоимость	2653	0,3278	в&61
Приведенная стоимость в ф. ст.			1784,86
«Спст»-курс £/\$			+0,63
Приведенная стоимость в дол.			2833,1

Здесь следует сделать одно предостережение: поскольку вы дисконтируете денежный поток подразделения, его приведенная стоимость в родной валюте материнской компании (в нашем примере — в долларах) может оказаться иной, если в стране, где действует подразделение, установлены ограничения на экспатриацию денежных потоков обратно материнской компании. Хотя зачастую можно найти пути в обход этих ограничений (к примеру, бартер или трансфертные цены), все равно нужно помнить, что стоимость подразделения для материнской компании зависит от величины и времени поступления свободного денежного потока (или его эквивалента).

### ЭФФЕКТ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ

••S, . . .

Концептуально хеджирование представляет собой довольно сложную проблему, главным образом потому, что ему трудно найти теоретические обоснования с точки зрения выгод для акционеров. Нет ничего необычного в том, что многонациональные компании имеют множество форвардных контрактов на иностранную валюту, посредством которых они защищаются от неожиданных колебаний валютных курсов. Хотя подобная практика предназначена для снижения валютных рисков, она сама сопряжена с риском и нередко приводит к бедственным последствиям, хорошо известным по громким публикациям. Скажем, компания Volkswagen потеряла на этом 200 млн дол., а Spectra Physics в результате неудачных валютных сделок понесла убытки на сумму всей годовой прибыли. Зачастую менеджеры либо хеджируют не те риски, какие следует, либо попросту забывают о том, что злоупотребление крупными хеджинговыми сделками, по сути, означает

спекуляцию на свой страх и риск. Но есть и другие средства хеджирования. Если ожидается обесценение местной валюты, компания может защититься от этого несколькими способами: держать меньше местной валюты и рыночных ценных бумаг; растянуть оплату кредиторской задолженности; выставлять счета за свой экспорт в иностранной валюте, а счета за импорт оплачивать внутренней валютой; ужесточить условия торгового кредита в иностранной валюте; брать больше займов в иностранной валюте.

До 1990-х годов издавалось мало литературы по хеджированию, да и та была весьма отрывочной. Большинство авторов писали либо о хеджировании отдельных сделок (таких как продажа товаров с отсрочкой оплаты), либо об общем уменьшении изменчивости денежных потоков (снижении дисперсии). С недавних пор такой фрагментарный подход сменился обстоятельным анализом способов максимизации стоимости, когда сравниваются издержки и выгоды различных хеджинговых программ. Из этого анализа следует, что не всякой компании нужно прибегать к хеджированию. И, кстати, не всякая это делает. Остается только понять, на каком основании компания должна принимать решение, заниматься ли ей хеджированием и, если да, какую форму избрать и какой коэффициент хеджирования в этом случае уместен. Рисунок 17.3 иллюстрирует результаты опроса 530 нефинансовых компаний, посвященного использованию производных финансовых инструментов (дериватов) для хеджирования рисков<sup>4</sup>. Среди опрошенных компаний 35% пользовались дериватами для хеджирования, а в этой группе 47% пользовались внефондовыми форвардными контрактами. Предпочтения тех или иных форм хеджирования сделок показаны на рисунке 17.4. Типичная практика сводится к тому, чтобы выявить конкретный источник валютного риска и затем уравновесить его соответствующим форвардным контрактом или опционом. Проблема здесь в том, что при таком подходе учитываются не все денежные потоки (и фактически компания может остаться незащищенной). Но даже если бы удалось охватить все денежные потоки, некоторые из них, в первую очередь кредиторская и дебиторская задолженность, не поддаются точному прогнозированию. В результате хеджирование все равно может оказаться неэффективным.

Если говорить о сокращении чистого риска (изменчивости), то в таком случае эффективность хеджирования выражается относительным уменьшением дисперсии хеджируемой переменной (обычно операционного денежного потока компании). Здесь никак не обойтись без математики. Определим хеджируемую позицию компании как изменение операционного денежного потока минус коэффициент хеджирования ( $L$ ), умноженный на изменение стоимости форвардной позиции:

$$\text{Операционная прибыль} = (P_j - P_0) - h\{F - F_0\}.$$

<sup>4</sup> Bodnar, tiayt, Manton, and Smithson. **Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-financial Firms // Financial Management. 1995. Summer. P. 104-114.**

Рисунок 17.3. Использование производных финансовых инструментов для управления рисками (числовые данные — в %)

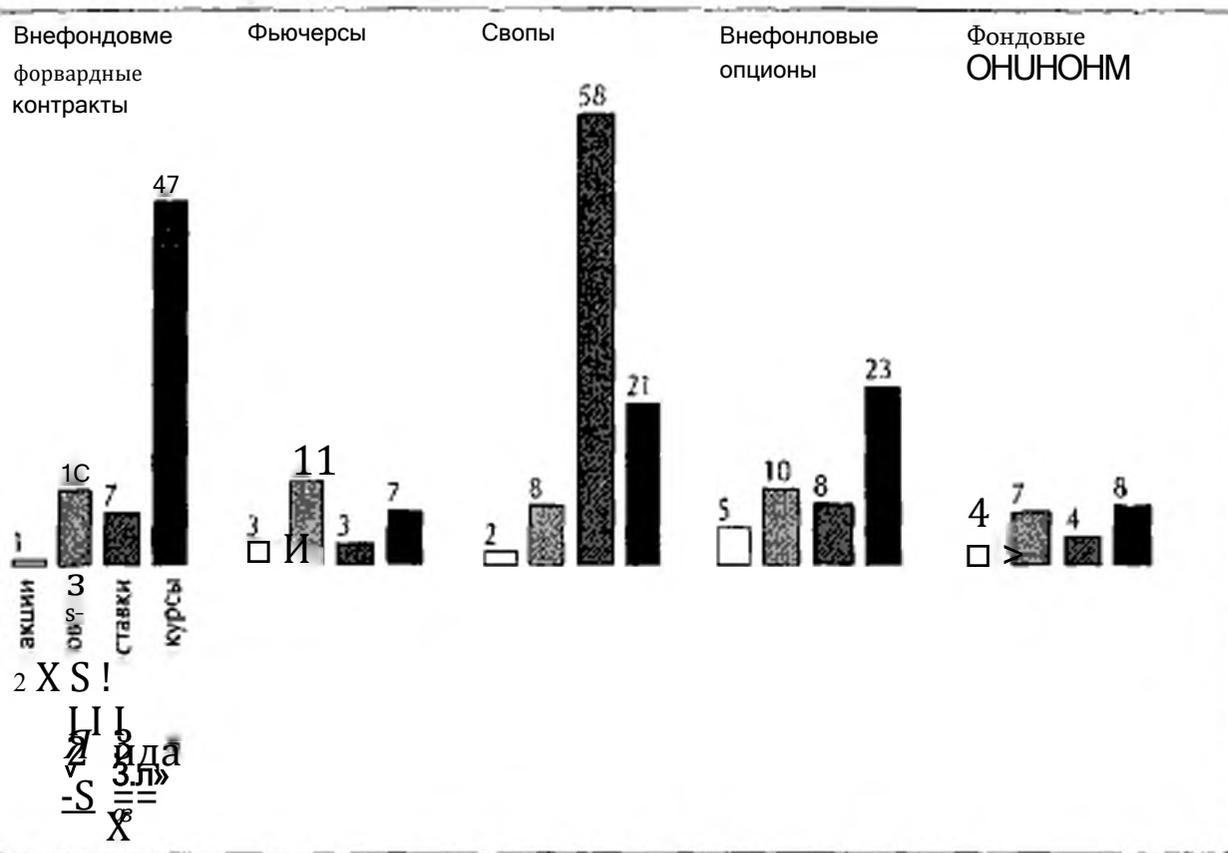
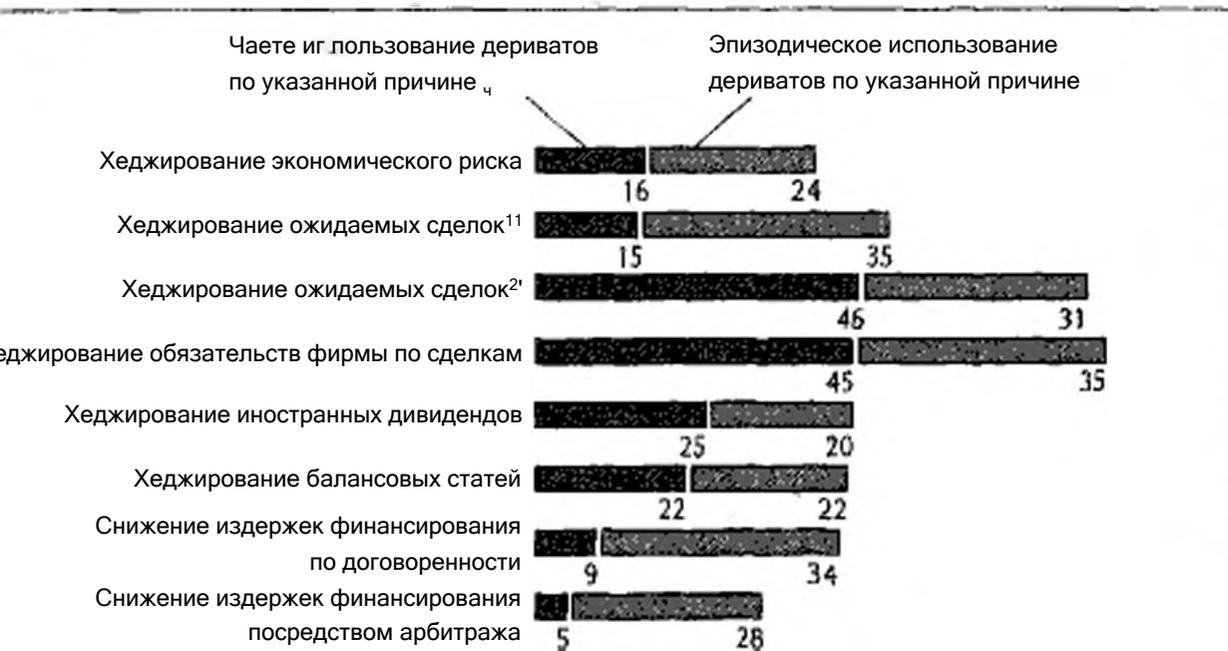


Рисунок 17.4. Причины для использования производных финансовых инструментов (числовые данные обозначают число фирм, пользующихся дериватами, в %)



Отсюда ожидаемый хеджируемый денежный поток и его дисперсию можно выразить следующим образом

$$E(\text{операционная прибыль}) = E\{P \sim P_0\} - hE(F - F_0),$$

$$\text{VAR}\{\text{операционная прибыль}\} = \text{VAR}(P) - 2\rho\sigma_P\sigma_F + h^2\text{VAR}(F),$$

где  $P - P_0$  - изменение операционной прибыли,

$F - F_0$  - изменение цены форвардного или фьючерсного контракта;

$h$  - минимизирующий дисперсию коэффициент хеджирования,

$\text{VAR}(P)$  - дисперсия операционного денежного потока,

$\text{VAR}(F)$  - дисперсия денежной отдачи от форвардного или фьючерсного контракта,

$\rho$  - корреляция между операционным денежным потоком

и денежной отдачей от форвардного или фьючерсного контракта

Взяв производную дисперсии операционной прибыли по коэффициенту хеджирования ( $h$ ) и приравняв ее к нулю, найдем оптимальный коэффициент хеджирования для портфеля с минимальной дисперсией:

$$h^* = \frac{\rho\sigma_P}{\sigma_F}$$

Заметьте, что здесь присутствует линейная регрессия операционной прибыли по прибыли (убытку) на форвардных контрактах. Подставив оптимальный коэффициент хеджирования в формулу дисперсии, мы увидим, что среднее квадратическое отклонение хеджингового портфеля с минимальной дисперсией зависит от корреляции между операционной прибылью и прибылью (убытком) на форвардных контрактах:

$$\sigma_{\text{Л(пил)}} = \sigma_P \sqrt{1 - \rho^2}$$

Допустим, значение  $\rho^2$  должно быть равно 60%, чтобы дисперсия нехеджированной операционной прибыли снизилась на 37%. А при значении  $\rho^2$ , равном 90%, дисперсия уменьшается примерно на 68%. Это означает, что вне зависимости от оптимального коэффициента хеджирования само хеджирование будет эффективным только при условии очень тесной корреляции между операционной прибылью и денежной отдачей от форвардных контрактов. На практике эффективное хеджирование сильно затруднено тем, что дебиторская и кредиторская задолженность не поддается сколько-нибудь точному прогнозированию.

Даже если ваша компания неукоснительно придерживается оптимального коэффициента хеджирования, издержки хеджирования все равно могут перевешивать его выгоды. Взгляните, к примеру, на рисунок 17.5, где изображен операционный денежный поток компании, динамика которого носит характер случайного блуждания (это принято называть Гауссовским, или Винеровским процессом), с началом в точке  $P_0$  и положительным



Рисунок 17.5. Динамика денежного потока и его низшего предела с течением времени

сдвигом, отражающим ожидаемый рост. Если эта кривая коснется низшего предела, представленного восходящей линией с началом в точке  $h_0$ , это будет означать, что фирма несет разрушительные издержки (такие как потеря клиентов и/или талантливых менеджеров либо утрата инвестиционных возможностей), а то и вовсе близка к банкротству.

Хеджирование оказывает двойное влияние на операционный денежный поток. Желательный эффект заключается в уменьшении колебаний денежного потока. Как видите, кривая, отображающая хеджированный денежный поток, отличается гораздо меньшей изменчивостью. Нежелательный эффект заключается в том, что хеджирование уменьшает угол наклона линии денежного потока. Следовательно, максимизирующий стоимость подход к хеджированию сводится к сравнительному анализу ожидаемых издержек и выгод этого процесса. В статье Т. и М. Коуплендов такой подход описан очень подробно и обстоятельно<sup>5</sup>, здесь же мы вкратце остановимся на его прикладных аспектах. Ожидаемые выгоды хеджирования представляют собой приведенную стоимость изменения вероятности пересечения низшего предела, умноженную на издержки такого пересечения (т. е. ожидаемые издержки банкротства). Издержки хеджирования — это приведенная стоимость ожидаемых совокупных затрат на хеджирование от настоящего времени до ожидаемого момента пересечения низшего предела. Вероятный и даже типичный вывод, к которому приводит подобный анализ: ожидаемый момент, когда нехеджированный денежный поток упадет до низшего предела, настолько отдален во времени, что даже при небольших ожидаемых

<sup>5</sup> См.: T. Copeland and M. Copeland. Managing Corporate FX Risk: A Value-Maximizing Approach // Financial Management. Vol 28. № 3. 1999 Autumn P. 68-75

издержках хеджирования (скажем, 50 базовых пунктов в год) они все же перевешивают ожидаемые выгоды. Решение о том, следует ли компании прибегать к хеджированию, зависит от изменчивости и темпов роста нехеджированного денежного потока; исходного коэффициента покрытия процента, определяемого расстоянием между начальными точками денежного потока и низшего предела; эффективности хеджирования (насколько оно уменьшает дисперсию); издержек банкротства; издержек хеджирования.

На тот случай, когда с учетом всех этих обстоятельств хеджирование признается целесообразным, Т. и М. Коупленды предлагают оптимальный коэффициент хеджирования. Он равен исходному оптимальному коэффициенту ( $h^*$ ), выведенному из регрессии нехеджированной операционной прибыли по денежной отдаче от форвардных контрактов, за вычетом годовых издержек хеджирования ( $\mu_x$ ), деленных на дисперсию стоимости форвардных контрактов ( $\sigma_x^2$ ):<sup>2</sup>

$$h = h^* - \frac{\mu_x}{\sigma_x^2}.$$

Из этого максимизирующего стоимость подхода к хеджированию следует, что высокоприбыльные и достаточно ликвидные фирмы меньше нуждаются в хеджировании, нежели другие фирмы той же отрасли, имеющие более низкий коэффициент покрытия процента, более медленные темпы роста операционной прибыли или более высокие издержки банкротства. Отсюда вывод: хеджирование - это не всегда лучший выход из положения.

## РЕЗЮМЕ

М/» л

Почти весь материал этой главы описывает процесс стоимостной оценки на условном примере британского подразделения многонациональной материнской компании, расположенной в США. Проанализировав прежде всего результаты прошлой деятельности подразделения, мы затем составили прогноз всех денежных потоков, где бы они ни возникали, в соответствующей каждому (исходной) валюте. Далее мы перевели эти денежные потоки (по годам) в фунты стерлингов — валюту британского подразделения, воспользовавшись для этой цели прогнозом будущих обменных курсов «спот». После того как свободный денежный поток (все его составляющие) выражен в стерлинговом эквиваленте, он дисконтируется к приведенной стоимости по средневзвешенным затратам подразделения на капитал. И наконец, стоимость подразделения, выраженная в фунтах стерлингов, переводится в доллары по «спот»-курсу.

По ходу дела мы коснулись еще нескольких непростых вопросов: международных (и внутренних) бухгалтерских стандартов; проблемы трансформации ценообразования; прогнозирования форвардных валютных курсов; стоимостного эффекта хеджирования валютных рисков.

# Оценка компаний за пределами США

**В**се ли методики и принципы стоимостной оценки, изложенные в предыдущих главах, применимы в других странах, помимо США? Абсолютно! Это не значит, конечно, что все рынки капитала настолько же эффективны, как в США, или что менеджеры повсюду в мире стремятся к созданию стоимости для акционеров. Но наши соображения, касающиеся стоимостной оценки, помогут всем менеджерам, где бы они ни были, принимать более толковые стратегические и финансовые решения.

& Как мы показали в главе 5, рыночные цены компаний в США подтверждают достоверность модели дисконтированного денежного потока. Ситуация в других странах тоже говорит в пользу этой модели. Рисунок 18.1 иллюстрирует, как рыночная стоимость европейских компаний соотносится с их *ROIC* и темпами роста. Компании, опережающие других по уровню *ROIC*, отличаются и более высокими коэффициентами рыночная/балансовая стоимость. Компании, растущие быстрее остальных, тоже имеют более высокие коэффициенты рыночная/балансовая стоимость, когда их *ROIC* превышает *WACC*.

В настоящей главе мы остановимся на некоторых особенностях стоимостной оценки компаний за пределами США. Эти особенности распадаются на три категории: бухгалтерский учет, налогообложение и затраты на капитал. Материал этой главы относится главным образом к Европе,

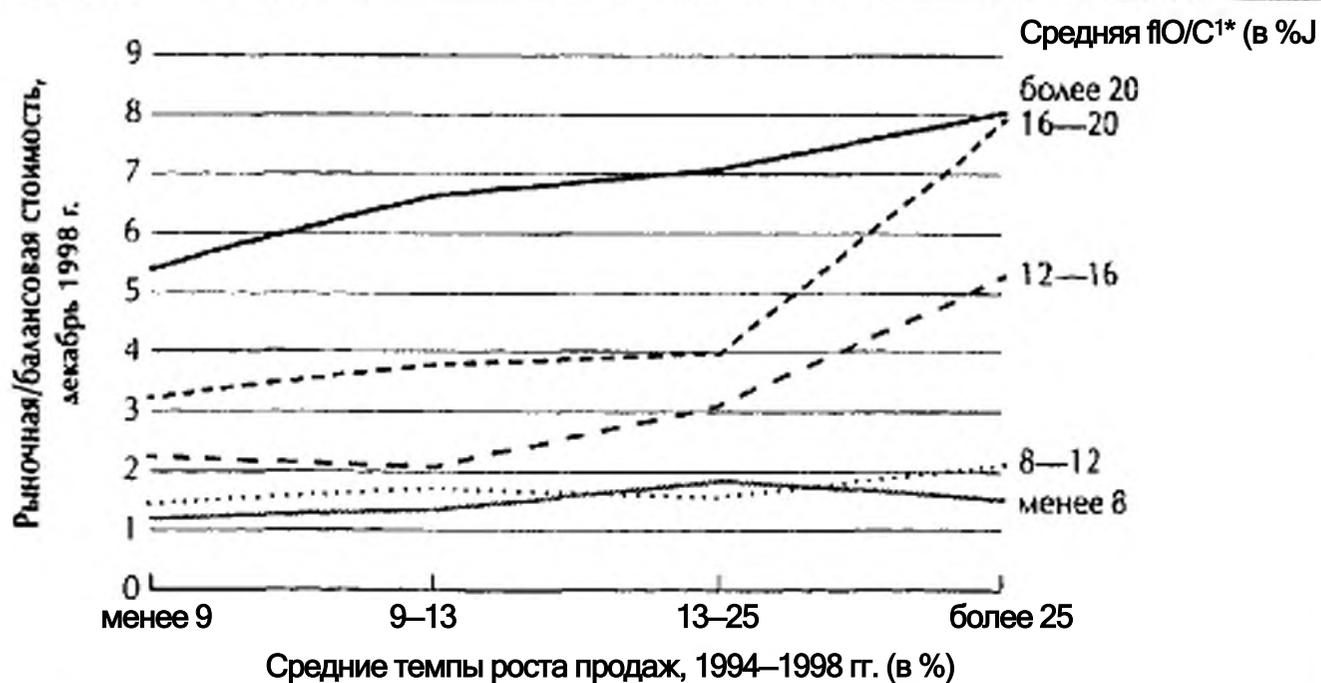


Рисунок 18.1. Взаимосвязь между рыночной стоимостью,  $ROIC$  и темпами роста в Европе

Японии, Канаде и другим экономически развитым странам. Специфике стоимостной оценки на развивающихся рынках посвящена глава 19.

## РАЗЛИЧИЯ В БУХГАЛТЕРСКОМ УЧЕТЕ

Серьезные различия в бухгалтерских стандартах, принятых в разных странах, вероятнее всего, сохранятся еще какое-то время, но уже сегодня, по мере того как все больше компаний выходят со своими акциями на зарубежные рынки, началась работа по согласованию этих стандартов. Более того, растет число стран, позволяющих компаниям на своей территории пользоваться Международными бухгалтерскими стандартами (далее — IAS)<sup>1</sup>. Но как бы то ни было, а свободный денежный поток — и, следовательно, оценка стоимости — не зависит от методов бухгалтерского учета. Соблюдая процедуру, изложенную в главе 9, вы получите одинаковую величину свободного денежного потока, какой бы системой учета ни пользовались. Однако при прогнозировании денежного потока мы опираемся на финансовые коэффициенты, такие как норма прибыли или  $ROIC$ . Процедура из главы 9 позволяет устранить некоторые различия в бухгалтерских стандартах, проявляющиеся в финансовых коэффициентах, — некоторые, но не все,

<sup>1</sup> В начале 2000 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США приняла к рассмотрению вопрос о том, чтобы разрешить неамериканским компаниям регистрировать свои акции на биржах США, если они используют в отчетности не американские бухгалтерские стандарты, а IAS. По нашим прогнозам, в ближайшие 5–10 лет IAS станут de facto главным бухгалтерским стандартом для крупных компаний повсюду в мире (кроме США).

Таблица 18.1. Сравнение финансовых показателей в разных системах учета: Hoechst AG, 1996 г. (числовые данные, кроме *ROIC*, — в млн немецких марок)

Бухгалтерские показатели	Германские стандарты	GAAP США	Расхождение
<i>evn</i>	4 073	3 119	-894
Чистая прибыль	2 114	1 090	-1 024
Совокупные активы	55 125	55 827	702
Совокупный собственный капитал	14 508	15 091	583
Экономические покаатею	Германские стандарты	GAAP США	Расхождение
Скорректированная <i>[BIT</i>	4 520	4 4)1	-109
<i>NOPLAT</i>	2 378	2 039	-339
Инвестированный капитал, бет учета репутации	37 143	37 669	526
Инвестированный капитал, с учетом репутации	46 178	46 880	702
<i>ROIC</i> , без учета репутации (с %)	6,4	5,4	1,0
<i>ROIC</i> , с учетом репутации (в %!	5,1	4,3	0,8

Возьмем для примера Hoechst, германскую химическую и биотехнологическую компанию, которая в 1996 г., ради того чтобы получить регистрацию на Нью-Йоркской фондовой бирже, перевела свои годовые финансовые отчеты, изначально составленные по германским бухгалтерским стандартам, на общепринятые бухгалтерские принципы США (далее — GAAP). Согласно германским стандартам, Hoechst показала чистую прибыль за 1996 г. в размере 2,1 млрд немецких марок. Однако после пересчета по GAAP чистая прибыль снизилась до 1,1 млрд немецких марок, то есть разность составила ни много ни мало 1,0 млрд (см. табл. 18.1). При выведении таких показателей, как *NOPLAT*, инвестированный капитал и *ROIC*, расхождение результатов в двух наборах стандартов немного уменьшилось, хотя окончательно не исчезло. Исчисление по германским правилам учета дало *NOPLAT* в размере 2,3 млрд немецких марок, тогда как по американским правилам - 2,0 млрд. Полностью «примирить» две разные бухгалтерские системы невозможно, но использование для дальнейших оценок *NOPLAT* по крайней мере сокращает разрыв со 100 до 13%.

Основные заслуживающие внимания различия в учете касаются резервов, пенсионных программ, деловой репутации, переоценки основных средств, отложенных налогов, консолидации, перевода из валюты в валюту.

■ «J» fry.

### Резервы

Отчисления в резервы - это неденежные статьи расходов, отражающие будущие издержки либо ожидаемые убытки. Такие отчисления производятся из прибыли и образуют соответствующие резервные фонды на стороне обязательств баланса (или списываются с соответствующих активов).

Правила формирования резервов разнятся от страны к стране. Если-то разрешается создавать резервы только под конкретные будущие расходы или убытки, тогда как в других странах допускаются резервы под некие неопределенные издержки. Там, где действуют более гибкие правила, компании зачастую используют резервы для выравнивания прибылей, накапливая резервы в благоприятные годы и, наоборот, пополняя из них прибыль в скудные годы. Помимо этого, в некоторых странах резервы подлежат вычету из налоговой базы. Во многих случаях резервы составляют единственное серьезное различие между GAAP США и учетными системами других стран. Таблица 18.2 содержит краткий обзор правил, применяемых к резервам в разных странах. О том, как обращаться с разными типами резервов при исчислении *NOPLAT*, инвестированного капитала и свободного денежного потока, мы подробно говорили в главе 9.

### Пенсионные программы

Как показано в таблице 18.3, пенсионные системы в разных странах сильно разнятся. По правилам некоторых европейских стран, таких, например, как Нидерланды, пенсионные программы компаний должны управляться независимыми пенсионными фондами или страховыми компаниями. С другой стороны, в Германии пенсионные обязательства просто проводятся через раздел обязательств баланса (как резервный фонд) и в конце концов оплачиваются из операционных денежных средств компании<sup>2</sup>. Требования, предъявляемые к финансированию пенсионных программ в разных странах, тоже различаются. Программа считается полностью покрытой пенсионным фондом, когда, согласно принятым в стране актуарным стандартам, кумулятивные взносы в пенсионный фонд равны кумулятивным выплатам, которые причитаются пенсионерам. В большинстве стран компании обязаны показывать недостаточное финансирование пенсионных обязательств либо в основной части финансовых отчетов, либо в примечаниях к ним. К нефондовым или недофинансированным пенсионным программам иностранных компаний приложимы те же принципы, с которыми вы познакомились в главе 9.

### Деловая репутация

В некоторых странах стоимость деловой репутации разрешено напрямую списывать на собственный капитал сразу после поглощения<sup>3</sup>. В других странах стоимость репутации капитализируется и подлежит амортизационному

<sup>2</sup> Компания в стране с одной пенсионной системой может консолидировать на своих счетах пенсионные обязательства подразделений, работающих в странах с другими системами. В результате даже в странах, где все пенсии платит государство, у компаний порой образуются весьма изрядные пенсионные резервы.

<sup>3</sup> Такой порядок действовал в Великобритании до 1998 г., а в Германии, Швейцарии и Италии до 1994 г.

Таблица 18.2. Непенсионные резервы

Страна	Можно ли создавать резервы пол обязательства по неким неопределенным событиям? Если да, насколько крупными они могут быть?	Каковы наиболее распространенные резервы?	Подлежат ли резервы вычету из налоговой базы?
Бельгия	Резервы могут создаваться пол неопределенные обязательства по определенным событиям и требуют надлежащего оформления	Ожидаемые затраты на материально-техническое обслуживание; затраты на реструктуризацию; убытки по незавершенным сделкам	Да, при правильном оформлении
Великобритания	Нет	Норма отсутствует	Норма отсутствует
Германия	Да	Ожидаемые затраты на материально-техническое обслуживание; затраты на реструктуризацию; убытки по незавершенным сделкам	Да, большинство
Дания	Только под определенные события	Убытки по незавершенным сделкам, по гарантийному обслуживанию. Все отражается в примечаниях к отчетам	Да, при четком определении
Испания	Да	Вероятные расходы или обязательства; текущие судебные тяжбы; капитальный ремонт/материально-техническое обслуживание	Да, в некоторых обстоятельствах и в определенных пределах
Италия	Да, могут быть весьма существенными у компаний, не имеющих биржевой регистрации и не ведущих международный бизнес	Ожидаемые затраты на материально-техническое обслуживание; затраты на реструктуризацию; убытки по незавершенным сделкам; компенсация «неопределенных рисков»	Да
Нидерланды	Нет, резервы могут создаваться только под определенные риски и обязательства на дату составления баланса	Безнадежные долги; устаревание запасов; реорганизация; гарантийное обслуживание; капитальный ремонт	Нет (главное исключение — пенсионный фонд)
Норвегия	Да	Ожидаемые платежи или взыскания, безнадежные долги	Да, большинство
Португалия	Да	Сомнительные долги; устаревание запасов; чрезвычайные и ожидаемые будущие обязательства; модернизация добывающих кюшностей	Да, в некоторых обстоятельствах и в определенных пределах
(Ш)	Нет	Норма отсутствует	Норма отсутствует
Финляндия	Нет	Норма отсутствует	Норма отсутствует
Франция	Да	Ожидаемые платежи или взыскания, безнадежные долги	Да, при надлежащем обосновании
Швейцария	Да, могут быть весьма существенными у компаний, не имеющих биржевой регистрации и не ведущих международный бизнес	безнадежные долги; реструктуризация; убытки по незавершенным сделкам; компенсация «неопределенных рисков»	Да, но под контролем налоговых органов
Швеция	Да	Только под определенные события, такие как реструктуризация, чрезвычайные обстоятельства	Нет
Япония	Нет	Норма отсутствует	Норма отсутствует
IAS	Нет	Норма отсутствует	Норма отсутствует

## Таблица 18.3. Пенсионные фонды и сопряженные резервы

Страна*	Ладены ли аежии гю*лоство покрывтве» пеисичокды фондом?	F.<АН М/ О* niMIUUKO поспіуні с исдо* иди пфсфииансрмоииме?	Если иПз вак полсивгмо гсктупап. с иефждовым пенсиями?	Как исчнглятсв головой резерв?
В*льгиа	Обычно толкни пмтмт п*уда;к.Т90	Нс***# отсучтаует	Но^алуутпи>е*	И.» демкенли основе
Великобритания	Ног	---	Отрохакиск как балансовые обахатт'лгты ни й:-пм протдж*и*и ожидаемого трудового с'лкс работника	По актуарным оиенкдм
Герман**	Н>т	---	Отражает* ч* балансовые ов*шел»ст {внутренне резервы с 1987 с.}. Возникшие и.* 1987 t. отрахатаі как 4СООW-JW*wC 06П)ЯМкПЫ	ГЪстдкдч>р<нни актуари оенкам ю наччевого 'иУЛМСьдтс/кСТПД {обы гамижающич сумму}
ЛлМИЯ	Нет	---	Отражаются сiK tiMKWt* облгелюи	По 2<тузриуч Санкам
Иаиии	Дл(с 1990г.1	0*раха»^и как прочно <i>обнаклицтпй</i>	---	По актуарным лисимм
Италия	Норма отсутствует: педми паДпст югудэрстао	1*орыа отсутствует	Норма отсутствует	---
Нлл^р'Зкдм	Да. за редкими неменениями пенсионные средства скодзы 1 oisweuieНие л ^деисмиуч фонда*	<i>Суышь изб*П&gt;«МОГО финдн000ван** ^читает** и) езм.хоп работное; ишы/аюк би-чаи&lt;ирй5ан1е1 гсмрчапаетс»</i> яомланий# в /од юде он возник	Норма отсутствует	По актуарным оенкам
Норвегия	Не?	---	Отражается а грчмнчаниз». * «тчидм «к ирспаималиме ofowгоаerto	НА ***** мой основе
Пор!>тдоа	Не,	---	Орад.1»^тса *иiу прочие обюггельствз	По актуарным оибчш
ШЛ	Да	Отражаете* <лхбдмнсовыеи6>да!ек*.лы. кодд? ip; отиосатся ив придонный фонд	---	По акту армии оенкам*
ФМКЯЧ1**	Нг	---	Отражаются <Дх бл*лисы* oftivi тс «летел—	---
Фроии*»	Обычно пейот платит гог/ларооо	---	*эрма отсутствует	---
Швейцария	Лг	Отражаются юк fogassewe обкмтеде-то, моты иеогноатс* на ПинДОиий фонд	---	Ноак-узримм оенкам
Шоения	Норма отсутствует: пенсия слагнт государство	Норва отсутствует	1'орма отсутствует	Норма отсутствует
Яйоикя	ФОНЮм должны пд>р»взгсья исногс<н-* пенсия	Проводятся 'ер-ез обюггдетАгозд	Отражаются <a*бглаисог*е с&уатвм/таа	По актуарием оиютам
IAS	Нцлч) гягрс?*>«?	Норма отсутствует	VTTptfXHCCK* кис Силлисоимс оС^i-fWAvсгб0	актуарным оенкам

Источник\* Лнэлю МсКиийеу: миформаия за 199В ?

списанию на протяжении некоторого времени. В таблице 18.4 обобщены бухгалтерские подходы к учету репутации в разных странах.

В большинстве случаев *ROIC* следует вычислять как с учетом, так и без учета репутации. Как мы уже говорили, *ROIC* без учета репутации служит мерилom основной деятельности фирмы и является полезным критерием для сравнительного анализа компаний и для анализа тенденций. *ROIC* с учетом репутации показывает, насколько плодотворно компания использует средства инвесторов. В частности, покрывает ли компания свои затраты на капитал, если брать в расчет ценовые премии, заплаченные за поглощения?

Надлежащая процедура вычисления *ROIC* с учетом репутации такова: прибавить к инвестированному капиталу совокупную стоимость репутации до вычета накопленной амортизации и не вычитать из *NOPLAT* никакие списания репутации. По сути, такой порядок действий «аннулирует» амортизационные списания репутации. Причина, по которой амортизационные списания репутации исключаются из экономического анализа, состоит в том, что в отличие от других постоянных активов репутация не подвергается

Таблица 18.4. Деловая репутация

Страна	Сразу списывается или капитализируется?	Если возможны варианты, какова типичная практика?	Амортизационный период в случае капитализации (максимальное число лет)
Бельгия	Капитализируется	—	10-12
Великобритания	Капитализируется	—	Полезный срок экономической жизни, обычно не более 20
Германия	Капитализируется	"	15 (для налоговых целей! или на выбор до 25% в год (для прочих законных целей)
Дания	По выбору компании	Капитализируется	5
Испания	Капитализируется	—	10
Италия	До 1994 г. по выбору компании; после 1994 г. капитализируется	Часто списывалась	5
Нидерланды	Г.о. выбору компании	Все чаще капитализируется	5, в особых случаях дальше
Норвегия	Капитализируется	—	5
Португалия	Капитализируется	—	Обычно 5 (в некоторых случаях 20)
США	Капитализируется	—	До 40
Финляндия	Капитализируется	—	20
Франция	Капитализируется (списывается только в сделках с денежной оплатой)	Капитализируется (списывается только в сделках с денежной оплатой)	Полезный срок экономической жизни
Швейцария	По выбору компании	Чаще списывается	«Разумный период», обычно 5
Швеция	Капитализируется	—	10-20
Япония	Капитализируется	—	5 (в некоторых случаях 20)
IAS	Капитализируется	—	Полезный срок экономической жизни, обычно не более 20

износу и не подлежит замене. Для других активов амортизация символизирует их физическое старение и тот непреложный факт, что изношенные и старые активы в конце концов должны быть замещены новыми.

Что касается компаний, которые сразу списывают репутацию на собственный капитал, то в данном случае для вычисления *ROIC* с учетом репутации просто прибавьте это кумулятивное списание к инвестированному капиталу. Всю необходимую для этого информацию, как правило, можно найти в примечаниях к финансовым отчетам компаний.

### Переоценка постоянных активов

В некоторых странах активы можно периодически переоценивать, дабы учесть эффект инфляции. Такая переоценка проявляется в увеличении основных средств и соответствующем увеличении собственного капитала. Это делается ради того, чтобы показать результаты деятельности компании в текущих ценах. В Нидерландах, к примеру, активы можно переоценивать ежегодно, чтобы отразить чистую реализуемую стоимость. В Италии, Испании и Португалии активы разрешено переоценивать лишь в каких-то особых обстоятельствах. С другой стороны, в США и Германии активы вообще нельзя переоценивать; активы всегда отражаются в отчетности по затратам на их приобретение, то есть в прошлых ценах (см. табл. 18.5).

Как и в случае с репутацией, *ROIC* следует вычислять и с учетом и без учета переоценки. *ROIC* с учетом переоценки отражает результаты деятельности компании безотносительно к тому, когда приобретены ее активы, и в силу этого служит полезным критерием для сравнительного анализа. А *ROIC* без учета переоценки показывает, насколько плодотворно компания использует средства инвесторов (покрывает ли она свои затраты на капитал, если брать в расчет фактические цены ее постоянных активов).

Вернее всего учитывать переоценку, внося в *NOPLAT* и инвестированный капитал ежегодную поправку на годовой прирост рыночной стоимости. В странах, где переоценка производится реже, резерв на переоценку должен охватывать весь этот период. Во всяком случае, при калькуляции свободного денежного потока капитальные затраты следует определять как прирост чистых основных средств плюс амортизация минус прирост резерва на переоценку. В противном случае уровень инвестиций будет завышен.

### Отложенные налоги

Отложенные налоги возникают из разницы между публикуемыми финансовыми отчетами компании и ее налоговыми счетами. В Германии, Швейцарии и Италии у отдельных компаний обычно не бывает отложенных налогов, поскольку здесь правила ведения финансовой отчетности и

Тяблмцд 1в.5. Персоингнд постоянных активов

Стрм	Разрешена о* гиргоишТ	Вдовы крмпфим гареаемси?	ОсРОООШляга (*пербооиа от «Л>огооб*се**нн*)	Поаеют ли диоржишо MWV Ю Н*vW*о« биш»
Белгия	Тлч.*и «ЛИ ГК»<Ы1ЧТЬ »«М1» и ГДОСМ*Wofn* Ур** ДОЛЮ?* ? росте? Обвело фомииетс* лил К НЬ!ДИ*.*>СП«	Сф-ОдЛМИ) фНУ4]*JWTN«!*rt*Х ЖПФПМ	her с**ре на -ереоиемгу сблэаекх н«спам го аорпорямяноа гта>г В учите *рчмуеат м» «М>/К^И1С>Н4М* (1(мбичм	Да
Й€.	ГИ1ЛБ>-Т^ -С1Иисгдо Смдо и строена)	Лжочиал ао-fc*:>сТК	Д	Чзстнч**> игс< ласю мг.<ден< *А**Х>7
Г*р+44»Ш»	Н#т	—	—	—
АДЯИТ	л*	Рмиэчни сх*>опi.	НС*	Да
^:пги»и	1<x\ь*о туэ госта модоиво грасМг^испа 'гссчгл**^ — в 198^ г I	Пр«М<ТВисТ1ММнмм индмш IКМ	Да	Да
Ита»и»	ГоЛМ) О? ЛОГОПОСМНИЮ фрД"Т?УСФ (ЧКЛвдииг — ь 1фв3,1W0 и 1W »»1	Иваявлпаяеимыс URV'trVJ 1*tl	Подонкица 1991 г обопалкь*» стаде le.4.	Лл
Нкзеранам	Д*. ев&0ал0	Затрата# на аивасниг ИЛИ ры*»4»]* ГГОкМХЛ	Л*	Ирт
Гургуглчи*	кнм» фК* госта *л*х>«ик* пргсметсисгоа (обито додде дм гс^	Imc-Tf.w IMMItO иисаш 1>n1	д*	Чггтчиз 160% дподиетемм .«крошии*»
США	Ирг	—	—	—
Окн/АКМ	Да. при пэстояивом росте СТОkv*:сТw	—	—	—
Франция	Дл. с *#4 Г., з опр»дей-ньс< ебтотелюти*	РЫ^ННАЯСТСНМСОБ	Кг	Да
ШмАария	Ист	—	-	-
Ш«*1!М!	Да При хов-4-см рот СТОИМОСТИ	Рм*ом*ив стоимость	А\д	А»
Двоима	Ип за ис«Л01 с-ием эе%*%* которяя мвт быту i»^-оје*КН> с л-ск^т) ра^рм^ив пр^влте«ья*> ic марта 199В 0? марс 2001 Г)	РwtКЯНН* СТОИМОСТЬ	Д5	Норма ергеупауег
IAS	да	Сп:ue*u/.*ui* рихиния стсммхт » на ламам момент	гiorwd скутсг?угт	Неруд отсутствует

И<гомиик Ам\*л»о Мl. Ktiurj, информация ia 1998 г

403

налогового учета совпадают. Однако на консолидированных счетах могут образоваться отложенные налоги. В других же странах и у отдельных компаний отложенные налоги порой составляют довольно крупные суммы вследствие переоценки активов или ускоренной амортизации.

При расчете *NOPLA7*, инвестированного капитала и *ROIC* следует использовать налог на прибыль в денежном выражении. Применительно к *NOPLAT* это означает, что прирост отложенных налогов (по балансу) нуль, но вычесть из суммы налогов, отраженной в отчете о прибылях и убытках, чтобы вычислить налог на *EBIT* (прибыль до вычета процентов и налогов). Применительно к инвестированному капиталу отложенные налоги следует рассматривать как элемент собственного капитала (см. гл. 9).

## Консолидация

Как показано в таблице 18.6, большинство стран требует консолидации счетов, когда компания владеет более чем 50% собственности подразделения или когда ей принадлежит контрольное участие. Там, где это правило введено недавно, прошлые отчеты компаний не всегда сопоставимы с более поздними отчетами. В таких случаях следует тщательно изучать примечания к отчетам, дабы вывести соизмеримые данные.

## Перевод из валюты в валюту

При переводе счетов зарубежного подразделения в родную валюту материнской компании (для целей консолидации) используется либо метод текущего учета, либо метод временного учета.

Согласно методу текущего учета, балансовые статьи переводятся из зарубежной валюты в валюту материнской компании по обменному курсу на конец периода, за исключением счетов собственного капитала, к которым применяются прошлые обменные курсы (например, курс на дату выпуска акции). Статьи отчета о прибылях и убытках переводятся из валюты в валюту по среднему курсу за период. Счета собственного капитала, требующие поправок на валютный перевод, увеличиваются или уменьшаются на соответствующие суммы, необходимые для уравнивания остальных статей баланса.

При временном учете активы, учтенные по затратам на приобретение (такие как основные средства или товарно-материальные запасы), переводятся из валюты в валюту по прошлым обменным курсам (действовавшим когда активы были куплены). Другие активы и большинство обязательств переводятся по курсу на конец периода. Любые прибыли и убытки, связанные с валютным переводом активов и обязательств по курсу на конец периода, отражаются в соответствующей статье отчета о прибылях и убытках. В свою очередь, все статьи отчета о прибылях и убытках переводятся по действующему курсу на дату перевода.

Таблица 18.6. Консолидация

Страна	Когда требуется консолидация подразделений*	Методы консолидации для дочерних компаний и совместных предприятий
Бельгия	Когда доля собственности превышает 50%	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий
Великобритания	Когда доля голосов превышает 50% или в случае контрольного участия	Обычно по собственному капиталу пропорциональная консолидация допускается только для неакционерных совместных предприятий
Германия	Когда доля собственности превышает 50% или когда подразделение управляется материнской компанией	По собственному капиталу (> 10%) для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий возможна но применяется редко
Израиль	Когда доля голосов превышает 50%	По собственному капиталу для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий
Испания	Когда доля собственности превышает 50% или в случае преобладающего большинства в совете директоров	По собственному капиталу для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий возможна, но применяется редко
Италия	Когда доля собственности превышает 50% или в случае контрольного участия (до 1994 г только для компаний котирующихся на бирже)	По собственному капиталу (> 10%) для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий возможна, но применяется редко
Нидерланды	«Группы компании» там где материнская компания пользуется правами связанными с контрольным участием	По собственному капиталу или пропорциональная консолидация для «негрупповых» компаний («Группа» может быть образована и с миноритарным участием при наличии особых прав голоса)
Норвегия	Когда доля собственности превышает 50%	По собственному капиталу для дочерних компаний, пропорциональная консолидация для совместных предприятий
Португалия	Когда доля голосов превышает 50%	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий возможна, но применяется редко
США	Когда доля голосов превышает 50% или при фактическом контроле в менеджменте	Обычно по собственному капиталу
Финляндия	Когда доля голосов превышает 50% или в случае контрольного участия	По собственному капиталу для дочерних компаний, пропорциональная консолидация для совместных предприятий
Франция	Когда доля собственности превышает 50% или 40% за два последовательных года, либо когда материнская компания назначает более половины директоров, либо когда материнская компания контролирует подразделение через особые контракты или оговорки	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний, пропорциональная консолидация для совместных предприятий
Швейцария	Когда доля голосов превышает 50%	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний, пропорциональная консолидация для совместных предприятий возможна, но применяется редко
Швеция	Когда доля собственности превышает 50%	Оба метода – и по собственному капиталу, и пропорциональная консолидация – применимы и к дочерним компаниям, и к совместным предприятиям
Холландия	Когда доля собственности превышает 50% или когда подразделение фактически контролируется материнской компанией	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний и для тех случаев, когда материнская компания оказывает существенное влияние на менеджмент
КС	Когда доля голосов превышает 50% или в случае контрольного участия	По собственному капиталу (> 20%) для дочерних компаний пропорциональная консолидация для совместных предприятий

В европейских странах более распространен текущий учет. При использовании этого метода мы советуем рассматривать изменения собственного капитала, связанные с валютным переводом, как операционные денежные потоки, поскольку в большинстве случаев они уравнивают активы и обязательства. Эти изменения надо отслеживать всякий раз, когда осуществляется перевод. При использовании временного учета такого рода поправки не нужны.

### Неоперационные активы

В некоторых странах у компаний имеются значительные неоперационные активы. Рисунок 18.2 на условном примере японской электронной компании иллюстрирует, как наличие таких активов искажает стоимостную оценку. На основную деятельность здесь приходится менее половины совокупной стоимости. Остальную часть составляют акции других компаний и избыточные инвестиции в недвижимость. Среди японских фирм принято держать миноритарные пакеты акций своих деловых партнеров (потребителей и поставщиков). Эти ценные бумаги редко попадают в свободную продажу и остаются на бухгалтерских счетах фирм-держателей учтенными по их покупной цене, которая нередко представляет лишь малую толику их текущей стоимости. При проведении стоимостной оценки такие бумаги следует учитывать по реальной рыночной стоимости.

Еще один пример неоперационных активов, чья балансовая стоимость зачастую сильно занижает их рыночную стоимость, - это недвижимость. С теми объектами недвижимости, которые предназначены для перепродажи, следует обращаться следующим образом: определить их рыночную стоимость и включить ее в суммарную стоимость коммерческого предприятия как неоперационный актив. Если же недвижимость используется в основной деятельности компании, ее рыночная стоимость не имеет значения для стоимостной оценки, поскольку она не может быть продана без адекватного замещения другим объектом, неважно, будет он куплен или взят в аренду.

Рисунок 18.2. Оценка японской электронной компании, 1992 г.

{числовые данные — в трлн иен}



## НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

Налоговые системы в отдельных странах сильно различаются между собой и к тому же непрерывно меняются. В Европе официальная ставка корпоративного налога на прибыль колеблется от ничтожных 12% в Швейцарии до 53% в Италии. Эффективная налоговая ставка может отличаться от официальной - под воздействием некоторых методов калькуляции налогооблагаемой прибыли. Мы не можем уделить здесь достойное место этой неисчерпаемой теме, но существует обширная специальная литература, посвященная налоговым порядкам в разных странах. Мы же остановимся лишь на одном концептуальном вопросе, имеющем особое значение для стоимостной оценки компаний: как измерить эффект интеграции корпоративного и личных налогов.

Многие европейские страны ввели у себя интегрированные системы корпоративных и личных налогов, дабы полностью или частично избавить акционеров от двойного налогообложения дивидендов. Там, где действуют механизмы, устраняющие двойное налогообложение, они могут оказать существенное влияние на стоимость компании.

В некоторых странах принята система вмененного налога с дивидендов, которая обеспечивает акционерам налоговый кредит в размере всего или части корпоративного налога, заплаченного компанией. Такая система увеличивает денежный поток для акционеров, уменьшая сумму налогов, поступающих в государственный бюджет. Это увеличение денежного потока может представать в форме либо снижения налога, причитающегося с акционера, либо возмещения ему части уже уплаченного налога — в зависимости от общей величины налоговых обязательств акционера. В таблице 18.7 показана калькуляция налогового кредита в системе вмененного налога и выведена разница в чистом денежном потоке для инвесторов по сравнению с системой двойного налогообложения. Как разные страны подходят к проблеме двойного налогообложения, описано в таблице 18.8.

Вмененный налог оказывает двойное влияние на стоимость. Во-первых, благодаря более крупному денежному потоку для акционеров (до вычета личного подоходного налога) компании, подпадающие под налоговую юрисдикцию стран, где действует механизм вмененного налога с дивидендов, должны стоить дороже, чем сходные компании из стран с двойным налогообложением дивидендов. Во-вторых, при системе вмененного налога избранная компанией дивидендная политика должна влиять на совокупную стоимость компании: принимая решение о том, какую долю нераспределенной прибыли выплачивать в форме дивидендов, менеджеры тем самым определяют, какой потенциальный налоговый кредит достанется акционерам.

Каким образом следует обходиться с вмененным налогом при оценке компании - это весьма спорный вопрос. Основные дебаты разворачиваются вокруг того, как учитывать в стоимостной оценке личный налоговый кредит. В практическом плане вмененный налог может и не иметь особого

Таблица 18.7. Как работает система вмененного налога с дивидендов  
(числовые данные, кроме первых четырех строк, – в млрд лир)

	Двойное налогообложение			Вмененный налог		
Ставка корпоративного налога* (в %)	37	37	37	37	37	37
Налоговый кредит {ставка на чистые дивиденды, в %}	0	0	0	56	56	56
Коэффициент дивидендных выплат (10 %)	40	40	40	40	40	40
Ставка налога для акционеров (в %)	0	20	35	0	20	35
<u>Денежный поток компании</u>						
Доименовая прибыль	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Корпоративный налог	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0
Чистая прибыль	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0
Выплаченные денежные дивиденды	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
<u>Налогообложение акционеров</u>						
Налоговая база акционеров	25,2	25,2	25,2	39,4 <sup>1)</sup>	39,4	39,4
Налоги акционеров	—	-5,0	-8,8	—	-7,9	-13,3
Налоговый кредит (в денежном выражении)	—	—	—	14,2	14,2	14,2
Выплаченные (-)/полученные налоги	—	-5,0	-8,8	14,2	6,3	0,4
<u>Денежный поток акционеров</u>						
Полученные денежные дивиденды	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Выплаченные (-)/полученные налоги	—	-5,0	-8,8	14,2	16,3	0,4
Чистые денежные средства инвесторов	25,2	20,2	16,4	39,4	31,5	25,6

<sup>1)</sup> Фактические денежные дивиденды в валовом выражении, то есть включая налоговый кредит.

значения, если среди ключевых «ценообразующих» инвесторов компании преобладают институциональные или зарубежные инвесторы, на которых не распространяется налоговый кредит по дивидендам. Один из предлагаемых подходов к этой проблеме, по сути, сводится к тому, что при оценке компаний не нужно вносить никаких поправок на вмененный налог ни в денежный поток, ни в ставку дисконтирования. Согласно альтернативному подходу, вмененный налог все-таки необходимо учитывать, внося в денежный поток соответствующую поправку на налоговый кредит по дивидендам. При этом предлагается следующий порядок действий.

« *Размер налогового кредита.* Налоговый кредит равен сумме выплаченных за год дивидендов, умноженной на ставку налогового кредита по чистым дивидендам. Соотношение между ставкой корпоративного налога ( $t_c$ ) и ставкой налогового кредита по чистым дивидендам ( $t_j$ ) в странах с полным вмененным налогом, таково:

$$t_i = \frac{t_c}{1 - t_c}$$

В странах с частичным вмененным налогом ставку налогового кредита устанавливает правительство (как в примере с Италией из табл. 18.7).

- *NOPLAT.* При калькуляции налога на *EBIT* налоговый кредит следует вычесть из резерва по налогу на прибыль в отчете о прибылях и убытках. В том случае, когда расчет *NOPLAT* начинается с чистой прибыли, налоговый кредит следует прибавить к чистой прибыли. (См. табл. 18.9.)

Таблица 18.8. Разные подходы к налогообложению дивидендов

Страна	Какова система налогообложения дивидендов?	Если действует система вмененного налога, какова ставка налогового кредита на чистые дивиденды?
Австралия	Вмененный налог	Полный вмененный налог
Бельгия	Классическая система (двойное налогообложение)	
Великобритания <sup>1)</sup>	Классическая система (двойное налогообложение)	
Германия <sup>**</sup>	Вмененный налог	Налоговый кредит в размере $V^7$ чистых дивидендов (полная сумма корпоративного налога на дивиденды по ставке 30%). <i>Примечание:</i> нераспределенная прибыль облагается по ставке 45%, тогда как дивиденды – по ставке 30%
Дания	Классическая система при сниженной ставке личного <i>Na.voia</i> с дивидендов	
Испания	Вмененный налог	Частичный вмененный налог: граждане-резиденты получают налоговый кредит в размере 40% чистых дивидендов; корпорации-резиденты ~ 27% (возмещение 50% корпоративного налога по ставке 35%)
Италия	Вмененный налог	Налоговый кредит в размере 56,25% чистых дивидендов (почти полная сумма корпоративного налога по ставке 37%)
Нидерланды	Классическая система (двойное налогообложение)	
Норвегия	Вмененный налог	Для акционеров-резидентов налоговый кредит в размере $7/6$ чистых дивидендов (полное возмещение корпоративного налога по ставке 28%). Налоговый кредит носит скорее скрытый, нежели явный характер, поскольку дивиденды считаются свободными от налогообложения
Португалия	Вмененный налог	Частичный вмененный налог: налоговый кредит в размере 33,75% чистых дивидендов (возмещение 60% корпоративного налога по ставке 36%)
Финляндия	Вмененный налог	Налоговый кредит в размере $1/8$ чистых дивидендов (полное возмещение корпоративного налога по ставке 28%)
Франция	Вмененный налог	Налоговый кредит в размере 50% чистых дивидендов (полное возмещение корпоративного налога по базовой ставке 33%, за исключением 10% дополнительного налога)
Швейцария	Классическая система (двойное налогообложение)	
Швеция	Классическая система (двойное налогообложение)	

<sup>\*\*</sup> ^Великобритании с 1999 г. введена система вмененного налога.

<sup>E</sup> Вначале. 2000 г. правительство Германии внесло значительные изменения в налоговый кодекс, в том числе отменив налоговый кредит по дивидендам.

Источники: *European Tax Handbook*, 1997; *Financial Times*.

Таблица 18.9. Влияние вмененного налога с дивидендов на величину *NOPLAT*  
(числовые данные, кроме снабженных особыми указаниями, — в млрд лир)

<i>NOPLAT</i>		Соизмерение с чистом прибылью	
Совокупный доход	31 006	Чистая прибыль	444
Себестоимость реализованной продукции	-30 192	Плюс Налоговым кредит	25
		Плюс Посленалоговые процентные платежи	J1
<i>EBIT</i>	814	Итого прибыль доступная инвесторам	561
Налог на <i>EBIT</i>	277	Минус Посленалоговая неопераионная прибудь	-24
<i>NOPLAT</i>	537	<i>NOPLAT</i>	537
<b>Налог на <i>EBIT</i></b>			
Резерв по налогу на прибыль	261		
Плюс процентная налоговая защита	54		
Л4мн)с Налог на неопераионную прибыль	-14		
Минус налоговым кредит по дивидендам	-25	← 56 25% (ставка налог кредита) x 44 (дивиденды)	
Налог на <i>EBIT</i>	277		
Ставка корпоративного налога (в %)	37		
Частичный вмененный налог			
Налоговый кредит по валовым дивидендам (в %)	36		
Налоговый кредит по чистым дивидендам (в %)	56,25		
Выплаченные дивиденды	44		

- *Денежный поток* Если налоговый кредит уже включен в калькуляцию *NOPLAT*, никаких изменений в расчет свободного денежного потока вносить не нужно. При исчислении финансового потока налоговый кредит следует прибавить к выплаченным денежным дивидендам. Неважно, что налоговый кредит оплачивает государство, а не компания, — для точности расчета он должен быть включен в фактический денежный поток, доступный акционерам до удержания личного подоходного налога.

\* *Затраты на капитал*. Никакие изменения в формуле *WACC* не нужны.

Когда стоимостная оценка проведена с учетом вмененного налога, может обнаружиться, что коэффициент дивидендных выплат оказывает существенное влияние на стоимость. Эффект изменения коэффициента дивидендных выплат в такой модели оценки представлен в таблице 18.10. В отсутствие вмененного налога дивидендная политика не влияет на стоимость. Когда же вмененный налог присутствует, при прочих равных условиях чем выше коэффициент дивидендных выплат, тем выше стоимость фирмы.

Таблица 18.10. Как изменение коэффициента дивидендных выплат влияет на стоимость (числовые данные — в млрд лир)

Ставка корпоративного налога — 37%		Коэффициент дивидендных выплат				
	Налоговый кредит по чистым дивидендам	0%	20%	40%	70%	100%
Двойное налогообложение	0%	5474	5474	5474	5474	5474
Вмененный налог	56 25%	5474	6507	7443	8683	9747

## ЗАТРАТЫ НА КАПИТАЛ

Оценка средневзвешенных затрат на капитал во всех странах опирается на те же самые базовые принципы, которые изложены в главе 10 Средневзвешенные затраты на капитал есть средневзвешенная величина затрат на собственный капитал, затрат на заемные средства и издержек финансирования из всех прочих источников Затраты на капитал следует исчислять в той же валюте и на основе тех же данных, что и подлежащий дисконтированию денежный поток

Большинство компонентов средневзвешенных затрат на капитал не требует дополнительного обсуждения в этой главе. Повсюду в мире общепринято для определения затрат на капитал использовать модель оценки долгосрочных активов Лишь два вопроса здесь заслуживают особого внимания: рыночная премия за риск и бета.

Выбор подходящей премии за риск везде, не только в США, оборачивается тягостной проблемой. Применительно к развитым странам, достаточно интегрированным в глобальную экономику, мы предпочитаем пользоваться единым (общемировым) значением премии за риск, которое основано на премии в США (4,5-5%).

При этом мы, естественно, исходим из глобализации рынков капитала. В конце 1990-х годов около 25% суммарного оборота акций носило международный характер — другими словами, его участники (акционеры и компании) принадлежали к разным странам Такие глобальные трейдеры — в основном крупные институциональные инвесторы - привлекают и вкладывают капитал повсюду в мире Если бы ожидаемые премии за риск существенно разнились от страны к стране (с поправкой на соответствующий риск), следовало бы ожидать изрядного притока капитала в страны с премией выше среднего уровня и, наоборот, оттока из стран с премией ниже среднего. Следствием такой миграции капитала стало бы восстановление равновесия.

Это заключение кажется очевидным. Возьмите, к примеру, таких производителей потребительских товаров, как Procter & Gamble и Unilever. Обе компании продают свои продукты по всему миру с примерно одинаковым географическим охватом. Акции обеих продаются и в США, и в Европе. Главная разница между ними заключается в том, что Procter & Gamble базируется в США, а Unilever — в Великобритании и Голландии. При столь близких инвестиционных базах было бы поистине странно, если бы две компании заметно различались затратами на капитал.

С учетом всего этого чем объяснить наблюдаемые расхождения в фактических (реализованных) премиях за риск? На рисунке 18.3 показаны реализованные премии по рыночным индексам (относительно доходности правительственных облигаций) ряда европейских стран. Реализованная доходность имеет очень широкий разброс значений — вплоть до отрицательных (Италия и Бельгия) Но отрицательная премия за риск — это

**абсурд.**



<sup>1)</sup> Начальный год периода указан в скобках рядом с названием страны, заключительный год — 1994.

Источники: Статистика доходности акций и облигаций на местных рынках, анализ McKinsey, Ibbotson Associates 1995 Yearbook. BZW Equity-Gilt Study 1994

Рисунок 18.3. Фактические премии за риск колеблются в широком диапазоне (числовые данные — в %)

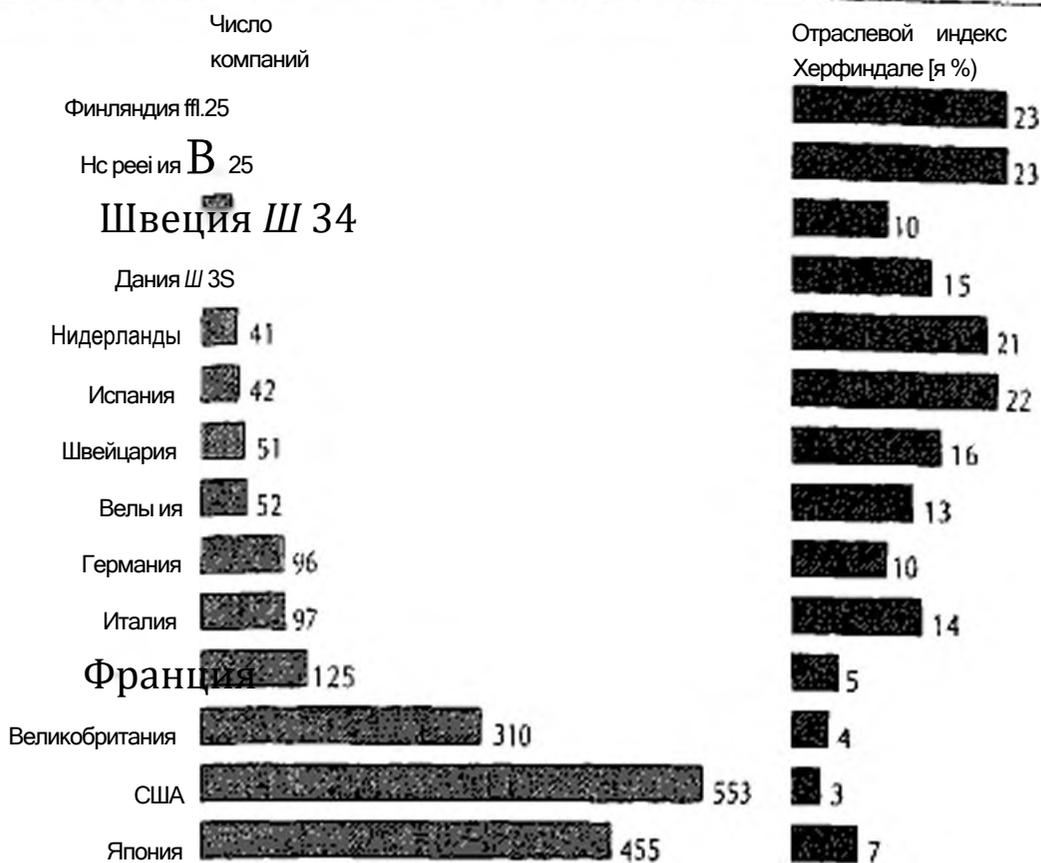
Надо сказать, что многие из этих европейских стран лишь недавно вошли в глобальный рынок. Следовательно, прошлые данные не всегда адекватно отражают текущую ситуацию. Но еще важнее, что рыночные индексы этих стран не представляют широко диверсифицированные портфели. Как свидетельствует исследование Ролла, большинство европейских фондовых индексов включает в себя акции менее 100 компаний и отличается сильной отраслевой концентрацией<sup>4</sup>. Рисунок 18.4 демонстрирует состав этих индексов, а также индекс Херфиндаля (Herfindahl index), который служит мерой преобладания в каждом фондовом индексе небольшого числа отраслей. Как видите, для большинства стран индекс Херфиндаля имеет гораздо более высокое значение, чем для США или Великобритании. Ролл в своем анализе пошел еще дальше и измерил долю доходности каждого индекса, обязанную его отраслевому составу. Как показывает рисунок 18.5, в среднем около 50% доходности объясняется отраслевым составом индекса. Крайний пример из этого ряда (хотя и более поздний) являет Nokia, которая одна обеспечила более двух третей фондового индекса Финляндии в 1999 г.

Идеальную оценку общемировой рыночной премии за риск дало бы измерение глобального рыночного индекса на протяжении длительного срока. К сожалению, глобальные индексы ведут свое начало с относитель-

<sup>4</sup> R Roll. Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices // Journal of Finance. 1992 March.

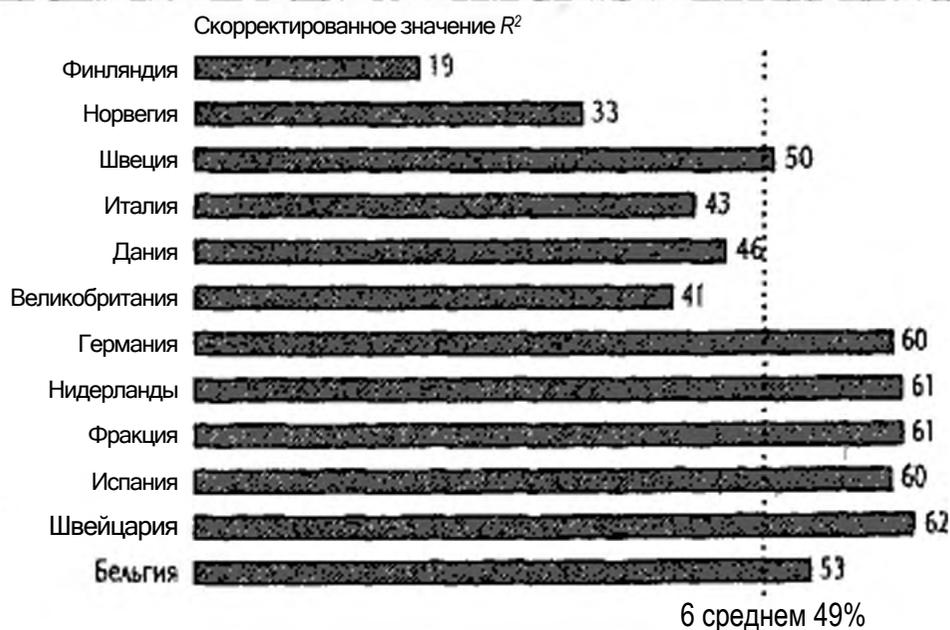
## 18. Оценка компаний за пределами США 413

Рисунок 18.4. Характеристики фондовых индексов



Источник. R. Roll Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices

Рисунок 18.5. Доходность фондовых индексов, объясняемая отраслевым составом индекса (числовые данные — в %)



Источник - R. Roll Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices

Таблица 18.11. Дифференциация долгосрочной доходности по леилям размера компаний (числовые данные — 8 %)

Дейиль (размер компании США)	Средняя арифметическая доходность, 1926—1997 г.	Надбавка к среднему уровню
Крупнейшие	П.9	--0,3
9-я лен иль	13,7	0,4
8-я леииль	14,3	0,7
7-9 леииль	15,0	1,0
6-я леииль	15,0	1,6
5-я леииль	15,8	1,5
4-я леииль	16,4	1,6
3-я леииль	17,5	2,4
2-я леииль	18,2	2,6
Самые малые	21,8	5,4

Источник: Ibbotson Associates. Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1998 Yearbook.

но недавнего времени. В качестве более или менее адекватной замены приходится использовать рынок США как наиболее диверсифицированный и имеющий самую долгую историю. Для американского рынка мы советуем брать премию за риск 4,5—5% (как уже говорилось в гл. 10). Конечно, в Великобритании рынок существует дольше, чем в США, но он не такой диверсифицированный. Согласно исследованию фирмы BZW, занимающейся анализом ценных бумаг, рыночная премия за риск в Великобритании укладывается в тот же диапазон, как и в США.

Коль скоро мы используем общемировую рыночную премию за риск, мы должны также оценивать бету относительно глобального рынка. Сегодня уже есть источники, откуда можно узнать значения беты компаний относительно глобального рыночного индекса. Рыночные индексы рассчитываются в долларах США. Стало быть, на бету отдельной компании влияют колебания валютных курсов.

Логика предыдущих рассуждений подводит к одному важному вопросу: насколько сопоставимы рыночные премии за риск в разных странах. Помимо отраслевой концентрации существуют также теоретические доводы в пользу выравнивания затрат на капитал по всему миру, подсказывающие, как нужно подходить к оценке затрат на капитал. Эти теоретические выкладки зиждутся на том факте, что компании меньших размеров отличаются более высокой доходностью, нежели крупные компании (см. табл. 18.11), и что в большинстве стран средний размер компании меньше, чем в США (см. табл. 18.12)<sup>5</sup>.

Давайте проследим эту логику на рисунке 18.6. Начнем с линии МОДА, построенной на расчетах в долларах США, - полужирной прямой, которая начинается в точке, соответствующей безрисковой процентной ставке в США, и проходит через точку, где бета равна 1. Далее построим аналогии-

<sup>5</sup> О соотношении между размером компании, бетой и доходностью см. гл. 10.

Таблица 18.12. Средний размер компаний в разных странах, август 1998 г.  
(числовые данные — в млрд дол.)

Деинль (собственный капитал компании США)	Средний размер по леилям	Медианный размер иностранной компании	
		страна	млрд дол.
Крупнейшие	77,6		
9-я деииль	33,8		
В-я деииль	16,7		
7-я деииль	10,0		
6-я деииль	7,0	Великобритания	5,1
5-я деииль	4,9		
4-я деииль	3,4	Мексика	3,2
3-я леи иль	2,7		
2-я деииль	2,0		
Самые малые	1,4	Бразилия	1,7
		Индонезия	0,7

Источник: Глобальные индексы Доу-Джонса.

ную линию МОДА (в долларовом исчислении) для такой страны, как Дания, где средний размер компаний значительно меньше, чем в США. В данном случае линия МОДА (пунктирная прямая на рисунке) имеет более крутой наклон именно потому, что средний размер компаний меньше.

Теперь рассмотрим «среднюю» компанию Дании. У такой компании бета относительно датской линии МОДА равна 1,0. Поскольку она мельче типичной американской компании, ее бета относительно индекса США будет выше — скажем, 1,3.

с. Затраты на капитал в долларах для этой компании можно найти двумя способами. Допустим, безрисковая процентная ставка в США равна 6%, а рыночная премия за риск - 5%. Первый способ — вычислить затраты на собственный капитал относительно рынка США:  $6\% + 5\% \times 1,3 = 12,5\%$ . Второй способ - вычислить затраты на собственный капитал относительно датского рынка. И опять они должны быть равны 12,5%, как показывает линия МОДА на рисунке 18.6. Отсюда следует, что исчисленная в долларах премия за риск на датском рынке составляет 6,5% (при условии, что бета компании относительно датского рынка равна 1,0, как мы оговорили чуть выше):  $6\% + 6,5\% \times 1,0 = 12,5\%$ .

Щ Это означает, что, используя бету относительно местного рынка, вы должны также использовать рыночную премию за риск-, отражающую размер местного рынка. Если же вы используете бету относительно американского или мирового рынка, берите американскую или глобальную премию за риск. Теоретически в обоих случаях вы получите одинаковые затраты на Капитал. На практике ваши расчеты редко порадуют вас такими логически безупречными результатами, когда вы работаете с данными по мелким, неликвидным и относительно молодым рынкам. К счастью, в большинстве случаев доступны более пригодные для употребления данные по глобальному или американскому рынку (и бета, и премия за риск). Не забудьте только

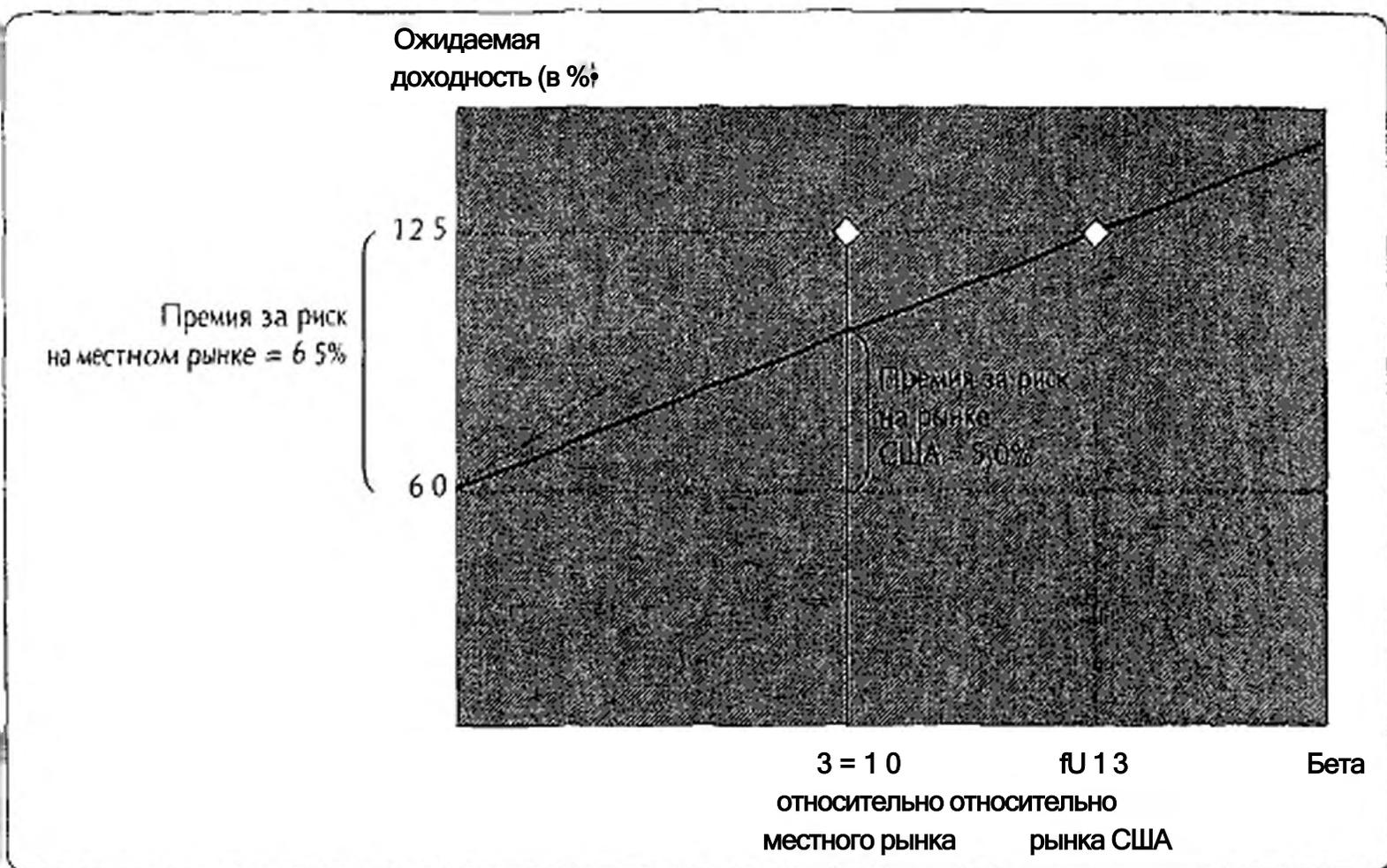


Рисунок 18.6. МОДА применительно к глобальному и местному рынкам

учесть различия в безрисковых процентных ставках, если вы имеете дело с разными валютами.

## РЕЗЮМЕ

В этой главе показано, как применять модель дисконтированного денежного потока к компаниям за пределами США. Нетрудно догадаться, что применительно к каждой стране нужно внести соответствующие поправки на особенности национального бухгалтерского учета и налогообложения. В остальном никакой разницы нет. Определение затрат на капитал тоже подчиняется единым правилам по всему миру, за исключением отдельных составляющих (особенно рыночной премии за риск), к которым можно подходить по-разному. Мы советуем использовать общемировую премию за риск, поскольку к концу XX в. наметилась устойчивая тенденция к интеграции рынков капитала.

# Оценка компаний на развивающихся рынках

По мере глобализации международной экономики и с усилением мобильности капитала по всему миру оценка стоимости компаний приобретает все большее значение для недавно зародившихся рынков, где бурно развиваются такие процессы, как приватизация, формирование совместных предприятий, слияния/поглощения, реструктуризации, внедрение стоимостных принципов управления. Конечно, в этих условиях оценка стоимости сопряжена с большими трудностями, ибо на зарождающихся рынках компании сталкиваются с более высокими рисками и с большим количеством разнообразных препон, нежели на развитых рынках. Самые серьезные риски и проблемы порождаются здесь макроэкономической неопределенностью, неликвидностью финансовых рынков, государственным контролем над движением капитала, исключительной политической нестабильностью.

В научных кругах, среди инвестиционных банкиров и предпринимателей нет единства мнений по поводу того, как справляться с этими проблемами. Выдвигается масса разнообразных методик, в которых (по крайней мере, во многих из них) значительное место отведено произвольным умозаключениям на основе ограниченных фактических данных и интуитивных

Выражаем особую благодарность нашей коллеге Мими Джеймс, выступившей соавтором этой главы

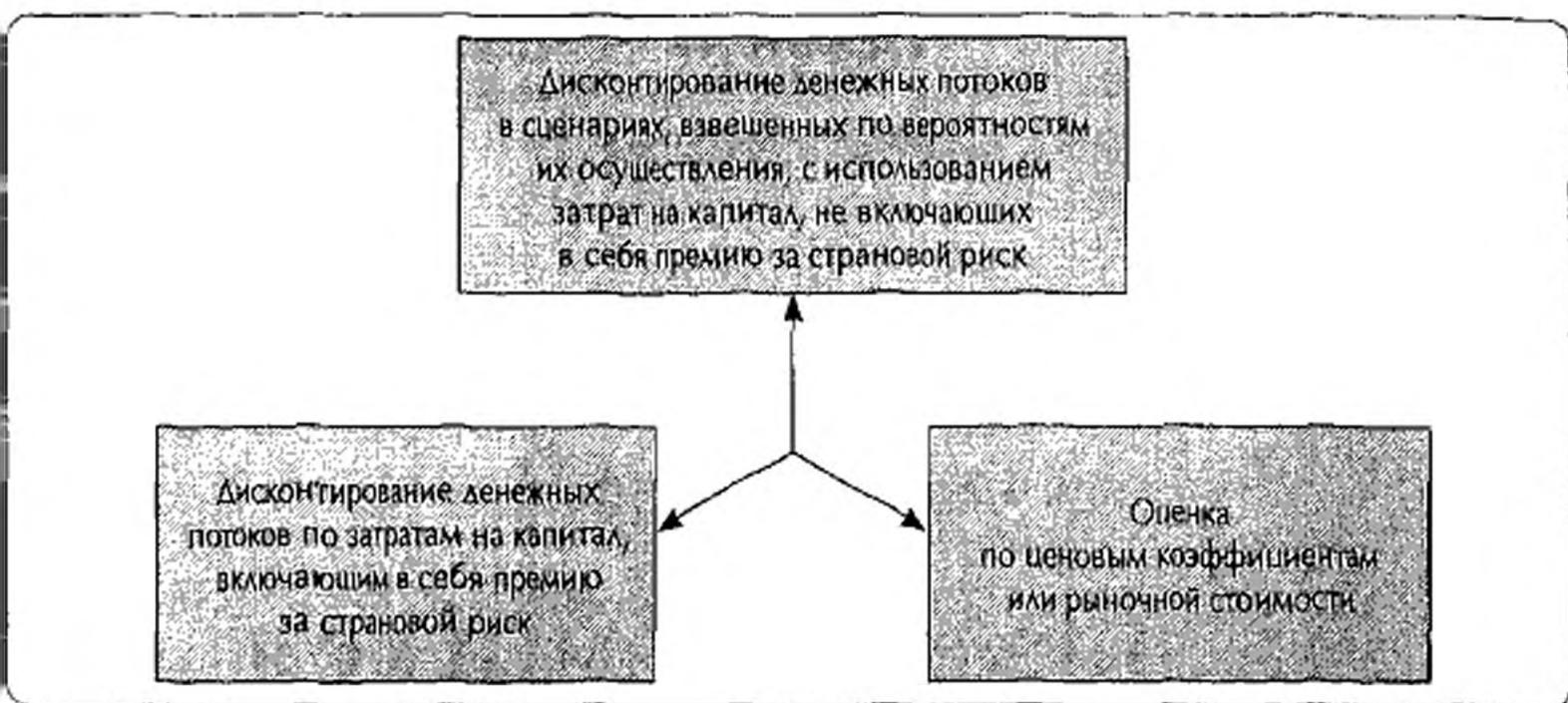


Рисунок 19.1. Сравнение оценок стоимости, выведенных альтернативными методами

догадок. На фоне такого разброда мнений мы предлагаем прагматичный подход, который сводится к сравнительному анализу оценок стоимости, полученных тремя методами, представленными на рисунке 19.1. Прежде всего мы советуем воспользоваться обычной моделью дисконтированного денежного потока применительно к сценариям, взвешенным по вероятностям их осуществления, что позволяет в явном виде очертить риски бизнеса. Найденную таким образом стоимость надо затем сравнить с двумя другими оценками: выведенной дисконтированием по затратам на капитал, куда встроена характерная для данного рынка премия за страновой риск, и выведенной из ценовых коэффициентов сопоставимых компаний<sup>1</sup>.

Базовая оценка стоимости методом дисконтированного денежного потока на развивающихся рынках подчиняется тем же правилам, как и на всяких других рынках, поэтому в этой главе мы сосредоточим внимание на четырех вопросах, в которых проявляются особенности именно развивающихся рынков.

1. Как учесть инфляцию в финансовом анализе и прогнозе денежного потока.
2. Как быть с расхождениями между обменными курсами валют и инфляцией.
3. Как включить в стоимостную оценку специфичную для развивающегося рынка премию за риск.
4. Как определить затраты на капитал для развивающихся рынков.

<sup>1</sup> Заметьте, что при использовании ставки дисконтирования, куда встроена специфичная для конкретной страны премия за риск, в денежный поток не надо вносить поправку на риск, коль скоро он уже учтен в затратах на капитал. Иногда мы называем этот метод дисконтированием «обещанного\*» денежного потока (денежного потока, на который «можно надеяться\*»), а не «ожидаемого» денежного потока.

## ЭФФЕКТ ИНФЛЯЦИИ В ФИНАНСОВОМ АНАЛИЗЕ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Важной отличительной чертой многих развивающихся рынков является очень высокая и непредсказуемая инфляция. Данные финансовых отчетов быстро устаревают под воздействием инфляции, и это сильно затрудняет сравнение результатов деятельности за отдельные годы, как и анализ финансовых коэффициентов, не говоря уже о прогнозировании.

В большинстве стран финансовые отчеты не отражают эффект инфляции. Это означает, что активы и обязательства учитываются по прошлым затратам и не переоцениваются в текущих ценах. Это искажает величину чистых основных средств и товарно-материальных запасов (так называемых неденежных активов) по сравнению с другими статьями баланса и отчета о прибылях и убытках. Некоторые прочие активы и обязательства (разные формы дебиторской и кредиторской задолженности) не нуждаются в переоценке. В ряде стран (например, в Колумбии, Мексике, Венесуэле по состоянию на конец 1999 г.) к компаниям предъявляется требование вносить в финансовые отчеты поправку на инфляцию. В конце настоящего раздела мы вкратце остановимся на этом вопросе.

Применительно к компаниям, работающим в обстановке высокой инфляции, мы настоятельно рекомендуем проводить стоимостную оценку и в номинальном, и в реальном выражении. При надлежащем исполнении результаты в обоих случаях должны быть одинаковыми. (Номинальный денежный поток, дисконтированный по номинальной ставке, должен быть равен соответствующему реальному денежному потоку, дисконтированному по соответствующей реальной ставке.) Такой двойной расчет помогает удостовериться, что вы правильно «измерили» эффект инфляции.

### **Основания для проведения оценки как в реальном, так и в номинальном выражении**

Основные различия между номинальной и реальной оценками (и недостатки каждой) в общем виде представлены в таблице 19.1. Если говорить коротко, оценка в реальном выражении практически исключает верную калькуляцию налогов (налоги исчисляются по номинальным данным финансовых отчетов) и к тому же дает искаженное представление о влиянии изменений оборотного капитала на денежный поток. Изъян номинальной оценки заключается в том, что финансовые коэффициенты (такие как *ROIC* или отношение основных средств к доходу) в условиях высокой инфляции начисто лишаются смысла. Кроме того, формула продленной стоимости требует использования реальных темпов роста и ожидаемой рентабельности; это тоже слабая сторона номинальной оценки.

Таблица 19.2 иллюстрирует, почему для полноценной оценки стоимости нужны и номинальный, и реальный прогнозы. Описанная в таблице ком-

Таблица 19.1. Сравнение реальной и номинальной оценок дисконтированного денежного потока

Задача	Реальная оиенка	Номинальная оиенка	Итоговый эффект
Выведение осмысленных коэфф и ииен'oo	+	-	Реальная оиенка показывает, насколько реалистичны прогнозы
Учет фактических налогов	-	+	Реальная оиенка завышает стоимость
Учет фактического оборотного капитала	-	+	Реальная оиенка завышает стоимость когда отношение оборотный капитал/доход > 0
Не требуются поправки в формуле продленной стоимости	+	.	При использовании обычной формулы CV номинальная оиенка завыивает стоимость
Выведшие реалистичного прогноза капитальных затрат	+	-	Номинальная оиенка обычно завышает уровень капиталовложений

пания в реальном выражении не растет, а годовая инфляция составляет 20%. Номинальная прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации и износа (*EBITDA*) растет вровень с инфляцией, а нескорректированный реальный денежный поток имеет постоянную величину. Отчисления на амортизацию в номинальном выражении увеличиваются гораздо медленнее, чем *EBITDA*, так что амортизационная налоговая защита номинальной *EBITDA* постоянно убывает. Однако потребность в оборотном капитале в номинальном выражении продолжает расти вровень с инфляцией, что «разъедает» стоимость денежного потока. Этот эффект не проявляется в реальном денежном потоке, если судить только по изменениям в балансовых статьях. Оценка будет точной лишь тогда, когда в реальном денежном потоке получат отражение фактическая налоговая защита и фактическая потребность в оборотном капитале. Эти параметры исчисляются только по номинальным данным и затем переводятся в реальное выражение, как показано в третьей части таблицы 19.2. Если бы мы ограничились лишь простой реальной оценкой без поправок на номинальные показатели, итоговая стоимость оказалась бы завышенной.

С другой стороны, если бы мы вычислили только номинальный денежный поток, значения финансовых коэффициентов (основные средства/доход и *ROIC*) не отражали бы подлинные экономические характеристики компании, поскольку в условиях высокой инфляции капитал растет медленнее, нежели прибыль. Вы можете заметить это по коэффициенту основные средства/доход: его номинальное значение снижается, даже несмотря на новые скорректированные на инфляцию инвестиции. Определение фактической потребности в капитале в реальном выражении играет важнейшую роль для реалистичного прогноза капиталовложений.

Таблица 19.2. Эффект инфляции о финансовых отчетс

Гол	Наименование прогисп					Неспор? ** тмроминий реален* прогноз					Перевод ю камикддиюп решиим вырджение-г				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
До*Л1	1000	1200	1440	1728	1901	1000	1000	1100	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
&/10П	360	432	518	570		300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Амортизация	-80	-80	-83	-90	-99	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-63
ит	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Налог поставив 50%	-140	-140	-174	-214	-235	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-117	-121	-124	-124
*СР1Л7	140	140	174	214	235	110	110	110	110	110	103	99	96	96	96
Р*ДЛ*4» ЛЮРМГ	117	121	124	124		110	110	110	110	110	103	99	96	96	96
Чистый оборотный капитал	200	240	288	344*	310	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Числе основные средства на начало гои	400	400	416	448	497	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Литорти*аиня	-80	-80	-83	-90	-99	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80
Капитальные «траты	80	96	115	138	152	80	80	80	80	80	80	80	80	80	60
Чистые основные «грасАсьз на коней годэ	400	416	416	497	544	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
НОПЛТ	140	174	214	235		110	110	110	110	110	103	99	96	96	96
Плюс Лмортюаии*	80	83	90	99		80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Мхнус Кагыта*нь* затраты	-96	-115	-138	-152		-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80
Минус Игм«жлш» оборотного КМ1МТМ	-40	-48	-58	-63		-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40
УАОООИИИИ дхлеж и и и ИИИИИ	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Реальный денежный оояж	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
СрвдиЮ МИфШИ* 1в WIKH ИНфлЯЦИИ	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Чистый оборотный салитW*ttOd (в %)	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Основные с редела* домад (в V>I	40	35	31	29	29	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Ю1С1С 44)	10	21	24	25	25	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10

11 Изменен и» оборотного капитала, когор\* переволята злеск в реальное вцмкеийе, ваты из нсминальчосс денежго потока. а ь\* кЛ реально а ба\*о\*га Зги иньестиипи в оборотный каптал моко также трактовать как убытки (в реальнее» вцмкеийи) • сму к\*о аффекта, кашй иеф\*иия оказывает на оборотный капитал.

## **Порядок действий при составлении прогнозов в реальном и номинальном выражении**

Последовательная процедура составления прогнозов денежного потока в реальном и номинальном выражении такова.

- 1 Переведите номинальные данные прошлых отчетов о прибылях и убытках и балансов в реальное выражение (обычно в цены текущего года), чтобы вычислить осмысленные финансовые коэффициенты и определить подлинные экономические характеристики компании.
- 2 Составьте прогноз основной деятельности в реальном выражении. Ваш прогноз должен содержать следующие показатели\* доход с продаж, денежные расходы, оборотный капитал, основные средства, амортизация.
- 3 Переведите показатели основной деятельности в номинальное выражение. В большинстве случаев для этого нужно просто умножить значение показателя на индекс инфляции за год. В чистые основные средства, амортизацию и запасы никаких поправок вносить не надо; эти статьи одинаковы и в реальных и в номинальных финансовых отчетах.
4. Составьте прогноз процентных расходов и других неоперационных статей отчета о прибылях и убытках в номинальном выражении (по данным баланса предыдущего года).
5. Вычислите налог на прибыль по данным номинального отчета о прибылях и убытках. (Для этого необходимо знать местное налоговое законодательство.)
6. Составьте прогнозный баланс в номинальном выражении. Для начала выведите величину собственного капитала, которая определяется как собственный капитал прошлого года плюс чистая прибыль минус дивиденды и плюс/минус выпуск или выкуп акций. После чего уравновесьте баланс соответствующим долгом или рыночными ценными бумагами.
- 7 Составьте прогнозный отчет о прибылях и убытках и баланс в реальном выражении. Долг, рыночные ценные бумаги, процентные расходы, налог на прибыль, неоперационные статьи переводятся в реальное выражение по индексу инфляции. В завершение найдите уравнивающую баланс величину собственного капитала. Если все расчеты проведены верно, реальный собственный капитал должен быть равен собственному капиталу прошлого года плюс чистая прибыль минус дивиденды, плюс/минус выпуск или выкуп акций и плюс/минус инфляционные прибыли или убытки на денежных активах (таких как денежные средства, дебиторская и кредиторская задолженность).

Теперь, когда у вас есть отчеты о прибылях и убытках, а также балансы в номинальном и реальном выражении, вы можете найти величину свободного денежного потока. Сначала рассчитайте номинальный свободный денежный поток, как показано в главе 9. Затем переведите его в реальное выражение по индексу инфляции.

Последнее действие, прежде чем дисконтировать денежный поток, - определить продленную стоимость (СУ). Реальный денежный поток не требует никаких поправок при использовании обычной формулы факторов стоимости, описанной в главе 12. Номинальный же денежный поток требует определенной коррекции, ибо номинальная рентабельность капитала - бессмысленный показатель. Здесь вам пригодится следующая формула продленной стоимости<sup>1</sup>

$$CV * NOPLAT^i \times \frac{\text{реальная норма NOPLAT}}{\text{номинальная норма NOPLAT}} \times \frac{\left( \frac{1 - \text{реальные темпы роста}}{\text{реальная ROIC}} \right)}{1} \times \frac{1}{\text{номинальные WACC} - \text{номинальные темпы роста}}$$

Номинальную *NOPLAT*, которая служит основой для расчета продленной стоимости, необходимо скорректировать, чтобы она отражала подлинную будущую прибыльность, поэтому она и умножается на отношение реальной нормы *NOPLAT* к номинальной норме *NOPLAT*<sup>2</sup>. Номинальная норма *NOPLAT* завышает подлинную долгосрочную прибыльность, поскольку инфляция занижает величину амортизационных отчислений. Реальная норма *NOPLAT* — более подходящее мерило долгосрочной прибыльности и способности компании обращать доход в свободный денежный поток. Коль скоро в *NOPLAT* вносится поправка, дабы отразить устойчивый уровень прибыльности, инвестиции тоже должны быть выражены в реальных величинах. Стало быть, расчет продленной стоимости должен строиться на реальных темпах роста и реальной рентабельности.

Наконец, вы готовы продисконтировать денежный поток к приведенной стоимости. Самое главное здесь — установить верное соотношение между реальными и номинальными затратами на капитал. Удостоверьтесь, что в каждом году у вас выдерживается следующее равенство:

$$(1 + \text{номинальные WACC}) = (1 + \text{реальные WACC}) \times (1 + \text{ожидаемая инфляция}).$$

Чуть дальше в этой главе мы разберем, как оценивать WACC для компаний на развивающихся рынках. В таблице 19.3 представлен упрощенный пример стоимостной оценки, выполненный с соблюдением изложенной выше процедуры (по данным из табл. 19.2). Итоговая стоимость имеет одинаковое значение независимо от того, каким образом проведена оценка - в номинальном или в реальном выражении. Если у вас когда-нибудь не сойдутся результаты при использовании этих двух методов, значит, вы ошиблись в расчетах.

<sup>2</sup> Норма *NOPLAT* равна *NOPLAT*, деленной на доход.

Таблица 19.3. Равнозначность номинальной и реальной оценок стоимости

Гол	Номинальная оиенкз				Скорректированная реальная оценка			
	2	3	4	5	2	3	4	5
ROIC[& %)	23.3	26.6	29.1	26.0	17.7	16.5	16.3	16.0
Норма NOPLAT {в %)	11.7	12.1	12.4	12.4	10.3	9.9	9.6	9.6
WACC <i>i</i> B %}	29.6	29.6	29.6	18.8	8.0	8.0	8.0	8.1)
Продленный рост <i>ln</i> % <sup>1</sup>				100				0.0
Продленная ROIC, реальная (в %)				16.0				16.0
FCF/СV	84	94	108	2076	70	66	63	1202
Коэффициент дисконтирования	0.772	0.595	0.459	0.459	0.926	0.857	0.794	0.754
Приведенная стоимость FCF/СV	65	56	50	954	65	56	50	954
Дисконтированный денежный поток		1125				1125		

### Другие бухгалтерские проблемы

В развивающихся странах зачастую царят совершенно другие обычаи бухгалтерского учета, нежели в развитых странах. Это может изрядно затруднить вам выявление базовых экономических характеристик компании. В некоторых странах приняты различные нормы учета инфляции, в соответствии с которыми корректируются данные финансовых отчетов. К тому же многие страны используют замысловатые схемы налоговых кредитов и других налоговых послаблений, сильно усложняющие оценку денежного налога. Конечно, эта глава не может вместить описание всех подобных тонкостей по каждой отдельной стране, но некоторые наиболее типичные проблемы мы здесь рассмотрим. Самое главное, о чем следует помнить, - что многие проблемы, связанные с радикальными различиями бухгалтерских систем, зачастую удается преодолеть, надлежащим образом сведя данные финансовых отчетов в единый расчет денежного потока.

**Учет инфляции.** В некоторых странах, таких как Колумбия, Мексика, Венесуэла (а раньше еще и Бразилия), компании обязаны вести отчетность с поправкой на инфляцию (или, как иногда говорят, с поправкой на деньги). Такая поправка сводится к переоценке активов, отражающей эффект инфляции и изменений валютного курса. Обычно переоценке с учетом текущей инфляции подвергаются постоянные активы и иногда запасы; коррекция дебиторской и кредиторской задолженности, как правило, не требуется. Ради соблюдения равновесия в балансе поправки вносятся также в собственный капитал — либо напрямую, либо через резервы. Хотя инфляционные поправки не получают непосредственного денежного воплощения, пока они не реализованы (т. е. пока запасы или предприятие не проданы), они зачастую оказывают влияние на величину выплаченного денежного налога, что необходимо учитывать при расчете денежных потоков.

Гиперинфляция. В странах, страдающих от гиперинфляции (когда инфляция превышает 25% в год), компании часто ведут отчетность в ценах на конец года<sup>3</sup>. Так, в отчет о прибылях и убытках вносятся поправки, чтобы показать, например, доход в ценах на конец года. Если доход учтен в июле в июльских же ценах, величина дохода в годовом отчете будет показана в пересчете на покупательную способность национальной валюты на конец года. В противном случае в странах с высокой инфляцией статьи отчетов нельзя было бы суммировать, так как они отражали бы разные уровни покупательной способности. В балансе такие поправки затрагивают только постоянные активы, запасы и собственный капитал; дебиторская и кредиторская задолженность и без того отражаются по состоянию на конец года. При проведении стоимостной оценки в условиях высокой инфляции такого рода поправки в основные средства необходимо исключать из расчета капитальных затрат.

**Оценка денежного налога.** На развивающихся рынках точная оценка денежного налога порой вырастает в гигантскую проблему. Ярким примером может служить Бразилия, где налоговый кодекс то и дело меняется весьма радикальным образом. В 1996 г. Бразилия отменила обязательную поправку на инфляцию в отчетности компаний и снизила ставку корпоративного налога до 30,5%. В 1997 г. правительство отменило норму, согласно которой социальный сбор подлежал вычету из налоговой базы, тем самым фактически повысив корпоративную ставку до 33%. Дабы возместить потерю налоговой защиты, которую создавала поправка на инфляцию, правительство разрешило компаниям вычитать из налоговой базы прирост собственного капитала, кроме обязательных для уплаты 15%. Словом, прежде чем браться за стоимостную оценку на развивающихся рынках, следует хорошенько разобраться в особенностях их налогового регулирования, влияющего на величину денежного налога.

## РАСХОЖДЕНИЯ МЕЖДУ ВАЛЮТНЫМИ КУРСАМИ И ИНФЛЯЦИЕЙ

На многих развивающихся рынках денежные потоки компаний изначально складываются из разных валют. Значительная часть дохода и долга компании может иметь, скажем, долларовое выражение, тогда как расходы осуществляются главным образом в местной валюте. Возьмем для примера экспортера нефти. Он получает доход от продажи нефти по долларovým ценам, а большинство его издержек (оплата труда, местные закупки) номинировано в местной валюте. Если обменные курсы валют не корректируются немедленно на разницу в уровнях инфляции (т. е. если паритет покупательной способности не выдерживается непрерывно, в каждый момент времени),

<sup>3</sup> Некоторые компании обходят проблему, ведя отчетность в долларах США.

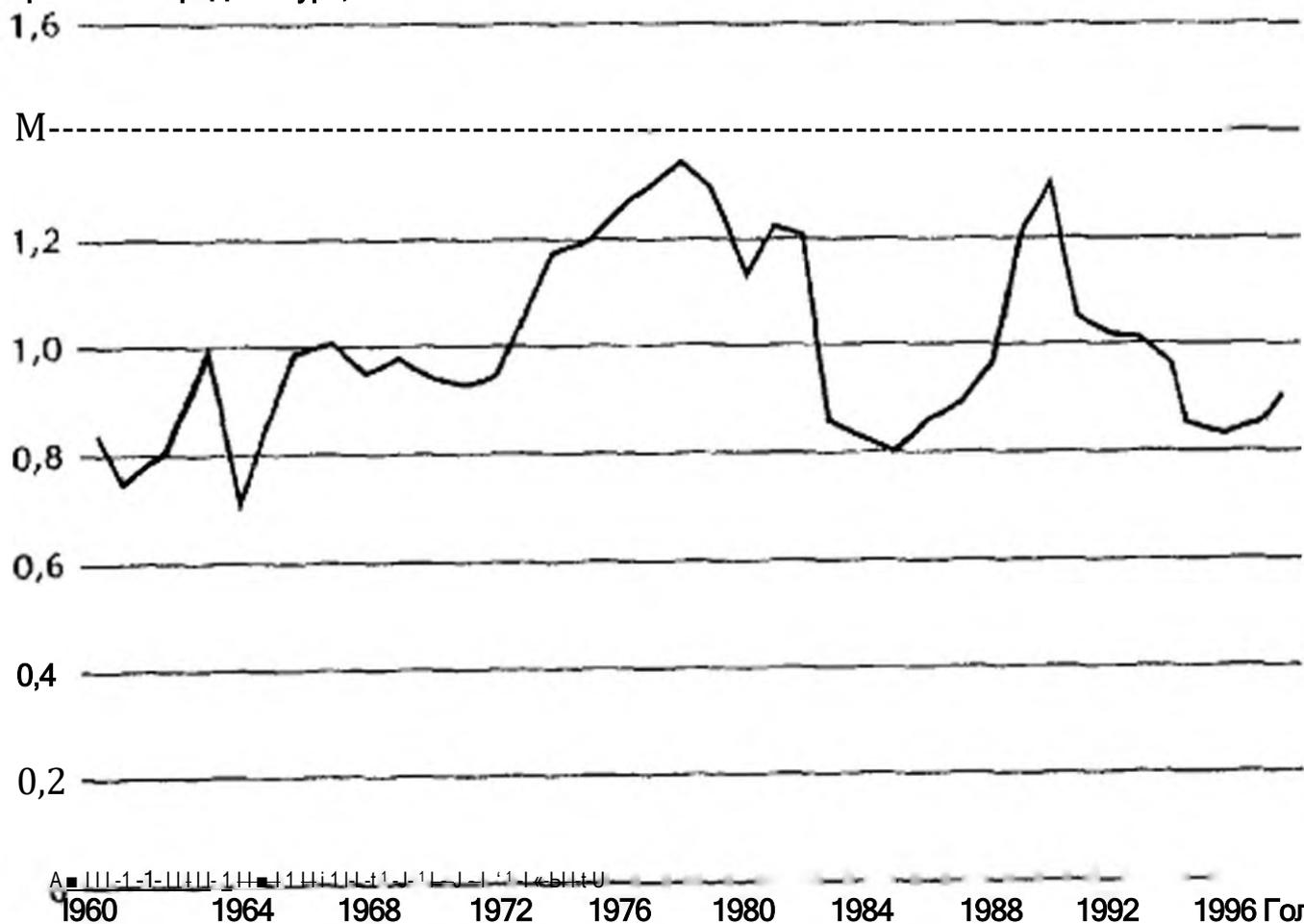
то текущие показатели нормы операционной прибыли и денежного потока компании будут заметно отклоняться от своего долгосрочного тренда.

Оценивая эффект колебания валютных курсов, важно помнить два обстоятельства. Во-первых, на длительных отрезках времени паритет покупательной способности соблюдается. Другими словами, обменные курсы валют в конце концов корректируются на разницу в уровнях инфляции между двумя странами. Во-вторых, на протяжении десяти или более лет отклонение валютных курсов от линии паритета покупательной способности может достигать 20—25% (хотя исключительно трудно дать точную оценку валютных курсов, скорректированных на паритет покупательной способности).

Например, если бы с 1960 по 1998 г. у вас имелась сумма бразильской валюты, которая изначально оценивалась в 100 млн дол. США, то к концу этого срока она стала бы стоить меньше одного американского цента. Однако с поправкой на паритет покупательной способности стоимость валюты практически не изменилась, как явствует из рисунка 19.2. Иначе говоря, если бы в этот период вместо бразильских денег на 100 млн дол. вы держали некие бразильские активы на ту же сумму, стоимость которых увеличивалась бы вровень с инфляцией, к 1998 г. ваши активы продолжали бы стоить примерно 100 млн дол.

Рисунок 19.2. Курс бразильской валюты, скорректированный на паритет покупательной способности

Индексированный средний курс, 1960–1998 гг



Составляя прогноз будущей деятельности компании, вы прежде всего должны выяснить, не завышен (или не занижен) ли текущий валютный курс суметом паритета покупательной способности, и если да, то в какой мере. После чего вы сможете оценить влияние такого завышения (занижения) на прибыльность компании. Наконец, проведите анализ чувствительности, чтобы определить, как скажутся на прибыльности разные сроки возврата к паритету покупательной способности. Составляя прогноз, не забывайте также об общих экономических перспективах компании и ее бизнеса (а конкретнее, о том, каков долгосрочный устойчивый уровень нормы операционной прибыли и *ROIC*).

### ОЦЕНКА С УЧЕТОМ РИСКОВ, ХАРАКТЕРНЫХ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Главное, что отличает стоимостную оценку компаний на развивающихся рынках по сравнению с развитыми рынками, - это высокий уровень риска. Здесь вам придется брать в расчет не только те риски, которые связаны со стратегией компании, ее рыночной позицией и отраслевой динамикой (как на развитых рынках), но и те, что порождаются сильной изменчивостью рынков капитала, а также нестабильностью макроэкономической и политической среды. К числу рисков, которые следует учитывать на развивающихся рынках, относятся высокая инфляция, макроэкономическая неопределенность, государственный контроль над капиталом, политические риски, угроза войн и гражданских беспорядков, изменения в государственном регулировании, неразвитая культура договорных отношений и слабая защита прав инвесторов, коррупция.

#### **Как учитывать страновые риски: «за» и «против»**

Существуют разнообразные мнения по поводу того, каким образом следует учитывать эти дополнительные риски при оценке дисконтированного денежного потока и в расчет какой переменной их следует включать — в денежный поток (числитель) или ставку дисконтирования (знаменатель). С нашей точки зрения, учет рисков в величине денежного потока посредством взвешивания сценариев по вероятностям создает более солидную аналитическую базу для оценки стоимости, нежели встраивание рисков в ставку дисконтирования.

В пользу этой точки зрения говорят четыре практических довода. Во-первых, большинство страновых рисков, таких как экспроприация, девальвация или война, в значительной мере поддаются диверсификации (хотя, конечно, и не полностью, что наглядно продемонстрировал экономический кризис 1998 г.). Финансовая теория недвусмысленно гласит, что

затраты на капитал должны отражать только недиверсифицируемые риски. Диверсифицируемые риски лучше учитывать в денежном потоке. Тем не менее, как показало недавнее исследование, большинство менеджеров упорно предпочитает прибавлять некоторую дополнительную премию за риск к ставке дисконтирования<sup>4</sup>. (Впрочем, постепенно становится все больше компаний, которые делают поправку на риск именно в денежном потоке.)

Во-вторых, многие страновые риски не в равной степени затрагивают все компании данной страны. Скажем, банки скорее подвергнутся национализации, нежели фирмы розничной торговли; а от девальвации валюты некоторые компании (экспортеры сырья) даже выигрывают, тогда как другим (импортерам сырья) она наносит серьезный ущерб. Применение ко всем компаниям страны одинаковой премии за риск означало бы завышение риска для одних и занижение для других.

В-третьих, страновые риски, как правило, носят односторонний характер (т. е. представляют лишь угрозу, не суля никаких выгод при благоприятном развитии событий). Такие «однобокие» риски гораздо легче отразить в сценариях денежного потока, нежели в ставке дисконтирования. В большинстве случаев попытки встроить риск в ставку дисконтирования дают лишь ситуационный эффект (*ad hoc*) или «улавливают» только кредитный риск страны, а не риск собственного капитала. Чаще всего при этом поступают следующим образом: включают в ставку дисконтирования премию за страновой риск, которая равна разнице в процентных ставках между номинированными в долларах США местными правительственными облигациями и правительственными облигациями США (с одинаковыми сроками погашения). Но во многих странах вложения в акции компаний отличаются меньшим риском, чем инвестиции в правительственные облигации. Скажем, облигации аргентинской нефтяной компании YPF имеют более низкую доходность к погашению (отражающую соответственно более низкий риск инвестиций), чем займы аргентинского правительства. К тому же риск, сопряженный с инвестициями в компании, имеет и положительную и отрицательную стороны (т. е. несет в себе не только потенциальную угрозу, но и возможность выигрыша), тогда как риск инвестиций в правительственные облигации может обернуться только проигрышем.

Наконец, мы считаем, что выявление каждого типа риска и его влияния на величину денежного потока помогает менеджерам глубже вникнуть в особенности оцениваемой компании, нежели «черный ящик» премии за риск, прибавляемой к ставке дисконтирования. Определив конкретные факторы риска, оказывающие наибольшее влияние на стоимость, менеджеры могут лучше планировать меры по защите от таких рисков.

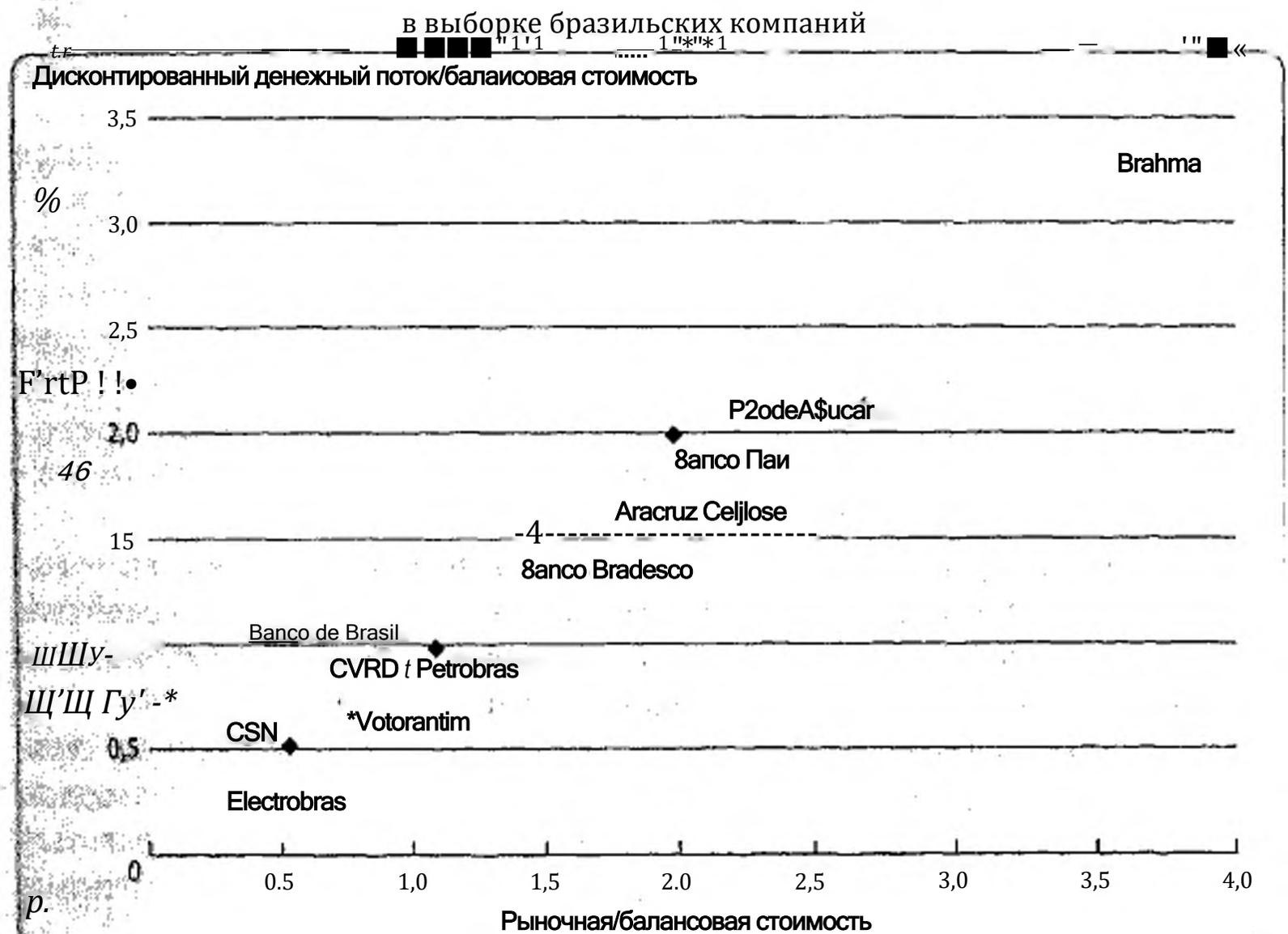
Содержат ли рыночные оценки компаний из развивающихся стран значительную премию за риск? Мы попытались выяснить это на приме-

<sup>4</sup> См.: Г. Keck, E. Levengood, and A. Longfield. Using Discounted Cash Flow Analysis in an International Setting: A Survey of Issues in Modeling the Cost of Capital // Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 11. № 3. Fall 1998.

ре небольшой выборки акций бразильских фирм. Мы составили для этих компаний прогнозы денежных потоков на 10 лет вперед, взяв за основу опубликованные прогнозы инвестиционных банков, которые охватывали по меньшей мере три года и были выполнены примерно за месяц до даты нашего анализа (10 апреля 1999 г.). На годы за пределами определенного прогнозного периода мы наметили некоторые коэффициенты (такие как  $NOPLAT/WACC$ ), чтобы найти значения денежных потоков и продленной стоимости после года 10. Затем мы продисконтировали каждый прогнозный денежный поток по общемировым, характерным для конкретной отрасли затратам на капитал, скорректированным на структуру капитала и отражающим разницу в уровнях инфляции между Бразилией и США, но не отражающим премию за страновой риск. (Метод оценки общемировых, характерных для конкретной отрасли затрат на капитал мы опишем в следующем разделе.)

Наши оценки дисконтированного денежного потока оказались весьма близки к фактическим рыночным оценкам компаний (см. рис. 19.3). Разумеется, это не исчерпывающий пример, и полученные нами результаты не могут служить бесспорным доказательством того, что на бразильском рынке отсутствует какая-то особая премия за страновой риск. Но он по крайней мере показывает, что реальные цены акций не подтверждают

Рисунок 19.3. Рыночные цены и оценки дисконтированного денежного потока



дополнительную премию за страновой риск в размере 4-9%. Если бы мы включили такую премию в затраты на капитал, то наши оценки дисконтированного денежного потока были бы на 50-90% ниже рыночной стоимости.

### **Учет рисков в оценке денежного потока посредством разработки всеобъемлющих сценариев**

Проводя оценку на развивающихся рынках, сценарии, составленные для оцениваемой компании и для отрасли, следует тщательно сверять с макроэкономическими сценариями. Причем начинать разработку сценариев лучше именно с макроэкономического уровня в силу того влияния, какое оказывает общее состояние экономики на деятельность компании и отрасли.

К числу основных макроэкономических переменных, которые необходимо включать в сценарный прогноз, относятся темпы роста ВВП, уровень инфляции, валютные курсы, процентные ставки. Нужно также установить экономически обоснованные соотношения между этими переменными. Скажем, обменные курсы валют в значительной мере зависят от роста ВВП и инфляции. В сценарии высокой инфляции прогноз валютных курсов должен отражать долгосрочный инфляционный эффект, согласно паритету покупательной способности.

Далее определите, как изменения макроэкономических переменных влияют на каждую составляющую денежного потока. Сразу установите количественные соотношения между компонентами денежного потока и макроэкономическими переменными, с тем чтобы при изменении макроэкономического сценария денежный поток корректировался автоматически.

Теперь наступает очередь отраслевых сценариев. На развивающихся рынках соблюдается в основном такая же процедура разработки отраслевых сценариев, как и на развитых рынках, лишь с небольшими вариациями. Одна особенность заключается в том, что на развивающихся рынках отрасли зачастую сильнее зависят от действий правительства. Еще одна особенность — большая зависимость компаний от внешних рынков (откуда компания получает доходы или ресурсы). Выстраивая модель оценки, удостоверьтесь, что в ваших отраслевых сценариях учтены подобные макроэкономические условия.

В качестве иллюстрации давайте рассмотрим реальный пример - выполненную сторонним аналитиком (Merrill Lynch) оценку бразильской сети продуктовых магазинов *Rão de Açúcar*. В этом примере были разработаны три макроэкономических сценария по ситуации на сентябрь 1998 г. (см. табл. 19.4). Базовый сценарий предполагает, что Бразилия начинает серьезную налоговую реформу и страна продолжает получать международную помощь, благодаря чему экономика довольно быстро сможет оправиться от азиатского кризиса. Доходы и прибыли в этом сценарии — относительно стабильные.

Таблица 19.4. Сценарии: Рио де Агузар

Предпосылки, 1999 г	Базовый сценарий (международная помощь и налоговая реформа)	Спад (рост процентных ставок и дальнейшая нестабильность с ростом безработицы до 14%)	Девальвация (сильная девальвация с теми же итогами, как и в сценарии спада)
<b>Макроэкономические</b>			
валютный курс, к концу 1999 г		1,3	2,25
Средняя процентная ставка (в %) f 8 0		20 0	30 0
Реальный рост ВВП (-le %)	04	-3 0	-5,0
Инфляция (в %)	2,2	0,0	30,0
<b>Для компании</b>			
Рост продаж супермаркетов (в %) 17,2		17	42,6
Номинальный рост продаж то же магазина (в %)	12	-6,2	33,3
<b>Потребительский кредит</b>	Небольшое уменьшение кредитного остатка при краткосрочном повышении процентных ставок	Уменьшение остатка при увеличении спреда	На ближайшее время кредит отменяется

Согласно второму сценарию, бразильская экономика в ближайшие два года остается в состоянии спада с более высокими процентными ставками, замедлением роста ВВП и инфляции.

Третий сценарий предусматривает сильную девальвацию бразильской валюты (что, кстати, и произошло на самом деле) с ростом инфляции до 30% и «усыханием» экономики на 5%. События двух последних сценариев оказывают серьезное влияние на доходы и прибыли в ближайшие пять лет, но в долгосрочной перспективе ситуация выравнивается, возвращаясь к состоянию устойчивого роста.

Сводим параметры каждого из этих сценариев в единую величину денежного потока, затем дисконтируем его по отраслевым затратам на капитал, сделав поправку на структуру капитала Рио де Агузар и на разницу в уровнях инфляции между Бразилией и США. Теперь взвешиваем сценарии по вероятностям их осуществления. В таблице 19.5 представлены оценки дисконтированного денежного потока в каждом из трех сценариев, а также

Таблица 19.5. Стоимость по сценариям: Рио де Агузар  
(числовые данные, кроме вероятности, — в млн реалов)

	Дисконтированный денежный поток	Вероятность (в %)	Взвешенная стоимость
Базовый сценарий	1577	33-50	525-788
Спад	901	30-33	270-300
Девальвация	1145	20-33	229-381
Стоимость, взвешенная по вероятностям			1207-1288
Рыночная стоимость в сентябре 1998 г			1171

итоговая взвешенная по вероятностям стоимость. Базовый сценарий осуществим с вероятностью 33-50%. Два других сценария, судя по всему, менее вероятны. Величина дисконтированного денежного потока колеблется в диапазоне от -23 до +35% относительно базового сценария; такой большой разброс значений объясняется макроэкономической неопределенностью в рассматриваемый период времени.

Итоговая взвешенная стоимость насчитывает 1207-1288 млн реалов. Рыночная стоимость компании на момент оценки составляла 1171 млн реалов. Если бы мы строили расчет на денежном потоке базового сценария и специфичной для Бразилии премии за страновой риск (не считая кредитного риска) на момент оценки - в сентябре 1998 г. это 7,8%, — то в результате мы получили бы значение примерно 260 млн реалов, то есть гораздо и гораздо ниже рыночной стоимости. Взяв же долгосрочную бразильскую премию за страновой риск (не считая кредитного риска) — а именно 2%, - мы получаем более осмысленную оценку, 1044 млн реалов

## ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Оценка затрат на капитал — это всегда проблема, в любой стране, но на развивающихся рынках трудности возрастают многократно. В настоящем разделе мы введем базовые постулаты, на которых зиждется наш вариант решения этой проблемы, а также изложим сравнительно легкие в применении методы оценки отдельных компонентов затрат на капитал, которые согласуются и с теорией, и с практикой.

### Базовые постулаты

Во-первых, мы подходим к проблеме с точки зрения глобального инвестора - будь то многонациональная компания или международный инвестор диверсифицированным портфелем. Многие местные рынки еще не влились в мировой рынок, а возможности местных инвесторов вкладывать деньги за пределами своей страны зачастую ограничены. В результате затраты на капитал для местного и для глобального инвесторов существенно разнятся. Более того, оценка затрат на капитал для местных инвесторов в разных странах не укладывается ни в какую общую модель.

Мы исходим из того, что мировая экономика станет совершенно единой и что большинство развивающихся рынков станут открытыми и эффективными. Эта предпосылка позволяет применять МОДА для оценки затрат на капитал на развивающихся рынках. Мы, конечно, отдаем себе отчет в том, что отдельные развивающиеся рынки различаются между собой по степени интеграции с развитыми рынками и что применительно к более изолированным рынкам МОДА не безупречна. Но мы полагаем, что со временем

она будет лучше предсказывать ожидаемую доходность повсюду в мире. Мы считаем, что страны, где действует контроль над капиталом, ограничивающий местным инвесторам доступ к мировым безрисковым инструментам, рано или поздно снимут эти ограничения. Коль скоро мы оцениваем денежные потоки на годы вперед, в течение которых большинство развивающихся рынков успеет интегрироваться в мировую экономику, на наш взгляд, у нас есть основания применять МОДА с минимальными поправками для оценки затрат на капитал на развивающихся рынках.

И еще один вспомогательный постулат. Большинство страновых рисков поддается диверсификации, с позиции глобального инвестора. Значит, многие добавочные риски, характерные для развивающихся рынков, нужно учитывать еще при вычислении денежного потока, а не при определении ставки дисконтирования (как и говорилось в предыдущем разделе).

Из всего этого следует, что затраты на капитал на развивающихся рынках, как правило, должны быть приблизительно равны общемировым затратам на капитал, с поправкой на местную инфляцию и структуру капитала. Прежде чем переходить к собственно методологии оценки затрат на капитал для развивающихся рынков, предлагаем несколько соображений общего характера.

**Единых правил» нет, исходите из конкретных условий.** Некоторые приемы оценки затрат на капитал для развивающихся рынков лучше других, но единого мнения по этому поводу не существует. К тому же многим развивающимся рынкам свойственны громадные информационные бреши, а проще говоря, острая нехватка данных. Поэтому мы советуем гибкий подход: ♦«собирайте» затраты на капитал «по кирпичикам»\*.

Затраты на капитал меняются. Затраты на капитал на развивающихся рынках могут меняться в зависимости от инфляционных ожиданий (которые проявляются в безрисковой процентной ставке и затратах на заемные средства), степени открытости экономики и ожидаемой изменчивости рынка. Включить эти переменные в затраты на капитал можно двумя способами: либо рассчитывать затраты на капитал по годам на основании предположений для каждого года (рекомендуется для стран с высокой инфляцией, сильной изменчивостью и жесткими внутренними ограничениями), либо свести все подобные изменения в единую величину, прибавление которой к затратам на собственный и заемный капитал даст одно значение затрат на капитал за весь оцениваемый период.

**Какой бы метод вычисления затрат на капитал вы ни избрали, соблюдайте соразмерность с оцениваемым денежным потоком.** Если вы используете номинальный денежный поток в местной валюте, затраты на капитал должны отражать местную инфляцию. Применительно к реальному денежному потоку инфляцию следует исключать из затрат на капитал.

Проводя оценку по сценариям, не допускайте двойной счет риска (т. е. не включайте премию за страновой риск в затраты на капитал).

### Оценка затрат на собственный капитал

В этом параграфе показано, как оценивать составляющие затрат на собственный капитал по стандартной версии МОДА, описанной в главе 10.

**Безрисковая процентная ставка.** На развивающихся рынках определить безрисковую процентную ставку не так легко, как на развитых рынках. Вот три главные сложности. Большинство правительственных займов на развивающихся рынках фактически не свободно от риска: зачастую такие займы имеют рейтинг ниже инвестиционного класса. На многих развивающихся рынках не часто встречаются займы на срок дольше трех лет. Наконец, долгосрочные займы, когда они есть, обычно номинированы в долларах США, в евро или в японских иенах, так что их процентные ставки не годятся для дисконтирования номинальных денежных потоков в местной валюте.

Для преодоления этих препон советуем пользоваться методом «конструктора»: рисунок 19.4 показывает три способа, как «собрать из кусочков» безрисковую процентную ставку на развивающемся рынке (при условии, что денежный поток номинирован в местной валюте).

Выбор того или иного способа расчета зависит от того, какие долговые инструменты имеются в вашем распоряжении и от их ликвидности. Если доступны все долговые инструменты, полезно воспользоваться всеми тремя способами, чтобы вывести адекватную безрисковую процентную ставку. Давайте начнем с некоторых определений.

Рисунок 19.4. Расчет безрисковой процентной ставки



- *Доходность местного займа.* Доходность к погашению долгосрочных облигаций, номинированных в местной валюте.
- *Премия за кредитный риск.* Дополнительная доходность, требуемая инвесторами от правительственных облигаций с рейтингом ниже AAA в качестве компенсации риска дефолта или ухудшения кредитных условий.
- *Разница в продолжительности.* Разница в доходности между облигациями с разными сроками погашения.
- *Премия за суверенный риск* Разница в доходности между местными правительственными облигациями, номинированными в долларах США, и облигациями правительства США с эквивалентным сроком погашения; включает в себя как страновой риск, так и кредитный риск.
- *Премия за страновой риск.* Некредитный риск, «встроенный» в премию за суверенный риск.
- *Соотношение уровней инфляции* Исчисляемая как сложный процент разница между местной инфляцией и инфляцией в США за 10 лет.

При использовании первого способа прежде всего надо отыскать местные облигации (в местной валюте) с самым длительным сроком погашения и определить их доходность к погашению<sup>5</sup>. Дальше из нее вычитается премия за суверенный риск, которая равна разнице в доходности между облигациями, номинированными в международной валюте (примером могут служить облигации Brady), и эквивалентными по сроку погашения правительственными облигациями США или Европейского союза. Вычитать премию за суверенный риск необходимо потому, что она отражает кредитный и другие риски, не имеющие касательства к безрисковой процентной ставке. Наконец, взятые за основу облигации корректируются к 10-летнему эквиваленту. Обычно вы можете увеличить продолжительность облигаций начислением инфляции по методу сложного процента. Однако для многих развивающихся рынков характерна более высокая инфляция в ранние годы. В результате кривая доходности «переворачивается», то есть с удлинением срока погашения доходность убывает.

При использовании второго способа начинайте с поиска продолжительных облигаций, номинированных в международной валюте, и определения их «стрип\*-доходности. Затем вычитается премия за суверенный риск. Если вы имеете дело с номинальным денежным потоком в местной валюте, в безрисковую процентную ставку надо внести поправку на местную инфляцию. Облигации в международной валюте уже отражают международную инфляцию, так что просто прибавьте разницу между международной и мест-

<sup>5</sup> На некоторых развивающихся рынках правительственные займы выпускаются с частичной гарантией международных финансовых институтов или под обеспечение облигациями Казначейства США. Применительно к таким займам вы должны отделить доходность к погашению негарантированной части, или так называемую «стрип»-доходность. (Оценки «стрип»-доходности можно найти в обычных источниках данных по облигациям)

ной инфляцией. Это можно проделать отдельно для каждого года (и тогда у вас будет набор годовых затрат на капитал), а можно вычислить разницу в инфляции как сложный процент (и тем самым получить единое значение затрат на капитал за весь период). Выбор того или другого приема зависит от расхождения между уровнями инфляции. Если это расхождение велико, годовые оценки затрат на капитал предпочтительнее.

Третий способ самый простой, и он пригоден для использования во всех странах. В нем за отправную точку берется доходность к погашению 10-летних облигаций правительства США, к которой прибавляется разница в уровнях инфляции между США и местным рынком, что дает местную номинальную безрисковую процентную ставку.

Ключевая предпосылка, на которой зиждется расчет безрисковой процентной ставки, заключается в том, что большинству инвесторов, включая и инвесторов на местных рынках, доступна международная безрисковая ставка. Однако в таких странах, как Индия или Китай, инвесторы не имеют доступа к мировой безрисковой ставке. Самый надежный инструмент, которым они располагают, - это займы местного правительства, но в доходности таких займов присутствует суверенный риск. Из этого следует, что затраты на капитал для иностранных инвесторов ниже, чем для местных инвесторов, по крайней мере в краткосрочной перспективе. По мере ослабления контроля над капиталом такое неравенство должно сгладиться. Точно определить срок, когда это произойдет, едва ли возможно; тем не менее при разработке сценариев его следует наметить.

**Премия за страновой риск.** Выше мы изложили наши доводы в пользу того, чтобы исключать из расчета премию за страновой риск. Если же вы все-таки хотите учесть страновой риск, начинайте с определения суверенного риска. Премия за суверенный риск равна разности между доходностью местных облигаций, номинированных в долларах США, и доходностью 10-летних облигаций правительства США. В отсутствие облигаций, номинированных в долларах, при расчете характерной для страны премии за суверенный риск нужно вычесть разницу в уровнях инфляции между данной страной и США.

Следующее, более спорное действие - вычесть заложенный в доходность кредитный риск, дабы вывести затраты на собственный капитал. Повторим еще раз: мы не считаем правильным включать в оценку затрат на собственный капитал риски дефолта и ухудшения кредитных условий (которые составляют кредитный риск облигаций). Рыночная премия за риск акций уже и без того отражает вероятность потери ваших инвестиций, так что повторное включение этого риска попросту означает двойной с'чет.

Как же нам устранить кредитный риск? Способа точно установить, какая доля премии за страновой риск приходится на кредитный риск, не существует, поэтому нам остается довольствоваться приблизительными оценками. Коль скоро рейтинговые агентства присваивают рейтинги об-



Таблица 19.6. Оценка беты: Рйо de А^усáг

	Бета относительно рынка США (по оценке BARRA)	Структура капитала (долг/собств капитал) (0%)	Бета (с долговой нагрузкой сообразно целевой структуре капитала и налоговой ставке в стране)
Рйо de Арусáг	1 01	65	1 01
Медиана по сопоставимым компаниям	0 66	19	0 85

которой придается долговая нагрузка в соответствии с целевой структурой капитала оцениваемой компании. Глобальная средняя бета сопоставимых фирм отрасли дает более достоверное представление о присущем компании риске, нежели регрессия доходности компании по доходности местного рынка. Кроме того, мы советуем проводить серию оценок стоимости с использованием разных значений беты. Скажем, для оценки бразильской розничной сети Рао de Агусáг мы взяли бы две беты, как показано в таблице 19.6: расчетное значение по прогнозам BARRA (1,0) и среднюю для сопоставимых компаний отрасли с соответствующей поправкой на долговую нагрузку (0,85)

Рыночная премия за риск. Расчет рыночной премии за риск на развивающихся рынках тоже сопряжен с изрядными трудностями. Качество и историческая хроника данных по доходности рынка акций и облигаций здесь обычно совершенно недостаточны для долгосрочных оценок. К тому же они практически бесполезны в качестве показателей ожиданий инвесторов - из-за бесконечных изменений правил регулирования. Применительно к рыночной премии за риск мы опять же советуем исходить из предпосылки все большей глобализации фондовых рынков. Как уже говорилось в главе 10, берите в качестве глобальных оценок 4,5-5%.

Рисунок 19 6 иллюстрирует сводный расчет затрат на собственный капитал для Рао de Агусáг.

### Оценка посленалоговых затрат на заемный капитал

Затраты на заемный капитал обычно гораздо проще оценить, чем затраты на собственный капитал, но на развивающихся рынках и это зачастую вырастает в проблему. Главная сложность — как определить подлинную доходность к погашению. На таких рынках долгосрочных процентных ставок просто нет. Текущие процентные ставки обычно носят краткосрочный характер, по крайней мере те, что доступны для «широкого пользования».

Затраты на заемный капитал для иностранных инвесторов равны общемировым отраслевым затратам, скорректированным на целевую структуру капитала оцениваемой компании и на местную инфляцию. Сложив уже

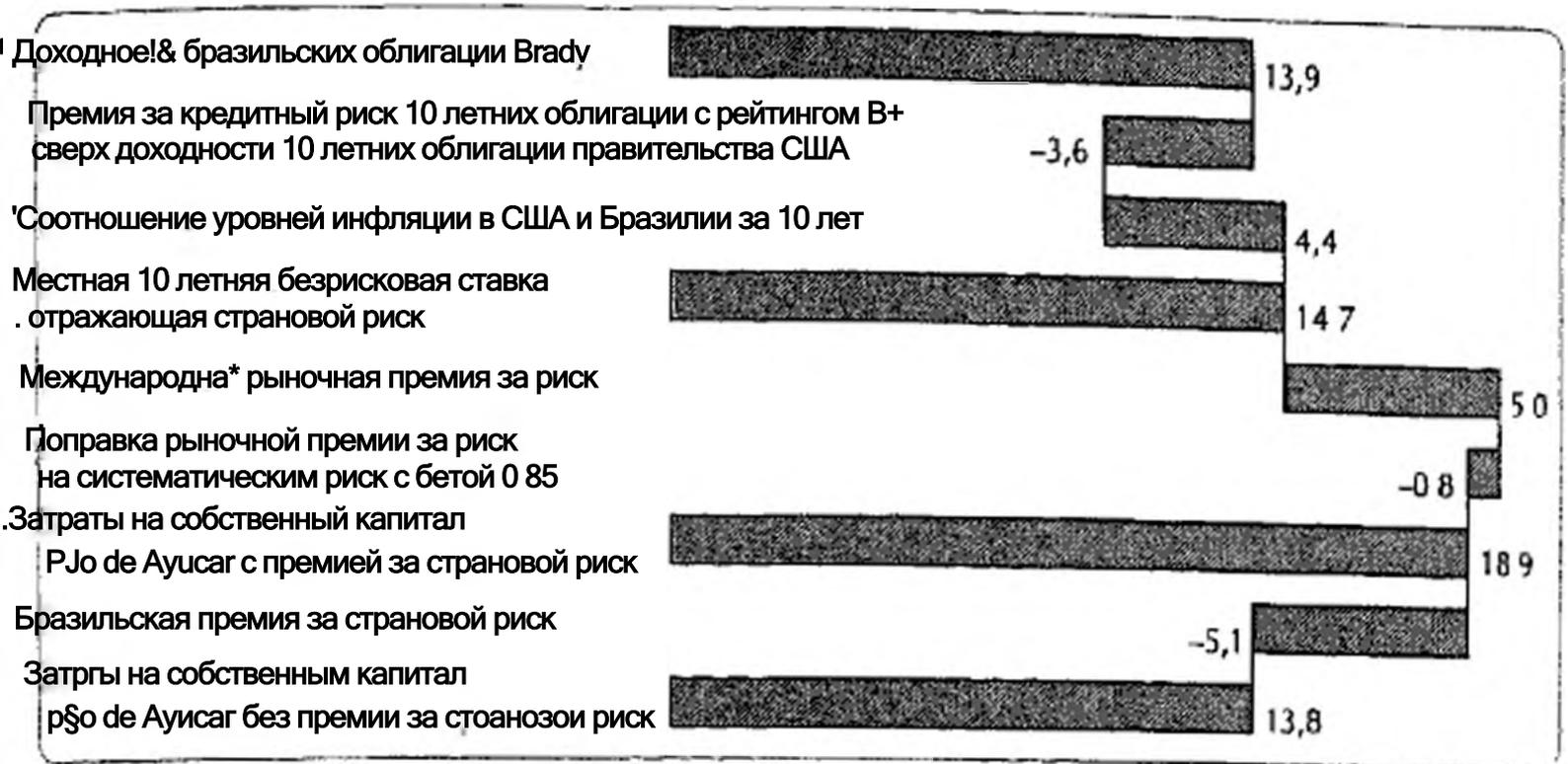


Рисунок 19.6. Затраты на собственный капитал: Рйо de Ауисар  
(числовые данные — в %)

известные компоненты — безрисковую процентную ставку, премию за кредитный риск и разницу в уровнях инфляции, - вы получите затраты на заемный капитал. Глобальные инвесторы должны помнить, что диверсификация облигационного портфеля устраняет страновой риск, поэтому никакую премию за страновой риск не следует включать в расчет затрат на заемный капитал. Например, у Coca-Cola или Colgate Palmolive, чьи прибыли и инвестиции по большей части приходятся на развивающиеся рынки, затраты на заемный капитал ничуть не выше, чем у компаний, ведущих бизнес исключительно на внутреннем рынке США. Давайте на конкретном числовом примере посмотрим, как вычисляются затраты на заемный капитал. Допустим, большинство глобальных сталелитейных компаний имеют кредитный рейтинг ВВ+, но оцениваемая местная компания сильнее обременена долговой нагрузкой, так что ее вернее наделить кредитным рейтингом ВВ. Вы можете воспользоваться безрисковой процентной ставкой для страны, к которой надо прибавить премию, требуемую инвесторами от корпоративных облигаций США с рейтингом ВВ сверх доходности правительственных облигаций США.

Ниже представлен расчет затрат на заемный капитал для Рао de Айсип

Доходность к погашению 10-летних облигаций правительства США	5,2%
Разница в уровнях инфляции между Бразилией и США за 10 лет	4,4%
Бразильская безрисковая ставка	9,6%
Разница в доходности между 10-летним займом правительства США и 10-летним корпоративным займом США с рейтингом В+	-3,6%
Затраты на заемный капитал для Рйо de Ауисар	13,2%

Во многих развивающихся странах рынок заемных средств отличается еще меньшей эффективностью, чем рынок акций. Издержки финанси-

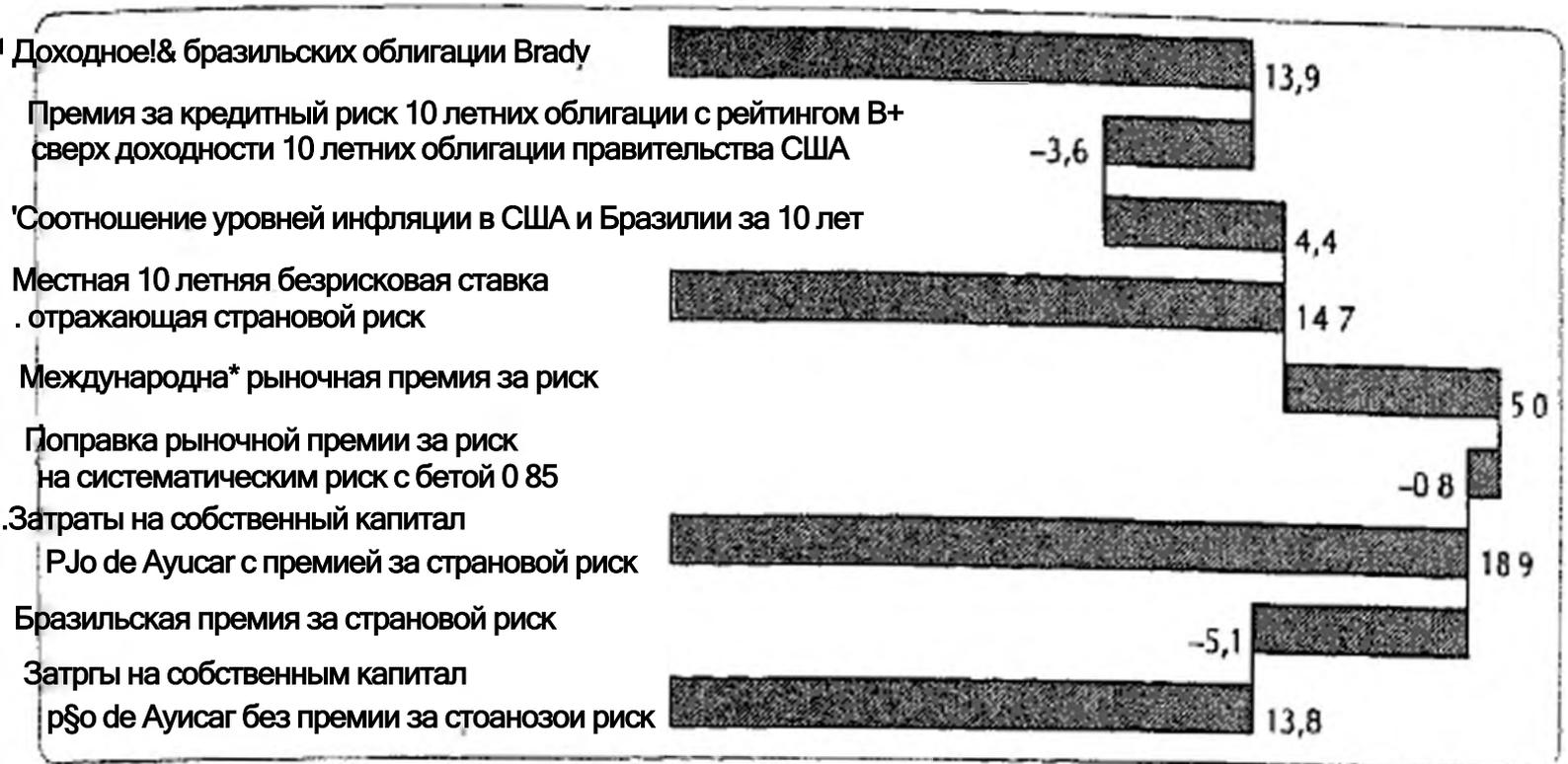


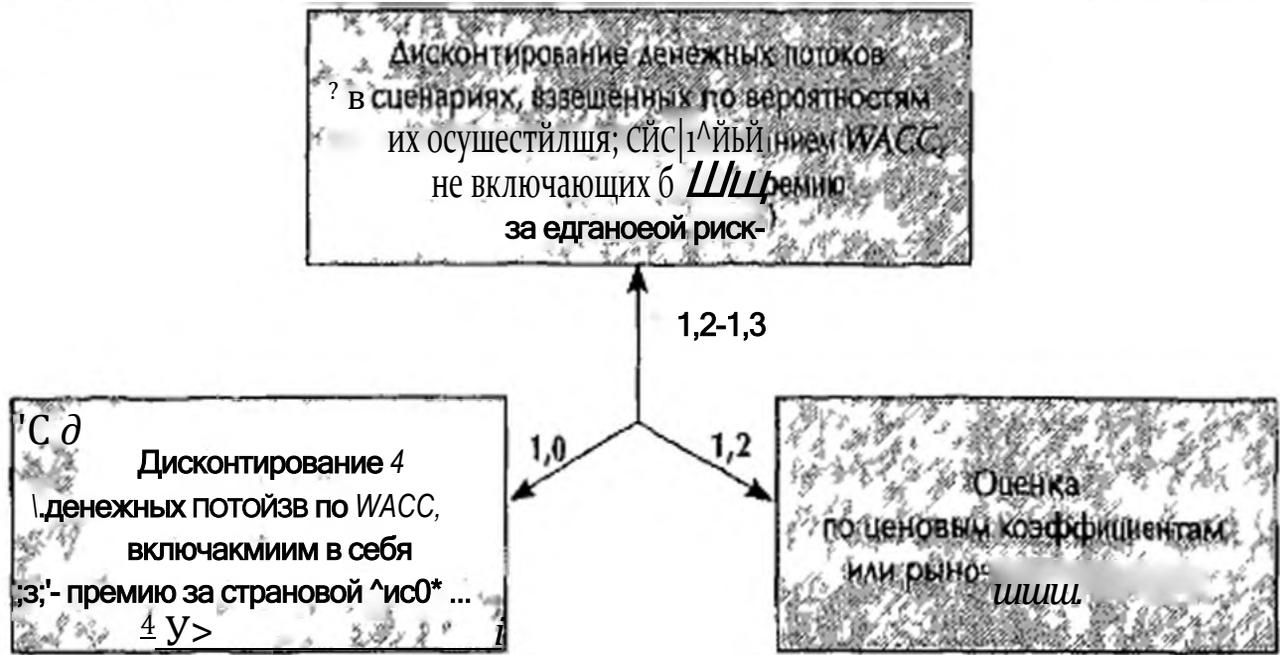
Рисунок 19.6. Затраты на собственный капитал: Рйо de Ауисаг  
(числовые данные — в %)

известные компоненты — безрисковую процентную ставку, премию за кредитный риск и разницу в уровнях инфляции, - вы получите затраты на заемный капитал. Глобальные инвесторы должны помнить, что диверсификация облигационного портфеля устраняет страновой риск, поэтому никакую премию за страновой риск не следует включать в расчет затрат на заемный капитал. Например, у Coca-Cola или Colgate Palmolive, чьи прибыли и инвестиции по большей части приходятся на развивающиеся рынки, затраты на заемный капитал ничуть не выше, чем у компаний, ведущих бизнес исключительно на внутреннем рынке США. Давайте на конкретном числовом примере посмотрим, как вычисляются затраты на заемный капитал. Допустим, большинство глобальных сталелитейных компаний имеют кредитный рейтинг ВВ+, но оцениваемая местная компания сильнее обременена долговой нагрузкой, так что ее вернее наделить кредитным рейтингом ВВ. Вы можете воспользоваться безрисковой процентной ставкой для страны, к которой надо прибавить премию, требуемую инвесторами от корпоративных облигаций США с рейтингом ВВ сверх доходности правительственных облигаций США.

Ниже представлен расчет затрат на заемный капитал для Рао de Айсип

Доходность к погашению 10-летних облигаций правительства США	5,2%
Разница в уровнях инфляции между Бразилией и США за 10 лет	4,4%
Бразильская безрисковая ставка	9,6%
Разница в доходности между 10-летним займом правительства США и 10-летним корпоративным займом США с рейтингом В+	-3,6%
Затраты на заемный капитал для Рйо de Ауисаг	13,2%

Во многих развивающихся странах рынок заемных средств отличается еще меньшей эффективностью, чем рынок акций. Издержки финанси-



<sup>1)</sup> Диапазон значений стоимости до взвешивания сценариев по вероятностям составлял 0,9–1,6 млрд реалов

<sup>2)</sup> Здесь используется значение 1,5 исходя из предпосылки, что премия за страновой риск изначально равна 5% и ежегодно снижается на 30% в течение всего прогнозного периода (10 лет)

Рисунок 19.7. Сравнение итоговых оценок: PZO de Arisag, сентябрь 1998 г.  
 (числовые данные — в млрд реалов)

## РЕЗЮМЕ

В этой главе мы разбирали, как оценивать компании на развивающихся рынках. Хотя принципы стоимостной оценки, приложимые к развитым рынкам, работают и на развивающихся рынках, сам процесс оценки здесь усложняется. Поскольку стоимость компаний на развивающихся рынках отличается большей изменчивостью, мы рекомендуем комплексный подход: оценку по ценовым коэффициентам сопоставимых компаний в сочетании с серией оценок на основании всеобъемлющего анализа сценариев. Результаты этой работы на примере компании PZO de Arisag представлены на рисунке 19.7. Итоговый диапазон значений стоимости составил 0,9–1,6 млрд реалов, но после взвешивания сценариев по вероятностям их осуществления он сузился до 1,0–1,3 млрд реалов.

# Применение модели оценки опционов для определения ценности гибкости

**Н**а протяжении всей этой книги мы применяем модель дисконтированного денежного потока для стоимостной оценки компаний. Модель дисконтированного денежного потока изначально возникла как инструмент оценки инвестиционных проектов и лишь позже распространилась на компании в целом. Благодаря развитию финансовой теории и вычислительной техники за последние лет десять практикующие финансисты сумели приспособить методы оценки финансовых опционов к анализу инвестиционных решений, или так называемых *реальных опционов*. Методы оценки опционов обладают преимуществом перед традиционной моделью дисконтированного денежного потока, поскольку позволяют выявить и количественно измерить ценности гибкости. По этой причине мы считаем, что применительно к инвестиционным решениям, которые сулят значительную гибкость в будущем, методы оценки опционов со временем вытеснят модель дисконтированного денежного потока. Произойдет ли такое же вытеснение в стоимостной оценке компании в целом - не вполне очевидно. Может статься, что весь набор активов и инвестиционных возможностей, которым располагает компания, практически нельзя оценить как опцион - по крайней мере пока нельзя.

Как известно, традиционная оценка чистой приведенной стоимости проекта предполагает, что проект продлится определенное время (скажем, 10 лет) и его ожидаемый свободный денежный поток следует дисконта-

ровать по скорректированной на риск ставке, именуемой затратами на капитал. Из полученной таким образом приведенной стоимости вычитаются изначальные инвестиции (отток денежных средств). Результат представляет собой чистую приведенную стоимость проекта, которая должна иметь положительное значение, чтобы оправдать запуск проекта. При этом стандартном подходе упускается из виду тот факт, что менеджеры в своих действиях располагают свободой маневра, то есть не учитывается управленческая гибкость. Если дела с проектом пойдут плохо, он может продлиться меньше 10 лет, так как будет «урезан» или вовсе прекращен. Если же проект окажется исключительно успешным, он может быть расширен или продлен. Наконец, не обязательно сразу же вкладывать деньги. Инвестиции можно отложить на следующий год или даже на более позднее время. Как мы увидим, модель оценки реальных опционов, в отличие от модели чистой приведенной стоимости, учитывает такую гибкость управления проектом.

Опцион наделяет своего владельца правом (но не обязанностью) купить или продать актив по заранее оговоренной цене, именуемой ценой исполнения опциона, в заранее оговоренный период времени, именуемый сроком исполнения опциона. *Право* осуществить некое действие - это и есть гибкость. *Необходимость* осуществлять действие есть отсутствие гибкости. Опцион «колл» дает право покупать, а опцион «пут» — продавать. Опционы можно обнаружить в балансе как на стороне активов, так и на стороне обязательств.

Опционы, связанные с активами, имеют преимущественное отношение к гибкости. Компания, располагающая опционами на приостановку и возобновление деятельности, на отсрочку, расширение, сокращение или окончательное прекращение операций, обладает большей гибкостью, а следовательно - и большей стоимостью, чем компания, у которой нет таких опционов. Опционы, связанные с активами, важны не только потому, что влияют на стоимость владеющих ими компаний, но и потому, что обеспечивают четкий критерий для принятия решения о том, когда начинать, останавливать или совсем прекращать деятельность. Так, опцион на открытие и закрытие добывающего предприятия может добавить от 30 до 40% к его приведенной стоимости, основанной на ожидаемом денежном потоке. К тому же такой опцион устанавливает четкие правила для принятия решений — например, «открыть шахту, когда цена криптошгга превысит 100 дол. за унцию».

^Опционы на стороне обязательств баланса легко распознать. Конвертируемые долговые обязательства и привилегированные акции дают держателям право обменять их на обыкновенные акции в заранее оговоренном конверсионном соотношении. Следовательно, они содержат в себе опцион «колл». Варранты позволяют своим владельцам покупать акции по фиксированной цене — снова опцион «колл». Управленческие опционы на акции\* по сути, представляют собой варранты, которые принадлежат менеджам компании. Наш обычный подход к стоимостной оценке требует

вычитания рыночной стоимости таких обязательств из совокупной стоимости коммерческого предприятия для определения стоимости собственного капитала<sup>1</sup>. Кроме того, опционы, связанные с обязательствами, влияют на величину средневзвешенных затрат на капитал. Анализ случайной выборки из 100 компаний, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, показал, что 43 из них имеют в обращении конвертируемые ценные бумаги, неотъемлемым элементом которых является опцион «колл».

Цель этой главы не в том, чтобы научить вас всем премудростям «опционной науки». Мы лишь хотим показать взаимосвязь между оценкой опционов и уже знакомыми вам методами (такими как расчет чистой приведенной стоимости и анализ дерева решений), представить некоторые примеры опционов на стороне активов и их практического использования, а также продемонстрировать, что опционы на стороне обязательств способны оказать существенное влияние на величину затрат на капитал.

## МЕТОДЫ ОЦЕНКИ РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

В своей книге «Инвестиции в условиях неопределенности» Диксити Пиндик на простом примере проиллюстрировали разницу между оценкой чистой приведенной стоимости и опционной оценкой<sup>2</sup>. Предположим, вы подумываете о том, не вложить ли вам 1600 дол. в новый проект по производству кой-чего (КЧ). Денежный поток на единицу КЧ составляет 200 дол., но к концу года он с равной вероятностью изменится до 300 или до 100 дол., после чего навсегда останется на новом уровне. Заметьте: *ожидаемый* денежный поток равен 200 дол., что представляет собой средневзвешенную значений денежного потока в рискованных исходах (300 и 100 дол.). Пусть затраты на капитал равны 10%. При условии, что одна единица КЧ может быть продана немедленно и дальше по единице в каждый последующий год, чистая приведенная стоимость (*NPV*) проекта вычисляется таким образом:

$$NPV = \text{MAX}[-\$1600 + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{200}{(1+0.1)^t}] - \text{MAX}[-\$1600 + \$2200, 0] = 600 \text{ дол.}$$

Согласно методу чистой приведенной стоимости, ожидаемый денежный поток проекта дисконтируется по средневзвешенным затратам на капитал. Правило принятия решений сводится к выбору наибольшего значения между величиной ожидаемого дисконтированного денежного потока или нулем (последнее означает, что проект отвергается). По правилу *NPV* выбирается

<sup>1</sup> Как показывают наблюдения, управленческие опционы на акции исполняются сверх всякой меры. Это обстоятельство следует учитывать при оценке стоимости компании.

<sup>2</sup> A. Dixit and R. Pindyck. Investment Under Uncertainty. Princeton, NJ: Princeton University Press. 1994.

максимальная (по состоянию на сегодняшний день) из ожидаемых стоимостей. В основе такого подхода лежит неявная предпосылка, что проект должен быть осуществлен немедленно или не осуществлен вовсе, ибо максимальное значение определяется прямо сейчас, на текущий момент. Эта предпосылка исключает из анализа возможность отсрочки инвестиций, скажем, на год, до тех пор пока не рассеется неопределенность с ценой продукта (в нашем примере - КЧ). Если мы примем в расчет такой опцион на отсрочку, то окажется, что по своим экономическим характеристикам проект выглядит много лучше:

$$\begin{aligned} \text{Оptionная стоимость} &= 0,5 \left[ \text{MAX} \left( \frac{-\$1600 + \$300}{U}, 0 \right) \right] + 0,5 \left[ \text{MAX} \left( \frac{-\$1600}{1,1} + \frac{\$100}{h(U)^r}, 0 \right) \right] \\ &= 0,5 \text{MAX} \left[ \frac{\$3300}{U}, 0 \right] + 0,5 \text{MAX} \left[ \frac{-\$1600 + \$1100}{U}, 0 \right] \\ &= 0,5 \left[ \frac{\$1700}{1,1} \right] + 0,5(0) = 733 \text{ дол.} \end{aligned}$$

Имея опцион на отсрочку, вы можете переждать с инвестициями в течение года и только тогда решать, вкладывать ли вам деньги, исходя при этом из новой информации о долгосрочном денежном потоке. Если к концу года денежный поток на единицу КЧ составит всего 100 дол., вы не станете исполнять опцион на инвестирование, если же денежный поток составит 300 дол., вы исполните опцион. При немедленном инвестировании  $NPV$  равна 600 дол., но, решись вы отложить инвестиции,  $NPV$  окажется еще выше - 733 дол. Следовательно, вы откладываете инвестиции.

Стоимость этого опциона «колл» (с ценой исполнения 1600 дол.; сроком исполнения один год; дисперсией, определяемой возможным отклонением денежного потока от уровня 200 дол.; базовым рисковым активом стоимостью 600 дол. в отсутствие гибкости) равна разности между стоимостью проекта, обладающего гибкостью, и стоимостью негибкого проекта: 733 дол. - 600 дол. = 133 дол. Заметьте также, что  $NPV$  проекта без опциона представляет собой величину, определенную на сегодняшний день как наибольшее из ожидаемого дисконтированного денежного потока или нуля; с другой стороны, опционная стоимость проекта — это ожидаемое значение ( $E$ ) величины, определяемой с учетом вновь поступающей информации в каждый будущий момент времени как наибольшее из дисконтированного денежного потока или нуля:

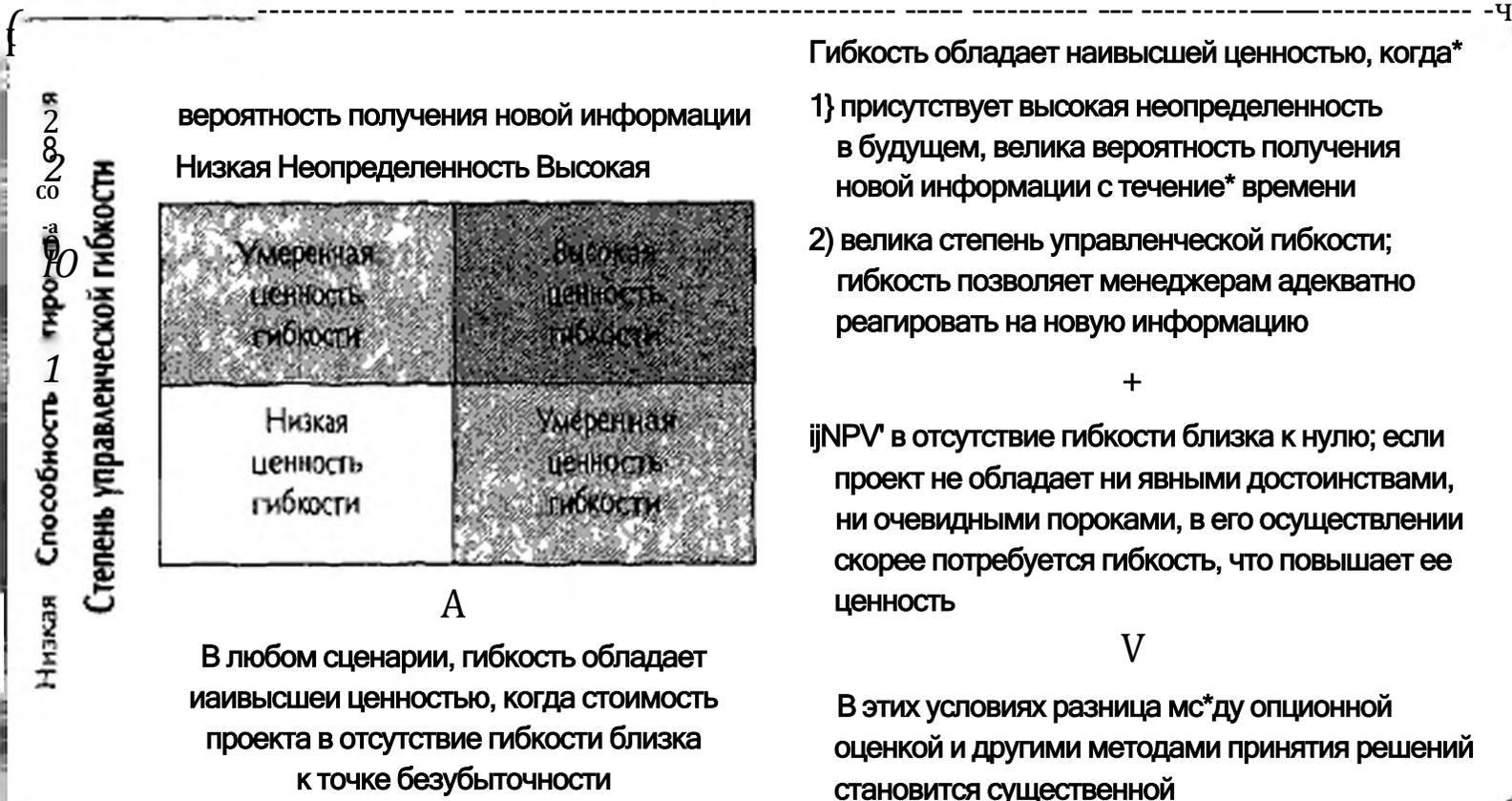
$$NPV = \text{MAX}_{t=0} \left[ \frac{\text{ожидаемый денежный поток}}{\text{затраты на капитал}}, 0 \right];$$

$$\text{Оptionная стоимость} = E \left[ \text{MAX}_{t=0} \left[ \frac{\text{денежный поток по новой информации}^N}{\text{затраты на капитал}} * 10 \right] \right].$$

Эти два метода оценки существенно разнятся подходом к использованию информации. В соответствии с методом чистой приведенной стоимости решение принимается на основе сегодняшних ожиданий будущей информации, тогда как опционный метод допускает гибкость в принятии решений в будущем по мере поступления новой фактической информации. Таким образом, оценка опционов «улавливает» ценность гибкости, а оценка *NPV* — нет. При опционной оценке стоимость проекта всегда оказывается выше, чем при оценке *NPV*. Иногда эта разница невелика. Так обычно бывает, когда *NPV* проекта настолько высока, что в его осуществлении едва ли потребуется какая-либо гибкость, или, наоборот, когда *NPV* имеет отрицательное значение. Наибольшее расхождение в значениях стоимости возникает тогда, когда *NPV* близка к нулю, то есть когда решение об осуществлении проекта напоминает опцион «колл» (см. рис. 20.1). Нам попадались примеры, когда такое расхождение превышало 100%. В большинстве этих случаев руководители компаний в конце концов отступали от правила *NPV* и принимали проект «из стратегических соображений». Когда вы ближе познакомитесь с концепцией реальных опционов, вы увидите, что она лучше согласуется с интуитивным пониманием бизнеса, нежели строгие предпосылки метода *NPV*.

В продолжение примера Диксита и Пиндика давайте посмотрим, что произойдет, если диапазон колебаний денежного потока на единицу *KЧ* увеличится с 300-100 дол. до 400-0 дол. Заметьте, что *NPV* *остаётся* прежней, ибо *ожидаемый* денежный поток не меняется; кроме того, мы исходим из предпосылки, что новый риск не связан с общим состоянием экономики, поэтому бета и затраты на капитал, согласно МОДА, остаются неизменными.

Рисунок 20.1. Когда пенна управленческая гибкость?



ми. Но стоимость опциона на отсрочку повышается, ибо она определяется решениями, принимаемыми по мере прояснения неопределенности:

$$\begin{aligned}
 \text{Оptionная стоимость} &= 0.5 \text{MAX} \left[ \frac{-\$1600 \text{ и } \$3400}{\text{и } £(1.1)^t}, 0 \right] + 0.5 \text{MAX} \left[ \frac{-\$1600 \text{ и } 0}{\text{и } (1+i)^t}, 0 \right] \\
 &= 0.5 \text{MAX} \left[ \frac{\$1800}{1.1}, 0 \right] + 0 \\
 &= 0.5 \left[ \frac{\$1800}{1.1} \right] * 1273 \text{ дол.}
 \end{aligned}$$

Теперь ценность гибкости возросла до 673 дол., поскольку изначальная неопределенность в этом случае выше. Стоимость опциона увеличивается с увеличением изменчивости лежащего в его основе рискового актива (денежного потока на единицу). Как и в случае с финансовыми опционами, стоимость реальных опционов зависит от пяти переменных: рыночной стоимости базового (лежащего в основе опциона) актива, цены исполнения опциона, времени до истечения срока опциона, изменчивости базового актива, безрисковой процентной ставки. Если применительно к финансовым опционам с этими переменными все ясно, то применительно к реальным опционам они требуют дополнительного определения. К тому же здесь присутствует еще одна, шестая, переменная — «дивиденды», порождаемые базовыми рисковыми активами.

Переменные, от которых зависит стоимость реальных опционов, описаны на рисунке 20.2. Обратите внимание на существенное различие между реальными и финансовыми опционами: в первом случае менеджеры могут воздействовать на стоимость базовых рискованных активов (подконтрольного

Рисунок 20.2. Шесть переменных, определяющих стоимость опциона



им проекта), тогда как финансовые опционы принадлежат сторонним участникам, которые уж никак не в состоянии повлиять на результативность базовых активов (скажем, акций IBM)

Без специальной подготовки менеджеры зачастую не способны распознать реальные опционы, а тем более определить их потенциальную стоимость. Примером тому может служить отрасль страхования жизни. В 1970-х годах многие могли приобрести пожизненный страховой полис с оговоркой, позволяющей взять в долг денежную сумму страховки под 9% на весь срок действия полиса. В то время процентная ставка по долгосрочным правительственным облигациям держалась около 4%, и никому в голову не могло прийти, что она когда-то поднимется до 9%. Но срок действия страхового полиса может быть довольно долгим — ровно таким, сколько надеется прожить держатель полиса. Какой тип опциона заключен в подобном страховом контракте и каковы параметры этого опциона? Держатель полиса имеет опцион «колл» на заимствование (т. е. на облигации, выпущенные страховой компанией) денежной суммы страховки (которая определяет величину займа) по фиксированной ставке в течение всего срока действия полиса. Присутствующая здесь неопределенность — это изменчивость процентных ставок. В 1981-1992 гг., когда процентные ставки достигли двузначных значений, держатели страховых полисов принялись занимать деньги под 9% и вкладывать их в правительственные облигации с двузначными ставками, прибирая к рукам разницу<sup>1</sup>. Пострадали на этом страховые компании, которым пришлось занимать под двузначный процент, а получать 9%. В результате многие из них обанкротились. Руководители этих компаний, придумавшие продавать такие страховки, попросту не отдавали себе отчет в стоимости заключенного в них опциона.

## СИСТЕМАТИКА ОПЦИОНОВ

Для того чтобы выявить различные типы операционной и стратегической гибкости, мы можем разбить опционы, связанные с активами, на пять взаимоисключающих (но не исчерпывающих) категорий.

Опцион на прекращение проекта/выход из бизнеса. Опцион на прекращение (или продажу) проекта — скажем, возможность покинуть действующую угольную шахту — формально эквивалентен американскому опциону «пут» на акции<sup>3</sup>. При неблагоприятном обороте событий к концу первого периода принимающий решение может отказаться от проекта и реализовать его ожидаемую ликвидационную стоимость, которую можно рассматривать как цену<sup>1</sup> исполнения опциона «пут». Когда приведенная стоимость

<sup>3</sup> Американский опцион может быть исполнен в любое время до истечения срока опциона. Европейский опцион может быть исполнен только в определенную дату и в завершении срока опциона.

активов падает ниже их ликвидационной стоимости (цены продажи), акт прекращения (продажи) проекта равнозначен исполнению опциона «пут». Поскольку ликвидационная стоимость образует нижний предел стоимости проекта, опцион на прекращение обладает ценностью. Следовательно, проект, который можно прекратить, стоит дороже такого же проекта, но не дающего этой возможности.

**Опцион на отсрочку развития.** Опцион на отсрочку инвестиций в развитие материальной базы формально эквивалентен американскому опциону «колл» на акции. К примеру, владелец лицензии на разработку неосвоенного нефтяного месторождения вправе приобрести уже освоенное месторождение, оплатив все лицензионные и арендные издержки освоения. Однако владелец лицензии может отложить развитие до тех пор, пока не поднимутся цены на нефть. Иными словами, управленческий опцион, сопряженный с владением неосвоенным месторождением, представляет собой опцион на отсрочку. Ожидаемые затраты на освоение можно рассматривать как цену исполнения опциона «колл». Чистый доход от производства за вычетом истощения запасов в результате разработки месторождения — это альтернативные издержки отсрочки инвестиций. Если альтернативные издержки слишком велики, то принимающий решение может предпочесть исполнить опцион (т. е. начать разработку месторождения), не дожидаясь истечения его срока.

**Опцион на расширение или сокращение.** Опцион на расширение масштабов проекта формально эквивалентен американскому опциону «колл» на акции. Например, руководство компании может принять решение построить производственное предприятие с избыточной для планируемого объема выпуска мощностью, чтобы впоследствии иметь возможность увеличить производство, если реализация продукта пойдет успешнее, чем ожидается. Опцион на расширение наделяет менеджеров правом (но не обязанностью!) при благоприятном для проекта стечении обстоятельств в дальнейшем осуществлять дополнительные инвестиции (скажем, для увеличения темпов производства). Опцион на сокращение масштабов проекта формально эквивалентен американскому опциону «пут» на акции. Многие проекты можно организовать таким образом, чтобы в дальнейшем без особых усилий свернуть объем производства. Предполагаемые на будущее расходы по проекту равнозначны цене исполнения опциона «пут».

**Опцион на продление или досрочное завершение проекта.** Нередко бывает возможно продлить срок полезной службы актива или действие контракта за определенную сумму денег - цену исполнения опциона. Возможно и обратное: досрочно вывести актив из эксплуатации или прервать контракт. Опцион на продление представляет собой «колл», а опцион на досрочное завершение — «пут». Соглашения об аренде недвижимости

зачастую содержат оговорки, за которыми, по сути, кроется опцион на продление или досрочное завершение лизинга.

**Опцион на увеличение или уменьшение охвата.** Охват проекта - это количество причастных к нему видов деятельности. Опционный характер этого свойства проекта выражается в способности на каком-то этапе в будущем сменить направление деятельности. Охват подобен диверсификации иногда при увеличении цены исполнения — совсем не вредно иметь возможность выбора из широкого набора вариантов. Опцион на увеличение охвата представляет собой «колл».

**Опционы на переключение.** Опцион на переключение (запуск/приостановку) проекта, в сущности, представляет собой портфель опционов, куда входят и «коллы», и «путы». Например, возможность возобновить операции по временно замороженному проекту эквивалентна американскому «коллу», а приостановить деятельность (закрыть предприятие) в неблагоприятных обстоятельствах — американскому «путу». Издержки возобновления (или остановки) операций можно рассматривать как цену исполнения «колла» (или «пута»). Проект, позволяющий быстро переключаться с активной деятельности на полное ее сворачивание (или с одного предприятия на другое и т. п.), стоит дороже аналогичного проекта, none обладающего подобной гибкостью. Такого рода опционы заключены, например, в гибкой производственной системе, способной выпускать несколько видов продукции, или в электроэнергетическом предприятии, которое может работать на нескольких видах топлива, или в возможности покинуть отрасль, а потом вновь туда вернуться.

**Сложные опционы.** Это опционы на опционы. Ярким примером могут служить поэтапные инвестиции. Например, строительство завода можно представить как последовательность реальных опционов, каждый из которых обусловлен предыдущим. На каждом этапе проект можно продолжить, вложив в него новую сумму денег (цена исполнения). И наоборот, на каждом этапе его можно прекратить, продав завод и выручив за него некую сумму. Другие примеры такого рода опционов — программы НИОКР, внедрение на рынок новых продуктов, разведка и освоение нефтегазовых месторождений или программы поглощений, первоначальные инвестиции в которых можно рассматривать как базу для последующих поглощений.

**«Арочные» опционы.** Множественные источники неопределенности порождают так называемые «арочные» опционы. В частности, большинству программ НИОКР свойственны два типа неопределенности: связанная с технологиями и связанная с рыночным успехом нового продукта. Последняя воплощается в динамике цены продукта от сегодняшнего, более или менее определенного уровня к будущим неизвестным уровням, зависящим отоб-

щего состояния экономики, как и от многих других неизвестных факторов. Следовательно, неопределенность, связанная с рыночным успехом продукта, нарастает с течением времени. Технологическая неопределенность, напротив, со временем убывает, по мере того как исследования и испытания все полнее выявляют свойства и возможности нового продукта. Такого же рода «арочный» опцион присутствует и в разведке/освоении природных ресурсов.

## СРАВНЕНИЕ РАЗНЫХ МЕТОДОВ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ

В этом разделе мы сопоставим три метода принятия решений: оценку чистой приведенной стоимости, анализ дерева решений и модель оценки опционов. Кроме того, мы введем фундаментальную концепцию, на которой зиждется модель оценки опционов. Суть этой концепции, вкратце, заключается в том, что всегда можно подобрать дублирующий портфель из рыночных ценных бумаг, который дает такую же отдачу, как и опцион, а следовательно, имеет такую же рыночную стоимость. Эту концепцию иногда называют *условием нулевого арбитража* или *законом единой цены* - на основании того факта, что активы, приносящие одинаковую отдачу, должны также иметь одинаковую цену в отсутствие арбитражных прибылей.

Возьмем для примера простой опцион на отсрочку. Предположим, у вас появилась возможность в конце года вложить 115 дол. в проект, который с равной вероятностью (50 на 50) принесет вам отдачу (денежный поток) в размере 170 или 65 дол. Безрисковая процентная ставка ( $r^f$ ) равна 8%. Среди обращающихся на рынке акций вы обнаружили «близнеца\*» вашего проекта, то есть бумагу, находящуюся с ним в совершенной корреляции, которая обеспечивает отдачу 34 или 13 дол. и продается по рыночной цене 20 дол. Заметьте, что отдача акции-«близнеца\*» в любом случае составляет ровно пятую часть отдачи вашего проекта. Есть два способа оценить ваш проект с помощью акции-«близнеца». Во-первых, вы можете найти соответствующие этой акции затраты на капитал и использовать их для дисконтирования ожидаемого денежного потока проекта - традиционный подход. Затраты на капитал ( $k$ ) вычисляются как ставка дисконтирования, уравнивающая приведенную стоимость ( $PV$ ) ожидаемого денежного потока проекта  $[E(FCF)]_j$  с приведенной стоимостью акции-«близнеца»:

$$PV = \frac{E(FCF)_j}{1+k}$$

$$20 = \frac{0,5(\$34) + 0,5(\$13)}{1+k}$$

$$k = 17,5\%$$

Коль скоро отдача акции-«близнеца» совершенно коррелирует с отдачей вашего проекта, ей должен быть свойствен и такой же риск, так что вы можете

дисконтировать ожидаемый денежный поток проекта по той же скорректированной на риск ставке 17,5%. Стадо быть, стоимость проекта равна:

$$\frac{\text{«Дато»}}{1 + r_f} = 100 \text{ дол}$$

Второй способ — подобрать дублирующий портфель, то есть портфель рыночных ценных бумаг, чей денежный поток полностью воспроизводит денежный поток вашего проекта. Допустим, вы хотите составить дублирующий портфель из  $N$  акций-«близнецов» и безрисковых облигаций на  $B$  долларов. При благоприятном стечении обстоятельств этот портфель принесет отдачу в размере 170 дол •

$$N(\$34) + B(1 + r_f) = 170 \text{ дол}$$

При скверном обороте событий портфель принесет отдачу 65 дол.:

$$N(\$13) + B(1 + r_f) = 65 \text{ дол}$$

Итак, у нас есть два уравнения с двумя неизвестными. Решения:  $N = 5$ ,  $B = 0$ . С такими решениями и при цене акции-«близнеца» 20 дол. приведенная стоимость вашего проекта и дублирующего портфеля должна быть одинаковой:

$$PV = 5N + B = 5(\$20) + 0 = 100 \text{ дол.}$$

Чистая приведенная стоимость проекта, если мы должны принимать решение об инвестировании сегодня же, равна приведенной стоимости притока денежных средств (100 дол.) минус приведенная стоимость оттока денежных средств (при определенном оттоке 115 дол. в следующем году, дисконтированном по безрисковой ставке 8%, его приведенная стоимость равна -106,48 дол.):

$$NPV = PV(\text{рисковый приток}) - PV(\text{определенный отток}) =$$

$$-\frac{\$115}{1,08} = \$100 - \$106,48 = -6,48 \text{ дол.}$$

При условии, что мы должны прямо сейчас определиться, вкладывать ли нам деньги в конце года, наше решение будет отрицательным - не вкладывать. Но ответ будет другим, если у нас есть опцион на отсрочку, позволяющий принять решение в следующем году, после того как мы воочию увидим, какой из двух возможных исходов осуществится в действительности. Прибегнув к анализу дерева решений, мы обнаружим (см. рис. 20.3), что чистый денежный поток при благоприятном обороте событий составит 170 дол. - 115 дол. = 55 дол., коль скоро мы решились инвестировать. При скверном обороте событий мы просто не станем инвестировать, так что чистый денежный поток будет нулевым. Продисконтировав ожидаемый



Решения:  $N = 2,62$ ,  $B = -31,53$  дол. Стоимость проекта, обладающего гибкостью в связи с опционом на отсрочку, равна:

$$\begin{aligned} \text{Опционная стоимость} - I (\text{цена акций-«близнецов»}) + B = \\ = 2,62(\$20) - \$31,53 * 20,86 \text{ дол} \end{aligned}$$

Стоимость самого опциона на отсрочку равна разности между стоимостью проекта, обладающего гибкостью, и его стоимостью в отсутствие гибкости:  $20,86 \text{ дол.} - (-6,48 \text{ дол.}) = 27,4 \text{ дол.}$  Это корректная, свободная от арбитража оценка. Соответствующая ей скорректированная на риск ставка дисконтирования равна 31,9% (а не 17,5%):

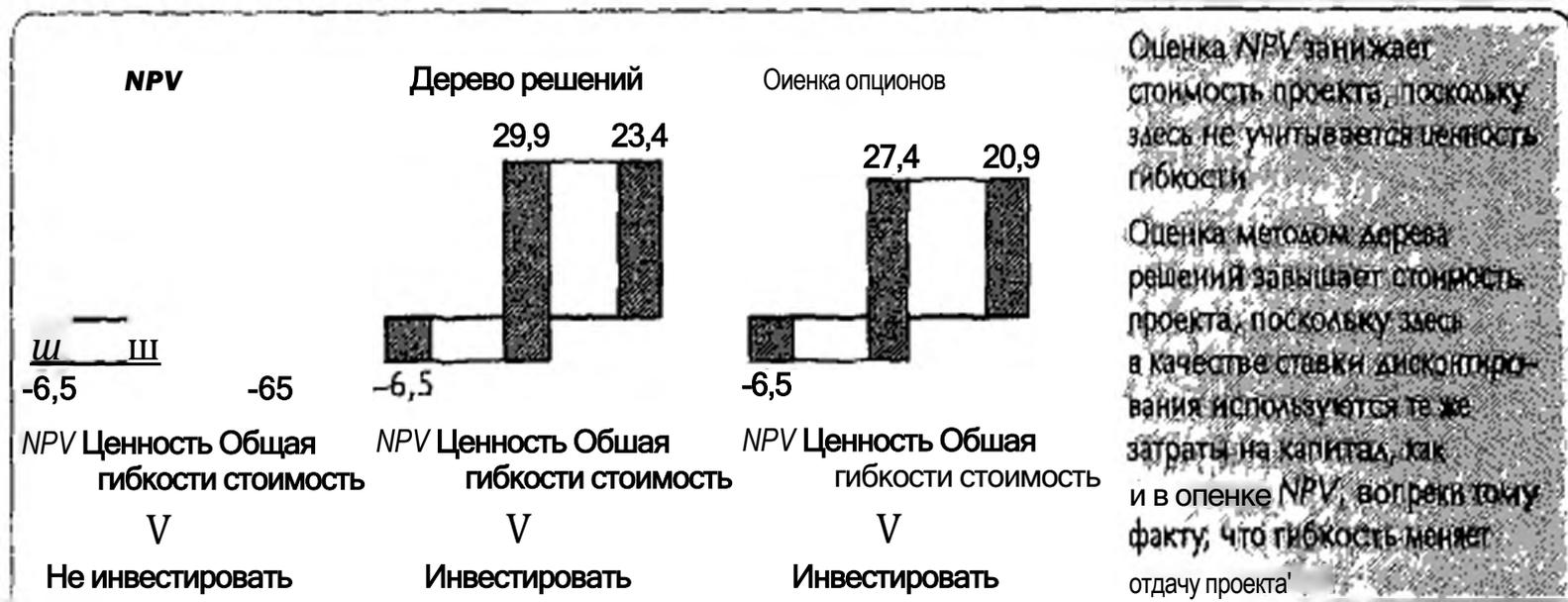
$$\$20,86 = \frac{0,5(\$55) + 0,5(\$0)}{(1+k)}$$

$k = 31,9\%$

Риск опциона на базовый рисковый актив всегда выше, чем риск самого базового актива. Проект в чистом виде имеет приведенную стоимость 100 дол. и равную вероятность (50 на 50) ее увеличения до 170 дол., то есть на 70%, или уменьшения до 65 дол., на 35%. Проект с опционом стоит 20,86 дол., и его отдача с равной вероятностью возрастет до 55 дол., то есть на 164%, или окажется нулевой, то есть снизится на 100%. Этот повышенный риск объясняет, почему скорректированная на риск ставка дисконтирования для проекта с опционом составляет 31,9%.

Результаты этого сравнения обобщены на рисунке 20.4. Оценка NPV занижает стоимость проекта, поскольку упускает ценность гибкости. Оценка методом дерева решений завышает ценность гибкости, поскольку в ней используется скорректированная на риск ставка дисконтирования, свойственная проекту, применительно к денежному потоку, сопряженному

Рисунок 20.4. Сравнение разных методов принятия решений  
(числовые данные — в дол.)



с опционом на отсрочку, - то есть к денежному потоку, который отличается гораздо более высоким риском.

Модель оценки опционов дает верное значение стоимости, поскольку в ней надлежащим образом учитывается ценность гибкости - на основе свободного от арбитража дублирующего портфеля. Но как найти акции-«близнецы»? Мы можем принять за такие акции сам проект (в отсутствие гибкости) и использовать его  $NPV$  (в отсутствие гибкости) в качестве рыночной цены, которой обладал бы проект, если бы действительно был представлен свободно обращающимися ценными бумагами. В конце концов, что может теснее коррелировать с проектом, чем сам этот проект? К тому же мы знаем, что приведенная стоимость (дисконтированный денежный поток) акций тесно коррелирует с их рыночной стоимостью, когда они не сопряжены ни с какими опционами. Чистая приведенная стоимость ожидаемого *денежного* потока проекта (в отсутствие гибкости) может служить приемлемым показателем рыночной стоимости акций-«близнецов». Будем называть такой подход отказом от рыночных активов.

Если мы берем в качестве акций-«близнецов\*» сам проект, то дублирующий портфель приносит *следующую* отдачу в благоприятных и неблагоприятных обстоятельствах (при безрисковой процентной ставке 8%):

$$N(\$170) + B(1 + \phi) = 55 \text{ дол.};$$

$$N(\$65) + B(1 + r_f) = 0 \text{ дол.}$$

Решив эти уравнения относительно неизвестных, находим:

$$N = 0,524; B = -31,53 \text{ дол.}$$

При условии, что приведенная стоимость проекта (в отсутствие гибкости) составляет 100 дол., стоимость дублирующего портфеля равна стоимости проекта, обладающего гибкостью, а именно:

$$N(\$100) - 531,53 = 0,524(5100) - \$31,53 = 20,86 \text{ дол}$$

Мы не случайно получили ровно тот же ответ, как и при использовании действительных акций-«близнецов»: в обоих случаях присутствует совершенная корреляция исходов.

*i*

## ЧИСЛОВЫЕ ПРИМЕРЫ

Опытные практики не должны испытывать особенных сложностей в понимании и применении модели оценки опционов. Используемый нами структурный подход требует лишь элементарного знания алгебры и владения компьютерными программами Excel или Lotus, но дает точно такие же результаты, как и более изощренные математические методы (например,

исчисление стохастических процессов). Мы прибегаем к структурированию, дабы упростить схему расчета приведенной стоимости, вместе с тем оставаясь в русле реальности.

### Дерево событий

Структурная модель, позволяющая оценивать стоимость базовых рисков активов, называется *деревом событий*. В дереве событий нет места «узлам» принятия решений; оно отображает эволюцию неопределенности, которую претерпевает приведенная стоимость базовых рисков активов. Допустим, мы рассматриваем проект с приведенной стоимостью 100 дол., изменчивостью 15% в год и ожидаемой доходностью 12% в год. Безрисковая процентная ставка равна 8%, а отток денежных средств, необходимый для осуществления проекта (при условии, что мы инвестируем немедленно), составляет 105 дол. Дабы выстроить модель единственного источника неопределенности (изменения стоимости проекта), мы можем выбрать один из двух типов дерева событий - геометрическое или арифметическое. Геометрическое дерево представляет собой увеличивающееся в геометрической прогрессии множество разветвлений (колебаний исследуемой величины вверх/вниз), воспроизводящее логарифмически нормальное распределение вероятных исходов, когда значения величины на восходящих ветвях стремятся к плюс бесконечности, а значения на нисходящих ветвях — к нулю. Мы отдаем предпочтение геометрическому дереву событий, ибо считаем, что стоимость проекта никогда не падает ниже нуля. (Арифметическое дерево представляет собой увеличивающееся в арифметической прогрессии множество колебаний исследуемой величины вверх/вниз, приблизительно воспроизводящее нормальное распределение вероятных исходов, когда значения величины стремятся к плюс или минус бесконечности.)

На рисунке 20.5 изображено геометрическое дерево событий, показывающее, как может измениться стоимость нашего проекта в течение пяти лет. Колебания вверх/вниз определяются следующими формулами<sup>4</sup>:

$$\text{Коэффициент роста} = u = e^{0.15T};$$

$$u = e^{0.15} = 1.1618.$$

$$\text{Коэффициент снижения} = d = \frac{1}{u} = \frac{1}{1.1618} = 0.8607.$$

<sup>4</sup> См.: J. Cox, M. Rubinstein, and S. Ross. Option Pricing, a Simplified Approach // Journal of Financial Economics. 1979 September. P. 229-263

- Где:  $e$  - основание натурального логарифма = 2,718,
- $\sigma$  - среднее квадратическое отклонение изменения стоимости проекта (в общем случае — доходности актива).
- $T$  - период времени (как часть года). — *Примечание научного редактора*

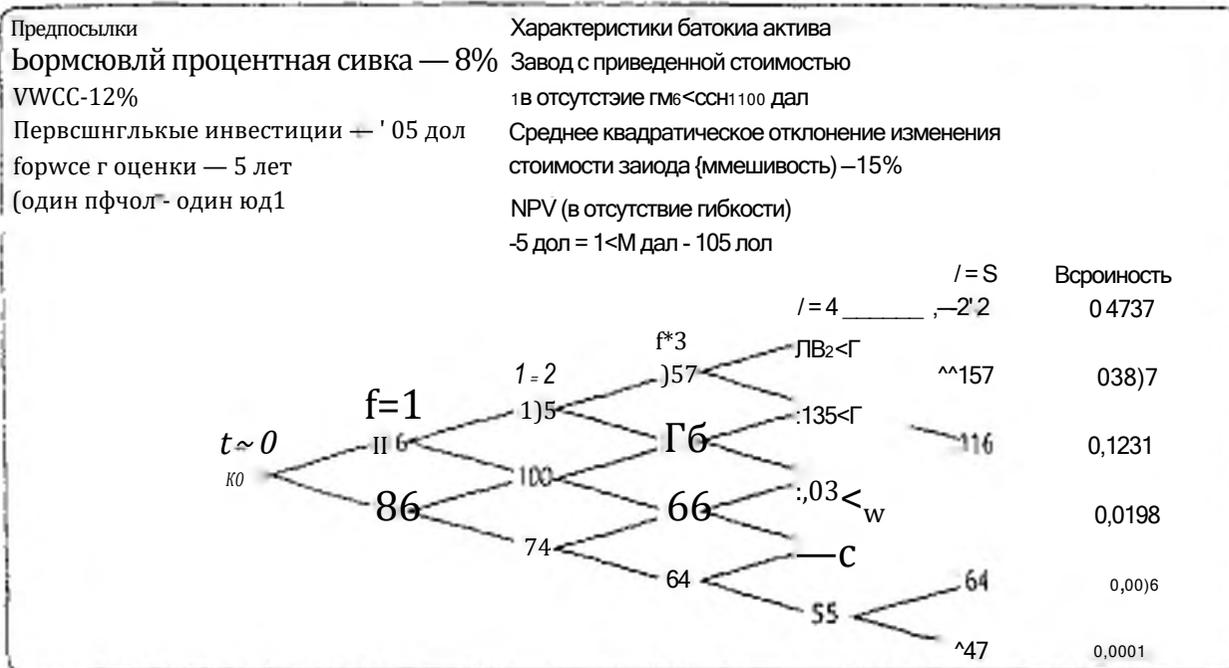


Рисунок 20.5. Дерево событий (в отсутствие гибкости)  
(числовые данные, кроме вероятности, — в дол.)

Заметьте, что колебания стоимости в сторону снижения в конечном счете сводятся к нулю:

$$Ud^n = 0.$$

Эмпирическая вероятность роста составляет 86,12%, вероятность снижения - 13,88%. Традиционным методом NPV мы можем вычислить приведенную стоимость для каждой ветви дерева событий, продисконтировав ожидаемую отдачу по скорректированной на риск ставке 12%. Возьмем для примера самую верхнюю ветвь в пятом периоде (t = 5). Приведенная стоимость представленных ею исходов равна:

$$PV = \frac{\text{ожидаемая отдача}}{1 + \text{скорректированная на риск ставка}}$$

$$\frac{0,8612(\$211,70) + 0,1388(1156,83)}{1,12} = \frac{\$182,32 + \$21,77}{1,12} = \$204,08$$

Проделав такие же расчеты для остальных ветвей, находим все значения, образующие дерево событий. Если мы должны прямо сейчас решить, осуществлять ли проект, нам придется его отвергнуть, поскольку он требует вложения 105 дол., тогда как приведенная стоимость его отдачи составляет только 100 дол.

5 Формула для расчета эмпирической вероятности роста (см. сноску 4):

$$e^{\sigma^2} = \frac{1 + 0,8607}{1,16 - 0,8607} = 0,8612.$$

Существует и другой подход. Вместо дисконтирования ожидаемой отдачи по скорректированной на риск ставке мы можем сначала скорректировать на риск саму отдачу (приписав ей скорректированные на риск вероятности, или, иначе говоря, вероятности при нейтральном отношении к риску), а затем уже дисконтировать ее по безрисковой ставке. Обозначив скорректированную на риск вероятность роста  $q$ , а вероятность снижения -  $1 - q$ , мы можем записать выражение приведенной стоимости следующим образом:

$$\frac{p_u \cdot q(uPV) + H(1-q)(dPV)}{1+r}$$

Решив это уравнение относительно скорректированной на риск вероятности (при нейтральном отношении к риску), получаем:

$$\frac{1+r-d}{u-d} = \frac{1+0,08-0,8607}{0,7283-0,2717}$$

Расчет скорректированной на риск отдачи проекта (с использованием вероятностей при нейтральном отношении к риску) и дисконтирование ее по безрисковой ставке дает точно такой же ответ, как и предыдущий метод. Приведенная стоимость исходов, представленных самой верхней ветвью дерева событий в пятом периоде, равна:

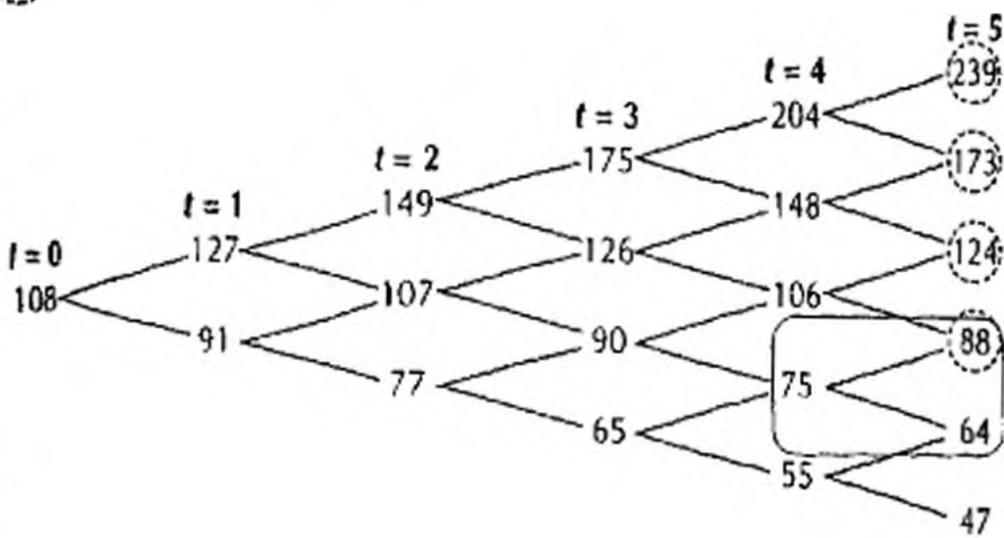
$$\frac{p_u \cdot \text{„ скорректированная на риск ожидаемая отдача „}}{1 + \text{ безрисковая ставка}} = \frac{0,7283(5211,70) + 0,2717(\$156,83)}{1+0,08} = \frac{\$154,18 + \$42,61}{1,08} = 182'21 \text{ дол.}'$$

Давайте теперь превратим дерево событий в дерево решений, введя реальные опционы.

### Дерево решений

Когда в дерево событий добавляются «узлы» принятия решений, оно превращается в *дерево решений*. В этом разделе мы покажем, как оценить гибкость, которая возникает, когда появляется возможность расширить, сократить или совсем прекратить проект. Допустим, наш простой проект и его отдачу можно увеличить на 20%, вложив дополнительно 15 дол., и что эта возможность расширения представляет собой американский опцион, который может быть исполнен в любое время на протяжении жизненного цикла проекта. Соответствующее дерево решений изображено на рисунке 20.6. Значения стоимости здесь следует рассчитывать, начиная от последних ветвей пошаговым движением вспять к настоящему времени. Возьмем самую верхнюю ветвь в пятом периоде. Без гибкости максимальная отдача составила бы 211,70 дол., но при расширении отдача равна  $1,2 \times 211,70 \text{ дол.} - 15 \text{ дол.} = 239,04 \text{ дол.}$  Коль скоро расширение увеличивает

решение расширить проект



Стоимость базового актива

$$PV^+ = 86$$

$$PV^- = 64$$

$$PV = 74$$

Управленческие решения (t=5)

$$88 = \text{Max}(88, 86 \times 1,2 - 15)$$

Аудирующий портфель

$$N = (88 - 84 \times 86 - 64)$$

$$\Delta = (88 - N \times 86) / (86 - 64)$$

$$N = 1,18 = -5 \times 4$$

Стоимость с опционом (f c ^

$$\text{Отжсжная стоимость} = N \times 74 + 8$$

Опционна\* GKNWoove 75

$$75 = \text{Max}(75, 74 \times 1,2 - 15)$$

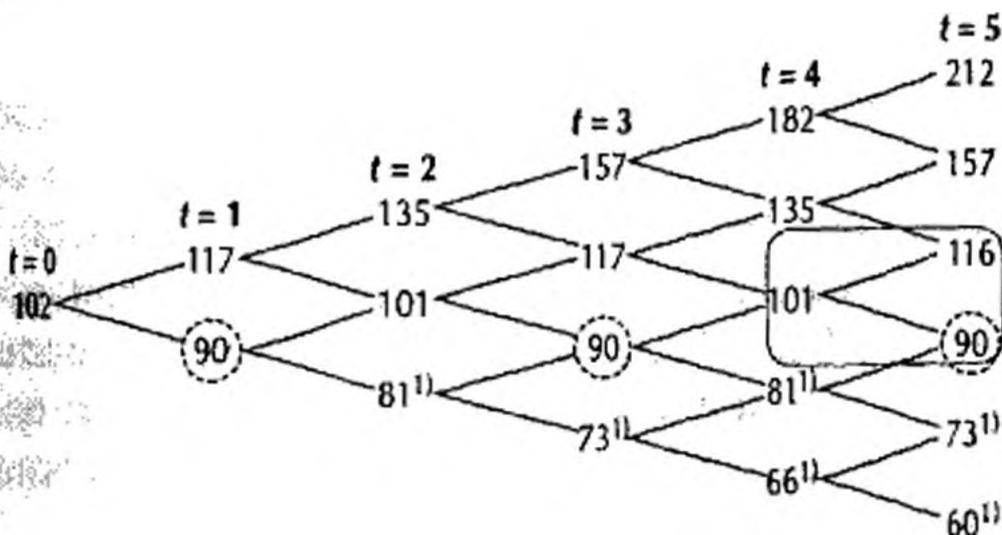
Рисунок 20.6. Опцион на расширение (числовые данные — в дол.)

стоимость, мы принимаем решение расширить проект. Минимальная отдача на этой ветви при расширении равна  $1,2 \times 156,83 \text{ дол.} - 15 \text{ дол.} = 173,20 \text{ дол.}$  (против 156,83 дол. без расширения), значит, надо расширяться.

Рисунок 20.7 иллюстрирует опцион на сокращение. Уменьшение масштабов проекта дает экономию в размере 25 дол. Стоимость проекта с учетом гибкости определяется (как и в предыдущем случае), начиная от последних ветвей пошаговым движением вспять, с использованием в каждом «узле» дублирующего портфеля в качестве эталона. Возьмем, к примеру, «узел».

Рисунок 20.7. Опцион на сокращение (числовые данные — в дол.)

Решение сократить проект



В любой момент времени

у менеджеров имеется опцион на сокращение масштабов проекта и уменьшение стоимости завода на 25%, что дает 25 дол. \*\*\*\*\*

Стоимость базового актива

$$PV^+ = 116$$

$$PV^- = 86$$

$$PV = 100$$

Управленческие решения (t=5)

$$116 = \text{Max}(116, 116 \times 0,75 + 25)$$

$$90 = \text{Max}(86, 86 \times 0,75 + 25)$$

Дублирующий портфель

$$N = (116 - 90) / (116 - 86)$$

$$B = (116 - N \times 116) / (1 + 8\%)$$

$$N = 0,87, B = 14,4$$

Стоимость с опционом (t=4)

$$\text{Опционная стоимость} = N \times 100 + B$$

$$\text{Опционная стоимость} = 101$$

$$101 = \text{Max}(101, 100 \times 0,75 + 25)$$

Фактические значения отдачи здесь будут иными, поскольку на этом этапе проект уже будет сокращен.

заклученный в рамку. Здесь отдача (без гибкости) при условии роста равна  $PV^+ = 116$  дол., при условии снижения —  $PV^- = 86$  дол. Приведенная стоимость:  $PV = 100$  дол. Нам лучше исполнить опцион на сокращение, поскольку в этом случае отдача составит 75% от 86 дол. плюс 25 дол., то есть в общей сложности - 90 дол., что больше 86 дол. С помощью дублирующего портфеля, составленного из  $N$  акций с такой же приведенной стоимостью (в отсутствие гибкости) и безрисковых облигаций на некоторую сумму, мы можем определить стоимость проекта с опционом на сокращение:

$$N(\$116) + B = 116 \text{ дол.},$$

$$N(\$86) + B = 90 \text{ дол.}$$

Решив эту систему из двух уравнений с двумя неизвестными, находим:  $N = 0,8667$ ,  $B = 15,46$  дол. Отсюда стоимость с опционом:

$$N(PV) + B/(1+r) = 0,8667(\$100) + \$15,46/1,08 = 101 \text{ дол}$$

Дублирующий портфель состоит из 0,8667 акции с той же приведенной стоимостью, как и у проекта в отсутствие гибкости, то есть 100 дол., и облигаций на 15,46 дол. стоимостью 1 дол. Таким образом, стоимость с учетом гибкости насчитывает 101 дол., как показано на рисунке 20.7. Воспроизведя эти расчеты в каждом «узле», вплоть до настоящего времени, находим приведенную стоимость с опционом на сокращение - 102 дол. Опцион увеличивает чистую приведенную стоимость проекта с -5 дол. до +2 дол. Стало бы, сам опцион стоит 7 дол

Рисунок 20.8 иллюстрирует опцион на прекращение. Пусть ликвидационная стоимость проекта в случае прекращения равна 100 дол. Мы не откажемся от проекта сразу, ибо его приведенная стоимость совпадает с ликвидационной стоимостью; мы начнем осуществлять проект, ибо при наличии гибкости (опциона на прекращение) он стоит 106,32 дол. (больше 105 дол. первоначальных инвестиций). Если проект потеряет в стоимости по завершении первого периода, мы его прекратим.

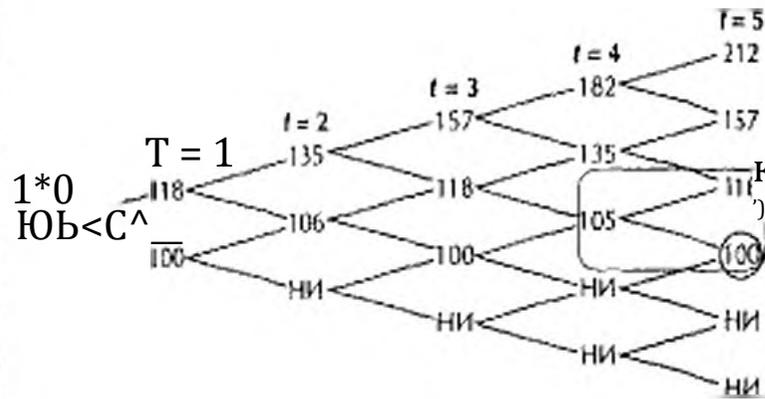
Наконец, на рисунке 20.9 разные источники гибкости сведены в одно дерево решений. Если проект обладает всеми тремя типами гибкости, его стоимость равна 113,49 дол. (а не 100 дол., как в отсутствие гибкости), и значит, правильное решение - осуществить проект. Заметьте, что стоимость комбинированного опциона (13,49 дол.) не есть простая сумма стоимостей отдельных опционов. Стоимости отдельных опционов не подлежат суммированию, поскольку опционы находятся в более сложном соотношении между собой.

## ПРОЦЕДУРА ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ

Общая процедура оценки опционов состоит из четырех действий, описанных в таблице 20.1 (см. стр. 462). Первое действие заключается в вычисле-

Рисунок 20.8. Опцион на прекращение (числовые данные – в дол.)

Q Решение прекратить проект  
 НИ - нессС тойбмиися иг«1M



15 любой имену времени у менеджеров имеется спиион иа выход нп проекта (закрйт»» завой), чтогринесет ликвидационную стоимость в размере) 80 дол.

Стоимость базового актива  
 $PV^{**} = 116$   
 $PV = 86$   
 $U = 100$

Управленческие решения ( $t = 5$ )  
 $N = \max(116, 100)$

Дублирую!»\* портфель  
 $N = (14 - 86) / (116 - 86)$

8 «(116 - Л.\*г16>'0 н В\*Нг) < \*»  
 $N^* OAB^* \$\&' > S$

Стоимость с опционом (< ■ 4)

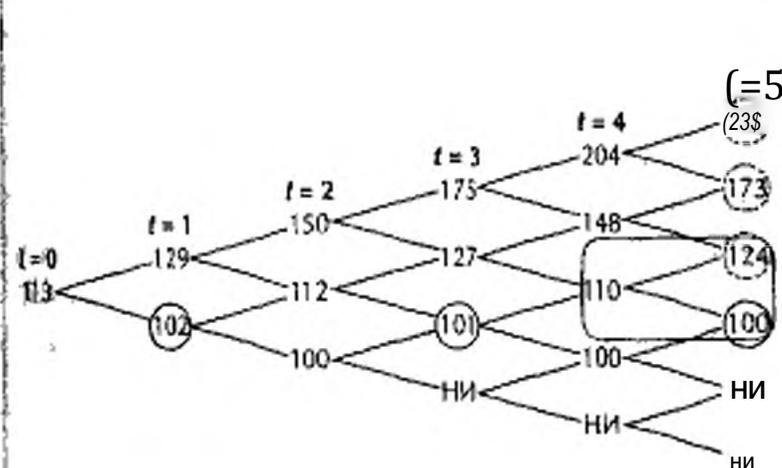
Опционна\* стоимость = ^00-> 8  
 Опционная стоимость = 105

105 \*M«Ш,100)

Рисунок 20.9. Опционы на расширение, сокращение и прекращение (числовые данные – в дол.)

Решение прекратить проект  
 Решение уввчнение  
 Решение рзеинрнить пэекг инвестирсвани» 15/гл  
 НИ – несостокешийся нош

- на умен лен не масштабов и сганчоетк проекта на 254. что дает 25 дол. экономии
- на выход из проекта (закрытие завела) г. лиомаииомно\* стоимостью 100 дол.



Стоимость базового актива  
 $PV^* = 116$

Управленческие решения ( $t = 5$ )  
 $N = \max(116, 116 \times 0.75 + 25, 116 \times 1.2 - 15, 100)$

Дублирую!»\* портфель  
 $N = (124 - 100) / (116 - 86)$

Стоимость с опционом (< ■ 4)

Опционна\* стоимость = 100 + 8

Опционная стоимость = 110

110 = Max(110, 100 x 0.75 + 25, 100 x 1.2 - 15, 100)

Опционна\* стоимость = 100 + 8

Опционная стоимость = 110

110 = Max(110, 100 x 0.75 + 25, 100 x 1.2 - 15, 100)

Опционна\* стоимость = 100 + 8

Опционная стоимость = 110

ОПЦИ^Н4\*«ГРИМООБ.^,1

Таблица 20.1. Общая процедура оценки: четыре действия

Действие	1. Вычислить базовую $PV$ (в отсутствие гибкости) методом дисконтированного денежного потока	2. Построить модель неопределенности в форме дерева событий	3. Выявить и включить в модель управленческую гибкость, построив дерево решений	4. Вычислить опционную стоимость
Задача	Вычислить базовую $PV$ без гибкости в период $t = 0$	Установить, как меняется $PV$ а зависимости от изменения неопределенности. Выбрать тип случайного процесса (геометрический или арифметический)	Проанализировать дерево событий, дабы выявить управленческую гибкость, возникающую с появлением новой информации	Вычислить общую стоимость проекта (средствами элементарной алгебры и с помощью табличных программ)
Пояснение	Традиционная приведенная стоимость в отсутствие гибкости	Гибкость по-прежнему отсутствует, т. е. здесь стоимость должна быть равна стоимости из действия 1. Неопределенность ^измеряется* в явном виде	Гибкость включена в дерево событий, что превращает его в дерево решений. Гибкость меняет риск проекта, в результате «его меняются также затраты на капитал	Модель оценки опционов включает в себя базовую $PV$ без гибкости плюс стоимость опциона (гибкости). В условиях высокой неопределенности и управленческой гибкости опционная стоимость будет весьма значительной

нии базовой приведенной стоимости проекта (в отсутствие гибкости) с использованием традиционной модели дисконтированного денежного потока. Второе действие - распространить модель дисконтированного денежного потока на дерево событий, отображающее эволюцию стоимости проекта: явные изменения стоимости, эмпирические вероятности<sup>6</sup> и средневзвешенные затраты на капитал. На этом этапе необходимо также выбрать тип стохастического (случайного) процесса — арифметический или геометрический — и определить, присутствует ли в нем сведение к среднему уровню<sup>7</sup>. Коль скоро в этой модели никакая гибкость не предусмотрена, приведенная стоимость проекта в дереве событий должна быть равна величине дисконтированного денежного потока, вычисленной в первом действии.

<sup>6</sup> Эмпирическая вероятность — это оценка фактической вероятности события. Зачастую такую информацию можно получить от опытных менеджеров или исследователей. Иногда такие оценки можно вывести из прошлых данных. Изредка они бывают встроены в модели прогнозирования.

<sup>7</sup> Сведение к среднему уровню - это естественное свойство циклических видов бизнеса. Оно проявляется в том, что если в настоящее время установились высокие цены, то в дальнейшем они скорее всего снизятся, вернувшись к своему долгосрочному тренду, нежели поднимутся еще выше. При низких текущих ценах верно обратное.

Здесь надо иметь в виду одно важное обстоятельство: неопределенность, присущая проекту внутри компании, не совпадает с неопределенностью тех факторов (переменных), от которых зависит эта самая внутренняя неопределенность. Нам однажды довелось столкнуться с ситуацией, когда среднее квадратическое отклонение (в годовом исчислении) мировых цен на некий сырьевой товар составляло в среднем около 6%, в то время как среднее квадратическое отклонение относительного изменения стоимости шахты, где добывался этот сырьевой товар, приближалось к 35%. Стоимость шахты отличалась большей изменчивостью, нежели цена товара, под воздействием так называемого операционного рычага, который создают для шахты постоянные издержки основной деятельности. В большинстве случаев годовую изменчивость стоимости проекта нельзя наблюдать напрямую. Неопределенность проектов зависит от неопределенности внешних факторов, таких как товарные цены, физический объем продаж или величина производственных издержек (в частности, цены ресурсов).

Для анализа изменчивости (дисперсии) приведенной стоимости проекта в отсутствие гибкости мы советуем пользоваться имитационной моделью Монте-Карло, которая, на наш взгляд, позволяет наилучшим образом совместить разнообразные риски и установить взаимосвязи между ними. В другой ситуации из нашего опыта важным источником неопределенности служила цена конечного продукта, но не менее значимую роль играла также цена основного производственного ресурса. Более того, между этими двумя типами рисков наблюдалась корреляция. Мы тогда взяли прошлые данные, характеризующие разброс этих цен (спред), и ввели их в модель Монте-Карло. Использование спреда позволило свести два источника неопределенности к одному и одновременно учесть корреляцию между ценой конечного продукта и ценой ресурса.

Третье действие процедуры оценки опционов превращает дерево событий в дерево решений. Для этого надо выявить подходящие к случаю типы управленческой гибкости и включить соответствующие «узлы» решений в исходное дерево событий. Как мы показали выше, одним «узлом» решений можно охватить сразу несколько типов управленческой гибкости, но здесь важно установить четкие приоритеты между ними. Необходимо тщательно наметить последовательность принятия решений, связанных с реализацией того или иного типа гибкости, особенно когда дерево решений содержит сложные опционы.

Содержание четвертого действия диктуется тем фактом, что реализация гибкости (исполнение опциона) меняет риск, присущий проекту. Это означает, что средневзвешенные затраты на капитал, которыми мы пользовались для определения базовой приведенной стоимости в действии 1, больше не могут служить скорректированной на риск ставкой дисконтирования. Для оценки стоимости проекта с учетом гибкости нам теперь придется воспользоваться методом дублирующего портфеля.

Таблица 20.2. Оценка опционов: более широкие прикладные возможности

Прежде	Сегодня
Неопределенность, связанная с мировыми ценами на сырье	Источники неопределенности, не обязательно имеющие рыночную цену
Необходимость использовать инструменты высшей математики	Элементарная алгебра и расчетные таблицы Excel
Едиственный источник неопределенности	Множественные источники неопределенности {чарочные* опционы!}
Простые опционы	Опционы на опционы (сложные и адаптивные опционы)
Ограниченное приложение	Многочисленные области приложения

## ОПЦИОНЫ НА ПРАКТИКЕ

В этом разделе мы опишем три примера из реальной жизни, иллюстрирующие практические ситуации с применением опционов - от простой к более сложным. Названия компаний и числовые данные в наших примерах изменены ради сохранения конфиденциальности. Мы сопоставим здесь результаты разных методов оценки, чтобы наглядно показать достоинства модели оценки опционов. Наконец, мы вкратце остановимся на некоторых выводах и уроках, которые можно извлечь из рассмотренных примеров.

На практике оценка опционов, связанных с активами, в основном ограничивается случаями, когда опционная стоимость зависит от рыночной цены мирового сырья (нефти, газа, угля, меди, никеля, золота, цинка). Однако принцип отказа от рыночных активов и структурный подход позволяют сегодня решать гораздо более широкий круг проблем, причем практикующим менеджерам вполне по силам овладеть этой премудростью. Таблица 20.2 описывает достигнутый за последнее время прогресс в практическом применении модели оценки опционов.

### Добыча криптонита (опцион на переключение)

Криптонит (минерала с таким названием на самом деле не существует) - это сырьевой товар, которым торгуют по всему миру. А корпорация «Криптонитовые копи?» — ведущий производитель криптонита, обеспечивающий свыше 70% мирового спроса на это сырье. Компания владеет четырьмя площадками - месторождениями с разным расположением шахт и разными технологиями добычи. В последние четыре года цена криптонита, движение которой носит характер случайного блуждания, отличалась сильной изменчивостью. Приступив к анализу компании, мы поставили перед собой задачу подобрать индивидуальные методы оценки для каждой площадки и наметить некоторые критерии принятия решений об остановке

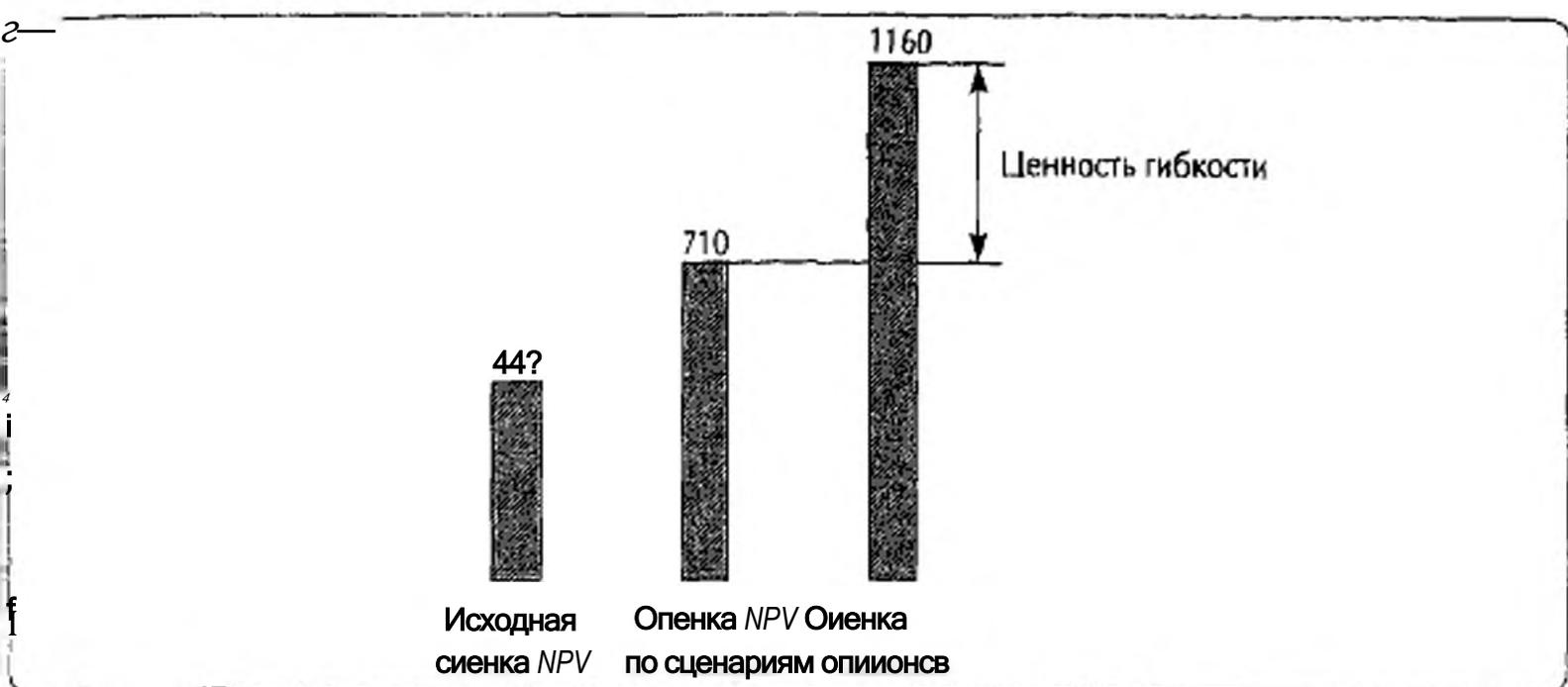


Рисунок 20.10. Оценка стоимости: корпорация «Криптонитовые копии»  
(числовые данные — в млн дол.)

или возобновлении производства (в рамках опциона на переключение). Исходная (традиционная) оценка чистой приведенной стоимости «Криптонитовых копий», основанная на аналитических прогнозах цены криптонита, составила всего 45% текущей рыночной стоимости акций компании (см. рис. 20.10). В результате анализа чистой приведенной стоимости по сценариям, позволяющего включить в расчет некий неявный потенциал гибкости, значение *NPV* увеличилось до 71% рыночной стоимости. И наконец, оценка опционов на переключение и полное прекращение деятельности дала стоимость собственного капитала компании в размере 116% текущей рыночной стоимости ее акций.

Как выяснилось, доля опционов на переключение и прекращение деятельности в совокупной стоимости каждой площадки колеблется в пределах 5-15% при колебании цены криптонита от 1,75 до 2,25 дол. за унцию. Причем стоимость опционов заметно возрастает при низкой текущей цене и столь же заметно снижается при высокой.

Основная польза от такого анализа заключается в том, что он выявляет экономические основания решений об открытии и закрытии предприятий. Если шахта уже открыта, то оптимальное решение — оставить ее в рабочем состоянии даже тогда, когда предельный доход от продажи тонны добытого сырья падает ниже уровня предельных издержек производства. Интуитивно это можно объяснить следующим образом: постоянные издержки, сопряженные с закрытием предприятия, могут быть понесены впустую, если цена сырья в ближайшем будущем вновь возрастет. Применительно к закрытой шахте решение должно быть прямо противоположным. Поскольку возобновление работы шахты тоже требует затрат, ее лучше оставить закрытой до тех пор, пока цена сырья не поднимется до уровня, устойчиво превышающего предельные издержки производства.

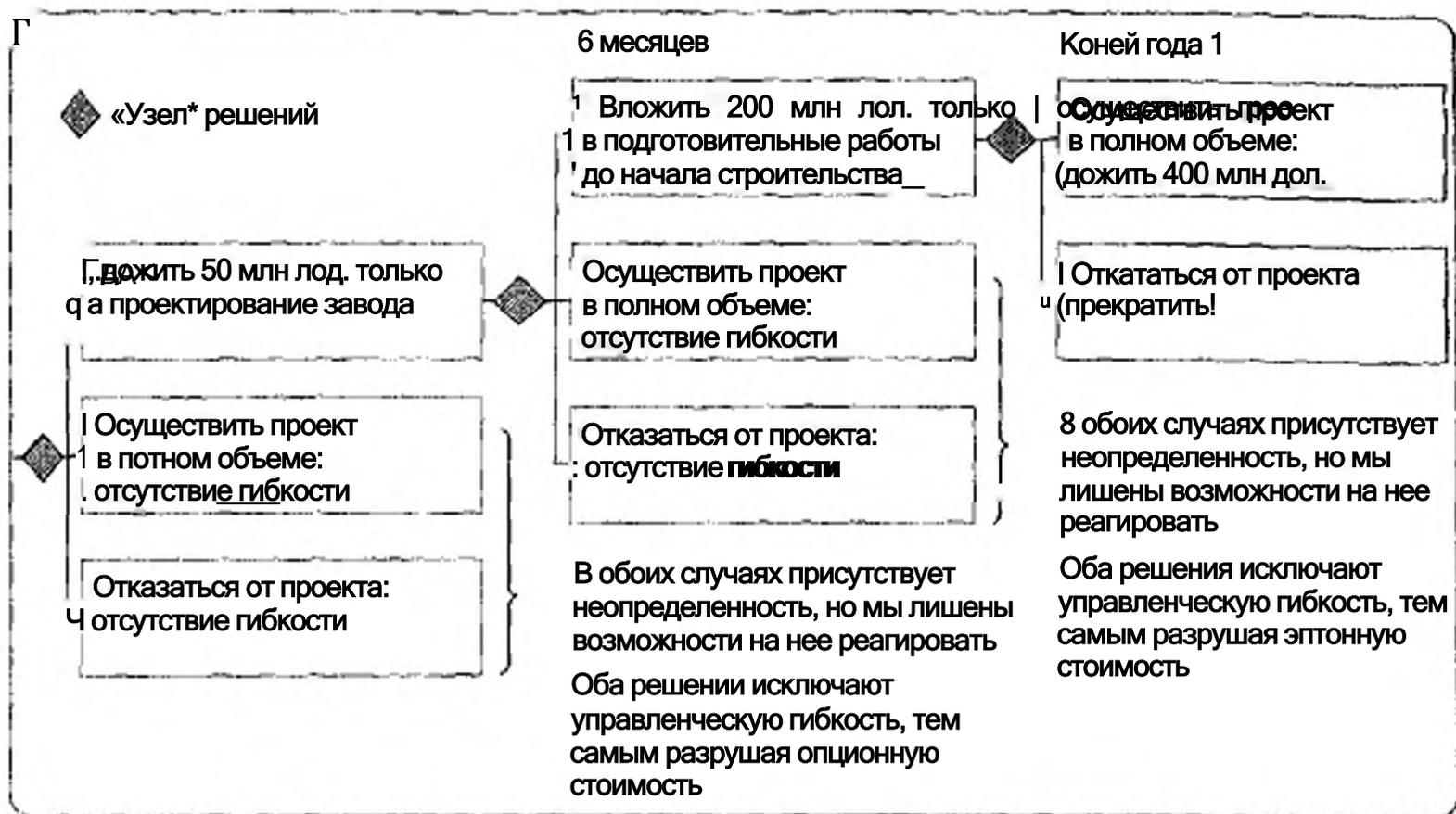


Рисунок 20.11. Оиенка сложных опционов в проекте многоэтапных инвестиций

### Многоэтапные инвестиции (сложный опцион)

Компании ХИМКО предстоит решить, вкладывать ли 650 млн дол. в строительство нового химического завода. Традиционный расчет  $NPV$  дает отрицательное значение стоимости  $-71,2$  млн дол. Эта оценка получена при следующих условиях: разрыв между ценой производственного ресурса и ценой готового продукта (спред), подверженный сильным колебаниям, в настоящее время достиг значительной величины, и ожидается его возврат к среднему уровню. Возврат (сведение) к среднему уровню означает, что при большом спреде вероятность его уменьшения предположительно выше, чем вероятность дальнейшего роста. Руководство компании сочло за лучшее воспользоваться моделью оценки опционов, исходя из того, что компания может сейчас запустить проект, а по завершении предварительной стадии проектирования завода или стадии подготовки к строительству прервать его, если спред сократится, как и ожидалось (см. рис. 20.11).

Проект, в сущности, представляет собой сложный опцион, поскольку вторая стадия обусловлена результатами первой стадии и развитием ситуации со спредом, а третья стадия зависит от одобрения второй стадии. В данном случае первую стадию уместно рассматривать как фундамент для остальных стадий. С учетом этих дополнительных опционов  $NPV$  проекта увеличивается с  $-71,2$  млн дол. (в отсутствие гибкости) до  $354,5$  млн дол. (при наличии гибкости).

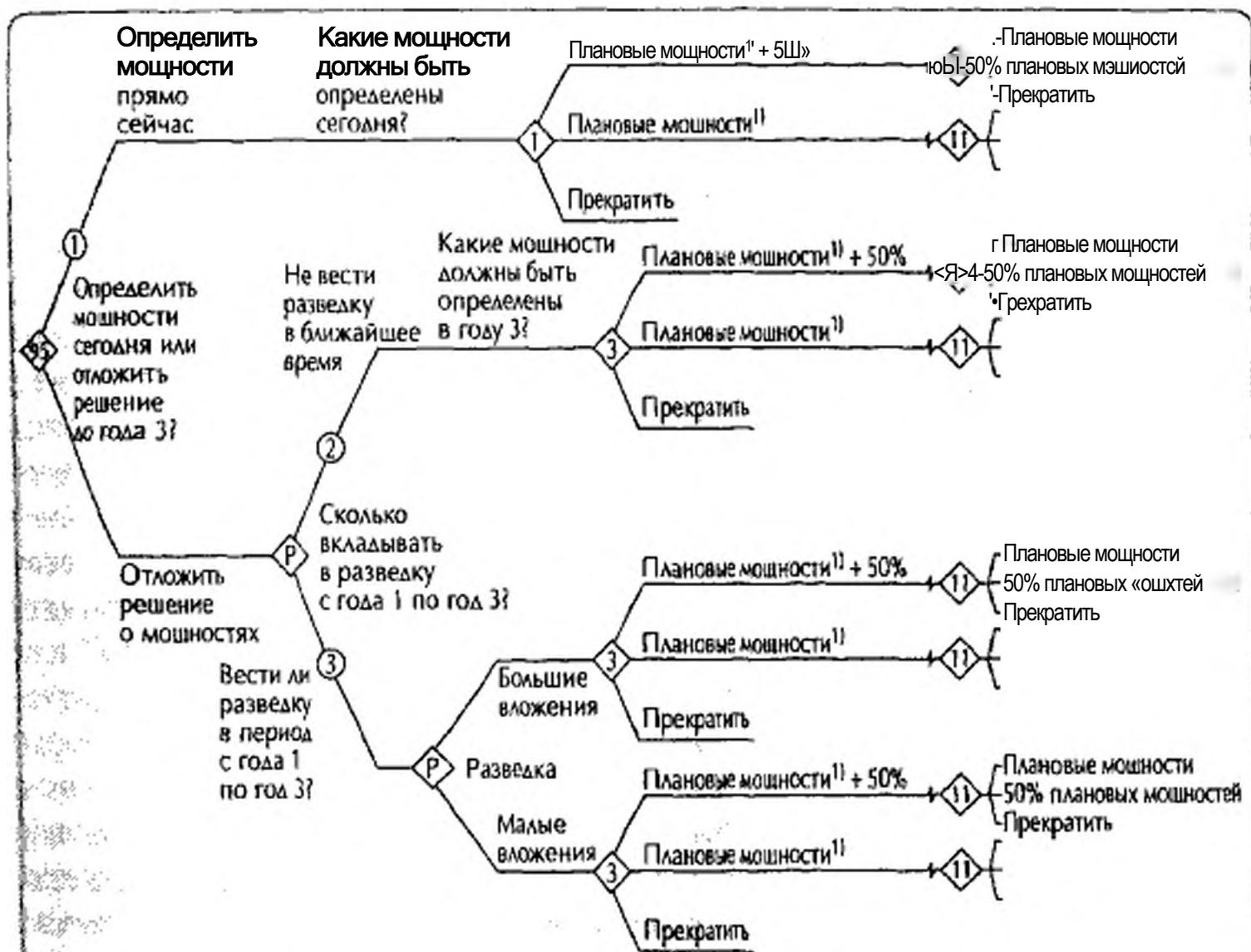
Сложные опционы кроются за многими управленческими решениями. Даже простой выбор между единичным поглощением и программой (серией) поглощений можно представить как сложный опцион. Зачастую первая

сделка в программе служит фундаментом для последующих поглощений. Даже если первая сделка, оцененная сама по себе, имеет отрицательную NPV, программа поглощений в целом может обладать высокой положительной стоимостью благодаря заключенному в ней сложному опциону.

### Сложный «арочный» опцион (адаптивный опцион)

Сложный «арочный» опцион представляет собой серию решений, на которые влияют не менее двух источников неопределенности. Рисунок 20.12

Рисунок 20.12. Сложный «арочный» опцион



Прилагаемые ссылки на решения	ссылки на события (неопределенные исходы)	Модель оценки опционов
ф Первоначальное решение «о мощностях»	+ Цены повышаются или снижаются?	ф Определить мощности
ф Решение о мощностях * »гаду 3	+ Высокой или низкой экономической стоимостью обладают уже разведанные запасы?	ф Отложить решение о мощностях и разведке
ф Дополнительное решение ^ о мощностях в году 11	-v Вновь разведанные запасы оправдывают разработку?	ф Отложить решение о мощностях/вести разведку сегодня
• ф Решение вести разведку		

^ Мощности, запланированные по проведению анализа опционов.

иллюстрирует то, что мы называем адаптивным опционом. Такая конструкция приложима к решениям, связанным с добычей и переработкой сырья, к программам НИОКР, программам разработки новых продуктов. Давайте разберем ситуацию с одним нашим клиентом — крупной нефтегазовой компанией, у которой имелось обширное газовое месторождение, на 60% разведанное и на 40% еще не изученное.

Руководство компании раздирали противоречия: то ли приступить к разработке месторождения прямо сейчас, то ли сначала завершить разведку. Те, кто ратовал за немедленное освоение, обосновывали свою позицию тем, что благодаря этому ожидаемый приток денежных средств начнет поступать раньше, добавив компании свободных денег и стоимости. Противники высказывали опасение, что поспешное освоение обернется дорогостоящей ошибкой в определении «добывающей способности» с соответствующими многомиллиардными вложениями в перерабатывающие мощности, трубопроводы, хранилища. При немедленном освоении ассигнования на эти цели с необходимостью должны опираться на предварительную оценку запасов в неразведанной части месторождения — оценку с широким диапазоном погрешности. Но если впоследствии выяснится, что запасы газа в неразведанной части меньше ожидаемых, то деньги окажутся потрачены впустую на избыточные мощности. Если же объем запасов будет больше ожидаемого, построенных мощностей не хватит. Дабы покончить с разногласиями, руководители компании решили попытаться счастья с моделью оценки опционов.

Дерево решений на рисунке 20.12 описывает заключенные здесь сложные опционы. Исходное решение — начать или отложить разработку месторождения. Если разработка начата, следующее решение связано с величиной инвестиций. Если разработка отложена, следующее решение — проводить ли дальнейшую разведку и, если да, то в каком объеме. Если разведка ведется, принимать ли решение о разработке месторождения в году 3 или лучше отложить его на более поздний срок? Во всей этой истории присутствуют два источника неопределенности. Во-первых, цена газа, которая сегодня известна, но в дальнейшем может колебаться непредвиденным образом. Во-вторых, объем подземных запасов газа: сегодня эту величину можно определить лишь в очень широком интервале значений, но если компания принимает решение о дальнейшей разведке, интервал сужается.

Результат анализа: наивысшая стоимость достигается, когда дальнейшая разведка начинается сразу, решение о разработке месторождения откладывается до года 3, а решение о расширении принимается в году 11. В такой комбинации решений стоимость на 125% превышает ту, что можно получить, начав разработку месторождения сейчас и отложив решение о дальнейшей разведке на три года.

Из всех этих примеров нетрудно заключить, что опционы, связанные с активами, способны всерьез повлиять на стоимость бизнеса. Но сам по себе факт существования опционов еще не означает, что ими правильно пользуются. Тут есть две проблемы. Во-первых, менеджеры не умеют распознавать

реальные опционы. Во-вторых, менеджеры незнакомы с современными методологиями, которые облегчают и пониманием практическое приложение реальных опционов. Понимать суть опционов, связанных с активами, важно хотя бы потому, что это помогает лучше овладеть управленческой гибкостью как инструментом преодоления неопределенности.

## ОПЦИОНЫ НА СТОРОНЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Теперь обратимся к опционам, которые скрываются за различными источниками финансирования. Это - опционы на стороне обязательств, и они важны, поскольку влияют на величину *WACC*.

В элементарных методах стоимостной оценки за средневзвешенные затраты на капитал принимается простое средневзвешенное значение посленалоговых альтернативных издержек заемного и собственного финансирования. Однако зачастую источником капитала служат смешанные ценные бумаги, обладающие свойствами опционов. Мы исследовали случайную выборку из 100 компаний, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, и обнаружили среди них 43, имеющие в обращении конвертируемые ценные бумаги. Доходность к погашению таких ценных бумаг, как правило, существенно ниже доходности к погашению прямых долговых обязательств с теми же сроком погашения и инвестиционным качеством. Но доходность конвертируемых ценных бумаг - чрезвычайно плохой показатель связанных с ними фактических затрат на капитал.

В этом разделе мы прежде всего покажем, как оценивать отзывные конвертируемые долговые обязательства, а потом разберем, как определять присущие им затраты на капитал.

### Оценка отзывных конвертируемых облигаций

Конвертируемая облигация позволяет держателю обменять ее на другую ценную бумагу в заранее установленном конверсионном соотношении в течение определенного периода времени. Например, 2,75%-ные облигации компании АВВ, описанные в таблице 20.3, могут быть обменены на обыкновенные акции по цене 112,41 дол. за акцию в любое время на протяжении всего срока действия облигаций. Когда мы собирали эти данные, фактическая цена обыкновенных акций компании составляла 112,43 дол. за акцию. Если держатель облигации реализует свое право на конверсию, в качестве платы за это (цены исполнения) он отказывается от приведенной стоимости будущих платежей по облигации. Что касается АВВ, то держателям ее облигаций пришлось бы отказаться от платежей по ним в обмен на 0,8896 ящик в расчете на каждую облигацию номиналом 100 дол. Таким образом, конвертируемые облигации имеют изменчивую цену исполнения.

Таблица 20.3. Характеристики облигаций компании АВВ  
с процентной ставкой 2,75% и погашением в 2004 г.  
(данные на конец 1988 г)

Рейтинг	Ва	
Разрешенный к выпуску объем мима	i 50 0 млн дол	
Объем займа в обращении	? 50 0 млн дол	
Дата выпуска	7 10 1997	
Дата погашений	7 10 2004	
Дата выплаты процентов	7 10	
УСЛОВИЯ ОШВА	Год	Цена
	2000	100%
	21)04	100%
Конверсионная иена	112 41 дол за акцию	

Источник Kemco Bos, fortis Investment Bank

Давайте на простом числовом примере разберем, как определяется стоимость отзывных конвертируемых облигаций. Ниже перечислены предпосылки, на которых построен этот пример, описывающие общую ситуацию с процентными ставками, возможные изменения стоимости компании, условия отзыва и конверсии облигаций:

- постоянная безрисковая процентная ставка - 8% годовых;
- в настоящий момент компания стоит 400 тыс. дол. (и не имеет долговых обязательств высшей приоритетности),
- с вероятностью 62% стоимость компании возрастет на 35% или с вероятностью 38% снизится на 26% (см. рис. 20.13);
- в обращении: 150 акций и 100 отзывных конвертируемых облигаций, подлежащих обмену в соотношении  $x/2$  акции на одну облигацию;
- в случае конверсии держатели облигаций получают в собственность  $50/(150 + 50) * 25%$  компании; если держатели облигаций решаются конвертировать, им предоставляется купон за этот период;
- по каждой облигации номиналом 1000 дол выплачивается купонный процент в размере 100 дол. за период;
- в любое время до истечения срока погашения акционеры вправе отозвать облигации по 1400 дол (но ради простоты вычислений допустим, что решение об отзыве может быть принято только в конце первого года);
- компания не платит дивидендов;
- первая купонная выплата уже сделана.

Оценку стоимости отзывных конвертируемых облигаций мы начали с итоговых платежей по ним, затем определили оптимальный образ действий и вычислили их стоимость на конец первого года с учетом динамики стоимости компании (см рис. 20.13). Например, при условии, что в первом году стоимость компании возрастет, к концу второго года она может составить

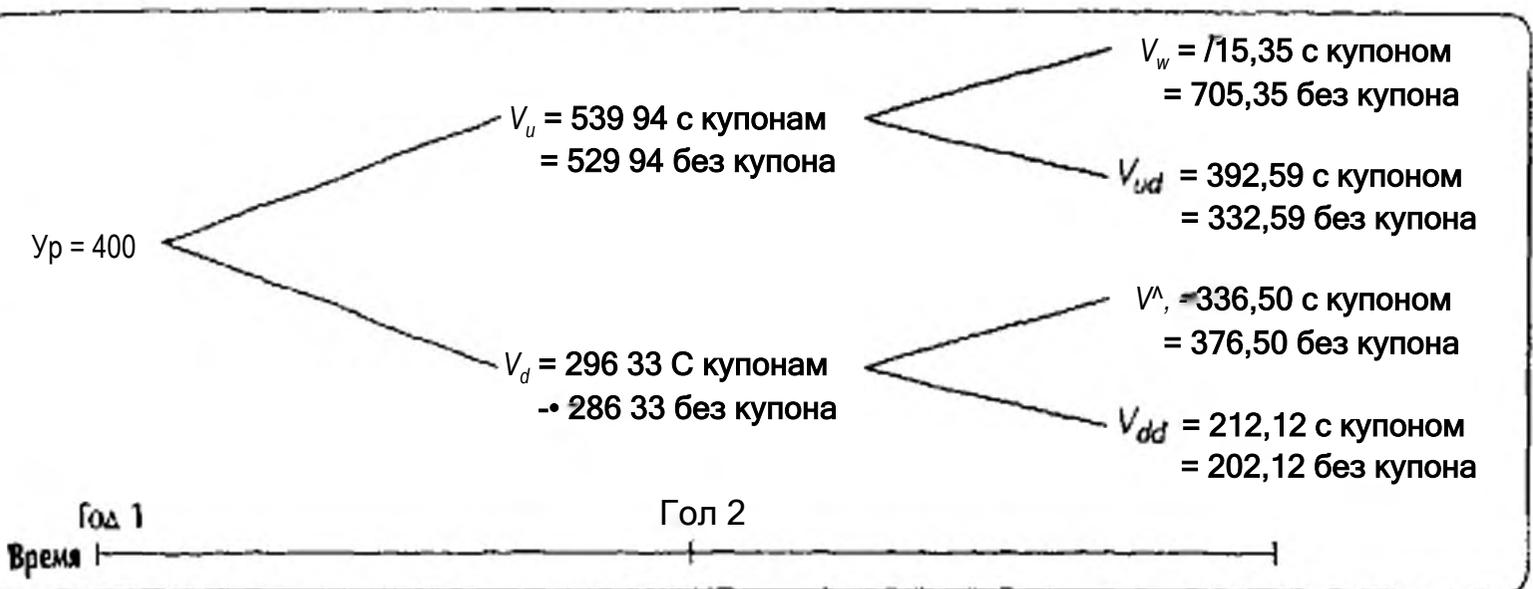
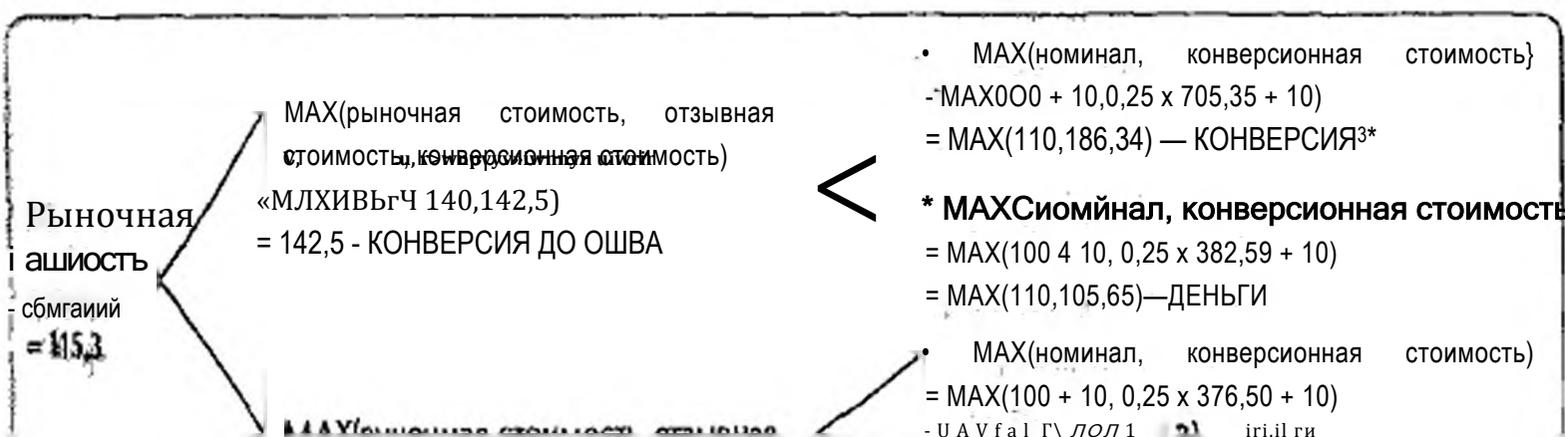


Рисунок 20.13. Оценка стоимости: условная компания, выплачивающая по облигациям постоянный купонный процент (числовые данные — в тыс дол.)

либо 705 349 дол., либо 382 592 дол. (без купона, т. е. за вычетом купонных выплат). Если стоимость компании достигнет 705 349 дол., то держатели облигаций получат 186 337 дол. в случае конверсии и 110 000 дол. в противном случае. Безусловно, облигации будут обменены. Если же итоговая стоимость компании составит всего 382 592 дол., держатели облигаций не станут их обменивать, а предпочтут получить за каждую 1000 дол. номинала плюс последнюю купонную выплату, или в общей сложности 110 000 дол., вместо 105 684 дол. конверсионной стоимости (т. е. 25% от 382592 дол. плюс 10 000 дол.). Отсюда мы можем вычислить рыночную стоимость облигаций на конец первого года (см. рис. 20.14).

Рисунок 20.14. Оценка отзывных конвертируемых облигаций (числовые данные — в тыс. дол.)



Дабы определить стоимость отзывных конвертируемых облигаций на конец первого года при условии, что стоимость компании возросла до 539 900 дол. (или до 529 900 дол. за вычетом купонных выплат), составим дублирующий портфель из  $m$  акций компании (которые надо предварительно разделить на 4, поскольку в случае конверсии держатели облигаций получают четвертую часть компании) и плюс к тому из безрисковых облигаций на  $B$  дол. Этот портфель принесет точно такую же отдачу, как и оцениваемые облигации во втором году (в тыс. дол.):

$$\begin{aligned} \text{Отдача при условии роста} & \quad m(1/4)(\$529.94) + 1,08B = 5186,34 \\ \text{Отдача при условии снижения} & \quad \frac{[m(1/4)(529,94) + 1,08B = \$110,00]}{t(1/4)(\$529.94) (« - <0 = \$76.34} \end{aligned}$$

Отсюда  $m = 0.946$ ,  $B = 15.87$ , а рыночная стоимость отзывных конвертируемых облигаций совпадает с рыночной стоимостью дублирующего портфеля-

$$\text{Рыночная стоимость} = m(1/4)(529,94) + B = 141,25 \text{ тыс. дол.}$$

Плюс 10 000 дол. купонных выплат (т. е. в сумме 151,25 тыс. дол.).

К несчастью для держателей облигаций, рыночная стоимость облигаций выше их отзывной стоимости (140 000 дол.), поэтому фирма непременно захочет их отозвать. В качестве превентивной меры держатели облигаций прибегнут к конверсии, прежде чем компания сможет осуществить отзыв, и в результате получают 25% от 529 900 дол. плюс 10 000 дол. купонных выплат, то есть в общей сложности 142 500 дол. Таким образом, в данном случае ожидаемая отдача составляет 142 500 дол.

Для того чтобы оценить облигации в других вариантах, мы должны повторить аналогичные расчеты дублирующего портфеля и затем точно так же сравнить найденную рыночную стоимость облигаций с их стоимостью при конверсии или отзыве. Например, если стоимость компании в первом году снижается, рыночная стоимость облигаций (101 900 дол.) окажется выше их стоимости при отзыве или конверсии. Приведением к настоящему времени получаем, что сегодня рыночная стоимость отзывных конвертируемых облигаций составляет 115 261 дол., или 1152,61 дол. в расчете на облигацию. На рисунке 20.15 представлены значения стоимости отзывных конвертируемых облигаций в разных вариантах и соответствующие ставки дисконтирования. Заметьте, что все они выше безрисковой ставки 8%.

Всегда, когда проводится стоимостная оценка компании как единого коммерческого предприятия, для вычисления рыночной стоимости ее собственного капитала надо прежде всего установить совокупную стоимость компании в целом, а затем вычесть рыночную стоимость долга. И зачастую правильное определение рыночной стоимости конвертируемых ценных бумаг играет в этом решающую роль. В нашем примере стоимость собственного капитала равна стоимости компании (400 000 дол.) за вычетом

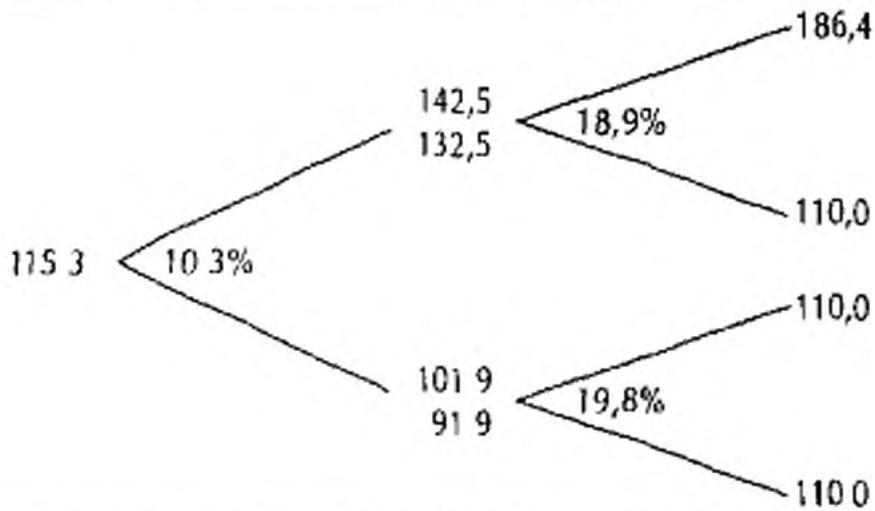


Рисунок 20.15. Значения стоимости отзывных конвертируемых облигаций и предполагаемые процентные ставки (числовые данные — в тыс. дол.)

рыночной стоимости отзывных конвертируемых облигаций (115 261 дол.), то есть 284 739 дол. Очевидно, воспользуясь мы для оценки номинальной стоимостью облигаций (100 000 дол.), стоимость собственного капитала оказалась бы завышена на 5,4%.

### Затраты на капитал по отзывным конвертируемым ценным бумагам

Как-то раз профессор Юджин Бригем (Eugene Brigham) опросил финансовых директоров 22 компаний, выпустивших конвертируемые долговые обязательства. Среди опрошенных 68% заявили, что пошли на такой выпуск, так как, по их убеждению, цена акций их компании со временем возрастет и конвертируемые облигации позволят им продать обыкновенные акции по цене выше текущей рыночной. Согласно объяснению еще 27% директоров, они намеревались выпустить обычный (прямой) заем, но обнаружили, что в сложившейся экономической ситуации им не удалось бы продать прямые облигации по разумным процентным ставкам.

Ни один из этих доводов не имеет смысла. Конвертируемые обязательства не есть дешевый долг. Поскольку конвертируемые облигации сопряжены с более высоким риском, связанные с ними подлинные затраты на капитал (в доналоговом выражении) выше, чем затраты на капитал, свойственные прямому долгу. К тому же выпуск конвертируемых облигаций *отнюдь не* равнозначен отсроченной продаже обыкновенных акций по более привлекательной цене. Неопределенную продажу акций по 28 дол. невесть щцв будущем очень трудно напрямую сопоставить с их надежной продажей в настоящее время по текущей цене 25 дол.

Риск, присущий конвертируемому долгу, выше риска прямого долга, но шоке риска акций, поэтому и подлинные альтернативные издержки конвертируемого долга принимают некое промежуточное значение. Доходность к

погашению конвертируемых облигаций (которая зачастую бывает ниже доходности приоритетных долговых обязательств компании) не имеет ничего общего с их альтернативными издержками, так как эти облигации содержат в себе опцион, а опционы отличаются более высоким риском, нежели долг. Если бы в нашем предыдущем примере мы с неоправданной наивностью позволили себе оценивать затраты на капитал для отзывных конвертируемых облигаций по их доходности к погашению, исчисленной на основании наблюдаемой рыночной цены облигации (1152,61 дол), то мы получили бы ответ 2,13%

$$V_0 = \$1152,61 - \$100/(1 + y) + \$1100/(1 + y)^2.$$

$$y = 2,13\%$$

Но это очевидная бессмыслица, поскольку полученное значение меньше безрисковой процентной ставки 8%. Если мы возьмем скорректированные на риск ставки из рисунка 20 15, то среднегеометрическая требуемая доходность отзывных конвертируемых облигаций должна быть равна 14,74% в доналоговом выражении.

Для оценки отзывных конвертируемых облигаций и связанных с ними затрат на капитал необходимо располагать информацией в трех областях.

- 1 *Ситуация с процентными ставками* В идеале надо бы полностью представлять себе временную структуру и ожидаемую изменчивость процентных ставок. Однако в нашей модели одновременно может присутствовать только одна случайная величина, и наиболее важный элемент здесь — изменчивость обыкновенных акций компании. Таким образом, ситуация с процентными ставками определяется по доходности к погашению казначейских облигаций, имеющих тот же срок погашения, что и конвертируемые облигации.
2. *Характеристики облигаций.* Нам нужно знать объем займа (денежную сумму обязательств) в обращении, номинальную стоимость облигаций, срок погашения, конверсионную цену, срок (в месяцах) до первой купонной выплаты, интервалы между купонными выплатами, годовую купонную ставку и условия (цену и сроки) отзыва.
3. *Характеристики обыкновенных акций.* Коль скоро облигации подлежат обмену на обыкновенные акции, нам нужно также знать текущую цену акции, бету акций, ожидаемые дивиденды на акцию, даты без дивиденда, число акций в обращении, их изменчивость и величину приоритетного долга в обращении.

В таблице 20.4 представлены наши оценки стоимости и доналоговых затрат на капитал для семи выпусков отзывных конвертируемых облигаций. Эти результаты получены с помощью разработанной McKinsey модели оценки конвертируемых ценных бумаг. Во всех случаях доналоговые затраты на капитал по этим облигациям оказались выше их купонной ставки, причем, за одним лишь исключением, эта разница весьма значительная.

Таблица 20.4. Оценки стоимости и затрат на капитал  
для конвертируемых облигаций, март 2000 г.

Компания	Теоретическая стоимость <sup>11</sup> (в дол)	Рыночная цена <sup>1*</sup> (в дол)	Разность (в %)	Купонная ставка (в %)	Затраты на капитал (з%)
ЛВВ	106,7	106,4	0,3	2,5	10
Ahold	110,5	107,0	3,2	3,00	6,8
America Online	1044,2	1036,5	0,7	4,00	16,6
Coll Telecom	113,8	111,3	2,3	2,00	8,3
HiJon	71,9	75,6	-5,1	5,00	100
Johnson & Johnson	120,1	120,0	0,1	4,75	10,4
Nestle	88,7	87,5	и	1,25	8,0
Texasco	97,3	96,6	0,7	3,50	7,7
Xerox	54,0	53,9	0,3	0,57	8,3

И В расчете на 100 дол номинала

Источник: Romeo Bos Torus Investmen Bank

Величина посленалоговых затрат на капитал зависит оттого, какая доля альтернативных издержек фактически подлежит вычету при калькуляции налогов. Посленалоговые затраты рассчитываются следующим образом:

$$\text{Посленалоговые } K^{\wedge} = K_{CV} \left( 1 - \frac{\text{кулонная ставка}}{K_a} \times \text{ставка налога} \right)$$

## РЕЗЮМЕ

Наличие опциона, по сути, означает большую гибкость в принятии решений, поскольку держатель волен исполнять (или не исполнять) опцион по своему усмотрению. Опционы в широком смысле способны затронуть любую сферу управления; в этой главе мы показали лишь некоторые «точки приложения» опционов. На стороне активов баланса встречаются опционы на отсрочку, расширение, сокращение, прекращение деятельности, а также на переключение (запуск и остановку проекта). Кроме того, такие опционы могут совмещаться, образуя сложные опционы (как в случае поэтапных инвестиций), или отражая множественные источники неопределенности («арочные» опционы). Анализ чистой приведенной стоимости в его исходном виде часто ведет к недооценке активов, поскольку в нем не учитываются многочисленные гибкие опционы, присущие бизнесу. Опционы на стороне обязательств баланса могут оказать существенное влияние на величину затрат на капитал. Мы исследовали отзывные конвертируемые долговые обязательства и обнаружили, что их подлинные альтернативные издержки зачастую намного превышают их купонные ставки. Конвертируемый долг - не бесплатное удовольствие. Подобные финансовые инструменты не делают дешевле ни заемный, ни собственный капитал.

# Оценка банков

Последние два десятилетия банковская и ссудо-сберегательная отрасль переживает серьезные преобразования под воздействием глобализации финансовых рынков, приватизации, дерегулирования, растущей популярности среди населения небанковских форм размещения средств, изменений в налоговом законодательстве. К тому же благодаря Интернету и другим технологическим новшествам лучшие банки сумели радикально снизить свои издержки.

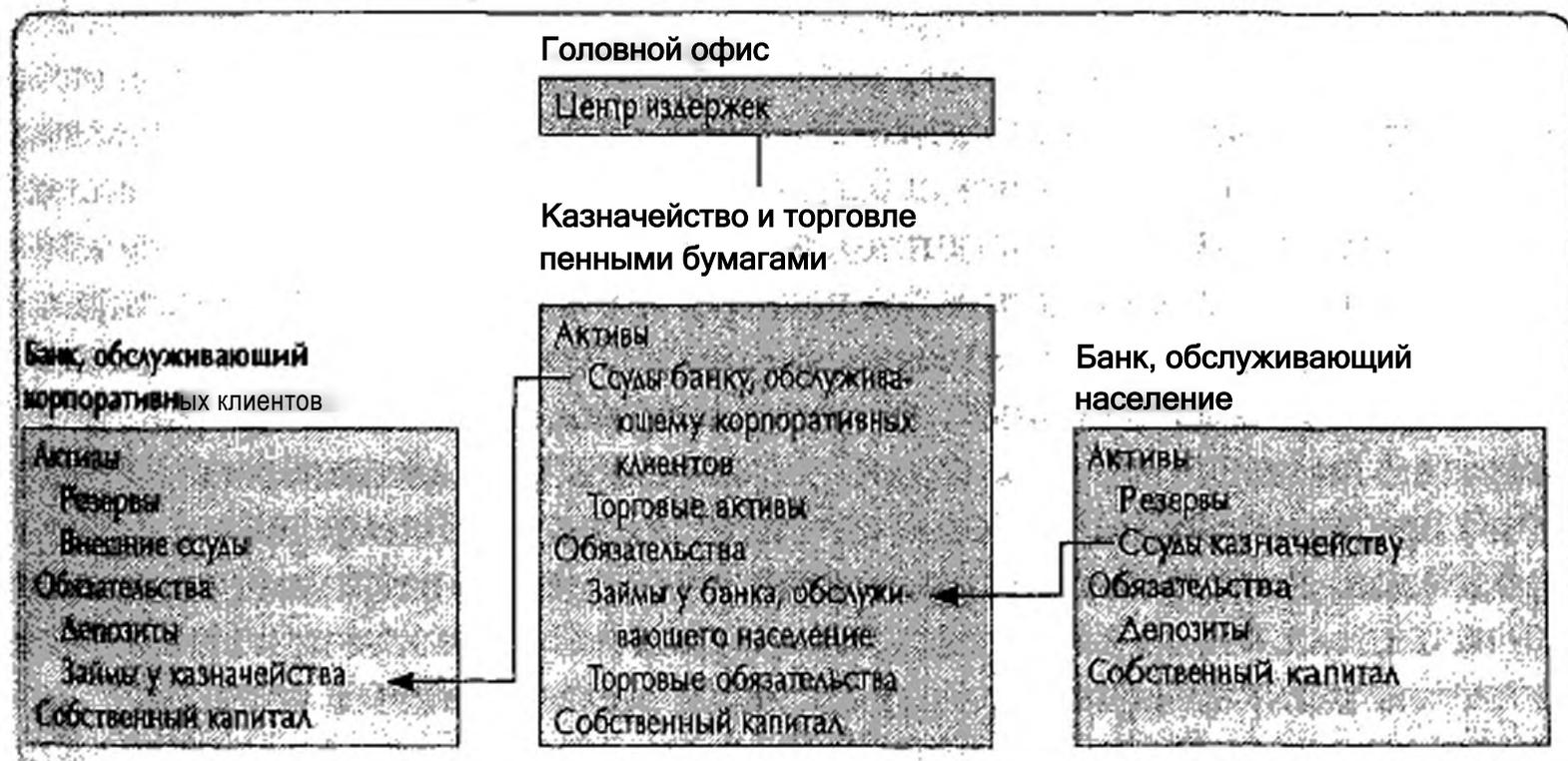
В результате финансовые институты охватила волна широкомасштабных реструктуризаций. Началась она еще в 1988 г., когда Bank of New York успешно провел враждебное поглощение Irving Trust. В 1991 г. Chemical Bank и Manufacturers Hanover договорились о слиянии. В 1996 г. обновленный Chemical Bank слился с Chase Manhattan. В 1999 г. после слияния Citicorp с Travelers образовалась CitiGroup. В начале 2000 г. конгресс США приступил к рассмотрению вопроса об отмене Закона Гласса—Стигалла (Glass—Steagall Act), запрещавшего коммерческим банкам заниматься инвестиционно-банковской деятельностью и оказывать некоторые другие финансовые услуги. Без сомнения, отмена этого закона подтолкнет дальнейшую консолидацию в сфере финансовых услуг. А стоимостная оценка служит менеджерам очень важным инструментом анализа и проведения такого рода реструктуризаций.

## СЛОЖНОСТИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ БАНКОВ

Оценка стоимости банков сложна по определению. Установить качество ссудного портфеля, оценить величину текущей бухгалтерской прибыли, возникающей благодаря несовпадению процентных ставок (т. е. разрыву между долгосрочными процентами по выданным ссудам и краткосрочными процентами, выплачиваемыми по депозитам), выяснить, какие именно подразделения (бизнес-единицы) банка играют ключевую роль в его прибыльности, — все это чрезвычайно трудные задачи для стороннего аналитика.

При оценке банка изнутри основную проблему создают трансфертные цены. Большинство банков можно разбить на три основные бизнес-единицы, как показано на рисунке 21.1 (хотя многие из них состоят из десятков отдельных предприятий): банк по обслуживанию населения, который в состоянии выдавать всего 20 центов ссуд в расчете на каждый доллар размещенных у него депозитов; банк по обслуживанию корпоративных клиентов, у которого на каждый доллар выданных ссуд приходится лишь 20 центов депозитов; казначейство, занимающее промежуточное положение и ведущее собственные операции, в частности куплю-продажу ценных бумаг. Избыточные финансовые ресурсы, которые образуются у первого банка, могут быть предоставлены в ссуду желающим на рынке либо «родственному» банку, работающему с корпоративными клиентами. В случае внутреннего кредитования процент, поступающий первому банку, и процент, выплачиваемый вторым банком, выступают в роли взаимных трансфертных цен. Если для первого банка назначена слишком высокая цена, он окажется более прибыльным, и наоборот. Очень важно правильно установить трансфертные цены, чтобы определить, в какой из этих двух банковских единиц основному банку следует размещать дополнительные ресурсы.

Рисунок 21.1 . Бизнес-единицы банков



Эта глава не исчерпывает всех проблем, связанных с оценкой стоимости банков; она посвящена главным образом технике оценки. Во-первых, мы рассмотрим практические причины, почему применительно к банкам проще пользоваться моделью денежного потока на акции (собственный капитал), нежели моделью коммерческого предприятия (см. гл. 8). Во-вторых, остановимся на вопросах, возникающих при оценке банков извне. И в конце главы мы вновь вернемся к проблемам внутренней оценки.

## ОЦЕНКА БАНКОВ ПО СОБСТВЕННОМУ КАПИТАЛУ

На протяжении всей книги мы советовали для определения стоимости пользоваться (да и сами пользовались) методом дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия. (Согласно этому методу, прежде всего оценивается стоимость всего коммерческого предприятия дисконтированием посленалогового свободного денежного потока от основной деятельности по средневзвешенным затратам на капитал, после чего из нее вычитается рыночная стоимость долга, что дает стоимость собственного капитала.) Хотя модель коммерческого предприятия и модель собственного капитала (денежного потока на акции) математически совершенно равнозначны, применительно к банкам вернее и легче использовать последнюю, к тому же она отражает тот факт, что банки способны создавать стоимость и на стороне обязательств баланса. По этой причине, когда дело касается банков, советуем прогнозировать свободный денежный поток, доступный держателям акций, и дисконтировать его по затратам на собственный капитал.

Модель коммерческого предприятия сложнее в применении к банкам, поскольку их основной источник финансирования - не займы на рынках капитала, а беспроцентные вклады клиентов, привлекаемые через банки по обслуживанию населения. Затраты на капитал по таким вкладам чрезвычайно трудно оценить. Более того, в отличие от казначейств большинства корпораций банки, работающие с населением, наделены законным правом вести самостоятельную деятельность по своему усмотрению и на свой страх и риск. Из-за всех этих обстоятельств очень сложно, если вообще возможно, оценить собственный капитал банка, сперва определив стоимость его активов (выданных ссуд) дисконтированием процентного дохода за вычетом административных расходов по средневзвешенным затратам на капитал, а затем вычтя приведенную стоимость привлеченных депозитов (процентные платежи плюс административные расходы, продисконтированные по затратам на заемный капитал). Применение к банкам модели коммерческого предприятия наталкивается и на еще одну проблему: разница между процентом, который банк получает по ссудам, и его затратами на капитал настолько мала, что даже самые ничтожные погрешности при вычислении затрат на капитал приводят к громадным расхождениям в расчетных значениях стоимости.

Помимо прикладного удобства у использования для оценки банков модели собственного капитала есть и концептуальная причина. Лицензия на прием вкладов, которую выдает банкам правительство, потенциально позволяет им создавать стоимость и на стороне обязательств баланса. Если затраты на обслуживание депозитов (расходы на выплаты процентов, учет чеков и оплату труда кассиров) ниже, чем затраты на привлечение того же объема финансовых ресурсов с эквивалентным риском на открытом рынке, то образуется положительный спред, который служит источником стоимости для акционеров. Следовательно, управление обязательствами является неотъемлемой частью основной деятельности банков, а не только элементом финансирования в чистом виде. Будь это просто финансированием, не существовало бы никакого спреда: банки оплачивали бы привлеченные средства по рыночным ставкам, и депозитный бизнес не приносил бы никакой стоимости акционерам (не считая процентной налоговой защиты по долгу).

Для оценки стоимости банков по дисконтированному денежному потоку на акции (т. е. по собственному капиталу) необходимо знать, как определять свободный денежный поток для акционеров и как пользоваться моделью спреда (или моделью прибыли).

### § : Определение свободного денежного потока для акционеров

Свободный денежный поток для акционеров равен чистой прибыли плюс неденежные начисления минус денежный поток, необходимый для роста (пополнения балансовых статей). Стоимость собственного капитала - это не просто чистая прибыль, дисконтированная по затратам на собственный капитал, ибо не вся чистая прибыль может быть распределена среди акционеров. По сути дела, акционерам могут быть выплачены только дивиденды.

В таблице 21.1 показано, как определяется свободный денежный поток для акционеров банка. Начинать лучше всего с обзора фактических притоков и оттоков денежных средств. Непосредственное представление об этом дает отчет о прибылях и убытках за исключением таких его статей, как амортизация и резерв на покрытие убытков по безнадежным кредитам, которые не относятся к денежному потоку и сказываются на нем лишь тем, что сокращают налоги. Однако, по нашему мнению, с резервами на убытки по кредитам проще обращаться так, как если бы они представляли собой фактический денежный поток. Да иного выбора у нас, в сущности, и нет, поскольку публичные финансовые отчеты не содержат данных о фактическом денежном потоке, относящемся к непогашенным ссудам. Отражение денежного потока в балансе начинается с остатка денежных средств, каким бы он был при условии погашения всех ссуд. Фактические денежные поступления равны валовому объему ссуд, причитающихся к погашению, минус резервы (и недополученная прибыль), что составляет чистый объем выплаченных ссуд. К этому мы должны прибавить прирост вкладов и

Таблица 21.1. Свободный денежный поток для акционеров банка

ОТЧЕЮ ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	БАЛАНС
Источники	Использование
Процентный доход	Новые ссуды
+ Комиссионные	+ Прирост ценных бумаг во владении
- Процентные платежи	+ Прирост дебиторской задолженности
- Резерв на убытки по кредитам	+ Прирост чистых основных средств
* Непроцентный доход	-т Прирост прочих активов
- Непроцентные расхожья <sup>1)</sup>	- Сохранение депозитов
- «■ Чрезбыль на валютном обмене	- Сокращение внешнего долга?
Налоги	
* Чистая прибыль	
т Чрезвычайные статьи	
+ Амортизация	
V	V
<b>Денежный поток = от основной деятельности</b>	<b>+ Источники</b>
	V
	<b>- Использование = денежный поток на акции</b>
<i>Свободный денежный поток</i>	<i>= выплаченные дивиденды + потенциальные дивиденды + выкуп акций - выпуск акций</i>

<sup>1)</sup> Включая амортизацию

внешнего долга, продажу новых акций - короче говоря, прирост капитала из всех источников. В разделе использования средств новые ссуды, прирост денежных резервов и ценных бумаг в собственном владении составляют основной отток денежных средств.

Сложив денежный поток от основной деятельности с источниками и использованием средств (из баланса), получаем в результате свободный денежный поток для акционеров; в математическом смысле он равнозначен дивидендам, которые *могли бы* быть выплачены по акциям. Обычно эта величина не совпадает с суммой дивидендов, фактически выплаченных в данном году, поскольку менеджеры осознанно «сглаживают» дивидендные платежи во времени, чтобы сделать их более равномерными. Мы подробнее обсудим эту тему чуть позже, когда будем разбирать проблему стоимостной оценки банков извне.

### Применение модели спреда или модели прибыли

В банковской терминологии прибыль часто обозначают как спред по балансовым статьям, то есть как разность между процентом, полученным по ссудам и инвестициям, и процентом, выплаченным по займам. Следовательно, для начала полезно удостовериться в том, что традиционный метод калькуляции прибыли, используемый при составлении отчетов о прибылях и убытках нефинансовыми компаниями (который за неимением лучшего термина мы назовем *моделью прибыли*), аналогичен *модели спреда*, принятой в банковской практике

Таблица 21.2. Модель прибыли: банк ABC (числовые данные — в млн дол)

>ЛМНС		ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	
Активы		Процентный доход, 12% (933)	112
/снежные резервы	120	Процентные платежи, 5% (1000)	-50
Ссуды	<u>933</u>	Прочие расходы	<u>-48</u>
	1053	Доналоговая чистая прибыль	14
Обязательства		Налог по ставке 40%	=й
Дтозиты	1000	Чистая поибыль	8
Собственный капитал	<u>53</u>		
	1053		

Баланс и отчет о прибылях и убытках гипотетического банка, представленные в таблице 21.2, иллюстрируют традиционный метод калькуляции чистой прибыли (модель прибыли). В этом примере мы исходим из следующих предпосылок: на выданных ссудах банк зарабатывает 12%, денежный резерв в федеральном резервном банке не приносит процентного дохода, по депозитам банк выплачивает 5%, а ставка налога составляет 40%. Заметьте, что в модели прибыли, основанной на этих финансовых отчетах, чистая прибыль насчитывает 8 млн дол

Модель спреда представляет собой альтернативный, но совершенно равнозначный подход к калькуляции чистой прибыли. Она опирается на предпосылку, что для банка, ведущего операции с институциональными клиентами, а также по депозитам, устанавливается так называемая *денежная ставка*, которая равна альтернативным издержкам привлечения денежных средств. Для примера допустим, что она составляет 8%. В модели спреда чистая прибыль рассчитывается сложением спредов по балансовым статьям, умноженных на остатки по тем же статьям. Затем к этой величине прибавляются начисления на акционерный компонент финансирования банка, поскольку модель предполагает, что инвестиции осуществляются на 100% из заемных средств. Равным образом резерв в Федеральной резервной системе сокращает прибыль, поскольку не приносит процентного дохода. Таблица 21.3 иллюстрирует калькуляцию чистой прибыли по модели спреда.

Таблица 21.3. Модель спреда: банк ABC (числовые данные — в млн дол)

Определение	Расчет	
Спред по судам] x (ссудный остаток)	$(12\% - 8\%) \times 933$	37
+ (Спред по депозитам) x (депозитный остаток)	$(8\% - 5\%) \times 1000$	30
+ (Начисления на собств капитал) x (собств капитал)	$(8\%) \times 53$	4
- (Дебет по резерву) x (резерв)	$(8\%) \times 120$	-9
- Расходы		-48
= бовалоговая чистая прибыль		14
- Налог по ставке 40%		-6
Чистая прибыль		8

Модель спреда дает такой же результат, как и модель прибыли, однако пользоваться ею надо с большой осмотрительностью. Нужно помнить, например, что денежная ставка начислений на собственный капитал не эквивалентна затратам на собственный капитал: это лишь бухгалтерская условность, позволяющая получить правильный ответ

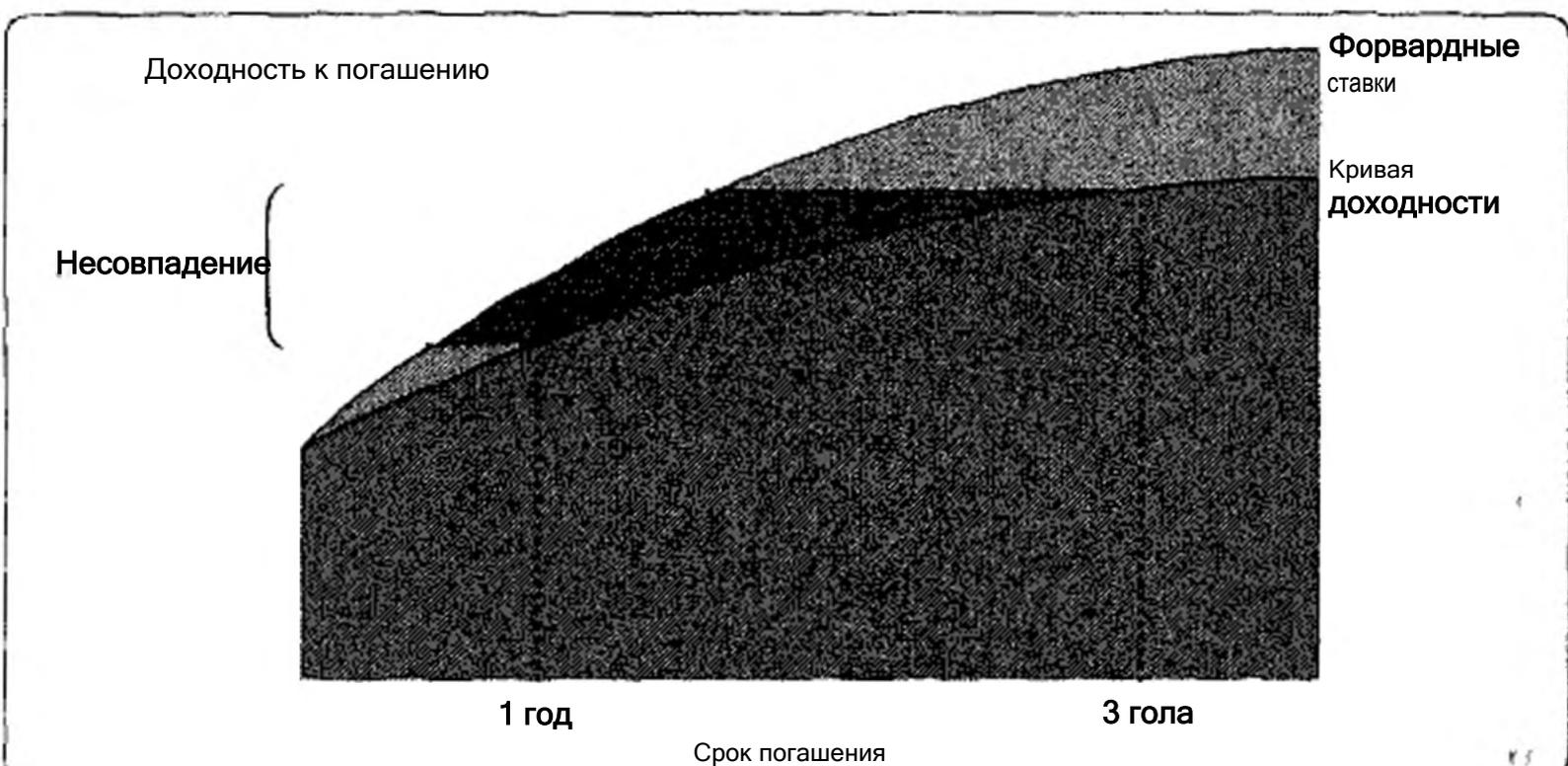
## ОЦЕНКА БАНКА ИЗВНЕ

Банки остаются одним из самых сложных объектов стоимостной оценки, поскольку, несмотря на многочисленные правила, регулирующие их деятельность и финансовую отчетность, очень трудно определить качество их ссудных портфелей, вычислить, какую долю в их бухгалтерских прибылях составляет выигрыш за счет разницы процентных ставок, и понять, какие из их структурных единиц создают, а какие - разрушают стоимость.

### Прибыли или убытки на несовпадении процентных ставок

Обычно временная структура процентных ставок имеет вид восходящей кривой, как показано на рисунке 21.2. Банк, ссужающий деньги на три года и берущий в долг на год, благодаря несовпадению процентных ставок получит прибыль, которая равна разности между долгосрочными и краткосрочными процентами. Однако большая часть этой прибыли — лишь иллюзия, поскольку ресурсы, привлекаемые на год, придется дважды возобновлять по будущим однолетним ставкам «спот», которые ожидаются на более высоком

Рисунок 21.2. Наклон временной структуры процентных ставок порождает прибыль на их несовпадении



уровне, нежели сегодняшняя однолетняя ставка. В большинстве случаев не следует рассчитывать на то, что наблюдаемая сегодня рыночная прибыль *на* разнице процентных ставок останется постоянной с течением времени<sup>1</sup>.

Для иллюстрации ожидаемых изменений спреда допустим, что банк ссудил на три года 1 млн дол. по фиксированной ставке и занял в общей сложности 900 тыс. дол. под однолетние депозитные сертификаты, ежегодно возобновляемые в течение трех лет. Предполагаемая временная структура выглядит следующим образом:

<b>Срок погашения</b>	<b>Доходность (в %)</b>	<b>Однолетняя форвардная ставка (в %)</b>
1 год	8.0	8.0
2 года	9.0	10,0
3 года	9.5	10,5

В таблице 21.4 представлены прогнозные отчеты о прибылях и убытках и балансы трех структурных единиц банка: (1) банковского отделения по обслуживанию корпоративных клиентов, выдавшего ссуды на 1 млн дол.; (2) банковского отделения по работе с населением, получившего 900 тыс. дол. путем выпуска однолетних депозитных сертификатов; (3) казначейства. Ради простоты примера допустим, что к банку не предъявляется никаких резервных требований и он не подлежит налогообложению. У банка, обслуживающего корпоративных клиентов, соблюдается принцип соответствия в финансовых операциях при «цене» денег 9,5%: он получает 9,5% с 1 млн дол. и выплачивает 9,5% за 950 тыс. дол., зарабатывая тем самым прибыль в размере 4750 дол. в год. Однако спред составляет 0% — не слишком хорошая сделка. Банк, обслуживающий население, будет получать, согласно прогнозу, процентные платежи по ожидаемым однолетним ставкам «спот» (8%, затем 10% и, наконец, 10,5%), что предположительно соответствует однолетней форвардной ставке. Депозитные сертификаты этот банк оплачивает тоже по ожидаемым однолетним ставкам «спот». Таким образом, и его спред составляет 0%.

Как видно из таблицы 21.4, у обоих банковских отделений (и у обслуживающего корпоративных клиентов, и у работающего с населением) соблюдается соответствие в финансовых операциях; похоже, вся прибыль за счет разницы процентов выпадает на долю казначейства. В первом году оно ссужает деньги по трехлетней ставке (банку, обслуживающему корпоративных клиентов) и берет заем по однолетней ставке (у банка, работающего с населением), что дает ему чистую прибыль в размере 14 250 дол. Однако во втором и третьем годах оно несет убытки, поскольку получает по-прежнему 9,5% (фиксированную трехлетнюю ставку), а платит по однолетней ставке «спот» — 10% в году 2 и 10,5% в году 3. Прибыли (убытки) казначейства, возникающие из-за несовпадения процентных ставок, сказываются на банке в целом.

<sup>1</sup> Позже мы еще вернемся к этому важному вопросу в связи с премией за ликвидность

Таблица 21.4. Финансовые отчеты трех бизнес-елимии банка (числовые данные – в тыс дол)

БЛЛН"		отчет О ПРИЫМЖ И VSW1KAХ					
		Г<* 1	Год і	Гей 3			
Сам*, обслужимюш*» ы^тсратжкъя хлметое							
Сс>бы	ш	Займы у глмдчгйпд	950	(1р<ДОКТИЬГЙ АСГШЛ	95	95	95
	1000	Собственным отитах	i2 НЛО	Про«мтии? платежи прМtiaAW	=90 5	=50 5	=50 5
Сам* о^клучмивдим каслрям*							
Сс^ы казначейству	ш	Лр.ПОЗЙТЫ	9С0	Прахитмми /кхч*.	?Ь	95	100
	450	СосгТИРИНЫИ капитал	-JQ 9V0	f IreuniТНМf амтгжи Лрибн*	-л А	=» 5	=25 V
Кляынгуистю іііетсwuvirtiHe!							
Ссуды банку ло йбслу*йаан*д ХСр<Х»раГИВИМХ* ММНТD9	25!2	Зан^ы у банка ло		Лр00гнЖЫМ ДЗчОд	90	92	90
	950	обслуживдчмг, ЮСОДМИЯ	<u>950</u> 950	Прсоечгнмг П'лтгжи f 1рибмль	=26 14	=25 -5	=222 -ГО
Б*н§ Ш 1фГМШ							
Ссуды	ШУ	Депозиты	900	Лр*чск»нми доим	95	95	95
	10X1	Со&твеичий кдгигал	100 ТОЭО	х >>оііе»і тмаіеіежі Лр/би«ь	=2? 23	<u>90</u> 5	=25 —

Если бы при оценке стоимости последнего мы исходили из прогноза прибыли 23 тыс. дол. на бессрочную перспективу (т. е. из рентабельности собственного капитала 23%), то доходность банка выглядела бы превосходно. В действительности же рентабельность собственного капитала банка не превышает 5% в году 2 и 0.5% в году 3. Значительная прибыль на разнице процентов, которая возникает в году 1, — всего лишь иллюзия, но «разоблачить» ее позволяет только тот прогноз прибыли, где принимается в расчет ожидаемый рост краткосрочных процентных ставок.

Ключом к проблеме прибылей или убытков на разнице процентных ставок служит добротный прогноз денежного потока, составленный с учетом следующих обстоятельств:

- ожидаемые с течением времени изменения спреда по мере изменения процентных ставок;
- приток денежных ресурсов в результате погашения ссуд и их отток по новым ставкам вследствие новых ссуд;
- « возможность заменять процентные вклады беспроцентными при изменении процентных ставок:
- устойчивая доля прибыли за счет разницы процентов, которая является следствием того факта, что форвардные ставки, как правило, выше соответствующих им ставок «спот».

Включить в прогноз все эти переменные совсем не просто. Но даже если в конце концов вы решите обойтись без этого, их предварительный анализ поможет вам убедиться в прозрачности прибылей на несовпадении процентных ставок.

### **Определение качества ссудного портфеля**

Определение качества ссудного портфеля — наиболее сложная проблема стоимостной оценки банков извне, тем паче что информация, которая могла бы помочь в этом, мало доступна. Возьмем для примера кредиты, предоставляемые развивающимся странам или под залог коммерческой недвижимости. Хотя иногда ими торгуют на вторичном рынке по 50 центов за доллар, к такому занижению цены надо относиться со здоровым скепсисом. Возможно, ссуды, оставленные банком в своих руках, стоят гораздо дороже тех, что он решил продать на вторичном рынке.

Рыночная стоимость ссудного портфеля постоянно меняется с изменением процентных ставок и кредитного качества долговых обязательств, составляющих этот портфель. Обычно удается определить, какие доли портфеля представлены займами развивающихся стран, ссудами на выкуп компаний за счет заемных средств, ипотечными кредитами ит. д. После этого их можно, хотя бы приблизительно, соотносить с общерыночными параметрами по мере изменения рыночных условий.

Если бы при оценке стоимости последнего мы исходили из прогноза прибыли 23 тыс. дол. на бессрочную перспективу (т. е. из рентабельности собственного капитала 23%), то доходность банка выглядела бы превосходно. В действительности же рентабельность собственного капитала банка не превышает 5% в году 2 и 0.5% в году 3. Значительная прибыль на разнице процентов, которая возникает в году 1, — всего лишь иллюзия, но «разоблачить» ее позволяет только тот прогноз прибыли, где принимается в расчет ожидаемый рост краткосрочных процентных ставок.

Ключом к проблеме прибылей или убытков на разнице процентных ставок служит добротный прогноз денежного потока, составленный с учетом следующих обстоятельств:

- ожидаемые с течением времени изменения спреда по мере изменения процентных ставок;
- приток денежных ресурсов в результате погашения ссуд и их отток по новым ставкам вследствие новых ссуд;
- « возможность заменять процентные вклады беспроцентными при изменении процентных ставок:
- устойчивая доля прибыли за счет разницы процентов, которая является следствием того факта, что форвардные ставки, как правило, выше соответствующих им ставок «спот».

Включить в прогноз все эти переменные совсем не просто. Но даже если в конце концов вы решите обойтись без этого, их предварительный анализ поможет вам убедиться в прозрачности прибылей на несовпадении процентных ставок.

### **Определение качества ссудного портфеля**

Определение качества ссудного портфеля — наиболее сложная проблема стоимостной оценки банков извне, тем паче что информация, которая могла бы помочь в этом, мало доступна. Возьмем для примера кредиты, предоставляемые развивающимся странам или под залог коммерческой недвижимости. Хотя иногда ими торгуют на вторичном рынке по 50 центов за доллар, к такому занижению цены надо относиться со здоровым скепсисом. Возможно, ссуды, оставленные банком в своих руках, стоят гораздо дороже тех, что он решил продать на вторичном рынке.

Рыночная стоимость ссудного портфеля постоянно меняется с изменением процентных ставок и кредитного качества долговых обязательств, составляющих этот портфель. Обычно удается определить, какие доли портфеля представлены займами развивающихся стран, ссудами на выкуп компаний за счет заемных средств, ипотечными кредитами ит. д. После этого их можно, хотя бы приблизительно, соотносить с общерыночными параметрами по мере изменения рыночных условий.

L2V

ГоА	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Пр**<<<ТМ*■.НСу&jM	212204	520641	118476	17818	256934	207921	622823	23	2425087	272785					
Прочее прооетmг*модоу*56 MS73	9143	30760596	6Б*7	3727	43A	KLH	MV	973\$	1041MД	Птог17*					
Итого прииспЛ доел	315760	9243523	7W3	9424	9464	201530C	1310633	>985	3537155	1807814					
Г POUCKTITU? OДЛ9IM2<21\$23/9\$47016	327-?*	2169787	652B	759	*992?	33226424	00%	450	-26975	-гг					
Чипы? пссившЪи*	7VIB716>	77657	4567	70V	9718	7И	9VK	105160*50	И350Г12002	122					
Ре*и*у&mfi по К:чдмгз	5212	6623	890	44\$	637	2162	2002	264г	32*2	4552	566	-J6R	E2 иE93	-J0*	
М*wк*Юu отмслю* ь р6	3374	5233	375	33Ю	50725	789	oS64	712*7	6*40091и	3836	666	8	fiii*	06	9161
ftenrouensufrAocu	5И	67456	7787	360718»	75W	7И	7926	ьm	4655	УJ6599090	65»	«W1?	74?		
O^VMUKTНH^f ДОЛ11»	-9	fЛВ-11	m	-11097-	10067	1066	1105Б	43218112	5841	4111	250	2216	225-17	M	
Pfi^ ЧУ Н»Н (-Jи* W<>>г	454	u6W>	т61	10051	1%1	1591	7071	2И1	3*41	4171501	1547	16.17	1701	785	
npMfat	1S3)	876	-237	41И	31253	7764	3544	9063	6725	79B5	8395	8м	5т	30П5	4*1
Шлпг и» пр*6 Wb	-1035	-505	-677	*961	281-	5491	7632	011	-IVf>	23772	J942	359-2)	752	31*2	214
пzuОИЛЬ гд «р?згм<Эйн>х стдп*	0	и*0	457	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4р<0wCQTe*	0	и*0	457	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
и*U4*Лрибы»	496	454	-437	722	18442	229	258*	1894	3)1?>	421	J±4B>	4523418	3»2	31»	

Гем	1919	1990	1991	1992	1993	1994	1995	199b	1997	>99»	1999	2000	2001	2002	2003
Алтмици															
И. ^#П*«М<С ртfMOMNH? LCtMw? 6>un< 0				0	0	1	oes	1	662	0	0	0	0	0	194
Авиеясиуе преiCiW и шсьда6382570985			326	51385	2415	3475	684	6044	6427	670	0	7000	7319	7	647983
Кратцисрские и*ле*т«и«i7.65940714			45506	381	65766	777	221	76458	1998	739	1119	921»		10570	2642002
AW5* П*»Ю.V»			13и11	>4h	689726	550	6	MS	6694	674*	6816	c fcm6*	353	2022	2093
Вл-свые ссуду			162393	B>732	8141	0741	0746	9856	3616	66	6147	7728>	*194	14120»	И ?»M*477122256
WКбуi Резервы у*йихилу*»HON6приб5015			2225	3295	4395	795	6176	6580	6880	19	17	522		-786	223859?
МмСММГ ссуды			1S5383	4261635	S18	6451	4960	771	160653	178	991	1495	674	204	>50
Кутил про**** "#M»%ы% бумаг			018	7518	20647	0651	8923	1722	6966	1428	6604	2094	7984	22	60727e7
Иквелчиии n umie туиш			14699	4075	47135	0514	8205	2715	796	7717	8719	С13	2029	2t	6212)024
деигер&a» мыхдкийост*			4251	300*	29172	721	2740	35	130233	221	3414	3648	3a46	404	\$12514
П*ХН/Ы+Лг*»••«<><»иим			0	501	904	563	593	625	638	6*	no	769	310		899
Чисти осмовлме <р&o*э			3351	40103	6593	819	3846	4CC*	4213	4	5204	819	S320	S.W	56785
Нсуарсnuutic дкги»ы			977	910	595	802	1838	1375	1912	195»	1590	0292	070	2)11	2154
Адлати (AttMTDft			36062	1651	567	802	1838	1375	1912	195»	1590	0292	070	2)11	2154
Г р>we зк-mevi			1155	934	346	2918	2448	3739	1320	2621	592	3026	446	2377	627>228
Итого З<тмай			230	643	216	9At	216	922	213	902	9559	243	746	26	1980
Обжмттлнггыирскр»^			U719	224	\$26	4734	175	148	582	163	1623	173	860	185	979
Лсготиты			39	278	654	2122	119	24	2509	1266	733	363	3016	149	32889
КрдкисХПйЫС ьАчи			1964	*062	422	16N°	1582	86	499	7300	13054	419	2066	2149	23248
Лдг>г\зцитгь\цк:аАм*			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ахиептм*обращу			36	192	761	6C4	1	*903	1441	0	739	40*	67	6118	5394
ПрМКС <<Г*«1»ЛМЛЙ*			20	105	23	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
СоГмтвгмния ИИШтfPK»»\К4 МРСУМИ			220527	20720	396	20647	215	59?	22460	1	264	621	2S0	952	>15
Г\ими*Гй>сьын^ и«ХГ>м			1	№	1	579	2173	2-133	923	3	9233	9233	9233	9213	9241
1бми<ГЛ>тГ АКЦИИ			352	363	372	392	392	392	392	192	392	392	392	392	392
Г рсмм < лие аю*л Спрмрвзбде катодл			73	5933	598	3	5983	5933	5983	5933	5983	5903	3981	5983	59ft
Собственнее «ими о*аум*че			421	405	4	314	4368	5	764	6438	7308	3179	5130	565	1660
Н<КГ р*4Л**2и*Мл*			54563	204	4314	4368	5	764	6438	7308	3179	5130	565	1660	12
Ихп? собствен**# кагмтач			101	169	769	9526	12173	2833	962	4854	5841	1703	718	08?	19Ш
Иго-0 сби>ге-rtu и собственный >апнп>			2JOM3	216	«6	216	«2	213701	222	75»	229559	24)746	«i	J82	78t

Таблица 21.7. Денежный поток: Citicorp (числовые данные – в млн долл.)

fet	ПрСГПР														
	1989	irw	mi	1992	mj	1991	1995	199b	1997	199B	1909	2000	2001	2002	2003
Чипа» прибыл*»	m	4W	-457	72? 1 Я44	2 229	2 569	2 m	3 317	3421	3 445	3 452	3 413	3 332	3166	
ГЛУАИ*	-22 977	!4Б>7	Ы	3 271	-9 057	•6 800	М 1И7*	10136	19 770	17 380	IB <06	-190*	-19 £46	20 607	-71 f*3
П^рОСТ сЕ«яг+/лс :ь	2? 765	/13 370	J/9	-4 912	6 9fl7	6 >20	3 295	17JS0	if: 582	i*m	170*0	17 B5*	IK MI 19	34023	SO*
хурwwwu** VW 14 JILVtf		vie m;	.7;11	70Б?4	->77	1i*JU	1 hV/8	>011	J?n 7 17J/1	w JJV	> 1П2	t:xi> ПВА	1?ло		
ПрЙ)ОСГ OrfСIWHНОТО ОПИТМ * W-347	95	-Ш	-1 194	Ъ75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bwurtootuc мн«&цы	633	710	ЧЛ	225	313	379	617	695	796	821	62?	829	620	800	785
ГwNUMIUMU* х*пл*ггдм	0	0	0	0	vu	1176	1060	1213	1325	1 549	WJ	1474	1 397	1266	1134
Дп<ОД>мй rtMiK иЛ ЛНи*»	JU>	BW	-214	-669	-227	*555	1 67h	1 4C«i	?i2t	2 370	2J5C	2 303	2 2)4	2096	1 599
<b>Нерастреленная прибыль</b>															
Нергслродч**» n^duu. на кгсм) года	5 593	5 455	5 204	4 314	4 365	5 764	6 438	7330	5317	9513	10S65	11660	128Ю	K0Ю	15257
ЧйСТЛ» Н тиГ сл»	*»	45S	-457	722	!844	2 22?	2 569	2 694	3317	3 471	3446	3 452	3 4IM	3332	3 146
Вши№мыед*91ибнш	-bii	-710	-4e	-225	-313	-3/9	-617	-«os	-796	-621	•62?	..«9	620	-KC	-765
Поврюки с иерхпр£г*>£->-цй Орн^*х	0	-2	is	-443	0	0	0	0	0	0	c	0	n	0	D
Потеиивюине дыдочш	0	0	0	0	-134	-1 176	-1 060	-1 213	-1 325	-1 54?	-1523	-) 474	-T 397	-! 2flh	-t 134
}fottCnpC6W»tli ПрН&МЬЛ «WКУ T03456	5 456	5204	4 314	4 36B	5 764	6 43Л	7330	6317	9 513	10 365	11 660	13Л10	14 010	15 2S7	16 543

489

никает главным образом из-за принятой менеджментом временной схемы выплат. При составлении расчетных таблиц необходимо определиться, как поступать с этой денежной разницей между фактическими и потенциальными дивидендами.

Существуют два способа решения этой проблемы. Первый — относить излишек денежных средств на «избыточные рыночные ценные бумаги», а недостаток денежных средств на «внеплановый долг». При таком подходе следует дисконтировать фактические, а не потенциальные дивиденды, иначе вы допустите двойной счет прибыли в излишке денежных средств. В любом случае этот прием никак не сказывается на стоимости компании, поскольку инвестиции в рыночные ценные бумаги обладают нулевой чистой приведенной стоимостью. Второй способ — взять за предпосылку, что свободный денежный поток, превышающий фактические дивиденды, тоже распределяется среди акционеров. Этот прием максимально упрощает расчет ключевых коэффициентов, таких как отношение собственного капитала к совокупным активам. Как видите, счет нераспределенной прибыли в таблице 217 начинается с нераспределенной прибыли на начало года, затем к ней прибавляется чистая прибыль, из полученной суммы вычитаются фактически выплаченные дивиденды и потенциальные дивиденды, что в итоге дает нераспределенную прибыль на конец года. Этот способ позволяет придерживаться нормативного отношения собственного капитала к совокупным активам (установленного для международной отчетности банков) и делает финансовые отчеты информативными для линейных менеджеров.

Заметьте, что в нашей модели дивидендная политика не влияет на стоимость компании. Если дивидендные выплаты возрастают, в счет нераспределенной прибыли вносится соответствующая поправка (сокращается статья потенциальных дивидендов). Даже если фактические дивидендные выплаты превосходят величину чистой прибыли, в строке поправок меняется запись, и в результате создается ситуация, аналогичная внеплановому долгу<sup>1</sup>. В любом случае это никак не сказывается на свободном денежном потоке для акционеров, ибо он определяется как сумма фактических и потенциальных дивидендов.

## ОЦЕНКА БАНКА ИЗНУТРИ

Равная цель стоимостной оценки банка изнутри — определить стоимость его бизнес-единиц и, опираясь на полученные результаты, провести реорганизацию или внедрить управление на основе стоимости. Даже при наличии самой полной информации это остается непростой задачей из-за трансфертных цен и распределения издержек. Ниже мы разберем процесс внутренней оценки стоимости, особо выделяя специфические проблемы, касающиеся банка по работе с населением, банка по обслуживанию корпоративных клиентов и казначейства.

## Банк, обслуживающий население

Большинство таких банков занимается привлечением вкладов: беспроцентных депозитов до востребования, процентных депозитов до востребования, счетов денежного рынка, вкладов под депозитные сертификаты. На каждый доллар вкладов у этих банков приходится, скажем, 20 центов ссуд внешним клиентам, так что у них остается 80 центов для кредитования казначейства по трансфертной цене, которую мы называем денежной ставкой. Из всех ключевых проблем стоимостной оценки банка, обслуживающего население, первейшая заключается в том, чтобы установить правильную денежную ставку. Следующая проблема - оценить стабильность вкладов. Важны также концептуальные проблемы определения структуры капитала и затрат на собственный капитал.

**Денежная ставка для банка, обслуживающего население.** Общий экономический принцип трансфертного ценообразования — брать за основу рыночные цены. Но каковы истинные альтернативные издержки, характерные для депозитов? По логике, они должны быть равны рыночной доходности ценных бумаг с той же продолжительностью и, следовательно, с той же чувствительностью рыночной стоимости к изменениям процентных ставок\*. Как установить продолжительность депозитов до востребования и как поддерживать соответствие связанных с ними финансовых потоков - это весьма мудреные вопросы по двум причинам. Во-первых, большинство бан-

- Термин *продолжительность* возник в силу необходимости различать срок погашения финансового инструмента (ценной бумаги, депозита) и средний срок связанного с ним денежного потока. Это различие объясняется тем, что на последний год срока погашения выпадает лишь часть приведенной стоимости выплат, остальная же часть приходится на более ранние годы. Строго говоря, для финансового инструмента со сроком погашения  $t$  лет, рыночной стоимостью  $V$  и приведенной стоимостью его ежегодных денежных потоков  $PV(C_1), PV(C_2), \dots, PV(C_t)$  продолжительность определяется следующим образом.

$$\text{Продолжительность} = \frac{PV(C_1)}{V} \times 1 + \frac{PV(C_2)}{V} \times 2 + \dots + \frac{PV(C_t)}{V} \times t.$$

Инструменты с одинаковыми сроками погашения, но разными ставками и доходностями к погашению имеют и разную продолжительность денежных потоков. Чем выше доходность, тем меньше продолжительность и, следовательно, тем меньше *изменчивость*, то есть чувствительность рыночной стоимости к колебаниям процентных ставок:

$$\text{Изменчивость} = \frac{\text{продолжительность}}{1 + \text{доходность}}.$$

Видимо, исходя из этой прямо пропорциональной зависимости между продолжительностью и изменчивостью, авторы данной книги не делают различия между этими двумя понятиями и для их обозначения пользуются одним общим термином. - *Примет научного редактора*

Таблица 21,8. Как выбор денежной ставки влияет на стабильность чистой прибыли либо стоимости для акционеров  
(числовые данные — в млн лол )

	Исходная ситуация (процентная ставка = 10%)		Влияние процентной ставки (ставка возросла до 15%)	
	Балансовая стоимость	Рыночная стоимость	Депозиты, соответствующие 5-летней ссуде	Депозиты, соответствующие 3-летней ссуде*
<b>Резервы</b>	240	190	119	119
( гудвилл - кашачонству)	1888	1888	1571	1672
	2128	2037	1691	1792
Лешины	2000	1242	994	<b>994</b>
С обо осиный капитал	<b>12B</b>	795	697	793
	2128	2037	1691	1792
<b>Чистая прибыль</b>				
Гол 1			189	<b>189</b>
Гол 2			189	<b>189</b>
Гол 3			109	189
Гол 4			189	283
Гол 5			189	283
			<b>A</b>	<b>A</b>
			<sup>f</sup> Чистая прибыль постоянна <sup>4</sup>	<sup>f</sup> Чистая прибыль меняется <sup>4</sup>
			Стоимость собственного капитала меняется;	Стоимость собственного капитала постоянна]

ков путает срок, в течение которого деньги остаются на вкладе до востребования (т. е. срок погашения), с чувствительностью балансовой стоимости к изменению процентных ставок (т. е. продолжительностью). Как правило, при выборе денежной ставки банки руководствуются стремлением устранить колебания чистого процентного дохода, а вовсе не желанием стабилизировать стоимость для акционеров. Во-вторых, нужно еще решить, ради чего поддерживать соответствие финансовых потоков: ради защиты вкладов от изменений процентных ставок или ради защиты от таких изменений самого банка, обслуживающего население. В примере, описанном в таблице 21,8, наш выбор пал на защиту подразделения в целом.

Из таблицы 21,8 видно, как выбор той или иной денежной ставки влияет на стабильность либо чистой прибыли, либо стоимости для акционеров. Ради простоты допустим, что все вклады в банке, обслуживающем население, — беспроцентные, но подлежат изъятию в году 5. За то же время будут покрыты резервы в федеральном резервном банке. Исходная ситуация такова: рыночная ставка составляет 10%, и ссуды казначейству приносят тоже 10%; таким образом, их рыночная стоимость равна балансовой стоимости. Резервы и депозиты подобны векселям с нулевым купоном, поэтому их рыночная стоимость меньше балансовой стоимости.

Банк может избрать депозиты с 5-летней ставкой, соответствующей их сроку погашения, или с более краткосрочной 3-летней ставкой. Пятилетняя

ставка поддерживает постоянный уровень чистой прибыли, но не создает «иммунитет» благосостоянию акционеров. Когда через три года процентная ставка возрастает с 10 до 15%, стоимость для акционеров снижается с 795 млн до 697 млн дол. Это происходит потому, что стоимость активов уменьшается быстрее, чем растет стоимость депозитов. Проблема облегчается, когда депозиты соответствуют «3-летним деньгам», так как в этом случае проценты по ссудам казначейству в году 4 повышаются с 10 до 15%. Следовательно, при росте процентных ставок ссуды казначейству меньше теряют в стоимости, и по этой причине стоимость акционерного капитала остается неизменной (таким образом, она приобрела «иммунитет» к изменению процентных ставок).

Если управление всеми рисками, связанными с процентными ставками, вы намерены сосредоточить в казначействе, то правильнее всего для депозитов до востребования, отвечающих принципу соответствия, установить такую денежную ставку, которая защищает стоимость собственного капитала банка по обслуживанию населения от колебаний процентных ставок. Для того чтобы найти такую ставку, вы должны принять в расчет чувствительность балансовых статей к этим рискам, соотношение постоянных и переменных издержек, а также продолжительность внешних ссуд банка, обслуживающего население.

Ценность стабильности вкладов. При оценке банков, привлекающих вклады у населения, зачастую возникает вопрос: следует ли давать им какую-то «надбавку» за стабильность вкладов? В пользу этого говорит тот факт, что вкладчики мало того что осведомлены о гарантии, которую предоставляет вкладчикам до востребования Федеральная корпорация страхования депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation; далее - FDIC), но и очень ценят эту гарантию. Когда банки попадают в неприятности (скажем, когда снижается их кредитный рейтинг), клиенты обычно не спешат изымать свои вклады и помещать их в более надежные финансовые институты. В результате вклады, гарантированные FDIC, как правило, сохраняют стабильность. Проблемные банки, имеющие сравнительно немного гарантированных вкладов, вынуждены дороже платить за краткосрочное финансирование. Например, Bank of America — с его обширной базой клиентов-вкладчиков — сумел в тяжелые времена удержать депозиты, гарантированные FDIC; ~~в~~ же Continental Illinois, не имеющему такой базы, пришлось в кризисный период дороже платить за привлечение финансовых ресурсов.

Непосредственная выгода от гарантий FDIC, которые получают банковские отделения, обслуживающие население, заключается в том, что банки в целом несут более низкие, в сравнении с другими финансовыми институтами, затраты на привлечение капитала по долговым обязательствам с одинаковой продолжительностью. Чем ниже кредитный рейтинг банка, тем больший выигрыш приносит ему страхование вкладов со стороны FDIC. Расходы на это страхование напрямую вычитаются из денежного потока

Таблица 21.9. Стоимость федеральной гарантии депозитов  
в расчете на каждый доллар вкладов

	Рыночная стоимость активов (в млн дол)	Номинальная стоимость соединенного долга (в млн дол)	Отношение активов к долгу	Среднегодовая премия за страхование вкладов (%)
First Pennsylvania	3 857	3 866	0.998	0.7241
Crocker National Corp	15 217	15 195	1.003	0.2666
Continental Illinois	22 287	22 073	1.010	0.1944
Wells Fargo	22 200	21 911	1.013	0.1835
Manufacturers Hanover	34 626	34 313	1.009	0.1269
Bank America	74 642	73 714	1.013	0.1035
First Interstate	37 039	36 405	1.017	0.0856
Chase Manhattan	36 184	35 674	1.014	0.0577
Bankers Trust	20 996	20 266	1.036	0.0568
Citicorp	66 129	63 407	1.143	0.0440
Chemical New York	32 754	31 718	1.033	0.0270
Security Pacific	2 9 699	28 682	1.035	0.0162
Mellon	19 864	19 122	1.039	0.0157
NCNB	10 301	9 890	1.042	0.0129
Bank of Boston	10 690	10 231	1.045	0.0106
Morgan, J P	28 913	26 981	1.072	0.0001
<b>В среднем</b>				<b>0,0808</b>

Источники: E. Ronn and A. Verma. Pricing Risk-Adjusted Deposit Insurance An Option-Based Models  
Journal of Finance 1986 September

банка, обслуживающего население. Стоимость гарантии FDIC образуется из разности между косвенными выгодами и прямыми издержками.

Гарантия FDIC представляет собой опцион «пут». Даже в случае дефолта банка вкладчики застрахованных депозитов получают их полную номинальную стоимость (до 100 тыс. дол.), а не часть ее, как произошло бы в случае последующего банкротства или реорганизации. Срок исполнения этого опциона «пут» (гарантии FDIC) - период до следующего аудита банковских активов. Хотя скоро FDIC взимает за свои услуги одинаковую плату, банки, более склонные к риску, фактически получают субсидию, стоимость которой зависит главным образом от:

- рыночной стоимости активов банка;
- изменчивости рыночной стоимости активов банка;
- совокупного долга банка;
- доли застрахованных депозитов в совокупном долге банка.

Хотя процедура еще не вполне отработана, тем не менее с помощью модели оценки опционов можно определить сравнительную стоимость гарантии в расчете на каждый доллар вкладов для отдельных банков. В таблице 21.9 показаны результаты такой оценки в выборке банков по состоянию на 1983 г. (как вы можете заметить, с тех пор многие из них

Таблица 21.10. Баланс банковского отделения по работе с населением  
(числовые данные — в млн дол.)

Активы		Обязательства	
Резервы	180	Депозиты до востребования	1000
Потребительские кредиты	100	Счета денежного рынка	500
Ссуды малому бизнесу	100	Депозитные сертификаты	?
Ссуды казначейству	+1420	Собственный капитал	?
	?		?

перестали существовать в самостоятельном качестве, претерпев слияния или поглощения, но сам пример остается в силе)<sup>2</sup>. Наивысшая стоимость - 72,41 базового пункта на каждый доллар депозитов, застрахованных FDIC. - выпала на долю проблемного банка First Pennsylvania (при среднем значении по выборке 8,08 базового пункта). Поскольку обычные методы дисконтированного денежного потока не позволяют в явном виде измерить ценность стабильности вкладов, банкам, обслуживающим население, следует делать «надбавку», равную остатку по застрахованным вкладам, умноженную на среднегодовую премию за страхование вкладов.

**Структура** капитала. В таблице 21.10 представлен упрощенный баланс условного банковского отделения по работе с населением. Существуют два подхода к решению вопроса о том, какой объем собственного капитала следует распределять на такое банковское отделение. Коль скоро банки, обслуживающие население, в большинстве своем держат обязательные резервы в качестве буфера против неожиданных изъятий вкладов, на их долю должно приходиться меньше собственного капитала, чем того требуют общие нормы регулирования банковской деятельности. (Тем самым мы предполагаем, что регулирующие органы определяют, какая часть собственного капитала должна быть отражена в балансе.) Мы можем выразить собственный капитал либо как долю в совокупных активах, либо как долю только во внешних активах (которые состоят из резервов, потребительских кредитов и ссуд малому бизнесу). В первом случае собственный капитал образует часть крупной внутрибанковской статьи, именуемой «ссуды казначейству». Это приводит к чрезмерному распределению собственного капитала, ибо при таком подходе совокупная величина собственного капитала всех бизнес-единиц превышает собственный капитал банка в целом. Во избежание этой проблемы лучше распределять собственный капитал только по внешним активам. По данным из таблицы 21.10 и при условии, что балансовая стоимость собственного капитала должна составлять 5% от внешних активов, получаем: собственный капитал банка, обслуживающего население, равен 19 млн дол., а ссуды казначейству — 1,439 млрд дол.

<sup>1</sup>E. Ronn and A. Ytuna. Pricing Risk-Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model // Journal of Finance 1986. September. P. 871—895.

**Затраты на собственный капитал.** В данном случае, как и всегда, затраты на собственный капитал равны доходности, которую требовали бы инвесторы от других вложений с эквивалентным риском. Однако уже на самый первый взгляд ясно, что у банковских отделений, работающих с населением, как мы их определили, нет вполне сопоставимых рыночных объектов, поскольку не существует самостоятельных банков, чьи активы на 80% были бы инвестированы в «ссуды казначейству» (или в государственные ценные бумаги, приносящие процент по денежной ставке, которая для банков играет роль трансфертной цены). Мы вынуждены пользоваться денежной ставкой как единственным средством защиты стоимости акций от колебаний рыночных процентных ставок. Даже если в нашей схеме распределения балансовая стоимость собственного капитала, которая приходится на банковское отделение по работе с населением, составляет лишь 1% совокупных активов, риск, связанный с колебаниями процентных ставок, очень невелик. К тому же резервы служат защитным механизмом на случай изъятия вкладов или невыполнения обязательств по ссудам.

Если продолжить рассуждения, то *станет* понятно, что основной риск, присущий банковскому отделению по работе с населением, представлен той долей риска невыполнения обязательств (дефолта) по ссудам, которая коррелирует с *состоянием* экономики в целом, — то есть это риск, воздействующий только на внешние активы банка, обслуживающего население. И коль скоро собственный капитал насчитывает около 5% внешних активов (в нашем условном примере эту величину устанавливают регулирующие органы), на него выпадает приблизительно такой же риск, как и на капитал сопоставимых банков по обслуживанию населения, имеющих низкое отношение ссуд к депозитам.

### **Банк, обслуживающий корпоративных клиентов**

Основная деятельность таких банков заключается в предоставлении ссуд. На каждый доллар ссуд у них может приходиться лишь 20 центов вкладов; следовательно, источником финансирования таких банковских единиц служат займы у казначейства. Здесь, как и прежде, главный вопрос сводится к тому, каким образом установить правильную трансфертную цену, или денежную ставку, по которой банк, обслуживающий корпоративных клиентов, должен оплачивать используемые им финансовые ресурсы. Когда этот вопрос будет решен, мы сможем обратиться к структуре капитала и затратам на капитал.

**Денежная ставка для банка, обслуживающего корпоративных клиентов.** Альтернативные издержки, связанные с финансированием ссудного портфеля, зависят от тех факторов, которые затрагивают систематический риск: продолжительности платежей, или их чувствительности к измене-

Таблица 21.11. Ожидаемые платежи по ссуде низкого кредитного качества

ГОА	Кумулятивная норма дефолта (в %>	Обещанные платежи (в дол)	Предпосылки
1	1	200	Ссуда на 1000 дол в году 1
2	2	200	При дефолте по ссуде
3	*. э	200	не выплачивается ничего
4	10	200	
5	20	1200	

нежной ставки следует избрать *обещанную* доходность к погашению ссудных портфелей с эквивалентными кредитным риском и продолжительностью.

Источником информации о доходности подобных ссудных портфелей обычно служат рыночные цены долговых обязательств, обращающихся на открытом рынке. Но при таких сопоставлениях уместна известная доза критичности, поскольку контрактные условия займов публичного размещения зачастую отличаются от контрактных условий банковских займов. По этой причине прямое сравнение доходностей может оказаться неприемлемым без соответствующих поправок на такие различия.

**Структура капитала.** Как и для банковских подразделений, работающих с населением, в данном случае важнейшее соображение заключается в том, что сумма долей собственного капитала, приходящихся на все банковские единицы, должна быть равна совокупному собственному капиталу банка в целом. В связи с этим мы советуем определять балансовую стоимость собственного капитала банка, обслуживающего институциональных клиентов, как долю его внешних активов (которые зачастую совпадают с совокупными активами).

**Затраты на капитал.** У банковской единицы, обслуживающей корпоративных клиентов, затраты на собственный капитал будут ниже, чем у банка в целом. Это объясняется тем, что благодаря денежной ставке, отражающей как кредитный риск, так и риск процентных ставок, во всех ссудных портфелях соблюдается принцип соответствия, а также тем, что отношение собственного капитала к совокупным активам должно отвечать нормам регулирования. Деловой риск такой банковской единицы — это в основном остаточный риск (не устранимый соблюдением принципа соответствия); следовательно, ее затраты на собственный капитал должны быть близки к свободным от долговой нагрузки затратам всего банка.

### **Казначейство и головной офис**

Казначейство банка берет займы у подразделения, обслуживающего население, и предоставляет кредиты подразделению, работающему с корпоративными клиентами. Еще оно занимается торговыми операциями банка (куплей-продажей ценных бумаг) и отвечает за централизованное управление рисками.

В этом параграфе, разбирая тему казначейства, мы поочередно затронем перечисленные вопросы: эффект несовпадения процентных ставок, централизованное управление рисками, оценку затрат на собственный капитал, распределение издержек. Структуру капитала казначейства мы рассматривать не будем; заметим лишь, как и раньше, что долю собственного капитала, распределяемую на казначейство, следует устанавливать исходя из величины его внешних активов.

Прибыль и убытки на несовпадении процентных ставок. Мы придерживаемся общего принципа, что в операциях банковских единиц - и обслуживающих корпоративных клиентов, и работающих с населением — должно, по возможности, соблюдаться соответствие как по кредитному риску, так и по риску, связанному с процентными ставками (продолжительностью платежей). Тому есть практическая причина: этот принцип дает менеджерам банковских единиц недвусмысленный ориентир для принятия решений, обеспечивающих положительную чистую приведенную стоимость. Так, руководитель, отвечающий за выдачу *ссуд*, должен стремиться получать за них полную цену (комиссионные и проценты), которая превышает денежную ставку, скорректированную на оба типа риска. В той мере, в какой эти риски по депозитам меньше, чем по ссудам, казначейство, как банковская единица, показывает прибыль на несовпадении процентных ставок. Как мы уже продемонстрировали в таблице 21.4 и пояснениях к ней, такие прибыли порой весьма иллюзорны. Не забывайте, что ключом к правильному пониманию прибылей или убытков на несовпадении процентных ставок служит добротный прогноз денежного потока, в котором были бы учтены: ожидаемые с течением времени изменения спреда по мере изменения процентных ставок; притоки денежных ресурсов в результате погашения ссуд и их оттоки по новым ставкам вследствие новых ссуд; возможность заменять процентные депозиты беспроцентными при изменении процентных ставок; устойчивая доля прибыли на разнице процентных ставок, которая является следствием того факта, что форвардные ставки, как правило, выше соответствующих им текущих ставок.

**Централизованное управление рисками.** Хотя текущие прибыли и убытки на несовпадении процентных ставок бывают весьма призрачны, ибо не сохраняются с течением времени, сам факт, что они колеблются вместе с неожиданными изменениями временной структуры процентных ставок, означает риск для акционеров. В качестве инструментов защиты от этого риска, связанного с несовпадением ставок, можно использовать фьючерсные контракты. Банк, выдающий долгосрочные ссуды и берущий краткосрочные займы, может хеджировать риск повышения процентных ставок посредством компенсирующей такой рост короткой сделки с финансовыми фьючерсами. Подобная форма управления рисками наилучшим образом подходит именно казначейству, которое выступает естественным средоточием централизации.

**Затраты на капитал.** Мы советуем применять такой механизм трансфертного ценообразования, который сосредоточивает все риски, связанные с процентными ставками, в казначействе. Если казначейство ничего не предпринимает для хеджирования рисков, то его затраты на собственный капитал будут выше, чем у банка в целом. В той мере, в какой риски хеджируются, затраты казначейства будут ниже.

Проблема распределения издержек. Большинство банков стремится использовать затратные системы бухгалтерского учета, чтобы переложить все накладные расходы на бизнес-единицы. Но, по нашему мнению, лучше распределять только те расходы, которые бизнес-единицы в любом случае несли бы, будучи самостоятельными фирмами. Нераспределенные расходы следует удерживать за головным офисом как центром издержек. Более того, банковские единицы нужно побуждать к тому, чтобы они сравнивали свои затраты на внутренние услуги с тем, во что им обошлись бы аналогичные внешние услуги. Такая форма контроля позволяет удостовериться в большей эффективности внутренних услуг.

Проблему распределения издержек порождает тот факт, что одними и теми же ресурсами зачастую пользуются несколько банковских единиц. К примеру, кассир может заниматься учетом чеков по беспроцентным вкладам, счетами денежного рынка, купонными выплатами и платежами по ипотечным кредитам. Если все эти операции находятся в ведении одной бизнес-единицы — скажем, банка, работающего с населением, — никаких проблем оценки на этом уровне не возникает. Но если подобными услугами пользуются разные бизнес-единицы — скажем, и банк по обслуживанию населения и отдел трастовых операций, — необходимо приложить усилия к тому, чтобы распределять соответствующие издержки на основе реального потребления услуг.

## РЕЗЮМЕ

Стоимостная оценка банков - непростое дело. Для стороннего исследователя банки - особенно «темная» область из-за неоднородности рисков, присущих ссудным портфелям, а также из-за отсутствия информации о реальной практике хеджирования рисков. Те же, кто оценивает банки изнутри, нередко сталкиваются с множественностью схем трансфертного ценообразования. В этой главе мы описали, как для каждой банковской единицы установить соответствие финансовых потоков по риску процентных ставок и кредитному риску, тем самым сосредоточив все риски в централизованных операциях казначейства, где ими можно явным образом управлять. Одно из побочных последствий такого подхода заключается в том, что у банковских единиц, где выдерживается принцип соответствия, равно как и у казначейства, отсутствуют сопоставимые рыночные объекты, которые могли бы служить подходящим «эталоном» для определения соответствующих затрат на собственный капитал. В силу этого здесь не обойтись без метода перебора, дающего весьма приблизительный результат, вследствие чего приходится использовать не единственное значение, а некий диапазон значений. Но как бы то ни было, основное существенное различие между банковскими единицами проявляется в их ожидаемых денежных потоках для акционеров, и стоимостная оценка недвусмысленно выявляет это.

# Оценка страховых компаний

**У** страховых компаний, как и у банков, основная деятельность и финансирование тесно переплетены. Поэтому при оценке страховых компаний тоже следует пользоваться моделью собственного капитала, а не моделью коммерческого предприятия. К тому же в операциях страховых компаний присутствуют некие уникальные особенности, которые заслуживают специального обсуждения.

## БУХГАЛТЕРСКИЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СТРАХОВОЙ КОМПАНИИ

Есть три категории страховых компаний: компании страхования жизни, предлагающие долгосрочные контракты, по которым выплачивается либо пенсионный аннуитет, либо аккордная сумма страховки после смерти застрахованного; компании имущественного страхования и страхования от несчастных случаев, таких как травмы (увечья, потеря трудоспособности) на производстве, автомобильные аварии, наводнения (затопления) или пожар; и компании вторичного страхования (так называемые перестраховщики), которые принимают на себя риски от других страховых компаний, когда такие риски слишком велики для первоначального страховщика. На все три категории в США распространяются жесткие нормы регулирования и три набора бухгалтерских стандартов: установленная законом система учета для официальной отчетности перед регулирующими ведомствами

общепринятые принципы бухгалтерского учета (GAAP) для публичной отчетности и учет для налоговых органов. Для страховых компаний в целом характерны две формы собственности: это может быть открытое акционерное общество в форме традиционной корпорации или это может быть паевая компания, принадлежащая держателям ее страховых полисов.

В таблицах 22.1 и 22.2 представлены годовые балансы и отчеты о прибылях и убытках страховой компании TransAmerica, составленные на основе GAAP. Далее на примере TransAmerica мы разберем общие экономические характеристики и приемы стоимостной оценки страховых компаний<sup>1</sup>. Начнем с того, что страховщики получают от своих клиентов платежи, именуемые страховыми взносами, авансом, то есть до наступления срока страховых выплат. Таким образом, временная схема денежных потоков здесь противоположна той, какая свойственна большинству производственных фирм. Производственные фирмы вкладывают деньги сейчас, чтобы получить приток денежных средств позже. Страховые компании благодаря страховым взносам имеют чистый денежный приток сразу (хотя в первом году они должны платить комиссионные своим агентам) и дальше в непрерывном режиме на протяжении почти всего срока действия страхового полиса. Обязательства денежных выплат сосредоточены ближе к концу срока действия полиса. Вот почему страховые компании подвергаются столь жесткому регулированию - чтобы уберечь держателей полисов от недобросовестности или несостоятельности страховщиков. В случае банкротства страховой компании держатели полисов потеряют большую часть своих инвестиций, которая приходится на обещанные страховые выплаты. Одна из причин, побуждающих страховые компании поддерживать высокий кредитный рейтинг (AAA или Aa), заключается в том, что доверие держателей полисов помогает привлекать новых клиентов.

Крупнейшая статья обязательств страховых компаний - резервы и резервные фонды (у TransAmerica в 1998 г. - округленно 32,4 млрд дол.). Они представляют приведенную стоимость ожидаемых в будущем обязательств компании — аннуитетов и аккордных выплат по смерти застрахованного — за вычетом приведенной стоимости *ожидаемых* страховых взносов от держателей полисов. Следующий пример (не относящийся к TransAmerica) иллюстрирует порядок калькуляции таких резервов (в дол.):

Приведенная стоимость	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Страховые выплаты	3928	4104	4284	4469	4658	0
Чистые взносы	3928	3209	2457	1672	853	0
Резерв	0	895	1827	2797	3805	0

В году 0 представлен поток будущих страховых взносов, причитающихся страховой компании. В этом примере приведенная стоимость чистых

<sup>1</sup> Мы провели оценку TransAmerica в июне 1999 г., незадолго до ее поглощения компанией Aegon.

Таблица 22.1. Прошлые балансы: TransAmrica (числовые данные – в млн лол.)

Пи	1030	1*90	1991	1992	199J	1994	1995	19%	19*17	1998
<b>Активы</b>										
СТр)лПАм* ИЙАвСТМИИ	16 444	1в S4S	20 1Я1	1В *94	70 97?	22 496	28 027	29 305	32 358	33 656
Д£ИС*ныС ОрСаС^Оi и КрвПЭфО*** ИНМ<ТК1ИИ	74	40	43	22	93	64	ь\$	472	133	1S9
бЪбмтсммЕ ринсгмые iхмнвс брига	0	0	0	0	0	0	0	0	0	С
Д*?64*1СКК.<4М i«U&V*£НЫХТ*	1 444	1 535	1 621	895	2 015	2 610	3130	2 383	2 166	)754
Чистые основные средсл«еа	1 230	1 2М	1 346	1 389	1 652	2 967	3 274	3 555	3 392	3 527
1 сы*т?римиме ачм*	\$70	59Э	559	511	495	444	402	3Н9	423	423
Оглодеиые затраты ** гфиачеишне к-менго*	1 590	1 724	1 754	1 706	1 929	2 481	1 974	2 138	2 Ю3	2 095
Ак*ом по раилли-лн счетам	65!	729	067	9А4	1 367	1 667	7 533	3 520	5 495	9 301
Прочие ик:иий	7 637	7 333	7 311	8 S08	7 527	7665	0 517	8 024	5 107	7 707
Итгп> <b>AKTVU*</b>	29 MO	31 784	33 602	32 T	36051	40194	47 944	44 875	51 173	S8S03
<b>Обязательства и собственный капитал акционероЕ</b>										
Итого ЛОЛГ	8 ОЭС	7 526	7 729	7 573	7 7D4	9 173	10 3зе	10 320	6 235	8 195
Кредиторекан) алолж<*<*пн.г.*	1 546	1 774	*1 всо	1 М7	1 352	1 629	1 672	1 899	2 097	2)9*
Пзсолаь tvo рлтлелж»и счетам	651	729	867	984	1 367	1 667	2 533	3 526	5 495	9 101
Прючиг оГлшглы-на	164	101	215	277	И	253	116	60	25	0
И кг о 1>бмиггли та	10 367	10132	10 610	10 381	10 434	12 72(1	М 660	15 816	13 852	19 693
РwnAM A reinpmiс фонды	16 550	10635	20046	18616	22 253	24 739	28 705	29 394	31 725	32 30»
Мнноснтзр-ое участие	0	0	D	0	с*	200	200	52>	715	?15
Лриенчегирсеззные акоиИ	225	225	225	425	425	3 Г6	315	315	0	0
(>5ы<К>Мийы* акции	76	76	77	79	76	69	66	ьь	6J	67
Преми» к пене акций «ярирешлииг капитала?	>43	ьь9	585	647	475	97	п	аз	0	0
Чистое иерелооовичое прирш£ине игутала	42	2	101	84	124	-265	1 П60	784	1554	1943
Нтра гд рмаммия прибил»	2Г*7	2150	2 03ь	2100	2 293	2 55?	2 866	2 920	0 331	3 746
Трэкфсзти н nptmti Пе>ечисл«*ч*	-4	5	2	-34	-)S	-3H	-29	-28	-46	-46
Итого ибст&еины* кагмчлакиис**ро*	2 9Я	3017	3 026	3 300	3 363	2 736	4 300	4 141	4 581	5 71*
Итого с4#зат&ы:т*а и собсгопмий капитал	29 MO	31 701	33 682	32 298	36 051	40394	47 944	49 07S	я m	58 503

Таблица 22.2. Прошлые отмени о прибылях и убытках: TransAmrcica {числовые данные – в млн дол }

foi	19й9	1990	1991	1992	1992	1994	1995	19%	1997	1998
ЧИСТИЛ MMAX O» Ofpttmux ftMLCO*	1 195	2 403	7 44*	1 221	1 2\$\$	1 495	1 fi(1	1 fi4fi	1 81ft	1847
I Proucm». -и j/мму '.иийлс т*ним>	1 -134	1 640	1 764	1 373	1 750	1 701	1 999	2 102	2 169	2 274
Pw«ow ное приращение капитала	Ы	20	6	3	39	23	53	39	47	362
Г^тетлий дг«ол */ссуды1	1 213	1 173	1 056	1 014	WO	1042	1 165	f 198	so?	70S
Прочив <del>ссуды</del>	931	967	1 043	1 167	796	1 012	1 030	1 0-10	1 195	1 >41
ИТОГО ДС«СДЫ	Баз*	6703	6 815	4 969	*ЕМ	S3S4	ь 101	8 228	S 726	6 4>9
Страхом* ймплейн и м.шеигн*л	-3 462	-3 \$61	0 716	-2 450	-2 Mt	-2 35*	-2 854	-?«*	-2 6ГГ	-287Я
АмОрей>«ииОмнн?ог1ис4Ика затри и» прмолечемисентов	459	461	-529	-135	-233	-162	-191	-269	-265	-269
Прочив рэсяош	-1 655	-1 553	-1 791	-1 183	-1 195	-1 4\$1	-1 536	-1 595	-1 551	-1 7ВЧ
Итого «х^М1Х»иные ид*р*ки	-5 577	-5 576	-6035	-3 768	-3 574	-3 990	-4 58\$	-4 669	-4 620	-4 936
Прсдонные гоипсяи	ЛК	-75В	-637	-54.9	-512	-574	*717	*690	-421	-429
11рнбыль ли номочнтеадше резервов	454	369	143	651	740	791	799	888	678	1063
И^л»у и!ели^с резервы	С	0	0	-91	-14?	-101	-94	-283	-16	0
ДОК1логогыя прибыль	454	369	143	560	«И	693	70S	585	662	1083
1 ftuos на прибили	-122	*103	-44	-218	-150	-262	*235	-Ш	-130	*356
Прибшь iA5 ••ре'иычаннх ста им	332	266	99	343	451	428	471	456	Si2	707
Чрезмайиие ст^ьи	0	0	-49	-100	-73	-1	0	0	262	0
Чпгтая прибыч.	332	766	50	243	377	4 27	471	45\$	794	707
Нлр*глр^лко'мнйм ufWv*%b-о ч*чд«0 1Ca4	375	7 0-17	2 150	20Л	2 !0t>	2 298	2 55?	2 8\$6	2 920	3 33?
Чмсташ прибыль	332	266	S0	243	377	427	471	45\$	79*	707
Лиьлдеди по обиювл.лю* акциям	-144	-143	-1S2	-is;	-156	-143	-?3?	-J2	->25	-125
Ди«И2ГИЛМ по Г*рНвНАИ»»рОМНХ»»» 4КУН4М	-17	-16	-12	-22	-24	-25	-18	-17	-3	0
ГьЧЧМИА».Ы»ИС ЫЗДУГНДЫ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Поправки	0	0	0	0	0	0	-7	-253	-23J	-167
Н#ркяр1*вл**** и* «»й«:  «и* -	2 047	7 150	*03\$	* 100	2 798	2 557	2 266	2 030	5 331	3 746

взносов равна приведенной стоимости будущих выплат. На конец года 1 приходится одним платежом меньше, так что приведенная стоимость будущих взносов сокращается. Между тем ожидаемая выплата страховки по смерти застрахованного приближается на год, так что приведенная стоимость страховых выплат увеличивается. Разность между приведенной стоимостью будущих выплат и приведенной стоимостью будущих взносов образует резерв. Поскольку резерв являет собой обязательство страховой компании, он включается в баланс на стороне обязательств. По мере поступления страховых взносов соответствующие суммы денег пополняют баланс на стороне активов (как инвестиции). В году 5 страховка выплачивается, и резерв исчезает из счетов обязательств. Точно так же сокращаются активы компании, поскольку денежные средства направляются на выплату держателям полисов.

Как показывает этот пример, с расширением страхового бизнеса (заключением новых страховых контрактов) резервы увеличиваются. Безусловно, такие массивные обязательства есть элемент основной деятельности страховой компании. Коль скоро чистая приведенная стоимость вновь выписанных полисов в основном имеет положительное значение, резервы представляют собой обязательства, которые создают стоимость для акционеров. По этой причине для оценки страховых компаний разумнее пользоваться моделью собственного капитала, нежели моделью коммерческого предприятия в целом. При этом свободный денежный поток для акционеров дисконтируется по затратам на собственный капитал.

Самую крупную статью активов TransAmerica в 1998 г. составлял портфель инвестиций, отраженный в балансе суммой 33,7 млрд дол. (округленно). Примерно 90% этих инвестиций приходилось на облигации с фиксированным доходом. Страховые компании создают стоимость преимущественно двумя способами. Во-первых, на балансовых обязательствах: компании стараются выписывать такие полисы, чтобы приведенная стоимость ожидаемых выплат была меньше приведенной стоимости денежных поступлений от страховых взносов (за вычетом операционных расходов, таких как комиссионные страховым агентам). Во-вторых, на балансовых активах: компании могут инвестировать денежные средства, поступающие авансом от держателей полисов, с более высокой доходностью, чем требуется для покрытия их собственного риска.

Взглянув на отчет о прибылях и убытках TransAmerica за 1998 г., вы увидите, что чистый доход от страховых взносов (в доналоговом выражении) насчитывал 1,8 млрд дол., а чистый процентный доход от инвестиций и того больше - 2,3 млрд дол. Страховые выплаты и возмещения (2,9 млрд дол.) превышали чистый доход от взносов. Однако итоговая прибыль (до вычета налогов) имела положительное значение. Это не редкость, а, напротив, обычная вещь, когда страховые выплаты и возмещения превышают сумму взносов. Можно сказать, что источником прибыли для страховых компаний служит временная стоимость денежных поступлений от держателей поли-

сов за тот период, пока не наступил срок выплаты страховки. Страховые компании в большинстве не стремятся извлекать прибыли из разницы в продолжительности между своим портфелем ценных бумаг и ссуд, с одной стороны, и обязательствами - с другой. Как уже говорилось в главе 21 (применительно к банкам), несовпадение в продолжительности денежных потоков не является источником стоимости. Краткосрочные обязательства приходится возобновлять по более высоким процентным ставкам, в результате чего ближайшие прибыли на несовпадении перевешиваются ожидаемыми долгосрочными убытками.

Некоторые другие статьи активов и обязательств страховых компаний имеют непривычные наименования, поэтому сейчас полезно вкратце остановиться на определениях. И на стороне активов, и на стороне обязательств присутствует статья отдельных счетов (в 1998 г. — 9,1 млрд дол.). Такие счета отражают чужие деньги, находящиеся в управлении страховой компании. Поскольку эти деньги не оказывают чистого влияния на баланс страховой компании, они проводятся одинаковыми суммами и на стороне активов, и на стороне обязательств. Отложенные затраты на привлечение новых клиентов (покупателей страховых полисов) представляют собой капитализированные комиссионные платежи, которые еще не списаны. В счетах страховых компаний встречается также резерв на незаработанный доход от страховых взносов, который отражает взносы, выплаченные компании авансом держателями ее страховых полисов. Другие резервы (резервные фонды) представляют собой денежные отчисления на покрытие потенциальных, но еще не понесенных убытков по ссудам, предоставленным страховой компанией, отложенных налогов и пенсионных обязательств. Наконец, необлагаемые налогом резервы создаются на случай чрезвычайных обстоятельств (они широко распространены в практике европейских и японских страховых компаний, но согласно GAAP США, как правило, не разрешены).

Прежде чем переходить к расчету денежного потока, следует отметить некоторые различия между двумя системами бухгалтерского учета, которыми обязаны пользоваться страховые компании в США: официальными правилами учета и отчетности, установленными регулируемыми ведомствами, и GAAP, соблюдения которых требует Комиссия по ценным бумагам и биржам. В официальной системе учета упор сделан на текущей платежеспособности страховой компании, а не на потенциальной прибыльности:

*Официальные принципы учета направлены на выявление способности страховщика в любое время выполнить свои обязательства перед держателями полисов и кредиторами. Вследствие такой нацеленности на платежеспособность в балансах, составленных по официальным правилам, активы и обязательства обычно отражаются по стоимости, исчисленной на консервативной основе. Соответственно некоторым неликвидным активам, таким как обстановка и оборудование, а также капитализированные затраты на привлечение новых клиентов, не присписывается вовсе никакой стоимости (и они проходят под рубрикой \*непризнанные активы»). Применительно к балансов(>и обязательств*

Таблица 22.3. Различия между официальными правилами учета и GAAP

	Официальный учет	GAAP
Затраты на привлечение клиентов	Относятся на расходы, когда понесены	Откладываются и списываются с произведенного дохода, если доход их покрывает
«Непризнанные активы (такие как обстановка и оборудование)	Исключаются из баланса и относятся на прибавочный капитал	Капитализируются и списываются согласно правилам FASB <sup>1</sup>
Резервы (по полисам страхования жизни)	Оцениваются на основе актуарных допущений, соответствующих тем (или более строгих), какие требуются при ревизии полисов	Оцениваются на основе «разумных и реалистичных» актуарных допущений – обычно ниже, чем при официальном учете
Привилегированные акции	По затратам	По рыночной стоимости
Облигации, которые не деожаются до погашения	По списанным затратам	По рыночной стоимости

И FASB – Управление стандарте финансового учета США.

*официальные правила учета требуют также исчислять резервы, относящиеся к инвестициям в активы, по установленным формулам, а резервы, связанные с предстоящими страховыми выплатами, - по установленным таблицам или другими консервативными методами<sup>2</sup>.*

<sup>1</sup> Согласно GAAP, финансовые отчеты должны составляться исходя из предпосылки, что предприятие будет продолжать нормально работать, GAAP нацелены на снабжение инвесторов информацией, необходимой для принятия осмысленных решений о том, следует ли им приобретать или держать акции конкретной страховой компании. Отчеты, подготовленные по этим правилам, предназначены не для защиты или демонстрации платежеспособности компании, а на выявление ее потенциальных возможностей наращивать прибыли, дивиденды и темпы роста в целом<sup>3\*</sup>

В таблице 22.3 обобщены главные различия между официальными правилами учета для регулирующих ведомств и GAAP. Первым пунктом сюда включены затраты на привлечение новых клиентов (покупателей страховок), к которым относятся прежде всего комиссионные, выплачиваемые страховым агентам. По официальным правилам, в полном соответствии с консервативной природой, все такие затраты учитываются как пашенные расходы. В GAAP сделана попытка привести в соответствие эти предварительные (авансовые) расходы с тем доходом, который от создается страховой компании, то есть с ежегодными страховыми взносами от

\*: &toErican Institute of Certified Public Accountants. Proposed Audit and Accounting Practices - Life and Health Insurance Entities. New York, 1998.

<sup>3</sup> См.: S. Mooney and L. Cohen. Basic Concepts of Accounting and Taxation of Property and Casualty Insurance Companies. 4th ed. Insurance Information Institute. A(Non Shusterman) 1995. P. 85.

держателей полисов. В соответствии с GAAP часть таких затрат откладывается на будущее и затем постепенно списывается с производимого дохода.

Следующий пункт - «непризнанные» активы, по официальным правилам, как уже отмечалось, они исключаются из баланса и относятся на прибавочный капитал. Это эквивалентно включению их в балансовую стоимость собственного капитала, то есть хорошо знакомой большинству из нас процедуре из практики производственных фирм. Согласно GAAP, те же «непризнанные» активы капитализируются и списываются на амортизацию, как принято у производственных фирм.

Далее идет крупнейшая статья обязательств страховых компаний - приведенная стоимость ожидаемых в будущем страховых выплат. Это называют резервом по страховым полисам, или резервом под будущие обязательства. При учете согласно официальным правилам такие резервы имеют большую величину, нежели при учете согласно GAAP, так как в первом случае определяются на основе актуарных допущений, соответствующих тем (или даже более строгих), какие требуется использовать при ревизии полисов.

Двумя последними пунктами представлены финансовые активы, принадлежащие страховой компании. Согласно официальным правилам, облигации, которые страховая компания не намерена или не может держать до погашения, учитываются по списанным затратам, а не по рыночной стоимости. Акции учитываются по стоимости, указанной в публикуемом регулирующими ведомствами «Руководстве по оценке ценных бумаг» («Valuation of Securities Manual»). Согласно GAAP, учет в обоих случаях ведется по рыночной стоимости.

## СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ ДЕРЖАТЕЛЕЙ АКЦИЙ

В этом разделе мы опишем, как определяется свободный денежный поток для держателей акций, и покажем, что из отчетных данных можно вывести одинаковую оценку свободного денежного потока независимо от используемой системы учета (официальной или GAAP).

В таблице 22.4 изложен порядок определения свободного денежного потока применительно к страховым компаниям. Расчет начинается с денежного потока от основной деятельности (из отчета о прибылях и убытках), затем к нему прибавляются источники фондов и вычитается использование фондов (выводимые из изменений в статьях баланса).

Заметьте, что при использовании модели собственного капитала обязательства (такие как долг и резервы) предстают элементом основной деятельности страховых компаний, а не просто способом финансирования. Оценка денежного потока от основной деятельности выводится после вычитания процентных платежей из чистого страхового дохода, а прирост долга рассматривается как приток денежных средств, с точки зрения акционеров. Не забудьте также, что изменения структуры капитала влияют не только

Таблица 22.4. Определение свободного денежного потока на акции

Денежный поток от основной деятельности	Источники	Использование
Чистый доход от страховых взносов	Прирост кредиторской задолженности	Прирост инвестиций и денежных средств
- Списание отложенных затрат на привлечение клиентов	+ Прирост долга	+ Прирост дебиторской задолженности
- Страховые выплаты к во*мешению	+ Прирост прочих обязательств	+ Прирост основных средств
+ Прирост страховых обязательств и резервов <sup>11</sup>	+ Прирост привилегированных акций	+ Прирост отложенных затрат на привлечение клиентов
= Чистый страховой доход/убыток		+ Прирост прочих активов
+ Инеесгиинонный доход		+ Прирост резерва на незаработанные страховые взносы и прочих резервов
+ Прочие доходы		
- Прочие расходы		
- Процентные платежи		
- Налог на прибыль		
= Чистая прибыль		
+ П(мрашение капитала)		
Чрезвычайные статьи		
- Дивиденды по привилегированным акциям		
- Миноритарное участие		
« Денежный поток от основной деятельности	+ Источники	- Использование

<sup>11</sup> Изблгнсз

на затраты на собственный капитал, но и на величину денежного потока, приходящегося на акции.

Давайте теперь сравним оценки свободного денежного потока, выведенные из финансовых отчетов\* составленных в соответствии с GAAP, с одной стороны, и по официальным правилам учета — с другой (итоговый результат будет одинаковым).

В таблице 22.5 представлены отчеты условной страховой компании в двух системах учета. Разница между ними проявляется прежде всего в *инвестиционном доходе*. В этих двух методиках инвестиционный доход учитывается по-разному (и по долговым бумагам, и по акциям). В нашем примере компания держит в инвестиционном портфеле только долговые бумаги. Согласно GAAP, долговые бумаги подразделяются на три категории. Первая — это облигации, которые компания держит до погашения. В официальной отчетности они отражаются по оценочной стоимости с учетом списанных затрат. Иначе говоря, если пятилетняя облигация куплена за 900 дол. при номинале 1000 дол., то через год она, как предполагается, должна стоить 920 дол. (т. е. разница в 100 дол. ежегодно списывается на одну пятую). В системе GAAP и реализованное, и нереализованное приращение капитала отражается в отчете о прибылях и убытках как прочие доходы в доналоговом выражении. Вторая категория — это так называв-

Таблица 22.5. Отчеты согласно GAAP и официальным правилам учета  
(числовые данные — в млн дол.)

СААР			Официальный учет		
Гол	1998	1999	1998	1999	
<b>отчего ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ</b>			<b>ОТЧЕТ ОГ. ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>		
Страховые взносы		80,0	Заработанный доход от страховых взносов		80,0
Процентный доход		47,0	Процентный доход		47,0
Приращение капитала		5,0	Приращение капитала		3,0
Итого доход		132,0	Итого доход		130,0
Страховые выплаты и возмещения		-90,0	Страховые выплаты		-50,0
Списания отложенных затрат			Прирост резервов по полисам		-45,0
на привлечение клиентов		-27,0	Комиссионные		-35,0
Процентные платежи		0,0	Процентные платежи		0,0
Итого выплаты и расходы		-117,0	Итого издержки		-130,0
Доналоговая прибыль		15,0	Чистый доналоговый доход		0,0
Налог на прибыль		-5,3	Налог на прибыль		0,0
Чистая прибыль		9,8	Чистая прибыль		0Д)
<b>БАЛАНС</b>			<b>БАЛАНС</b>		
<u>Активы</u>			<u>Активы</u>		
Денежные средства	10,0	25,0	Денежные средства	10,0	25,0
Инвестиции	1000,0	1002,0	Инвестиции	1000,0	1000,0
Отложенные затраты			Итого активы	1010,0	1025,0
на привлечение клиентов	100,0	108,0			
Итого активы	1110,0	1135,0			
<u>Обязательства</u>			<u>Обязательства</u>		
Резервы	800,0	840,0	Резервы	900,0	945,0
Долг	0,0	0,0	Долг	0,0	0,0
Отложенные налоги	10,0	15,2			
Итого обязательства	810,0	855,2			
<u>Собственный капитал</u>			<u>Капитал и прибавочный капитал</u>		
Акционерный капитал	50,0	50,0	Акционерный капитал	50,0	50,0
Нераспределенная прибыль	250,0	229,8	Нераспределенный		
Итого	250,0	279,8	прибавочный капитал	60,0	30,0
Итого обязательства			Капитал и прибавочный капитал	110,0	80,0
и собственный капитал	1110,0	1135,0	Итого обязательства и капитал	1010,0	1025,0

мые *торговые ценные бумаги*. Они учитываются по справедливой рыночной стоимости на конец каждого финансового года, а приращение капитала по ним — как реализованное, так и нереализованное — отражается в отчете о прибылях и убытках. Третья категория - *бумаги, доступные для продажи*. В этой категории нереализованное приращение капитала учитывается как отдельный элемент собственного капитала акционеров, до тех пор пока прибыли или убытки не будут фактически реализованы.

В официальной системе учета, все долговые бумаги учитываются методом списания затрат, а приращение капитала отражается в отчетности по амортизационной схеме за весь оставшийся до погашения срок проданных

долговых бумаг. В этом смысле официальные правила более консервативны, нежели GAAP. Отсюда понятно, почему в официальной отчетности инвестиционный доход составляет только 3 млн дол. - против 5 млн дол. в отчетности по GAAP (см. строку «Приращение капитала» табл. 22.5). Разность в размере 2 млн дол. прибавляется к инвестиционным активам в балансе (поскольку эти 2 млн дол. представляют собой нереализованное приращение капитала). Прирост инвестиций на 2 млн дол. включается в свободный денежный поток как отток денежных средств, частично компенсируя более высокую отчетную прибыль.

Еще одно серьезное различие между GAAP и официальной системой проявляется в учете издержек. В официальной отчетности совокупные издержки насчитывают 130 млн дол., тогда как GAAP показывает лишь 117 млн дол. И здесь опять обнаруживается консервативный характер официального учета: комиссионные (35 млн дол.) немедленно относятся на текущие расходы - в отличие от GAAP. Согласно GAAP, 35 млн дол. новых отложенных затрат на привлечение клиентов (те самые комиссионные) списываются в течение пяти лет по норме 7 млн дол. в год. Прежние отложенные затраты на привлечение клиентов в размере 100 млн дол. списываются в течение пяти лет по норме 20 млн дол. в год. В результате совокупное списание отложенных затрат на привлечение клиентов за 1999 г. в отчете на основе GAAP составило 27 млн дол. Сумма фактически выплаченных комиссионных остается той же самой, и в свободный денежный поток включаются фактические денежные выплаты независимо от системы учета. Налоговые эффекты по этой и другим статьям отражаются в свободном денежном потоке как изменение отложенных налогов.

Какой бы отчет мы ни взяли (на основе GAAP или по официальным правилам учета), в любом случае крупнейшую статью обязательств образует резервы. В официальной системе величина резервов больше (на начало периода 900 млн дол. против 800 млн дол. по GAAP), как и изменение резервов за год (45 млн против 40 млн дол.). Эта разница объясняется главным образом более консервативной ставкой дисконтирования, используемой при официальном учете.

Вследствие всех перечисленных различий GAAP показывают более высокую операционную прибыль, нежели официальный учет, но при этом и чистые инвестиции в балансе тоже больше (если принять в расчет все балансовые статьи, такие как инвестиции, отложенные затраты на привлечение клиентов и отложенные налоги). В итоге свободный денежный поток для держателей акций оказывается одинаковым — как и должно быть! - вне зависимости от системы учета (см. табл. 22.6).

Дивидендная политика не влияет ни на временную схему, ни на величину свободного денежного потока. Допустим, весь свободный денежный поток, представленный в таблице 22.6, выплачивается акционерам. Значит, среди акционеров распределяются 30 млн дол., хотя чистая прибыль составляет всего 9,8 млн дол. (часть денег может быть распределена в форме выкупа

Таблица 22.6. Свободный денежный поток для держателей акций  
(числовые данные — в млн дол.)

GAAP		Официальный учет	
ГЛА	1999		1999
Чистая прибыль	9,8	Чистая прибыль	0,0
Изменение денежных средств	-15,0	Изменение денежных средств	-15,0
Изменение инвестиций	-2,0	Изменение инвестиции	0,0
Изменение отложенных затрат на привлечение клиентов	80	Изменение резервов	45,0
Изменение резервов	40,0	Свободный денежный поток на акцию	30,0
Изменение отложенных налогов	5,3		
Свободный денежный поток на акцию	30,0		

акций). Если компания выплачивает на дивиденды только 5 млн дол., то ее остаток денежных средств увеличивается на 25 млн дол., и стоимость компании тоже возрастает на 25 млн дол., ибо приведенная стоимость процентного дохода от этих дополнительных денег равна 25 млн дол. Акционерам это безразлично: они получают 25 млн дол. либо непосредственно через распределение денег, либо через удорожание акций на ту же сумму.

### ПРИМЕР СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ: TransAmerica

При оценке страховых компаний соблюдается тот же порядок действий, как и при оценке производственных фирм. Во-первых, мы изучаем прежние отчеты компании (о прибылях и убытках и балансы), откуда выводим годовые свободные денежные потоки и рассчитываем вспомогательные коэффициенты. Это дает нам целостное представление о результатах прошлой деятельности компании, что, вкупе с анализом отраслевой структуры и сравнением с сопоставимыми компаниями, позволяет смоделировать прогнозные финансовые отчеты.

Далее мы определяем затраты на собственный капитал, соответствующие альтернативным издержкам свободного денежного потока для акционеров. И наконец, принимаем необходимые предпосылки для оценки продленной стоимости за пределами прогнозного периода, а именно: выбираем подходящие значения долгосрочной рентабельности новых инвестиций и долгосрочных темпов роста прибыли.

### Прошлые результаты

Прошлые балансы и отчеты о прибылях и убытках компании TransAmerica были представлены в начале главы (см. табл. 22.1 и 22.2). Таблица 22.7 содержит расчет ее свободного денежного потока, а таблица 22.8 - расчет отдельных коэффициентов. Чистый доход от страховых взносов в абсолют-

Таблиц\* 22.7. Прошлые денежные потоки: TransAm«» (числовые данные — в млн дол.).

Го*	1990	1991	1992	1993	m	1995	19%	1997	ГМ
Списания отложенных затрат на грл.л.»счие клиент	2 901	1 945	1 221	1 256	1 495	166	11	101*	1 847
Стрзхояя прибыль	2 142	1 117	1 017	1 102	1 311	1 672	1 m	1 553	1 871
Прирос» суяхах у»nrnrvnn и pwerpc*	-2 561	-3 715	-2 45D	-1 107	-2 356	-2 054	-2 81B	-201?	->878
Вмлл»*вне(ЧИСТЫ)*страощ*ймГЦЛТм и •оамйджх»	1 157	1 637	-016	3 691	2 730	1 162	Б«41	36)	104
Чист»и*СТРАЮМ»ДОЛГДнт*пгпк	1 037	640	-2 274	2 567	1 7J6	1974	-572	341	-1 106
4*0*6 прои*итн*и ЛШХ	1	640	1 578	t 750	1 763	1990	2 107	2 169	7 274
Прочие Досолы	2 140	2 064	2 111	t 760	2 0S4	7 195	2 198	1 697	1946
Прочие	-15j3	-1 79»	-1 183	-1 193	-1 4>1	-1 536	-1 595	-155:	-1 709
Исключите^име*прибыл» и ue****	0	0	-91	147	-101	-94	-283	-16	0
Мааог и) приимч*	-10)	-64	*216	-ISO	-262	-235	-12*1	-HO	-358
Релеодомне прирзжиие капитала	20	6	0	39	23	53	39	12	362
Чрезвычайные статьи	0	-49	-100	-73	-1	0	0	262	0
Денежный pow от оо«#иоЯ ляпельности	3131	2314	-98	4 579	373)	4 349	1 796	2 814	1330
Прочие нс г-очииим денежных средств									
Прирос кредитирешб шдхдениости и прочих обязабли те	140		-191	+461	517	-92	171	163	272
Прирос мпзрзбзтзгно до*ад*ог СТ»А»СИМС тюл и прочитс*>ере-л	140	140		-53	-295	885	-41	732	4ь9
Итого РСНwe K1СННИКИ Лениных СртАСI*	93	*76	-710	-513	222	793	130		894 742
<b>ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>									
Прирос инмстми	2 104	1 633	+1 887	2 673	1 525	5 530	1 J59	2 970	1 301
Прирос лемвкимх СрСЛСТ» И ф^тихречиих мимстмий		3	-21	71	-26	3	40*	-339	2/
Прирос мвмторсий	92	ve	-736	1 130	\$95	-20	-747	-217	68
Прирос оав)«вх средств	>4	63	40	265	1 315	30ь	267	-163	1j5
Прирос нематериальных и проект лк'ишм	-484	-54	1 149	-996	86	6K1	-526	-2 854 z	>80
Прирос атмжеимих затрат ил привлечение к^еито*	134	30	-48	224	551	-506	164	-36	-я
Итого иСПОЛЫДОми* лгилдоде срс//гв	1 006	1 161	*1 ы72	3 371	4 043	6	6m	-b/A J723	
Дсмасий ПДОК м> фимансирииния	1 400	477	654	695	-41	-1 542	990	*1377	-1 651
Прирост долл	-472	201	-156	11	1169	1105	-9	-4 093	! 963
Миорятарх дзе участие	0	0	0	(1	200	0	325	190	0
Прирос! ОрН&kteVpOWbH** ах2ИИ	0	0	200	0	-1w	-1	0	-315	0
Процентные дотеки	-758	-637	-569	-512	-574	-717	-690	-421	-129
Леченный ПОГОН к» акими	178	41	169	314	946	-1 094	616	-262	П15
Дии кЭН*ч	164	164	179	яо	lf.fi	155	149	-130	125
Прирос эби**>«тя акций и оопрано г и#раСлрШ*Ми.й прибыли	178	4!	16Э	m	?7C	-1 250	4b6	-392	-243
Деигдный гогс* к! акции	178	4!	16Э	314	кь	-1 «4	bl6	-262	-118



---

Гол

---

Резервы и инвестиции

Чистые денежные выплаты/взносы

Чистое прибавление резервов/взносы

Резервные фонды/страховые резервы

Инвестиции/страховые резервы (безразмерная величина)

Анализ собственного капитала

Собственный капитал/инвестиционные активы

Собственный капитал/взносы

Фактический собственный капитал до поправок (в млн дол )

Требуемый собственный капитал (в млн дол)

Прибавление/Распределение (-) собственного капитала (в млн)

Итоговые коэффициенты

Рентабельность собственного капитала

Рентабельность активов (*чистая прибыль/совокупные активы*)

GAAP: поправка на убытки

GAAP- поправка на подписные расходы

GAAP- поправка на комплексный коэффициент

GAAP, поправка на операционные статьи

GAAP: поправка на прибавочный капитал

Заработанный доход от взносов/резервы

Взносы/инвестиционные активы

Резервы/совокупные активы (безразмерная величина)

Резервы/взносы (безразмерная величина)

Приблизительные издержки финансирования

(подписные убытки/средний плавающий остаток)

Денежные выплаты/взносы

Денежные затраты на привлечение клиентов/взносы

ном выражении уменьшается с 3,2 млрд дол. в 1989 г. до 1,8 млрд в 1998 г., а в относительном выражении (как доля совокупного дохода) - с 47 до 29% соответственно. Расходы тоже сокращаются: с 5,6 млрд до 4,9 млрд дол. При этом чистая прибыль увеличивается с 332 млн до 707 млн дол. Самые важные для нас показатели - рост совокупного дохода (который в рассматриваемый период оказался отрицательным) и рентабельность собственного капитала (составившая в среднем 10,7% в год).

## Прогнозирование свободного денежного потока

По результатам нашего собственного анализа прошлой деятельности TransAmerica, а также по данным опубликованных аналитических отчетов мы смоделировали для компании финансовые прогнозы на 1999-2008 гг. (см. табл. 22.9-22.12). Рост совокупного дохода в номинальном выражении мы прогнозируем на уровне 2,6% в год. Рентабельность собственного капитала, согласно прогнозу, к началу периода (1999 г.) составляет около 12%, но постепенно убывает до приблизительно 8% к 2008 г.

Обратите внимание, что свободный денежный поток для держателей акций в случае страховых компаний определяется точно так же, как в случае банков. Это денежный поток, который может быть распределен среди акционеров, но не обязательно выплачивается на дивиденды в том же году, когда произведен. Если мы обратимся, например, к прогнозу на 2002 г, в таблице 22.11, то увидим, что прогнозный свободный денежный поток на акции составляет 449 млн дол., но из них прогнозируемые фактические дивиденды — только 172 млн дол. Остальная часть, 277 млн дол., представляет потенциальные дивиденды, которые, согласно нашей предпосылке, тоже будут выплачены. Они могут быть направлены на пополнение денежных средств или сокращение долга без какого бы то ни было влияния на стоимость компании, поскольку приведенная стоимость процентных доходов или расходов, связанных с подобными изменениями, в точности равна самим этим изменениям остатка денежных средств или долга.

## Определение затрат на собственный капитал

Во время проведения стоимостной оценки TransAmerica (июнь 1999 г.) бета компании составляла 0,78. Воспользовавшись МОДА и взяв в качестве расчетных параметров доходность 10-летних казначейских облигаций ( $r_j$ ) 5,1% и рыночную премию за риск ( $e_m$ ) 5,5%, получаем затраты на собственный капитал ( $k_s$ ) 9,4%: ■

$$k_s = r_j + [E(r_M) - r_j]P * 5,1\% + 5,5\% \times 0,78 = 9,4\%.$$

Далее дисконтируем по этим затратам свободные денежные потоки на акции за каждый год прогнозного периода.

Таблица 22.9- Прогнозы с бал-жсы: TraniAmrcsa (числовые ллимис — » млн дол )

Г04	Прото»									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Аашм	32 401	32 758	33 042	33 332	33 620	33 930	34 240	34 550	34 860	35 170
Агмеждлг срслгтм и кратосрочм* мнмстлг	126	127	129	132	135	138	141	144	147	155
И/л/л/СТ-НУГ рЪХЪЫГ ИМ>.»Г 6fW#l и	195	0	0	0	0	0	0	0	0	0
d*?C*klx** LAI>\**HHCX»Ь	2213	2220	2226	2312	2363	2413	2470	2526	2565	2709
Ннстме ООЮМЫ* СрДОТЫ	3463	3474	3540	3617	3697	3779	3865	3953	4045	4239
◆ Сил Трнл»лм<* <	42)	42)	42)	42)	42)	42)	423	423	423	42)
OfWlimm M* рl1* Ий npw*,4TWN#- с/КМК*1	2174	2221	2271	2320	2372	2424	2477	2537	2644	2707
Длим :КJ ридель»»)*. cterit	1001	10512	11071	11519	12169	12777	13416	14087	14791	16107
Прение JKIMBM	7867	8)39	3839	9370	99)2	10528	11160	11829	12539	14С69
HIQTO adrtfU	58635	59749	61212	67756	64)70	66060	67828	69683	716)8	75775
Обылклюы и собствен ый ыштал аймонфи										
PrtyurMt* /-ли	«198	8198	8198	4198	5148	8190	8198	8198	8198	8198
Итого *v*г	«198	8489	9059	9601	10315	10997	11717	12479	13284	15035
Кр^лнорскм »йла\жеимось	2351	2358	2404	2456	2510	2566	2624	2664	2716	2877
П*ГГЛОб on рНЛСЛЫ*ил* 04ГТЗМ	10011	10512	11037	11589	12169	12777	13416	14087	14791	16307
rV>СНм: obwi	0	л	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого обьгьыкт	2056	21359	22500	237)5	249?)	263)9	27757	2724»	30821	34219
ReicpAU и роср*«ие фсыЫ»	32617	32892	33173	33466	33754	34054	34360	34673	34994	35655
МчйСр*риОС >NICTWг	715	715	715	715	715	715	715	715	715	715
ПОНИМАВ ppKiwwu; JKIMM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Обц«ИО*6ИММО	62	67	62	62	62	62	62	62	62	1>2
Прение fнсие акций (фмроеиее к*пнтм)0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6»стс* креамэре*** пр*рjи*>** капитал*4)	194)	194)	1443	194)	194)	1943	194)1	1943	1943	1943
»4ерjспреi«Ае^4е грибы*	2784	2824	2864	2906	2949	2993	3037	3083	3129	3225
ТрийС<рlЫм l>»«Ио*рг«И>***И	-4б	-и	-46	-46	-46	-48	-46	-4б	-46	-46
rwU WOUppWW мнил owwncjM»	474)	4/8)	4824	4866	4W)	44S7	493?	493?	493?	493?
Итого OfaWMCTU и СОБОМИНЫЙ ДО	68015	59749	61212	67756	64370	60 «0	67826	696B3	71615	75775

Таблица 22.10. Прогнозные отчеты о прибылях и убытках: TransAmerica (числовые данные – в млн лОл.)

ГоА	Пролю)									
	mi W00 WU1 2002		2003		W04		2C*5 W00 2007 ScJsi			ПерОТКГГОМ
<b>Am</b>										
Чистый ACWUA0! Lffkwoeux Bimrun	1 m	1 979	1 97?	2015	2 059	2 Ю5	2 1Я	2 198	2 247	2 146
ПрисИТМий //not (НИВОСПШШ)	2 267	2 277	2 283	2 302	2 322	2 343	2 364	2 385	2 407	2 452
Реализованное приращение >jnn744<	ДА	*2	42	42	43	43	44	44	44	45
прСССННН* АСЛоб клудь>	74 7	792	ААО	*>п	944	1 000	1 сrО	1 174	1 191	1 ))А
Прение дажи	1 266	1?91	1317	1343	1 370	1 398	1 426	Г 454	1 451	1 543
<b>Итого докажи</b>	6 312	6 331	6 453	6 593	6 738	6 888	7(144	7 205	7 372	7 725
<b>Расходы</b>										
Орахоел? вшили м ппivcumt»	-7 926	-2952	-50)6	-5 003	-3151	-3 22С	-3 291	4 363	4 437	-3 >911
С ПИТ О МИМ 307М Вид гхмынч*^*и*е **иентс	-275	-2В1	-2В7	-294	-500	-%07	-313	-320	-327	-34?
Про* к« рдойбы	~?851	-> 81J	-1 Й44	-1 В76	-1 920	-1 96*	-2 013	-2 062	-2 И3	-2 219
Итго ОКуШНоМШ* мпглрххи	->052	-\$04*1	-514»	-5*253	-5 37)	-5493	-5 618	-5 746	-5 877	-6151
Проситмис ПЛСКН	-SV)	-S3D	-549	-586	-626	467	-711	-758	-807	-915
Пр*4*Л<Л Л С ИСХААМНТЛААНМУ р^JбНКА		756	756	754	741	728	715	70)	m	бЫ>
Исклю«кигсл»*нг ргзгруи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ДОН>СГОб** пнбм^	730	756	736	754	741	726	715	701	668	660
Нау на пр*fa.»5	-2SS	-265	-265	-264	-259	-25S	-250	-245	-241	-231
Г р**б»ий до *резз«чайн*х сот*#	474	491	491	490	462	472	465	456	447	429
Ъыв»*аь»с гaw	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>ЧИСТАЯ Грабим.</b>	474	491	491	490	4*2	473	465	456	447	429
Нераирдл*Энная прпW на чгла/л гои	3 746	2 7H4	2 824	2 864	2 906	2 949	2 993	5037	3 083	3177
Ч*Г.Т#Я прмб »*к	474	491	491	490	482	47.3	46>	456	447	429
Аипдеиды иu обм<>*1»к«иимм АКНМУ	~ u>	-172	-172	-172	-169	-166	-163	-160	-156	-150
ДлАпасиды ноООНе^* JWWHNUM акциям	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Г*JL*t4)*AWW Д>*ИД*НЛ*	-1 271	-779	-279	-277	-270	-264	-257	-251	-244	-23D
ПопрДМХ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Нсрспрслсняя пр*б»кь на «лаги &lt;хиа</b>	2 784	2 824	2 CM	2fn*	2 949	2 993	3 037	3 083	3129	3 225





Гад	ГЦхим*										
	IW	2M0	2401	≥002	2083	2024	2005	2W6	Бнт^очка* трепетны		
П>12^0 Сфбскмод											
С1>6.0«ННН# М1И1^И№1 юуууМНМf in к*	14.7	U,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	>4.7	14,7	
Сс>5СТСМ!Ы1 rttomAиMХar	2S3.I	243.0	744.7	241,5	233.4	235.3	232П	229.4	221.0		
Сиа т^* сохи^* с6 стесн«ми «гю^ до rw-pjicr. «o wwm д361	470	478;	5103	00Н	5 179	5216	5 254	5 293	5 41S		
ftу* Sje/<г>mbP<*:<prt*;*•>»*•;~! ir/xieo-Mofo KJH;JA! *ч x //(*).	470	478;	4824	4H0Б	19;t?	4 932	4 997	5 M2	5 IBS		
Экоиом>т^д/ ирибм:											
Чочетаний?>питал нэ Kxiv> гсд> ir- aw* ac* 1 \$ 70*	8.1	\$ 70*	4 701	4 KJA	4 Hт*	4 909	4 96/	* 997	5 137		
W, o • JVA *** * W шпмг л\$ »а нмм пил	8.1	10.4	10.1	10.2	9.9	9.6	9.4	9.1	9.4		
Здгрли к! сллспкиий?. «отпал	9/	9.4	94	44	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4		
Эьюиेमиччкэ* прибу/л Сч von да-}	4*2	1.0	09	П.8	0,5	0.2	0.0	-0.3	-1/1		
*tто*уаи9*ш/£1ШШМ^Lа^wwHttcfi pNpi otHtu^	4*2	45	4?	37	24	1?	-1	-14	-Я		
Собпоо«к»ы>кзпи-х». 4Н141/0 Гзл2.											
M&n!r- w НСрWХQimNJO Прикати ХЛПШМ.» Ч/ХасО	3762	2 800	2 (№	2 881	7 923	2 965	ЭОС*	3 053	3 191		
Р>хп>5сА^пг>«ггипл! и^ ивлде гиы	12.6	• 7.5	17.3	17.0	10.5	16.0	15.4	Н,9	»3,4		
Зз^шы»и «пи ал	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4		
Оре*	3,2	8.1	7.9	7.8	7П	ь.6	6.0	5.5	<0		
МИОММФСДО при?>н/х,» ч»м «к}	121	228	224	219	207	194	16?	169	129		
HwrgpwtjAafciuuwHw											
Рс-яз>ль^са^собстмнко с капитал	10.5	10.5	10.2	10.1	9/6	9.8	9.3	9.0	5.3		
Р>н»б«^«СсГв акцио* ожгтал ар бмть/солкуги»*»атиай»8	10.5	10.5	10.2	10.1	9/6	9.8	9.3	9.0	5.3		
С4ЛР гч.прав«А «б^1ки	155.0	151.0	153.0	153.0	153/?	153.0	151.0	Ш/>	150.0		
САЛР: лоирмм к» скупки ** mitJAV*	14.8	IV	14.8	14.8	K6	14.6	14.6	34.6	74.ь		
СААР: гс<Гргв»а кJ «д* v*н>*R <a?4фи.*еиг 169/»	167П	187,8	1070	167,0	167,0	167.6	167.6	167.6	167,6		
СААР: гхргрвг. j kJ wkvOXwHw cmw.	6h.6	ьь7	ьь.2	мл	ььА	66.3	66.3	«М	67.1		
СМР: пс>рвг:»а на при&есчиий larvi** 39/8	40,3	40.9	41,4	42.0	42.0	41.0	41.0	13.6	45.3		
З*- v/o мк-л) и лгт^ч> от яll >:«■»»»/рi- v (Du t>J	5,9	м	W	м	8П	6.0	6.7	6.8	7.0		
ОзиОсч^ имошиоииш ленты	5,9	5.9	8.0	W	6.2	6.3	6.3	0.4	6.7		
РофшАжкртмыг ак« и«ы Хлгди »«ОМJO ньчижм^0,8	17Л	17,1	18.5	18.6	16.4	16.2	10.0	15.8	15,2		
VWСрewV^XWК*?рМч^ЛМИИ-ИНА^	17Л	17,1	18.5	18.6	16.4	16.2	10.0	15.8	15,2		
Лри<<ЛийЛчАиц> иЮ'fu» фи«и:ирта1*ия											
(hMMOW y&1тиСрт. ЧЖИ СЛЖЮОИИ остах*!и											
Денежны:зил2*з^Х*	1*3.7	139,7	139,7	159.7	139.7	139.7	139.7	>39.7	339.7		
Доносим^»пМ IW из придомыр •с/и^тг. ^Бийсу	17дс,3	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	>7.0	17.0	17.0		

521

## Оценка продленной стоимости

Как и при оценке производственных фирм, продленная стоимость (т. е. приведенная стоимость свободного денежного потока на акции за пределами прогнозного периода) исчисляется по формуле факторов стоимости. В примере с TransAmerica сюда входят все свободные денежные потоки после 2008 г. на бессрочную перспективу. Формула факторов стоимости для расчета продленной стоимости (CV) в модели собственного капитала выглядит следующим образом:

$$CV = \frac{NI(1+g)\left(1-\frac{g}{r}\right)}{K-s},$$

где  $NI$  - чистая прибыль за последний год определенного прогнозного периода (в нашем примере = 485 млн дол);

$g$  - долгосрочные темпы роста чистой прибыли (которые в данном случае принимаются за 0%);

$r$  — долгосрочная ожидаемая рентабельность нового собственного капитала, инвестированного в компанию (принятая за 12%);

$k$ , - альтернативные издержки собственного капитала (= 9,4%)

Подставив в формулу соответствующие числовые значения, находим продленную стоимость для TransAmerica:

$$CV = \frac{485(1+0)\left(1-\frac{0\%}{12,0\%}\right)}{9,4\%-0\%} = 5156 \text{ млн дол.}$$

Наконец, дисконтируем эту величину на 10 лет по затратам на собственный капитал, чтобы вычислить приведенную продленную стоимость (2297 млн дол.).

В таблице 22.13 показаны итоговые оценки собственного капитала TransAmerica, полученные двумя способами: обычным методом дисконтированного денежного потока и методом экономической прибыли (дисконтированная  $EP$  плюс балансовая стоимость собственного капитала на начало прогнозного периода). По определению, оба метода дают одинаковый результат.

## УПРАВЛЕНИЕ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ В СТРАХОВЫХ КОМПАНИЯХ

В этом разделе обобщены некоторые соображения по поводу того, какое прикладное значение для страховых компаний имеют ориентация на стоимость для акционеров и анализ дисконтированного денежного потока.

Таблица 22.13. Оценка собственного капитала: TransAmerica

(числовые данные, кроме коэффициентов и последней строки, — в млн дол)

Год	<i>FCF</i>	<i>EP</i>	Коэффициент дисконтированна	<i>PV(KF)</i>	<i>PV(EP)</i>
1999	1437	121	0,9141	1313	110
2000	451	228	0,8355	377	191
2001	450	224	0,7637	344	171
2002	449	219	0,6981	313	153
2003	439	207	0,6381	280	132
2004	430	194	0,5832	251	113
2035	420	182	0,5331	224	97
2006	410	169	0,4873	200	82
2007	400	156	0,4454	178	69
2003	390	142	0,4071	159	58
Продленная стоимость	4637	1444	0,4071	1888	588
Слсраионная стоимость				5527	1765
Собственный капитал на начало периода, за вычетом нереализованного приращения капитала					3762
Собственны* капитал (за вычетом приращения капитала)				5527	5527
Поправочный коэффициент на середину года				1,04	1,04
Итого собственный капитал				5738	5738
<i>плюс</i> Нереализованное приращение капитала				1943	1943
<i>минус</i> Рыночная стоимость привилегированных акций				0	0
Оценочная стоимость собственного капитала				7681	7681
Рыночная стоимость собственного капитала				7045	7045
Разность между рыночной стоимостью и оиеночной стоимостью (в %)				9,0	9,0

## Раздельное управление активами и страховой деятельностью

Страховые компании чаще всего бывают организованы по категориям продуктов (видам предлагаемых страховых продуктов). Скажем, компания, занимающаяся страхованием имущества и от несчастных случаев, может иметь подразделение по выплате компенсаций рабочим (пострадавшим на производстве), подразделение по автострахованию, подразделение по страхованию жилья и т. д. - каждое со своими собственными счетами прибылей и убытков и балансами, а также с самостоятельным управлением активами. Такой тип организации выглядит логично, коль скоро обеспечивает наибольшую близость к соответствующим группам потребителей. Но возможно, была бы полезна еще более дробная разбивка.

Дело в том, что в каждом из этих подразделений совмещены два вида бизнеса: страхование рисков и инвестирование денежных средств, поступающих от страховых взносов (до тех пор пока не наступит срок выплачивать возмещения). Традиционно страховые компании не разделяют процесс создания стоимости на эти две части. Вместе с тем при современных до-

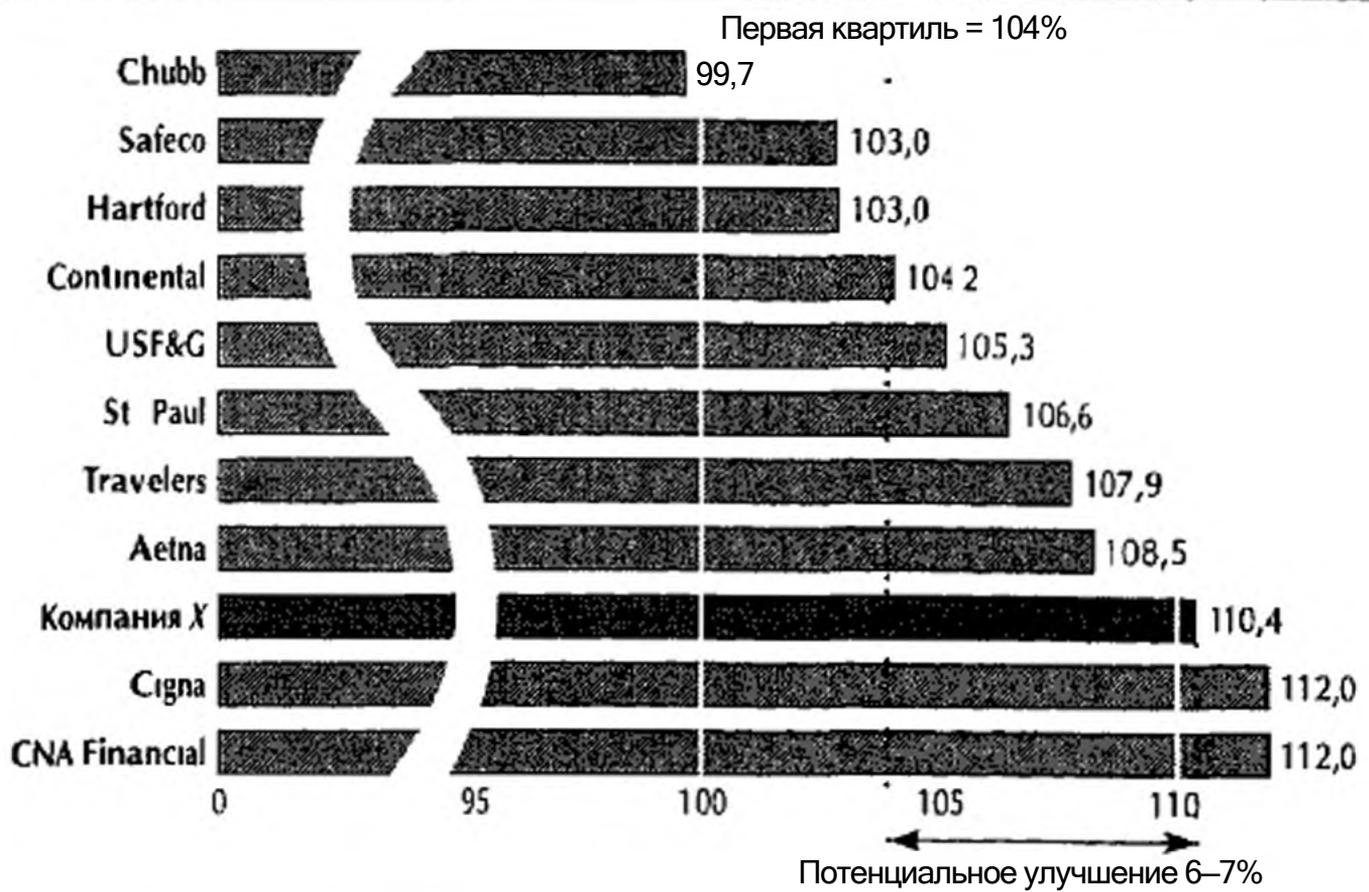
стижениях в технологии портфельного менеджмента вполне возможно установить, создает ли инвестиционный бизнес стоимость или поглощает ее. Сосредоточив всю инвестиционную деятельность под контролем одного руководителя, наделенного четко определенной ответственностью, компании зачастую способны увеличить доходность своих портфелей на 10-50 базовых пунктов без повышения уровня риска.

Для такой консолидации инвестиционного менеджмента компании необходимо каким-то образом придать каждой из категорий продуктов некую справедливую долю доходности инвестиционного портфеля. Этого можно добиться, взяв за точку отсчета рыночную доходность инвестиций с фиксированным доходом, соответствующих по продолжительности страховым резервам компании. Такой подход позволяет менеджерам продуктов сосредоточиться на собственно страховом бизнесе, а менеджерам, отвечающим за управление активами, - на инвестиционном бизнесе.

### **Управление налогами и прибылью**

Страховые компании поддерживают свои прибыли, реализуя приращение капитала, когда в остальной части их бизнеса происходит спад. Но подобные манипуляции могут снизить стоимость компании, поскольку реализованное приращение капитала приводит к немедленному оттоку денежных средств на уплату налога.

Обратная ситуация — реализация потерь капитала - тоже заслуживает внимания. В начале 1982 г. одному из авторов этой книги довелось иметь дело с директором по инвестиционной деятельности крупной страховой компании с Западного побережья США. У его компании образовались примерно 50 млн дол. нереализованных потерь капитала на портфеле облигаций в результате резкого роста процентных ставок в предыдущем году. Кроме того, означенный директор сообщил, что другие направления бизнеса принесли компании около 50 млн дол. реализованного приращения капитала. Первая мысль в таких обстоятельствах: здесь есть возможность уменьшить налог с приращения капитала, воспользовавшись убытками на портфеле облигаций в качестве налогового щита. Но директор отверг это предложение, «поскольку, если мы реализуем потери капитала, наша прибыль упадет». И добавил: «А ведь цена наших акций зависит от нашей прибыльности». В ответ автор, выступавший в качестве консультанта, спросил, не переменит ли директор свою точку зрения, если предоставить ему убедительные доказательства того, что рынок оценивает компании на основании их денежных потоков, а не прибыли. «Это неважно, - отрезал тот, — так как наш генеральный уверен, что рынок следует за прибылью». На том разговор и закончился. С тех пор в умах менеджеров мало что изменилось. Но не забывайте уроков из главы 5: эмпирические наблюдения со всей очевидностью подтверждают, что курс акций зависит не от прибыли, а от денежного потока.



Источник Best's Insurance Reports

Рисунок 22.1. Комплексный коэффициент компании X на фоне отраслевой группы (в среднем за три года, в %)

### Изменение стратегий в результате анализа факторов стоимости

Некая крупная компания, занимающаяся страхованием имущества и страхованием от несчастных случаев провела анализ трех факторов стоимости: комплексного коэффициента, ценовой политики и потенциального обособления некоторых бизнес-единиц. Их совокупное влияние на стоимость оценивалось в 798 млн дол. На рисунке 22.1 показан комплексный коэффициент компании X относительно соответствующего показателя ее «коллег» по отрасли за трехлетний период.

Компания поставила перед собой цель попасть в первую квартиль своей отраслевой группы, что требовало оптимизации комплексного коэффициента (изменения на 7%). Как явствует из рисунка 22.2, это привело бы к повышению общей стоимости компании на 602 млн дол.

Далее, предварительный анализ ценовой политики показал, что, даже достигнув такого улучшения результативности, компания X сможет еще повысить стоимость своего подразделения по компенсации производственных травм, подняв цену страховки на 7% и смирившись с ожидаемым сокращением суммы страховых взносов на 30%. Когда тот же анализ был распространен на весь комплекс страховых продуктов, выяснилось, что совокупная сумма ожидаемых взносов уменьшится на 13%, но более высокие расценки с лихвой компенсируют этот спад, и общая стоимость компании, как ожидается, возрастет на 44 млн дол.

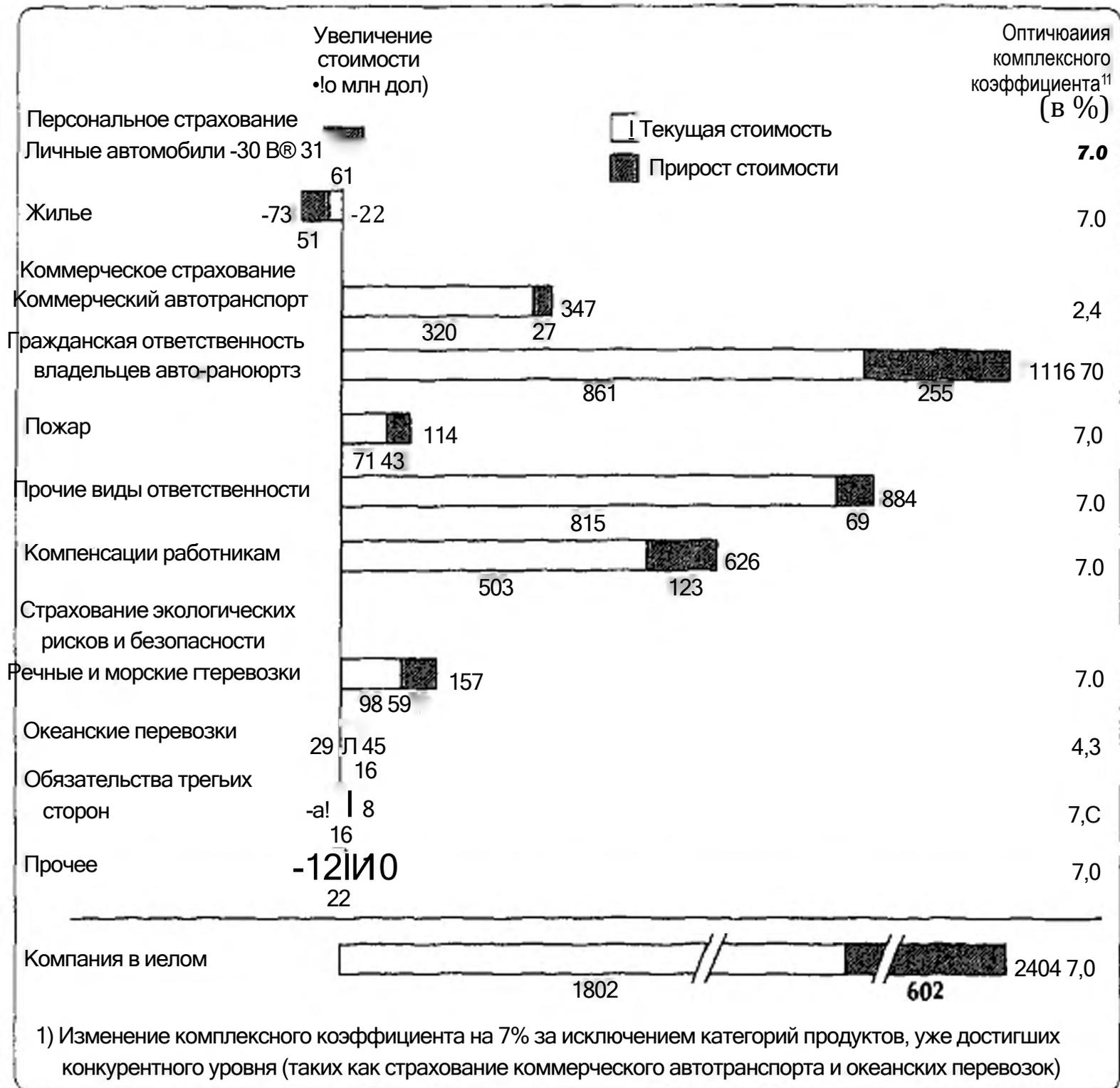


Рисунок 22.2. Потенциальное увеличение дисконтированного денежного потока при снижении комплексного коэффициента до первой четверти по каждому виду страхования

Еще один пример того, как анализ факторов стоимости «выправляет» сознание менеджеров, взят из опыта компании страхования жизни. Назовем ее «Долгая жизнь». Прежде чем пускаться в эксперименты с управлением стоимостью, компания решила разобраться с факторами стоимости и выбрала для себя три наиболее важных: норму издержек, норму смертности и темпы роста взносов по новым полисам. Но вот загадка: два крупнейших конкурента компании имели более высокую норму прибыли, несмотря на выдающиеся успехи «Долгой жизни» по этим трем показателям, признанным ее руководством самыми главными. Что-то тут не так. Проведя анализ на основе стоимостной оценки, компания выявила для себя три новых фактора стоимости: норму упущенных полисов, объем пе-

рестраховуемых полисов и доходность инвестиций. К всеобщему изумлению, доходность инвестиций оказалась так же важна, как и норма издержек. В итоге руководство «Долгой жизни» решило регулярно контролировать доходность инвестиций и использовать любую возможность ее увеличения посредством разного рода оптимизационных технологий управления денежными средствами и портфелями инвестиций.

## РЕЗЮМЕ

Страховые компании - это финансовые институты, которые обеспечивают стоимость своим акционерам (или держателям полисов, если страховая компания имеет паевую форму собственности), продавая страховые полисы и инвестируя полученные деньги. Мы советуем оценивать страховые компании по свободному денежному потоку для акционеров, дисконтированному по затратам на собственный капитал (мы предпочитаем пользоваться отчетами на основе GAAP, но, как вы видели, величина свободного денежного потока не зависит от системы учета). Мы проиллюстрировали наш подход на реальном примере компании TransAmerica. Наконец, мы показали, как можно использовать анализ факторов стоимости в практике страховых компаний.

# Еще о модели скорректированной приведенной стоимости

В главе 8 мы описали модель скорректированной приведенной стоимости (*APV*) и на примере Hershey Foods продемонстрировали, что при надлежащем использовании она дает точно такую же оценку стоимости компании, как и модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия и модель денежного потока на акции. Ключом к «надлежащему использованию» (обеспечивающему это тождество) является выбор ставки дисконтирования, которая подходит для налоговых выгод, порождаемых процентными платежами. В той же главе мы представили формулы, связывающие между собой затраты на собственный капитал без долговой нагрузки, средневзвешенные затраты на капитал (*WACC*) и затраты на собственный капитал с долговой нагрузкой.

Эти формулы зиждутся на предпосылке, что налоговые выгоды, порождаемые процентными платежами, дисконтируются по затратам на собственный капитал без долговой нагрузки. К сожалению, теория финансов не дает нам непреложных указаний на то, что это и есть верная ставка дисконтирования. Кое-кто утверждает, что налоговые выгоды процентных платежей следует дисконтировать по затратам на заемный капитал или по некоторой промежуточной ставке между затратами на заемный капитал и затратами на собственный капитал без долговой нагрузки. В настоящем Приложении мы разберем взаимосвязь модели скорректированной приведенной стоимости с моделью дисконтированного денежного потока коммерческого предпри-

ятия и обсудим различные доводы в пользу выбора той или иной ставки дисконтирования.

### ПРОСТОЙ ПРИМЕР

Давайте на простом примере посмотрим, как работают обе модели. Компания *K* зарабатывает чистую операционную прибыль за вычетом скорректированных налогов (*NOPLAT*) в размере 100 дол. ежегодно и в бессрочной перспективе (т. е. рост отсутствует). При нулевом росте свободный денежный поток (*FCF*) тоже равен 100 дол. Если затраты на собственный капитал без долговой нагрузки ( $k_u$ ) составляют 10%, то стоимость компании без долговой нагрузки ( $V_u$ ) равна 1000 дол.:

$$V_u = \frac{FCF}{k_u} = \frac{\$100}{10\%} = 1000 \text{ дол.}$$

Кроме того, у компании *K* имеется долг (*B*) на 400 дол., по которому выплачивается процент по доналоговой ставке ( $f_y$ ) 7%, что обеспечивает процентную налоговую защиту при ставке налога (*T*) 40%. Пользуясь моделью скорректированной приведенной стоимости, мы определяем стоимость процентной налоговой защиты дисконтированием ее денежной величины по некоторой ставке. Допустим, мы можем принять за ставку дисконтирования либо затраты на заемный капитал ( $f_y = 7\%$ ), либо затраты на собственный капитал без долговой нагрузки ( $k_u = 10\%$ ). (Доводы «за» и «против» того и другого выбора мы рассмотрим позже.) Если мы возьмем затраты на заемный капитал, то приведенная стоимость процентной налоговой защиты ( $V_{fi}$ ) будет равна 160 дол.:

$$V_{fi} = \frac{B \times k_b \times T}{f_y} = \frac{\$400 \times 7\% \times 40\%}{7\%} = 160 \text{ дол.}$$

Отсюда стоимость компании *K*, как коммерческого предприятия в целом, должна быть равна 1160 дол. - сумме стоимости компании без долговой нагрузки (1000 дол.) и приведенной стоимости процентной налоговой защиты (160 дол.). Тогда стоимость собственного капитала (*S*) составляет 760 дол. - стоимость коммерческого предприятия (1160 дол.) минус стоимость долга (400 дол.).

Для того чтобы такую же оценку стоимости дала модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия, *WACC* должны быть равны 8,621%:

$$V = \frac{FCF}{WACC}$$

$$1160 = \frac{100}{WACC}$$

$$WACC = 8,621\%$$

Соотношение между затратами на собственный капитал без долговой нагрузки и WACC можно описать следующим образом:

$$V = \frac{FCF}{WACC} = V_u + V_{tb} = \frac{FCF}{k_u} + \frac{B \times k_b \times T}{k_u},$$

$$\frac{FCF}{WACC} = \frac{FCF}{k_u} + \frac{B \times k_b \times T}{k_u},$$

пусть  $\frac{B}{V} = x$  — тогда  $\frac{B \times k_b \times T}{k_u} = \frac{B}{V} \times \frac{FCF}{WACC} \times T$ ,

тогда  $\frac{FCF}{WACC} = \frac{FCF}{k_u} + \frac{B}{V} \times \frac{FCF}{WACC} \times T$ ,

$$\frac{1}{WACC} = \frac{1}{k_u} + \frac{1}{V} \times \frac{B}{WACC} \times T,$$

$$\frac{1}{k_u} = \frac{1}{WACC} \times \left(1 - \frac{B}{V} \times T\right),$$

$$WACC = k_u \left(1 - \frac{B}{V} \times T\right). \quad (\text{формула 1})$$

Проделав те же вычисления, как и в предыдущем случае, но при условии, что налоговая защита, обусловленная долгом, дисконтируется по затратам на собственный капитал без долговой нагрузки, находим: приведенная стоимость процентной налоговой защиты равна 112 дол., стоимость коммерческого предприятия - 1112 дол., стоимость собственного капитала - 712 дол. Значит, WACC должны быть равны 8,993%. При этом соотношение между затратами на собственный капитал без долговой нагрузки и WACC описывается следующим образом:

$$V = \frac{FCF}{WACC} = V_u + V_{tb} = \frac{FCF}{k_u} + \frac{B \times k_b \times T}{k_u};$$

$$\frac{FCF}{WACC} = \frac{FCF + \frac{B}{V} \times k_b \times T \times FCF}{k_u};$$

$$\frac{1}{WACC} = \frac{1 + \frac{B}{V} \times \frac{1}{WACC} \times k_b \times T}{k_u};$$

$$k_u = WACC + \frac{B}{V} \times k_b \times T,$$

$$WACC = k_u - k_b \times x \times T.$$

(формула 2)

## ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ ФОРМУЛ

Выводя соотношение между  $k_u$  и  $WACC$ , Модильяни и Миллер первоначально исходили из предпосылки, что компания не растет, а ее долг свободен от риска<sup>1</sup>. Это дает формулу 1.

Предположим, мы отказываемся от строгой предпосылки нулевого роста. При условии постоянных темпов роста ( $g$ ) в бессрочной перспективе соотношение между  $k_u$  и  $WACC$  приобретает следующий вид:

$$WACC = k_b - \frac{k_b - k_u}{g} \quad (\text{формула 3})$$

Если мы пойдем еще дальше и допустим, что денежный поток меняется произвольно, не имея постоянных темпов роста, соотношение между  $k_u$  и  $WACC$  будет выглядеть так:

$$WACC = k_b - \frac{PVT}{K - k_b} \quad (\text{формула 4})$$

где  $PVT$  - приведенная стоимость будущей процентной налоговой защиты.

Если вы дисконтируете процентную налоговую защиту по безрисковой процентной ставке или затратам на заемный капитал, то вам следует пользоваться либо формулой 3, либо формулой 4, чтобы установить истинное соотношение между  $k_u$  и  $WACC$ .

Использование формулы 2, когда процентная налоговая защита дисконтируется по  $k_u$ , при отказе от строгой предпосылки нулевого роста приводит к следующему соотношению между  $k_u$  и  $WACC$ :

$$WACC = k_u - k_b x^T$$

Как видите, это всего лишь исходная формула. Равенство соблюдается и для произвольного денежного потока с переменными темпами роста.

В таблицах П1, П2 и П3 обобщены приложения этих формул к разным условиям.

## КАКОЙ ИЗ ФОРМУЛ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ

Финансовая литература не дает ясного ответа на вопрос о том, какая ставка дисконтирования применительно к процентной налоговой защите теоретически безупречна. Многие ссылаются на оригинальную работу Модильяни и Миллера, где в качестве ставки дисконтирования использовались затраты на заемный капитал (а также допускалось, что долг свободен от риска).

<sup>1</sup> F. Modigliani and M. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. June. P. 261—297.

Таблица П1. Соотношение между WACC и  $k_u$ 

Ситуация	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $k_u$	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $k_b$
Бессрочный нулевой рост	$mcc = k_u - k_b \times \frac{B}{V} \times T$	$mcc = K \left( 1 - \frac{B}{V} \times T \right)$
Бессрочный постоянный рост	$WACC = k_u - k_b \times \frac{B}{V} \times T$	$WACC = k_u - f_{cj} \times \frac{B}{V} \times T -$ $\frac{B}{V} \times \frac{k_u \times T}{k_b - g} \times K - ig$
Произвольный денежный поток	$WACC = k_u - k_b \times \frac{B}{V} \times T$	$WACC = k_u - k_b \times \frac{B}{V} \times T -$ $\frac{PVT}{V} \times \frac{L}{I \times Y} \times (k_u - k_b)$

где WACC — средне взвешенные затраты на капитал,  
 $k_u$  — затраты на собственный капитал без долговой нагрузки,  
 $k_b$  — затраты на заемный капитал,  
 $B$  — стоимость долга;  
 $V$  — стоимость коммерческого предприятия в целом,  
 $T$  — ставка налога;  
 $g$  — темпы роста денежного потока,  
 $PVT$  — приведенная стоимость будущей налоговой защиты

Таблица П2. Соотношение между  $k_s$  и  $k_u$ 

Ситуация	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $k_u$	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $A_d$
Бессрочный нулевой рост	$k_s = k_u + (k_u - k_b) \times \frac{B}{S}$	$k_s = k_u + (k_u - A_d) \times \frac{Q}{S} \times (1 - \tau_c)$
Бессрочный постоянный рост	$k_s = k_u + (k_u - k_b) \times \frac{B}{S}$	$k_s = k_u + (k_u - k_b) \times \frac{B}{S} \times \left( 1 - \frac{k_b \times T}{k_u - g} \right)$

где  $k_s$  — затраты на собственный капитал с долговой нагрузкой,  
 $S$  — стоимость собственного капитала

Однако в той работе авторы ставили перед собой задачу в общем виде показать, как сказывается на стоимости налоговый эффект долга. Они вовсе не претендовали на реалистичность своих предпосылок. Как только мы сняли строгое допущение нулевого роста, сразу обнаружилась потребность в новых формулах. Кроме того, Модильяни и Миллер никогда не занимались вплотную изучением риска процентной налоговой защиты в условиях, когда ожидается рост компании или когда присутствует неопределенность будущего долга компании.

Таблица ПЗ. Соотношение между  $P_0$  и  $\beta_L$

Ситуация	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $k_c$	Процентная налоговая защита, дисконтированная по $k_c$
бессрочный нулевой рост	$fc = M \cdot \phi_c - (i_c) \frac{I}{S}$	$P_T = P_U + \phi_V - P_U \frac{B}{S} (1-L)$
Бессрочный нулевой рост при $\phi_c = 0$ (безрисковый долг)	$P_i = P_U \left( 1 + \frac{B}{V_S} \right)$	$A - n, \left( \frac{t_c}{1 + r_c} - i - l \right)$
Бессрочный постоянный $pg.cm$	$P_i = A_c + \Phi_i \left( \frac{B}{S} \right)^*$	Не упрощается до сведения к одной формуле
	где $\beta_L$ — бета с долговой нагрузкой, $\beta_U$ — бета без долговой нагрузки; $\beta_D$ — бета долга	

Доводы в пользу выбора в качестве ставки дисконтирования затрат на заемный капитал опираются на одно соображение: неопределенность, с какой компания способна реализовать процентную налоговую защиту, лучше всего измеряется ставкой, по которой кредиторы готовы ссужать компании деньги (т. е. ее затратами на заемный капитал). Представьте себе самую крайнюю, абстрактную, ситуацию, когда у компании всего 1 дод. долга. В таком случае, очевидно, невелик риск, что налоговая защита, обусловленная долгом, не будет реализована.

Противоположный довод — в пользу выбора затрат на собственный капитал без долговой нагрузки — обосновывается неопределенностью величины будущей налоговой защиты. Если предположить, что компания установила для себя как целевой норматив постоянный коэффициент долг/совокупный капитал, то величина долга (и следовательно, величина процентной налоговой защиты) будет определяться операционной прибылью и денежным потоком компании. Другими словами, прибыль (и денежный поток) тесно коррелирует с процентной налоговой защитой, из чего следует, что им присущ одинаковый риск. При одинаковом; риске процентную налоговую защиту нужно дисконтировать по той же ставке, что и операционные денежные потоки, то есть по затратам на собственный капитал без долговой нагрузки.

Решение о том, какой выбор лучше подходит к конкретной практической ситуации, мы оставляем на усмотрение читателя<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Больше о скорректированной приведенной стоимости см.: I. Ittner and K. Wruck. Two DCF Approaches for Valuing Companies under Alternative Financing Strategies (and How to Choose Between Them) // Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 10. No 1.1997. Spring. P. 114—122; R. Brealey and S. Myers. Principles of Corporate Finance. Chap. 19 [Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. Гл. 19).

# Предметный указатель

## А

Агентских отношений теория  
(Agency theory) 15

Активности формула (Aggressive  
formula) 318 См. также  
*Продленная стоимость*

Активы (Assets) 154,160,178-179.  
181. 183,184.186,190.193, 235,  
397, 404

базовые/лежащие в основе опциона  
(underlying) 445,447,454,456.  
См. также *Опцион*

внешние [банков] (external)  
495, 496, 498

затраты на замещение (replacement  
cost) 186, 210-211,319

неоперационные (nonoperating)  
159,169,181,184,186,187.326,  
332, 338, 406-407

оборотные (current) 184-185.290.  
См. также *Оборотный капитал*

опционы на (options on) 443.444,  
448 —451,468,475. См также  
*Реальный опцион*

переоценка (revaluation)  
186, 210-212,215, 402, 403,424  
постоянные (fixed) 186,187,193,  
208 - 210, 291- 292, 379, 401-402,  
403, 425. См. также *Основные  
средства*

страховых компаний (insurance  
companies) 505— 506,508

Акции (Shares/Stock) 17-18

«близнецы\* (twin) 451-453,455.

См. также *Опцион: модель оценки*  
выкуп (repurchase) 46.98,196,273,  
293,374,422,51.1

выпуск (issue) 196, 273,327,374,422

денежный поток на (equity cash  
flow). См. *Денежный поток для  
акционеров; Дисконтированный  
денежный поток на акции, модель*

Акции (*продолжение*)

обыкновенные (common shares/  
equity). См. *Обыкновенные акции*  
опционы на (stock options) 15-17,  
51, 73,74, 230. 235, 236,326,443  
привилегированные (preferred).

См. *Привилегированные акции*  
рыночная цена (market price) 65, 68,  
72-74, 96, 99.100-103,104,110,  
330, 366-372,375, 429

Акционерный/Собственный капитал  
(Equity). См. *Собственный  
капитал*

Акционеры (Shareholders/Equity  
holders) 17-18,174,187,237

и другие заинтересованные  
группы/стороны (other  
stakeholders) 11-12.15,18,23

стоимость для (shareholder value)  
12,14-15,16,18,19,20-23,26,  
29,30.33,105,107,108,115-116,  
129,132,137,154,395,479.

См. также *Дисконтированный  
денежный поток: на акции, модель*

Альтернативные издержки

[финансирования/инвестирования  
(Opportunity cost of capital)  
50-51, 64, 66,68,106,157-158,  
159,166, 228, 230, 231, 236,  
238-259, 261,262,266, 341,  
352, 388, 469, 473, 475, 481.

491,496-497,512,522.

См. также *Затраты на капитал;  
Ставка дисконтирования*

Альтернативный минимальный налог  
(Alternative minimum tax) 189

Амортизация (Amortization/  
Depreciation) 160-161,192—193,  
208,209, 274-275,401, 402, 420.  
422,479,511

Амортизация (*продолжение*)

материальных активов  
[амортизируемый износ]  
(tangible assets depreciation)  
187,202, 290, 292,402

нематериальных активов  
[амортизационные списания]  
(intangible assets amortization)  
97-98, 187,192, 202, 398,401

Арбитражного ценообразования  
модель, МАЦ (Arbitrage pricing  
model, APM). См. *МАЦ*

◆ «Арочный» опцион (Rainbow option)  
450-451,467— 468,475 См. также  
*Сложный опцион*

**Б**

Баланс (Balance sheet) 182,183-184,  
195,213,214, 273,274. 278, 289,  
293,295, 329, 355-356,379, 404,  
422,479-480, 481, 483-484, 486,  
488,495,502. 503,517

Банки (Banks) 154, 476—500  
модель спреда (spread model) 479,  
480-482. См. также *Прибыль:*  
*модель*  
структурные единицы (business units  
structure) 477, 483-484,490—500

Банкротство (Bankruptcy) 237, 239,  
494,502  
издержки (costs) 393, 394

Барьеры для вступления/выхода  
(Entry/exit barriers)  
197,267-268, 278, 334

◆ «Бегущая дорожка» ожиданий  
(Expectations treadmill) 72-78,  
86. См. также *Ожидания рыночные*

Безрисковая процентная ставка  
(Risk-free interest rate) 244— 246,  
252,261, 262, 277, 350, 360, 414,  
416,433,434-436, 439,447, 531

Бета, Р (Beta) 244, 245, 246,  
254-256,346-348, 360,411,  
414-415,437-438, 446. См. также  
*Систематический риск*  
без долговой нагрузки (unlevered)  
261-262,347-349. 533

Бета (*продолжение*)

с долговой нагрузкой (levered) 261,  
346, 347- 348,533

Бизнес-единица/Хозяйственная  
единица (Business unit) 115-119,  
120-125,128,129,154-155,176,  
337, 338-349, 351-352, 376

банка (ofbank) 477,483-484,  
490-500

денежный поток (cash flow)  
339-341,344,345,349, 351

затраты на капитал (cost of  
capital) 338,345-346,348,496,  
498,499

многонациональной компании  
(of multinational company).

См. *Зарубежное подразделение*

ставка налога (tax rate) 338,344-  
345,346

стоимость (value) 154-155,  
351-352

структура капитала (capital  
structure) 338, 344,345- 346,  
495,498

Бизнес-планы (Business plans)  
36-37,47

Бизнес-портфель корпоративный  
(Corporate portfolio of businesses).  
См. *Корпоративный*  
*бизнес-портфель*

Бизнес-система (Business system).  
См. *Конкурентная бизнес-система*

Бухгалтерский учет (Accounting)  
для целей налогообложения (tax)  
189,404

запасов (inventory) 95—97

лизинга (leases) 235

международные различия  
(differences in foreign regulations/  
standards) 95,376,394,395,396-  
407,424-425

общепринятые принципы (generally  
accepted accounting principles,  
GAAP). См. *GAAP*

расходов инвестиционного типа  
(expensed investments) 207,355

Бухгалтерский учет (*продолжение*)  
слияний/поглощений (mergers/  
acquisitions) 97-98,144  
страховых компаний (insurance  
companies) 501-512

**В**

Валовой итог (Stocks) 274

Валюта (Currency). См. *Обменный/  
Валютный курс; Перевод  
из валюты в валюту;  
Риск: валютный*

Варрант (Warrant) 230, 235, 236,443

ВВП, валовой внутренний  
продукт (GDP, Gross Domestic  
Product) 358,430, 431  
на душу населения (per capita)  
21-22

Влиятельность поставщиков/  
потребителей (при заключении  
сделок) (Supplier/Customer  
bargaining power) 267, 268-269,  
278, 309

Вмененный налог (Imputation tax  
system) 407-410

Внутренняя норма доходности  
(Internal rate of return, *IRR*) 252

Внутренняя стоимость (Intrinsic value).  
См. *Подлинная/Внутренняя  
стоимость*

Враждебное поглощение (Hostile  
takeover) 13-14, 43,132,144.  
См. также *Слияние/Поглощение*

Временная структура процентных  
ставок (Term structure of interest  
rates) 252,275,387,474,482,486

Выкуп акций (Share repurchase)  
46, 98,196, 273, 293,374, 422, 511

Выкуп [компании] за счет займа  
(Leveraged buyout, LBO) 13-15,  
16,41,42, 135,143,154, 173

Выпуск акций (Share issue) 196,273,  
327,374, 422

**Г**

Гарантия вкладов (Deposit insurance)  
493-495

Гексаграмма структурной перестройки  
(Restructuring hexagon)  
30—31,49, 53,112. См. также  
*Реструктуризация/Структурная  
перестройка*

Гйбкость (Flexibility) 176,442-443,  
445-447. 448,450. 453-455,  
458-460, 463,466. 468, 475.  
См. также *Опцион; Опционная  
стоимость*

Гиперинфляция (Hyperinflation) 425

Глобализация (Globalization) 222,  
283-284, 286,411, 417, 432-433.  
437-438

Горизонт прогноза (Forecast horizon)  
158, 264, 265- 266, 283, 286,301,  
307-309, 325

Горизонты роста (Horizons of growth)  
112-113

**Д**

Двойное налогообложение  
(Double taxation) 185,407-408

Двойной счет (Double counting)  
351-352

Дебиторская задолженность (Accounts  
receivable/Receivables) 184,290,  
379, 390, 392,419, 422, 424- 425

Деловая репутация (Goodwill) 97-99,  
187,194, 202,213, 214, 293-294,  
398, 401-402

Денежная ставка (Money rate)  
481,491-493,496 -498,499

Денежные средства (Cash) 184-185,  
290, 292, 332, 352,379, 422.  
См. также *Избыточные рыночные  
ценные бумаги*

Денежный поток (Cash flow) 34,68,  
80-83, 84,91, 96-97,103,104,  
153,159-166,205,209,215,301,  
352, 356, 367,373,390,392-393,  
408, 410, 426,427—428, 430-432,  
433, 440, 489,513,531, 533.  
См. также *Прогноз: денежного  
потока*

- Денежный поток (*продолжение*)  
 бизнес-единицы (of business unit) 338-341, 344, 345, 349,351  
 валовой (gross) 160-161,192,194, 201,303,315  
 дисконтированный (discount).  
 См. *Дисконтированный денежный поток*  
 для акционеров (equity) 154,174, 192, 407, 410, 478-480,486, 490, 500,505,508—512,527. См. также *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*  
 доналоговый vs. посленалоговый (pre-tax vs. after-tax) 96,176, 177-178  
 зарубежного подразделения (of foreign subsidiary) 384-387  
 карта (map) 33  
 неоперационный (nonoperating) 194,195,215  
 номинальный vs. реальный (nominal vs. real) 176,177,419-423,433  
 свободный (free). См. *Свободный денежный поток*
- Дерево (Tree)  
 рентабельности (return) 196—197, 273  
 решений (decision) 444,451, 452 -453,454, 458 -460, 463,468  
 событий (event) 456—458,462—463  
 факторов стоимости (value drivers) 119
- Дериваты/Производные [финансовые] инструменты (Derivatives) 390-391
- Дефолт/Невыполнение обязательств (Default) 240 - 241, 257,435,436, 494,496,497
- Диверсификация (Diversification) 111,433,450
- Дивидендная политика (Dividend policy) 175,407,410,490,511
- Дивиденды (Dividends) 46,100, 176.196.199.200, 201, 207, 233, 237, 243, 252,273, 290, 292-293, 351-352.379, 382, 407, 408, 410, 422, 479-480, 486, 490, 516.  
 См. также *Дивидендная политика; Коэффициент: дивидендных выплат'. Норма дивидендного дохода*  
 налогообложение (taxation).  
 См. *Вмененный налог, Двойное налогообложение*
- Дисконтированный денежный поток (Discount cash flow, DCF) 35, 51, 63-64, 69,70-71,78, 84, 88, 90, 94,121,160,163,176-179,190, 228, 253, 302,316-318, 323-324, 355,364, 367-368, 388-389, 420,427, 429-432,445,455, 526.  
 См. также *Приведенная стоимость коммерческого предприятия, модель (enterprise model) 79,81—82,96, 104,153,154-166,169,171-173, 175,177, 229,303-306,331,356, 364,367, 369,375, 395,416,418, 442,461,478,505, 528-529*  
 на акции, модель (equity model) 154,174-176,252, 478-480,505, 508,522, 528. См. также *Денежный поток: для акционеров*  
 формулы (formulas) 178-179
- Дисперсия (Variance) 390,392,394, 445,463
- Долг (Debt) 155,157,176,184, 186.187.195.200, 203, 204, 230, 235,238-243, 261, 290, 294, 326,327, 334,345,349,351,422, 508,529, 531,533. См. также *Долговое/Заемное финансирование; Облигации; Обязательства*  
 беспроцентный (non-interest-bearing) 230  
 в иностранной валюте (foreign currency) 234, 238,242— 243  
 внеплановый (unscheduled) 490  
 долгосрочный (long-term) 185,187, 233,261

Долг (*продолжение*)

инвестиционного класса (investment grade) 239  
 конвертируемый (convertible). См. *Конвертируемые ценные бумаги; Облигации: конвертируемые*  
 краткосрочный (short-term) 185, 187,195, 233,261,290  
 налоговые выгоды (tax benefits) 170-171, 201.228, 528. См. также *Налоговая защита: процентная*  
 ниже инвестиционного класса (below investment grade) 239—241,434  
 отзывной (callable). См. *Отзывные ценные бумаги; Облигации: отзывные*  
 ставка дисконтирования (discount rate). См. *Затраты на капитал: заемный*  
 стоимость (value) 154-155, 159,170, 171,229, 326, 332, 350,478, 529  
 субсидируемый (subsidized) 230, 238. 241-242

Долговая нагрузка/Финансовый рычаг (Debt load/Financial leverage) 46,102-103,170, 227, 228,254, 262, 349, 438,439,498, 529

Долговое/Заемное финансирование (Debt-type financing) 45-46,170, 201, 232, 233- 235, 238 - 243, 290. См. также *Финансирование*

Долговые обязательства (Debt). См. *Долг; Облигации; Обязательства*

Доход [с продаж]/Выручка [от реализации] (Revenues) 196,224, 266, 273, 274,287, 291, 294, 295,296, 334,357, 358, 360, 362, 364, 422,423

Доходность (Return) 33,66,110, 158,229, 243,246-251,252, 255 -258, 364,411-414, 435- 436, 438. См. также *Доходность к погашению; Затраты на капитал; Общая доходность для акционеров*  
 безрисковая (risk-free) 244-246

Доходность к погашению (Yield to maturity) 229,233, 239-242, 257, 275-277, 435-437, 438-439, 471,473  
 ожидаемая vs. обещанная (expected vs. promised) 239 - 241,497 -498

Дублирующий портфель (Replicating portfolio) 451 -453, 455,459-460,463. 472. См. также *Опцион: модель оценки*

3

Заем/Заимствование (Debt/Loan/Borrowing). См. *Долг; Долговое/Заемное финансирование; Облигации*

Заинтересованные группы/стороны (Stakeholders) 11-12,15,18, 23

Занятость (Employment) 15, 23,24

Запасы (Inventories) 184, 290,379, 404, 419, 422, 425

Зарубежные подразделения (Foreign subsidiaries) 376-394. См.также *Многопрофильные компании; Бизнес-единица*

Зарубежный налоговый кредит (Foreign tax credit) 381 —382,383

Затраты на замещение [активов] (Replacement cost) 186,210—211, 319

Затраты на капитал (Cost of capital) 38, 61-62, 63- 64, 68, 71,84, 92, 95,117,137,154,160,163, 164,165,167,180,184,190, 194,198, 202, 203, 204, 212,227, 228 -263, 266, 275,306, 309,315, 317-318, 320, 327,330, 401,402, 410, 423, 430,443, 444, 446,451, 453, 474,478,496. См. также *Альтернативные издержки; Средневзвешенные затраты на капитал; Ставка дисконтирования*  
 бизнес-единицы (of business unit) 338,345-346,348,496, 498,499  
 в разных странах (multinational) 376, 377, 395,411-416,418, 432-440

- затраты на капитал (*продолжение*)  
 заемный (of debt) 171,203,230,  
 239 - 243,261,349, 350,433,  
 438 -440,493, 528- 529,531, 533
- общемировые отраслевые  
 (industry-specific global) 429,431,  
 433,438
- по отзывным конвертируемым  
 облигациям (for callable convertible  
 debt) 473-475
- по привилегированным акциям  
 (for preferred stock) 230,237,243
- собственный (of equity) 86,154,  
 174-175,243-259, 262,348-349,  
 360.415,433, 434 - 438,439,478,  
 479,486, 491, 496, 498, 499, 500,  
 505,509,512,516, 527
- без долговой нагрузки (unlevered)  
 170-171,173, 228, 350,440,  
 498.528 - 530,533
- с долговой нагрузкой (levered)  
 173,174, 228,350, 528
- средневзвешенные (weighted average,  
*WACC*). См. *Средневзвешенные  
 затраты на капитал; WACC*
- Затраты на привлечение потребителей/  
 клиентов (Customer acquisition  
 costs) 355-356, 362-363, 506,  
 507,511
- И**
- Избыточные рыночные ценные бумаги  
 (Excess marketable securities)  
 155,184-185,194, 200,290.  
 326,327,332, 351-352,422,490.  
 См. также *Денежные средства*
- Издержки/Затраты/Расходы  
 (Costs/Expenses/Expenditures).  
 См. *Альтернативные издержки;  
 Банкротство: издержки;  
 Затраты на замещение;  
 Затраты на капитал; Затраты  
 на привлечение потребителей/  
 клиентов; Капитальные  
 затраты/Капиталовложениям  
 Корпоративный центр: издержки;  
 Операционные издержки/расходы'.  
 Расходы инвестиционного типа*
- Изменчивость (Volatility) 330,354,  
 361,366-368, 371, 375,390,  
 393,394, 433, 441,447, 448,  
 463,474, 491
- Инвестированный капитал (Invested  
 capital) 51.61, 68, 74, 80-82,  
 160,166-169,183-187,189,190,  
 192,196, 202, 203, 204, 205,206,  
 207,208, 212, 213, 216, 294,295,  
 306-307, 324. 325, 332, 397,398,  
 401,402, 404
- рентабельность (return on).  
 См. *Рентабельность:  
 инвестированного капитала/  
 инвестиций; ROIC*
- Инвестиции (Investment). См. также  
*Инвестированный капитал;  
 Капитальные затраты/  
 Капиталовложения, Норма  
 инвестированиям Расходы  
 инвестиционного типа*
- валовые (gross) 160-161,192,  
 194,201
- неоперационные (nonoperating)  
 183,273,326
- чистые (net) 80,160-161.192,201,  
 305,511
- Инвестиционный доход  
 (Investment income) 509.  
 См. также *Процентный доход*
- Индекс (Index)  
 потребительских цен, ИПЦ  
 (consumer price, CPI) 257  
 промышленного производства, ИПП  
 (industrial production, IPI)  
 257-258
- Интеграция (Integration) 138-139,  
 140,144,145-147,149,150,  
 222-223, 286, 290, 300, 344.  
 См. также *Слияние/Поглощение*
- Инфляция (Inflation) 83,177,210,  
 212,229, 246, 257-258, 275-277,  
 291,314,318,358, 379, 388,402,  
 418,419-425, 427,429,430- 431,  
 433,435-436, 438-439

Инфляция (*продолжение*)

и обменный/валютный курс (foreign exchange rate) 385-386, 418, 425 — 427, 430. См. также *Паритет покупательной способности*; *Паритет процентных ставок*

Исполнительный вице-президент по стратегии и финансам, ИВП (Executive vice president for corporate strategy and finance, EVP) 55—58

должностная инструкция (job description) 56—58

## К

Капитализация [расходов] (Capitalizing [expenses]) 207-208, 342.355-356, 398, 508

Капиталоемкость (Capital intensity) 38, 238

Капитальные затраты/  
Капиталовложения (Capital expenditures/Capital spending) 52, 100-102, 160, 193, 208-210, 274, 291, 300.327, 374, 402, 420, 425. См. также *Расходы инвестиционного типа*

Капитальный лизинг (Capital leases) 187, 195, 203

Квазисобственный капитал (Quasi-equity) 184, 186-187, 207, 217, 326. См. также *Собственный капитал*

Ключевые факторы стоимости (Key value drivers) 38, 107, 109, 164, 180, 264, 278, 295, 322. См. также *КПД*, *Факторы стоимости*

Койна—Субраманиама модель (Coyne-Subramaniam model) 267, 271-272

«Колл»-, опцион (Call option) 443, 444, 445, 446, 448, 449 - 450. См. также *Опцион*

Коммерческого предприятия модель (Enterprise model). *См. Дисконтированный денежный поток: коммерческого предприятия, модель*

Компании электронного бизнеса (Dot.corns) 354—365

Конвертируемые ценные бумаги (Convertible securities) 230, 235, 236, 243, 443-444, 469, 472

Конгломерат (Conglomerate) 338, 343

Конкурентная бизнес-система (Competitive business system) 222, 267, 270-271, 283

Конкурентное преимущество (Competitive advantage) 179, 198, 266-267, 270-272

Консолидация [счетов] (Consolidation [of accounts]) 398, 404, 405

Корпоративный бизнес-портфель (Corporate portfolio of businesses) 35—37, 107, 110—115. См. также *Бизнес-единица*

Корпоративный центр (Corporate headquarters) 111, 122-123, 124, 337-338, 341, 345

выгоды (benefits) 340, 341-344, 345, 346, 351

издержки (*costs*) 154, 338, 341-343, 350, 351

ставка дисконтирования (discount rate) 338, 350

Корреляция (Correlation) 91, 94, 253, 344, 346, 392, 451, 455, См. также  $R^2$

Коэффициент (Coefficient/Ratio) дивидендных выплат (dividend payout) 176.201, 410 /•  
долг/собственный капитал (debt/equity ratio) 239, 347, 533  
долг/совокупные средства инвесторов (debt/total investor funds) 200

долг/совокупный капитал (debt/total capital ratio) 227, 345

корреляции (correlation coefficient) 91. См. также  $R^2$

основные средства/доход (PP&E/revenues ratio) 291, 296, 419-420

покрытия процента (interest coverage). См. *Покрытие процента*

- Коэффициент (*продолжение*)  
 регрессии, угловой (slope of regression) 93,94  
 рыночная/балансовая стоимость (market/book value ratio) 32,41, 90,92-94,225-226, 237,262, 294, 320,395-396  
 рыночная стоимость/капитал [совокупный] (market-to-capital ratio) 74-78. См. также *Рыночная добавленная стоимость; MVA*  
 хеджирования (hedging ratio) 390,392, 394  
 цена/прибыль, Ц/П (price/earnings, P/E, ratio) 41,80,82,98,237, 244, 302,319-320, 356
- КПД, ключевые показатели деятельности (KPI, key performance indicators) 115-119,123,126
- Кредитный рейтинг (Bond/Credit rating) 45,233,261,439,493,502. См. также *Рейтинг облигаций*
- Кредитный риск (Credit risk) 428,432,435-437, 439, 497-498,499. 500
- Кредитоемкость (Debt capacity) 342,344,345-346
- Кредиторская задолженность (Accounts payable/Payables) 185,230,290, 379, 390,392, 419, 422,424 -425
- Кредитоспособность (Creditworthiness/Credit health) 181,198-201,227
- Критерии отсева (Knockout criteria) 141,150. См. также *Слияние/Поглощение*
- Купонная ставка (Coupon rate) 239,240,241,474,475
- Л'-' ■ ' " V''''
- Лизинг (Leases) 230, 233,234—235, 239,243 }  
 капитальный (capital) 187,195, 203,235 :  
 операционный (operating) 203,235
- Ликвидационная стоимость (Liquidation value) 319,448-449,460
- Ликвидация [активов/структурных единиц] (Liquidation/Disposition) 41, 42,143
- Ликвидность (Liquidity) 181, 198-201
- ЛИФО (LIFO) 95-97, 379
- М**
- Материальное поощрение/ Вознаграждение [сотрудников] (Financial incentive/Compensation) 51-52,71,105, 108,125-128,129
- МАЦ, модель арбитражного ценообразования (APM, arbitrage pricing model) 234,255, 256-259
- Международные бухгалтерские стандарты (International Accounting Standards, IAS) 396. См. также *IAS*
- Минимально приемлемая/Предельная норма рентабельности (Hurdle rate of return) 52
- Миноритарное участие/  
 Миноритарный пакет акций (Minority interest) 186, 207, 230, 232, 236-237, 262, 326, 332, 406
- Многонациональные компании (Multinational companies) 376-377, 380- 381,383-384, 394
- Многопрофильные компании (Multibusiness companies) 111, 154—155,337-353
- МОДА, модель-оценки долгосрочных активов (CAMP, capital assets pricing model) 243\* 244—256, 258-259, 262/411,414—416|Г 432—433, 434, 446, 516
- Модель (Model) • ; . . .  
 арбитражного ценообразования, МАЦ (arbitrage pricing model, APM). См. МАЦ

## Модель {продолжение}

дисконтированного денежного потока (discount cash flow, *DCF*) коммерческого предприятия (enterprise). См. *Дисконтированный денежный поток: коммерческого предприятия, модель*  
 на акции (equity). См. *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*

Монте-Карло (Monte Carlo).  
 См. *Монте-Карло имитационная модель*

мультипликатора прибыли (earnings multiple). См. *Мультипликатора прибыли модель*

отраслевой структуры (industry structure). См. *Отраслевой структуры модель*

оценки долгосрочных активов, МОДА (capital assets pricing model, CAPM). См. *МОДА*

оценки опционов (option-pricing).  
 См. *Опцион: модель оценки скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value)*. См. *Скорректированной приведенной стоимости модель*

собственного капитала (equity).  
 См. *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*

спреда (spread). См. *Банки: модель спреда*

«структура—поведение-результат» (Structure - Conduct - Performance).  
 См. *«Структура—поведение-результат», модель*

экономической прибыли (economic profit). См. *Экономическая прибыль: модель*

Модильяни-Миллера, ММ, постулаты/формула (Modigliani—Miller, ММ, propositions/formula) 170,178-179,531-532

Монте-Карло имитационная модель (Monte Carlo simulation model) 359, 463

Мультипликатора прибыли модель (Earnings multiple model) 78-84  
 «Мусорные» облигации (Junk bonds) 238, 240, 497

**Н**

Накладные расходы (Overhead) 40, 42. 155, 332,340-341,500.  
 См. также *Корпоративный центр', Распределение: издержек*

Налоги/Налогообложение (Taxes/Taxation) 290,313,340, 419,474.  
 См. также *Предельная налоговая ставка; Эффективная налоговая ставка*  
 бизнес-единиц (business-units) 338, 344-345,346  
 и дивиденды (dividends).  
 См. *Вмененный налог, Двойное налогообложение*  
 и слияния/поглощения (mergers/acquisitions) 143-144  
 международные (cross-country) 344,345,376,378, 380-384,395, 407—411,424,425. См. также *Зарубежный налоговый кредит на прибыль (income)* 187—189, 203, 207,262.381-383, 404,407, 408, 422  
 отложенные (deffered).  
 См. *Отложенные налоги*

Налоговая защита/Налоговый щит (Tax shields/shelters) 343 -345, 346, 524  
 амортизационная (depredation) 420  
 процентная (interest) 158,171-172, 188,350,440,479, 529-533

Налоговый кредит (Tax credit) зарубежный (foreign) 381 —382,383 по дивидендам (dividend) 407-410.  
 См. также *Вмененный налог*

Неопределенность (Uncertainty) 316, 328, 344,354,356, 359, 364-365, 372, 375, 417,427, 432, 445, 447, 448, 450-451,456, 462-463,467, 468,475, 533. См. также *Риск*

- Нераспределенная прибыль (Retained earnings) 186, 204, 379-380, 407,490
- Нефондовые пенсионные обязательства/программы (Unfunded pension liabilities/plans) 204,207,216, 262, 398
- НИОКР, научные исследования и опытно-конструкторские разработки (R&D, research and development) 70,88,100-101, 107,450
- Норма дивидендного дохода (Dividend yield) 86, 243,256
- Норма инвестирования (Investment rate) 161,179.180,201,304,314
- Норма оттока потребителей (Customer churn rate) 362-363
- Норма прибыли (Profits margin) 38,69.161,165,178,181, 196-197,226, 268, 278,295-296, 303,309,313, 327, 329,334, 357, 358,360,362, 396, 423, 426, 427
- О**
- Облигации (Bonds) 230, 232,234, 238, 241-242, 435 - 437,452-453, 508- 511. См. также *Долг*
- конвертируемые (convertible) 236,469-475. См. также *Конвертируемые ценные бумаги*
- «мусорные» (junk) 238,240,497
- отзывные (callable) 469-475. См. также *Отзывные ценные бумаги*
- правительственные (government) 241,245-246, 275 - 277,428, 434-436,439
- рейтинг (rating) 233, 239-241, 434,436-437,439. См. также *Кредитный рейтинг*
- Обменный/Валютный курс (Foreign exchange rate) 379,404,414
- и инфляция (inflation) 385-386, 418,425-427,430. См. также *Паритет покупательной способности; Паритет процентных ставок*
- Обменный/Валютный курс (*;продолжение*)
- «спот» (spot) 242, 377, 379, 385-387,388,394
- форвардный (forward) 242,377, 385, 387
- Оборачиваемость капитала (Capital turnover) 181,196-197, 226, 266, 274, 300,303,329, 334, 358
- Оборотный капитал (Working capital) 38,156,160,166,183, 185,193, 209,273, 290-291,315, 318, 358, 419-420, 422. См. также *Активы: оборотные*
- Обособление (активов/структурных единиц] (Spin-off) 41-42,98, 143,345, 353
- Общая доходность для акционеров (Total returns to shareholders, TRS) 32, 68,69, 70,71,72-74, 86, 90,91,106, 224. См. также *TRS*
- Общепринятые принципы бухгалтерского учета (Generally accepted accounting principles). См. GAAP
- Обыкновенные акции (Common shares/equity) 154-155,186,196, 201, 230, 231,232,237,244, 262, 379,443, 469-470, 473, 474,486. См. также *Собственный капитал*
- Обязательства (Liabilities) 184,186, 195,235, 263,326,379,397,404, 479. См. также *Долг*
- беспроцентные (non-interest-bearing) 183,184,185,186,190,193,230
- в иностранной валюте (foreign currency obligations) 234, 242-243
- неоперационные (nonoperating) 159
- опционы на (options on) 443—444, 469-475
- пенсионные (retirement-related) 203-204,216,262,290,294, 398,506
- страховых компаний (insurance companies) 502,505—506, 508,511
- текущие (current) 184,185,290

- Ожидания рыночные (Market expectations) 65-67, 68,73—78, 86-87, 90,91,109,191
- Операционная прибыль (Operating income/profit) 62,80,156, 160-163,165,167,187,364, 373, 390.392, 394,511,533.  
См. также *Прибыль: на акцию; Чистая прибыль, NOPLAT*
- Операционные издержки/расходы (Operating costs/expenses) 70, 203,204,230, 235,267, 270, 273, 287, 290,291,313,350, 422,511
- Операционный лизинг (Operating leases) 203,235
- Опцион (Option) 236,239,390, 443  
американский (American) 448-450, 458  
«арочный» (rainbow) 450-451, 467- 468,475  
европейский (European) 448  
«колл» (call) 443,444, 445, 446,448, 449 -450  
модель оценки (option-pricing model) 176, 234,236,243, 442 -443,444 -448, 451, 453-454,455,460-463,464  
на акции (stock) 15—17,51,73,74, 230,235,236, 326,443  
на отсрочку (to defer) 445,447,449, 451-455,475  
на переключение (switching) 450, 464-465,475  
на прекращение (abandonment) 448 — 449,460, 461  
на продление/досрочное завершение (to extend/shorten) 449- 450  
на расширение/сокращение (to expand/contract) 449, 458- 460,461, 475  
на стороне активов (asset) 443,444, 448-451,468,475  
на стороне обязательств (liability) 443-444,469-475  
на увеличение/уменьшение охвата (to scope up/scope down) 450  
«пут» (put) 443,448—450,494
- Опцион (*продолжение*)  
реальный (real) 70,442,444- 448, 450, 453, 458, 468  
сложный (compound) 450,465- 468, 475  
цена исполнения (exercise/striking price) 236, 443,445, 447,448-450
- Опционная стоимость (Option value) 71,445-447,454.  
См. также *Гибкость; Реальный опцион*
- Организационная структура (Organizational design/ structure) 107,113-115,128
- Основные средства (Fixed assets/ Property, plant and equipment, PP&B) 156,166, 209,235, 273, 274. 318, 358, 402, 404,422, 425.  
См. также *Активы: постоянные чистые (net)* 160,183,184,193, 274-275, 291-292, 402,419,422
- Отзывные ценные бумаги (Callable securities) 230. См. также *Облигации: отзывные*
- Отложенные налоги (Deferred taxes) 184,187,189,217, 262, 326, 402, 404, 506, 511
- Отраслевая структура (Industrial structure) 197,217-223, 267-269, 271-272
- Отчет о прибылях и убытках (Income statement) 79,182,187, 193, 213, 273, 278, 292,295,329, 355- 356, 379 -380,404,422,479, 481, 483-484,486-487,502,504, 505,518
- Отъединение [структурных единиц] (Divestiture) 29, 31,130,131, 143, 328. См. также *Обособление*
- Охват (Scope) 450
- Оценки долгосрочных активов модель, МОДА (Capital assets pricing model CAMP). См. *МОДА > '*
- Оценочная ведомость (Performance scorecard) 123-125

П

Паритет покупательной способности, ППС (Purchasing power parity, PPP) 425-427, 430

Паритет процентных ставок (Interest-rate parity) 242, 385-387

Пенсионные системы (Pension systems) 19-20

Пенсионный фонд (Funded pension plan/Pension reserve) 203, 206, 262, 398, 400. См. также *Обязательства: пенсионные; Резервы/Резервные фонды*

Перевод из валюты в валюту (Foreign currency translation) 195, 215, 376, 377, 378-380, 388, 394, 404, 405

временной метод (temporal method) 379-380, 404, 405

«спот»-метод (spot-rate method) 385

текущий метод (current method) 379, 380, 404, 405

форвардный метод (forward-rate method) 385

Переоценка [активов] (Revaluation) 186, 210—212, 215, 402, 403, 424

Перспективы роста (Growth opportunities) 30, 31, 44-45, 47, 117, 178-179, 286

Плавающий итог (Flows) 274

Плата за капитал (Capital charge) 167, 190

Поглощение (Acquisition/Takeover). См. *Враждебное поглощение; Слияние/Поглощение*

Подлинная/Внутренняя стоимость (Intrinsic value) 65, 66, 68, 70-71, 88, 136

Покрытие процента (Interest coverage) 199-200, 227, 239, 345, 394

Политический риск (Political risks) 376, 388, 427

Портера модель (Porter model) 267-269, 271

Потребительная стоимость (Customer value) 266, 270, 361-364

Правительственные субсидии (Government grants) 215, 263

Предельная налоговая ставка (Marginal tax rate) 188-189, 194, 195, 216, 229, 290, 347, 350, 382, 440

Премия за риск (Risk premium). См. *Кредитный риск\ Рыночная премия за риск, Страновой риск; Суверенный риск*

Прибыль (Earnings/Income/Profit). См. также *Норма прибыли*

бухгалтеров я/отчетная (accounting/reported) 78-82, 95-98, 100, 187

до вычета процентов и налогов/ процентов, налогов и амортизации/ процентов, налогов, амортизации и износа (earnings before interest and taxes/interest, taxes, and amortization/interest, taxes, depreciation, and amortization, *ЕБИТ/ЕБИТА/ЕБИТДА*) 98, 116, 187—188, 200, 208, 420. См. также *ЕБИТ/ЕБИТА/ЕБИТДА*

модель (model) 480-482, 486.

См. также *Банки: модель спреда на акцию (per share, EPS) 35, 52, 69, 89, 91, 102-103, 367-370.*

См. также *EPS*

налог на (tax) 187—189, 203, 207, 262, 381-383, 404, 407, 408, 422

на несовпадении процентных ставок (mismatch) 477, 482-485, " 499, 506 ;

нераспределенная (retained).

См. *Нераспределенная прибыль от основной деятельности/ операционная (operating).*

См. *Операционная прибыль прогноз (forecast). См. Согласованные ; ■ прогнозы прибыли*

чистая (net). См. *Чистая прибыль экономическая (economic).*

См. *Экономическая прибыль*

Приведенная стоимость (Present value, PV) 63 - 64, 65, 68, 156, 158, 159, 162, 166-168, 184—185, 194, 228, 233, 235, 237, 261, 305, 306, 325, 326, 352, 358, 360, 367, 377, 385, 388, 394, 443, 448, 451, 452, 455, 457, 459- 460, 461, 486, 491, 522, 530-533 См. также *Дисконтированный денежный поток* \ PV

скорректированная (adjusted).

См *Скорректированной приведенной стоимости модель*

чистая (net). См. *Чистая приведенная стоимость*; NPV

Привилегированные акции

(Preferred stock) 154—155, 186, 196, 199, 230, 232, 233, 235. 237, 239, 243, 486

конвертируемые (convertible).

См. *Конвертируемые ценные бумаги*

Приращение капитала (Capital gains) 509—511, 524

Проверка чистоты сделки

(Due diligence) 136, 137-138

Прогноз (Forecast) 213, 264-300, 312, 329

горизонт/период (horizon/period) 158, 264, 265- 266, 283, 286, 301, 307-309, 325

денежного потока (cash flow)

80, 159-160, 177, 273, 301, 315, 344, 359, 396, 418, 419 -423, 429. 430-432, 485, 486, 499, 512, 516

в иностранной валюте (in foreign currency) 377, 384-387, 394

для быстрорастущих компаний

(for high-growth companies) 291, 357-361, 365

долгосрочных валютных курсов

(long-term foreign exchange rates) 385- 387, 394

по сценариям (scenarios) 265,

277— 278, 286, 332- 334, 358 -361, 430-432

прибыли (earnings). См.

*Согласованные прогнозы прибыли*

Прогноз (*продолжение*)

стратегических перспектив

(strategic perspective)

264, 266 - 277, 283 - 285

финансовый (financial) 272—277,

283, 286 -300, 358. 516

Продленная стоимость (Continuing value, CV) 158-159, 237. 253,

265, 283, 301-324, 419, 423, 429.

См также CV

в модели дисконтированного

денежного потока (discount cash flow model) 303-306, 311

в модели экономической прибыли

(economic profit model) 306-307

311-312, 486, 512, 522

формулы (formulas) 303-304, 306,

316-318, 320-322, 423

Продолжительность (Duration)

435, 491-492, 496-498, 506

Производительность [факторов

производства] (Productivity)

21-23, 24, 267, 270

Производные [финансовые]

инструменты (Derivatives).

См. *Дериваты/Производные*

*инструменты*

Проклятие победителя

(Winner's curse) 138

Процентная ставка (Interest rate)

159, 227, 239, 428, 438, 448, 482-485, 491-493, 499.

См. также *Временная структура*

*процентных ставок; Паритет*

*процентных ставок; Риск:*

*процентных ставок*

безрисковая (risk-free) 244—246,

252, 261, 262, 277, 350, 360, 416,

433, 434-436, 439, 447, 531

номинальная vs. реальная

(nominal vs. real) 177, 275, 435

опционные свойства (option

features) 233-234, 239

эквивалентная внутренняя

(equivalent internal) 242—243,

386-387

- Процентные платежи/расходы (Interest expense) 157,170,187, 188,195,199, 200, 201,203, 204, 207, 227,233, 273, 290,326, 422, 528-529. См. также *Налоговая защита\* процентная*
- Процентный доход (Interest income) 187,188,194,273
- Пул интересов (Pooling of interests) 97-99. См. также *Слияние/Поглощение*
- «Пут», опцион (Put option) 443, 448—450,494. См. также *Опцион*
- Р**
- Развивающиеся рынки (Emerging markets) 286, 287, 417-441
- затраты на капитал (cost of capital) 418, 432-440
- инфляция (inflation) 418-425, 427
- налоги (taxes) 424,425
- премия за риск (risk premium) 428-430,432, 434, 435-439
- Разрыв в восприятии (Perceptions gap) 31
- Распределение (Allocation/Sharing) издержек (costs) 341,342,490,498, 500. См. также *Накладные расходы собственного капитала (equity) 495,498*
- Расформирование (Breakup) 29,41. См. также *Обособление; Отъединение*
- Расходы инвестиционного типа (Expensed Investments) 207—208, 355-356
- Реальный опцион (Real option) 70, 442,444-448, 450,453, 458, 468. См. также *Опцион: на стороне активов*
- Регрессия (Regression) 93,94,392, 394, 437-438
- множественная (multiple) 348-349
- Резервы/Резервные фонды (Provisions/Reserves) 181,186,204-207, 326,397 - 398, 399, 424,502, 505—506.508,511. См. также *Обязательства: пенсионные*
- Резервы/Резервные фонды {продолжение} [банка] в Федеральной резервной системе (at the Federal Reserve) 481
- на незаработанный доход от страховых взносов (unearned premium) 506
- на переоценку (revaluation) 214-215,402
- на покрытие убытков по кредитам/ссудам (for credit losses) 479, 506
- на реструктуризацию (restructuring) 206
- по налогу на прибыль (for income taxes) 189,408. См. также *Отложенные налоги*
- постоянные (on-going) 206-207, 217,262
- по страховым полисам (policy) 508
- Результаты прошлой деятельности, анализ/оценка (Historical performance analysis/measurement) 29-35, 50-51,116,120,123-125, 126.180- 227, 377, 378-384, 394, 512-516
- Рейтинг облигаций/займов (Bond rating) 233,239-241, 434, 436-437, 439. См. также *Кредитный рейтинг*
- Рентабельность (Return on) активов (assets, ROA) 181,189—190
- инвестированного капитала/инвестиций (invested capital/investments, ROIC) 33, 34,38, 50-51,61-62,68,69,70,71, 81, 82-83,84-87,88,90,91,92-95, 109,116,117,134,137,160-166, 167.177.179.180- 181,186, 189-191,196-197,209,225, 264, 265,277,278, 279-281,303-305, 306,309-310,312-314,315-316. 317-318,319, 320,323, 327, 329,333,334,373, 419, 423,512. См. также *Дерево: рентабельности, CFROI, ROIC*
- собственного капитала (equity, ROE) 189,252,516,522

- Репутация (Goodwill). См. *Деловая репутация*
- Реструктуризация/Структурная перестройка (Restructuring) 15, 21, 26, 30-31, 46-48, 49-50, 59, 112-113, 143, 352-353, 417, 476
- Риск (Risk) 110, 154, 159, 176, 184, 194, 237, 239, 314, 323, 387, 418, 531, 533. См. также *Бета; Рыночная премия за риск*
- валютный (currency) 242, 388, 389-390
- дефолта/невыполнения обязательств (default) 240-241, 257, 435, 436, 496-497
- диверсифицируемый (diversifiable) 428, 433, 497
- кредитный (credit) 428, 432, 435-437, 439, 497-498, 499, 500
- на развивающихся рынках (in emerging markets) 417, 427—432
- опционов (option) 453 — 455, 463, 473
- политический (political) 376, 388, 427
- процентных ставок (interest rate) 493, 497, 498, 499, 500
- систематический (systematic) 229, 244, 254, 256-258, 347, 437, 496
- страновой (country) 418, 427—430, 432, 433, 435-437, 439
- суверенный (sovereign) 435-436
- управление [в банках] (managing) 499, 500
- Рост (Growth) 38, 51, 68, 70, 71, 84-87, 92-94, 109, 167, 191, 198, 220, 225, 244, 266, 277, 278, 287, 295, 315, 317, 327, 333, 355-357, 529, 531-532. См. также *Горизонты роста; Перспективы роста; Темпы роста*
- Рынок корпоративного управления и контроля (Market for corporate control) 12, 13-15, 58, 59, 132, 150
- Рыночная добавленная стоимость (Market value added, MVA) 24, 70, 74-78, 224-225. См. также *MVA*
- Рыночная доля (Market share) 70, 88, 198, 221, 269-270, 285, 287, 296, 300, 328, 333
- Рыночная капитализация (Market capitalization) 74-76
- Рыночная премия за риск (Market risk premium) 244, 246-248, 249-254, 255, 258, 261, 262, 360, 388, 411-416, 436, 438
- Рыночные ожидания (Market expectations). См. *Ожидания рыночные*
- Рыночные ценные бумаги (Marketable securities). См. *Денежные средства; Избыточные рыночные ценные бумаги*
- С**
- Свободный денежный поток (Free cash flow, FCF) 33, 85, 87, 155, 156-157, 159-166, 167, 169, 170, 171, 181, 184, 192-196, 201, 213, 217, 228, 229, 230, 232, 237, 253, 273, 278, 295, 296, 304-305, 311-312, 315, 322, 325-236, 331, 367-368, 388-389, 394, 396, 398, 402, 410, 422, 423, 442, 478-480, 486, 490, 505, 508-512, 516, 522, 527, 529. См. также *FCF*
- Своп (Swap) 234, 239
- Сегментный анализ потребительского рынка (Customer segmentation analysis) 267, 269-270
- Синергия/Синергический эффект (Synergies) 34, 53, 134, 135, 136, 137, 139, 142-143, 149, 150, 344. См. также *Слияние/Поглощение*
- Систематический риск (Systematic risk) 229, 244, 254, 256-258, 347, 437, 496
- Скорректированной приведенной стоимости модель (Adjusted present value, APV, model) 154, 169-174, 175, 228, 231, 528-553

Скорректированный собственный капитал (Adjusted equity) 186,187

Слияние/Поглощение

(Merger/Acquisition. M&A)

13-15, 53-54,130-150,213-214,223. 236. 282, 284-285.

287,291,294,328,333 -334, 374,398,417,450, 466. См.

также *Враждебное поглощение'*,

*Интеграция*]; *Синергия/*

*Синергический эффект*

и коэффициент Ц/П (P/E ratio)

98,302, 320

покупка vs. пул интересов (purchasing vs. pooling of interests) 97-99

причины неудач

(reasons for failure) 136-139

проверка чистоты сделки

(due diligence) 136,137-138

результаты ex post (ex post results) 134-136

рыночная реакция ex ante (ex ante market reactions) 132-134

ценовая премия (premium over price) 132,134,136,139,142,150, 202,401. См. также *Проклятие победителя*

этапы успешных программ (steps in successful programs) 139—147

Сложный опцион (Compound option) 450, 465—468,475.

См. также *\*Арогный» опцион*

Смешанное/Привязанное к акциям

финансирование (Hybrid/ Equity-linked financing) 232, 235-236,469. См. также

*Финансирование*

Собственный капитал (Equity)

157,184,186,196, 206,207, 214, 231—232,238, 273, 327,379,398, 402,404,422,424-425,522-523

затраты на (cost of). См. *Затраты на капитал: собственный*

квази (quasi). См. *Квазисобственный капитал*

модель (model). См. *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*

Собственный капитал (*продолжение*)

распределение [среди структурных единиц] (allocation [to business units]) 495,498

рентабельность (return on).

См. *Рентабельность: собственного капитала*

скорректированный (adjusted).

См. *Скорректированный собственный капитал*

стоимость (value) 154-155,159, 170,171, 203,232, 237, 252, 325-327,331-333,351,444, 472-473,478,479, 486, 493, 529-530

финансирование из (financing)

170, 243 —259. См. также

*Выпуск акций*] *Миноритарное*

*угасшие; Обыкновенные акции;*

*Привилегированные акции;*

*Финансирование*

Совместное предприятие, СП

(Joint venture, JV) 130,147-150, 417

Совокупные средства инвесторов

(Total investor funds) 184,186, 187,195,200

Согласованные [аналитические]

прогнозы прибыли (Consensus earnings forecasts) 369-370

«Спот»-курс, валютный (Spot foreign exchange rate) 242,377,379, 385-387,388, 394

Спред (Spread) 92— 94,165,190, 226,266

банка (bank) 479,480—482,483, 485,499

Средневзвешенные затраты на капитал

(Weighted average cost of capital, WACC) 94,157-158,159, 162-166,170-171,179,190,192, 203,228, 229-231, 236,260, 263, 312,314, 318, 325,334,346,349, > 387,394, 411,444,463,469,478.

См. также WACC

Ссудный портфель (Loan portfolio)

477, 482, 485, 496-498,500 •

- Ставка дисконтирования (Discount rate) 66, 83, 154, 157, 159, 162, 168, 174—176, 178, 192, 228, 231, 233, 235, 252, 326, 332, 349, 350, 408, 418, 427-428, 433, 440, 451, 453, 454, 463, 528-529, 531, 533.  
См. также *Альтернативные издержки; Затраты на капитал*
- в иностранной валюте (in foreign currency) 385, 387-388
- номинальная vs. реальная (nominal vs. real) 176, 177, 419
- Стоимостное мышление (Value creation mindset) 106 — 110
- Стоимость (Value). См. также *Общая доходность для акционеров', Рыночная добавленная стоимость', Факторы стоимости; Экономическая добавленная стоимость*
- бизнес-единицы (of business unit) 154-155, 351-252
- в модели денежного потока на акции (equity discount cash flow model). См. *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*
- в модели коммерческого предприятия (enterprise discount cash flow model). См. *Дисконтированный денежный поток: коммерческого предприятия, модель*
- в модели скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value, APV, model). См. *Скорректированной приведенной стоимости модель*
- в модели собственного капитала (equity model). См. *Дисконтированный денежный поток: на акции, модель*
- в модели экономической прибыли (economic profit model). См. *Экономическая прибыль: модель*
- вследствие внешних улучшений (with external improvements) 30, 41-44
- Стоимость (*продолжение*)
- вследствие внутренних улучшений (with internal improvements) 30, 31, 37-41, 47
- для акционеров (shareholder value) 12, 14-15, 16, 18, 19, 20-23, 26, 29, 30, 33, 105, 107, 108, 115-116, 129, 132, 180, 395, 479, 492 -493
- долга (of debt). См. *Долг: стоимость «как она есть» («as is»)* 30, 31, 35-37
- ликвидационная (liquidation). См. *Ликвидационная стоимость* на стороне обязательств баланса (on liabilities side of balance sheet) 479, 505
- опционная (option). См. *Опционная стоимость*
- основной деятельности/операционная (of operations) 154-155, 156-159, 169, 171, 325, 331-332, 406
- подлинная/внутренняя (intrinsic) 65, 66, 68, 70-71, 88, 136
- по сценариям (scenarios) 277—278, 327, 328-329, 333, 359-361, 371, 431-432, 441
- потенциальная (potential) 30, 31, 37-46
- потребительная (to customer). См. *Потребительная стоимость* приведенная (present). См. *Приведенная стоимость*
- продленная (continuing). См. *Продленная стоимость*
- рыночная/балансовая (market/book). См. *Коэффициент: рыночная/балансовая стоимость*
- собственного капитала (equity). См. *Собственный капитал: стоимость*
- текущая (current) 30, 31-34
- управление (value management) 25-26, 48-59, 106-107, 337, 417, 522-527

## Стоимость (продолжение)

финансового конструирования  
(of financial engineering) 30,31,  
45-46,143

Страновой риск (Country risks)  
418,427-430, 432, 433,  
435-437. 439

Стратегические перспективы  
[компании] (Strategic  
perspective) 264,266-277,  
283-285

Стратегический покупатель  
(Strategic buyer) 34, 41,43—44

Стратегия (Strategy) 110—111,  
121-125,131,222, 283-284,  
300, 334,525-527

Страхование вкладов/депозитов  
(Deposit insurance) 493-495

Страховые компании (Insurance  
companies) 154,448,501-527

Структура капитала (Capital  
structure) 46,170-173,174-175,  
192, 229,231, 232-238, 254. 260,  
314,323,334, 349, 429, 431, 433,  
434, 440, 491,496, 508

бизнес-единицы (of business  
unit) 338,344, 345-346,388,  
495,498

целевая/нормативная (target).  
См. *Целевая структура капитала*

«Структура-поведение-результато,  
модель (Structure-Conduct-  
Performance model) 269

Структурная единица (Business unit  
structure). См. *Бизнес-единица*

Суверенный риск (Sovereign risks)  
435-436 ■-V'

Сходимости/Конвергенции формула  
(Convergence formula) 317.  
См. также *Продленная стоимость*

Сценарии [будущей деятельности]  
(Scenarios) 162-163,199,  
265,277 - 278, 283, 286,300,  
316,327,328-329,332-334,  
358-364,371,373, 375,418,  
427, 430 -432, 440

## Т

Темпы роста (Growth rate) 82-83, 88,  
90, 92-94,112,158,160.161-166,  
178,180-181,226, 264, 265,  
279-282, 294,296, 301, 303-305,  
312-314, 316,320,321, 322,334,  
358,394, 395-396,419, 423,512,  
522,531. См. также *Рост*

Товары/Продукты-заменители  
(Substitute products) 267-268,  
340

Трансфертные цены/Трансфертное  
ценообразование (Transfer prices/  
Transfer pricing) 340-341,344,  
345,350, 376,378, 382-384, 388,  
389,394

в банках (at banks) 477,490-491,  
496,499. См. также *Денежная  
ставка*

## У

Угловой коэффициент регрессии  
(Slop of regression) 93, 94

Управление стоимостью/  
ориентированное на стоимость  
(Managing value/Value  
management/Value-based  
management) 25-26, 48-59,  
106-107, 337,417,522-527

и бизнес-единицы (business  
units) 120-125,128,129

и бизнес-портфель (portfolio  
of businesses) 107,110—115

и информационный обмен  
(communications) 54

и ключевые факторы стоимости  
(key value drivers) 107,115—120

и материальное поощрение/  
вознаграждение [сотрудников]  
(financial incentive/  
compensation) 51-52,108,125—  
128,129

и организационная структура  
(organizational design/structure)

- 107,113-115,128,523

и оценка результатов (performance  
measurement) 50-51,123-125

Управление стоимостью/  
ориентированное на стоимость  
{*продолжение*}  
и планирование (planning)  
49- 50,129  
и стоимостное мышление (value  
*creation mindset*) 106 -110  
и стратегия (strategy) 110-111,  
121-125, 525-527  
и целевые нормативы (targets)  
50- 51.107,108-110

## Ф

Факторы стоимости (Value drivers)  
50,52,70, 71,87-88. 95,  
115-120,121,124,128,129,  
159-166, 167,213-217,  
278,279, 303,327,525 - 527. См.  
также *КПД; Ключевые факторы  
стоимости*

дерево (tree) 119

формула (formula) 303—305,  
309,313,318,320-321,323,  
423,522. См. также  
*Продленная стоимость*

Финансирование (Financing). См. также  
*Структура капитала*

долговое/заемное (debt) 45-46,  
170,201, 232,233 -235,  
238-243, 290

из собственного капитала (equity)  
170,243—259. См. также  
*Выпуск акций; Миноритарное  
угасшие; Обыкновенные акции;  
Привилегированные акции*

смешанное (hybrid) 232, 235—236,  
469

Финансовое конструирование  
(Financial engineering) 30,31,  
45-46,143

Финансовый поток (Financing  
cash flow) 157,194,195.207,  
215,410

Финансовый рычаг (Financial leverage).  
См. *Долговая нагрузка/Финансовый  
рычаг*

ФИФО (FIFO) 95-97

Фондовый индекс (Stock market index)  
412-413

Форвардный контракт (Forward  
contract) 390, 392,394

Форвардный курс, валютный (Forward  
foreign exchange rate) 242,377,  
385,387

## Х

Хеджирование (Hedging)  
376,389-394, 499, 500

Херфиндаля индекс (Herfindahl  
index) 412,413

Хозяйственная единица (Business unit)  
См *Бизнес-единица*

## Ц

Целевая структура капитала (Target  
capital structure) 231—232, 238,  
260,347. 349, 388,438. См. также  
*Структура капитала*

Целевые нормативы (Targets) 50,51,  
71,87, 88,105, 107,108-110,116,  
120.121-123,126,128,165

Цена исполнения [опциона] (Exercise  
price/Striking price) 236,443,  
445,447, 448-450

Ценовая премия за поглощение  
(Premium over acquisition  
price) 132,134,136,139,142.  
150,202,401

Циклические компании (Cyclical  
companies) 265,366-375

Цикличность/Цикл (Cyclicality) 83,  
198,366-367, 369,371,373-374

Ц/П, коэффициент (P/E ratio) 82-83,  
98,319—320, 356. См. также  
*Коэффициент: цена/прибыль*

## Ч

Чистая прибыль (Net income/  
profits) 50, 95,187,189,196,  
252, 273,379 - 380,408,422,  
479,481,490,492-493,  
511,522

- Чистая прибыль (*продолжение*)  
 операционная за вычетом скорректированных налогов (net operating profits less adjusted taxes, NOPLAT) 160, 179, 181, 187-189, 303, 312, 529. См. также *Операционная прибыль*, *NOPLAT*
- Чистая приведенная стоимость (Net present value, NPV) 159, 185, 326, 356, 440, 442-443, 444, 451, 452, 455, 460, 475, 490, 499, 505. См. также *NPV*
- Чувствительности анализ (Sensitivity analysis) 330, 334, 361, 427
- Э
- Экономическая добавленная стоимость (Economic value added, EVA) 69
- Экономическая прибыль (Economic profit, EP) 53, 52, 61-63, 64, 66, 68, 69, 70, 91, 123, 181, 190-191, 213, 218, 253, 295, 297, 302, 306-307, 321, 323-324, 325—326, 331, 332. См. также *EP модель (model)* 153-154, 166-169, 252, 306-307, 311-312, 325, 522
- Экстраполяция прошлых результатов (Historical extrapolation) 35—36, 47. 315
- «Эффект выживших» (Survivorship bias effect) 246, 251, 256, 282
- Эффективная налоговая ставка (Effective tax rate) 290, 345, 349, 382, 383, 407, 440
- Эффективность рынка (Market efficiency) 90, 103-104

- 
- С
- CFROI* 69, 209-210. См. также *Рентабельность инвестированного капитала/инвестиций*
- CV* 303-306, 317 -318, 321, 323-324, 423, 522. См. также *Продленная стоимость*
- EP 69, 167, 168, 190, 321, 522.  
 См. также *Экономическая прибыль*
- EPS 69. См. также *Прибыль: на акцию*
- EVA 69. См. также *Экономическая добавленная стоимость*

- D
- DCF* 69. См. также *Дисконтированный денежный поток*
- FCF 156, 161-162, 192, 304-305, 312, 322, 451, 453, 529-530.  
 См. также *Свободный денежный поток*

- E
- EBIT/EB1TA/EBITDA* 98, 116, 157, 187-188, 192, 195, 196, 199, 200, 203, 208, 224, 227, 290, 295, 404, 408, 420. См. также *Прибыль: до вычета процентов и налогов/процентов, налогов и амортизации/процентов, налогов, амортизации и износа*
- G
- GAAP 397, 398, 502, 506-511, 527
- I
- IAS 396, 399, 400, 401, 403, 405.  
 См. также *Международные бухгалтерские стандарты*

**М**

*MVA* 74,75, 224-“225. См. также

*Рыночная добавленная стоимость*

**Н**

*NOPLAT* 157,158, 160-165,167,

179,181,185,186,187-190,

192,194,196, 201,202, 204, 205,

206,207, 209, 211,212, 213, 215,

294,295, 303—306,312—313,

317-318,321-322,323,397,

398,401,402, 404,408, 410,

423,429,529. См также *Чистая*

*прибыль: операционная за вычетом*

*скорректированных налогов*

*NPV* 444- 447,452,454, 455,457,

465, 466. См. также *Чистая*

*приведенная стоимость*

**Р**

*PV* 451-452,457 -458. См. также

*Приведенная стоимость*

**Р**

$R^2$  91,253. См. также *Коэффициент'*

*корреляции*

*ROIC* 34, 50, 61, 69, 84—87,88,93,  
94,158. 160, 164,167,177,179,  
181,189-190,196-197, 202,  
204,206, 207, 208-210, 211, 212,  
214, 225, 226, 266, 273, 279, 281,  
296,303-304, 306,307, 309-310,  
312 -3 1 4, 316, 317 -318,321-322,  
395-396,397,401,402, 404,  
419-420,423.427 См. также  
*Рентабельность инвестированного  
капитала/инвестиций*

## **T**

*TRS* 69,72,75, 76,224 См. также  
*Общая доходность для акционеров*

## **W**

*WACC* 61,94,155,158,165,167,  
171-174,179,190, 226, 228,  
229-232, 245, 253, 266,303-304,  
306, 312-314, 316,317-318, 321,  
323, 325, 326, 331,334,349, 387,  
388, 395,410, 423,429, 528-532.  
См. также *Средневзвешенные  
затраты на капитал*

Ричард Брейли  
, Стюарт Майерс

*Ричард Брейли, Стюарт Майерс*

Принципы корпоративных финансов

М., 2004, 1008 с.: ил.

84x108 Vi6\* Переплет

ISBN 5-901028-67-8

Перевод с английского:

*Richard A. Brealey, Stewart C. Myers.*

*Principles of Corporate Finance.*

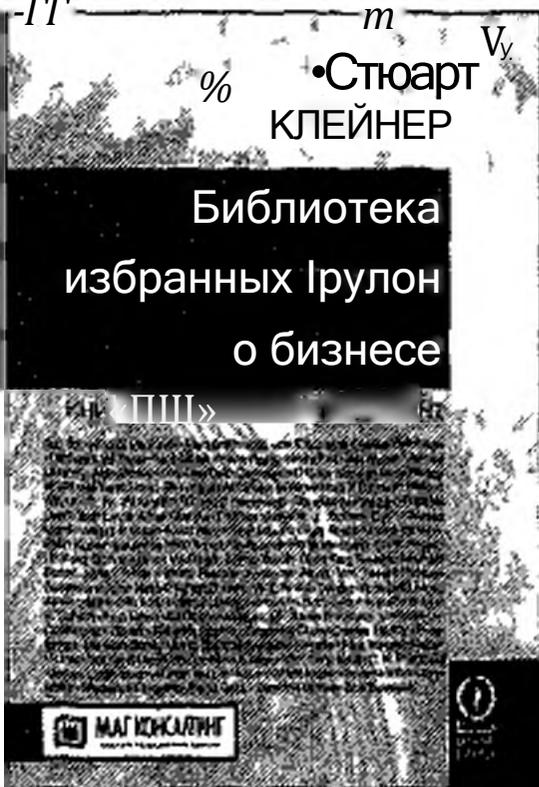
7th ed. International Edition, McGraw-Hill, Inc.,  
2003.

Перед вами общепризнанный и ценный специалистами учебник по теории и практике финансов в современной экономике: вот уже более десяти лет, от издания к изданию, он служит базо-

вым учебным и практическим пособием по финансовому менеджменту в США, а с некоторых пор – и в объединенной Европе. В нашей стране это 2-е издание (перевод 7-го международного издания). Учебник содержит полную концептуальную базу финансов, включая такие основные понятия, как денежный поток, приведенная стоимость, затраты на привлечение капитала, риск, с изложением смысловых и количественных связей между ними, методов расчета соответствующих показателей, моделей стоимостной оценки. Кроме того, здесь подробно описываются принципы и механизм функционирования финансовых рынков (внутренних и международных), а также разного рода инвестиционные инструменты, в том числе производные (опционы, варранты, конвертируемые бумаги).

Одно из главных достоинств учебника – последовательное и наглядное приложение теоретических выкладок к повседневной финансовой практике: оценке текущей деятельности, анализу инвестиционных проектов, выбору источников финансирования, бюджетному планированию, управлению рисками, определению краткосрочной потребности в деньгах, принятию финансовых решений в условиях перемен.

Материал построен таким образом, чтобы практикующий финансовый менеджер мог воспользоваться книгой для решения конкретных задач. Человеку с небольшим практическим опытом книга позволяет обрести основы навыков финансового менеджмента благодаря обилию вспомогательных иллюстративных примеров и наличию заданий для самопроверки. Книга предназначена студентам и преподавателям финансовых дисциплин, финансовым менеджерам в любой сфере и на любом уровне бизнеса, а также всем тем, кто занимается финансами в госучреждениях.



*Стюарт Крейнер*

Библиотека избранных трудов о бизнесе.  
Книги, сотворившие менеджмент

М., 2005, 368 с.

70x100 У16- Переплет

ISBN 5-901028-95-3

Перевод с английского:

*Stuart Cramer.*

The Ultimate Business Library.

The Greatest Books That Made Management.

Capstone Publishing Limited (a Wiley company).

Reprinted 2003.

Всемирно известный бестселлер «Библиотека избранных трудов о бизнесе» – это проводник в мир ведущих теорий бизнеса, представляющий собой краткое изложение работ, оказавших в течение XVIII–XX вв. наиболее заметное влияние на менеджмент. Книга знакомит с концепциями, благодаря которым управление бизнесом приняло современный облик.

Издание предоставляет достоверную и новейшую информацию, помогающую менеджерам ориентироваться в обилии книг, ежегодно появляющихся на рынке. Полученные знания пригодятся в любой отрасли деятельности.

Т О М А С  
**МАК**

МАТЕМАТИКА  
РИСКОВОГО  
СТРАХОВАНИЯ

*Томас Мак*

Математика рискованного страхования

М., 2005, 432 с.: ил.

70x100 У16. Переплет

ISBN 5-901028-94-5

Перевод с немецкого:

*Thomas Mack.*

Schadenversicherungsmathematik.

Verlag Versicherungswirtschaft.

Karlsruhe, 2002.

Книга в широком объеме дает сведения, необходимые для актуарной деятельности в сфере рискованного страхования. Математика рискованного стра-



*Роберт С Каплан, Дейвид П. Нортон*

Сбалансированная система показателей.

От стратегии к действию

М., 2003, 320 с.: ил.

70x100 У<sub>16</sub>- Переплет

ISBN 5-901028-55-4

Перевод с английского:

*Robert S. Kaplan, David P. Norton.*

The Balanced Scorecard Translating Strategy into Action,  
Harvard Business School Press, 1996.

Книга учит, как использовать этот поистине революционный подход для мобилизации работников на претворение в жизнь концепции организации.

Переросшая рамки оценочной системы, сбалансированная система показателей помогает управлять предприятием, направляя энергию, способности и профессиональные знания людей в русло реализации долговременных стратегических целей. Авторы показывают, как использовать параметры четырех составляющих ССП, чтобы привести в соответствие индивидуальные, организационные и межфункциональные инициативы, и как выявить абсолютно новые процессы, ведущие к удовлетворению запросов клиентов и акционеров.



*Роберт С. Каплан, Дейвид П. Нортон*

Стратегические карты.

Трансформация нематериальных активов  
в материальные результаты

М., 2005, 512 с.: ил.

70x100 У16\* Переплет

ISBN 5-901028-96-1

Перевод с английского:

*Robert S. Kaplan, David P. Norton.*

Strategy Maps. Converting Intangible Assets  
into Tangible Outcomes.

Harvard Business School Press, 2004.

Книга предлагает подробную структуру стратегических карт, предназначенных для наглядного описания стратегии. В ней содержатся оригинальные идеи о том, как создать новую стоимость при помощи составляющих внутренних бизнес-процессов сбалансированной системы показателей и обучения и развития; разработать стратегические направления, основанные на создании стоимости; построить новую схему для описания, оценки и приведения в стратегическое соответствие трех видов нематериальных активов составляющей обучения и роста (человеческого капитала, информационного капитала и организационного капитала) с целями и процессами внутренней составляющей.



*А. Гершун, М. Горений*

Технологии сбалансированного управления

М., 2005, 416 с.: ил.

70x100 1/16- Переплет

ISBN 5-901028-91-0

В книге сформулированы принципы и методы сбалансированного управления современными организациями. Составители описывают процесс разработки стратегии, разъясняют основы многочисленных методов анализа. Большое внимание в книге уделено описанию сбалансированной системы показателей – целей, стратегических карт, составляющих системы – и примерам ее применения; управлению на основе финансовых показателей; ресурсной политике – планированию и составлению различных бюджетов, а также проблемам управления людьми – системе организации труда, мотивации и обучения персонала.



Виталий Мухортов

# ПСИХОЛОГИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ



Психология инвестирования,

М., 2005, 192 с.: ил.

84x108 Уз2- Переплет

ISBN 5-9693-0002-0

Книга Виталия Мухортова освещает проблемы новой для отечественной науки отрасли – психологии инвестирования. Автор подчеркивает, что для трейдинга, как и для любой деятельности, характерны определенные особенности. Поэтому не всякий человек, а только тот, кто отвечает специфическим условиям фондового рынка, может успешно заниматься биржевой игрой. Из целого ряда психологических особенностей личности автор выделяет критические способности, навыки и установки, отсутствие которых наиболее часто приводит к профессиональному краху, а наличие с большой вероятностью свидетельствует о достижении трейдером успеха в долгосрочной перспективе.

ческих особенностей личности автор выделяет критические способности, навыки и установки, отсутствие которых наиболее часто приводит к профессиональному краху, а наличие с большой вероятностью свидетельствует о достижении трейдером успеха в долгосрочной перспективе.

В. В. Рычков Теория и практика работы

## ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА РАБОТЫ

НА "БИЙСКОМ  
РЫНКЕ  
АКЦИИ



*В. В. Рычков*

**на российском рынке акций.**

Самоучитель игры на бирже

М. 9 ПП, 320 с.: ил.

60x90 1/16. Переплет

ISBN 5.901028-99-6

- Автор затрагивает широкий круг вопросов, связанных с инвестициями в акции российских компаний, раскрывает механизм маржинальной торговли, специфику коротких продаж. Рассматриваются наиболее эффективно работающие на отечественном рынке акций модели и методики, определя-

ются область их назначения и правила использования. Предлагаются планы применения фундаментального и технического анализа. Исследуются методы управления капиталом и риском, на основе которых строится оригинальная методика повышения доходности инвестиций. На наглядных примерах рассматриваются методы диверсификации риска и теория портфеля. Дается комплексная стратегия принятия инвестиционных решений, объединяющая рассмотренные теории, методы и подходы.



Дэвид Смит

Бесплатный обед.

Удобоваримые экономические идеи,  
или Почему не бывает бесплатных обедов

М., 2004, 288 с.

60x90 VI6- Переплет

ISBN 5-901028-88-0

Перевод с английского: *David Smith*.

Free Lunch. Easily Digestible Economics: why there's no  
such thing as a free lunch. Profile Books, 2003.

Экономика играет важнейшую роль в нашей жизни,  
однако для многих она остается тайной за семью  
печатами. Почему цены на жилье растут, а биржи  
обваливаются? Как и почему отражается на нас

повышение процентных ставок? Что такое дефляция и хуже ли это, чем ин-  
фляция? Бюджетный дефицит – а так ли это важно? Почему некоторые  
страны, похоже, обречены на перманентную нищету? «Бесплатный обед» –  
популярное руководство по экономике, задуманное и построенное как не-  
принужденная беседа за обедом с друзьями, – даст вам ответы на эти во-  
просы, станет для вас и «питательным», и поучительным. Вашими собесед-  
никами будут такие светила экономической науки, как Адам Смит, Давид  
Рикардо, Карл Маркс и Джон Мейнард Кейнс. Автор этой книги, Дэвид Смит,  
в настоящее время работает редактором отдела экономики «Sunday Times».



Чарлз Уилэн

Голая экономика. Разоблачение унылой науки

М., 2005, 368 с.

60x90 VI6- Переплет

ISBN 5-9693-0042-X

Перевод с английского:

*Charles Wheelan*.

Naked Economics.

Undressing the Dismal Science.

W. W. Norton & Company, 2002.

Книга об экономике, в которой вы не найдете ту-  
манных определений, сложных графиков и запу-  
танных уравнений. Используя примеры из нашей

повседневной жизни, автор лишает основные экономические понятия их  
таинственности и дает ответ на многие вопросы.

Издательство «Олимп-Бизнес»

**119071, Москва, ул. Орджоникидзе, д. 13/2, 15-й этаж**  
**Отдел продаж:** тел./факс (095) 411-90-14 (многоканальный),  
958-47-08, 795-39-96  
**Информация:** тел./факс (095) 952-85'-99, 952-83-99, 795-39-95  
**Интернет-магазин:** <http://Wwww.oibuss.ru>  
**e-mail:** [sales@olbuss.ru](mailto:sales@olbuss.ru), [olbuss@ropnet.ru](mailto:olbuss@ropnet.ru)

**Наши книги можно приобрести  
в издательстве «Олимп-Бизнес»,  
центральных и специализированных  
книжных магазинах  
г. Москвы**

**По всем вопросам  
оптовой и розничной торговли  
нашей продукцией  
обращайтесь  
в отдел распространения издательства**

---

*Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин*

**Стоимость компаний:**  
оценка и управление

*Редакторы ММушников, Н.Дмуховская*

*Корректор Я. Антонова*

*Компьютерная верстка Д. Мацкявигюс*

*Художник В. Коршунов*

Сдано в набор 10.06.2004. Подписано в печать 09.06.2005.

Формат 70x100 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Бумага офсетная №1.

Гарнитура «Таймс». Печать офсетная.

Печл. 36,0. Уч.-изд.л. 44,7.

Заказ №1719

Издательство «Олимп—Бизнес».

119071, Москва, ул. Орджоникидзе, д. 13/2, 15-й этаж.

ОАО «Типография „Новости“».

105005, Москва, ул. Ф. Энгельса, 46.