

РЕЦЕНЗИИ

Рецензия на книгу

Шеннон П. Пратт Стоимость капитала. Расчёт и применение / Шеннон П. Пратт; Пер. с англ. 2-е изд. – М.: ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2006. – 455 с.

Хрусталёва М.В.³⁷

Ожидать многого от этой книги начинаешь сразу, увидев поистине «звёздный» полный коллектив авторов:

Д-р Шеннон П. Пратт (Dr. Shannon P. Pratt), CFA, FASA, Майкл Барад (Michael W. Barad) Джоуэл Стерн (Joel M. Stern) Дж. Беннетт Стюарт III (G. Bennett Stewart, III), Дональд Чу мл. (Donald H. Chew, Jr.), Кристофер Мерсер (Z.Christopher Mercer, ASA, CFA), Карл Хоумке (Carl R.E. Hoemke), Хэролд Мартин мл. (Harold G. Martin, Jr., MBA, CPA, ABV, ASA, CFE), Тара Макдауэлл (Tara McDowell)

Книга оправдывает ожидания. Сам Шеннон П. Пратт так формулирует цель и применение книги: «Моей целью было сделать эту книгу глубоким и современным научным трудом по расчету стоимости капитала, но при этом сохранить его доступность для непрофессионалов. Для этой цели организационно книга начинается с изложения базовых концепций для обывателей, а затем переходит от более простых к некоторым из наиболее сложных ситуаций, обычно встречающихся на рынке. Изложение материала дополняется таблицами, диаграммами и примерами» (с.23).

Книга будет интересна всем, изучающим стоимость капитала, особенно аналитикам в области корпоративных финансов и оценки бизнеса, консультантам, аудиторам и оценщикам, инвестиционным банкирам и посредникам по продаже предприятий, а также ученым и студентам. Она может использоваться в оценке бизнеса и его долей, нематериальных активов, включая интеллектуальную собственность и других доходных активов, а также стоимости имущества для целей налогообложения. Описываются основные инструменты, которые могут использоваться каждым либо для расчета стоимости капитала, либо для проверки расчета стоимости капитала, выполненного другим лицом.

Главные достоинства книги – полнота, последовательность и системный подход в изложении, а также приведённые в подтверждение

³⁷ Преподаватель ГУ-ВШЭ

многих выводов исследования. Для расчета стоимости капитала можно использовать множество моделей, таких как кумулятивная модель, модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model), модель дисконтированного денежного потока и теория арбитражного ценообразования. Все они подробно рассмотрены, как и поправки к ним на риск, структуру капитала, размер компании и т. д., в то же время книга не грешит «однбокостью» мнений, что зачастую встречается во многих учебниках. Читатель становится свидетелем переключки мнений авторов со ставшими классическими работами Брейли, Майерса, Коупленда, Фишмана Ибботсона.

К неоспоримым достоинствам книги можно отнести главу с разбором часто встречающихся ошибок и подробную библиографию в конце каждой главы.

Всех тех, кто уже знаком с первым изданием, приятно удивят дополнения. Новая глава о стоимости капитала в теории экономической добавленной стоимости (EVA)[®], написанная авторами модели Джоуэлом Стерном (Joel M. Stern), Беннеттом Стюартом III (G. Bennett Stewart III) и Дональдом Чу мл. (Donald H. Chew, Jr). Эта глава хоть и не показывает подробного описания расчёта экономической добавленной стоимости, зато содержит рекомендации по отбору поправок к EVA на основе анализа более 120 недостатков GAAP (с. 347), проведённом компанией Stern Stewart & Co., а также противоречия в современной системе управления финансами фирмы: «Многие компании используют для оценки бюджетирования капитала анализ дисконтированного денежного потока. Но когда дело доходит до других вопросов, таких как постановка целей и контакты с инвесторами, те же компании имеют тенденцию полагаться на бухгалтерские ориентиры...» (с. 350). В этой главе авторы определяют систему корпоративного вознаграждения как «поощрительную компенсацию», называя её основой системы управления финансами EVA (с.351).

В книге приложение, посвященное итеративному процессу расчета стоимости компонента собственного капитала в средневзвешенной стоимости капитала (WACC), а также раздел показывающий итеративный процесс расчёта стоимости капитала для закрытых компаний.

Специалистов, безусловно, заинтересует глава о значении миноритарного и контрольного пакета акций, и вывод о том, что различия между интересами «миноритариев» и «стратегов» практически не оказывает влияния на стоимость капитала компании (с.239). Это может показаться удивительным, для всех аналитиков, которые оценивая контрольный или блокирующий пакет акций корректируют стоимость капитала в сторону понижения, полагая что все данные для любого метода расчёта берутся с фондового рынка, т.е. определяются результатами торгов миноритарными долями. В подтверждение отсутствия различий приводятся два новых раздела. Один раздел представляет собой

исследование, осуществленное на базе данных Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study™, демонстрирующее, среди прочего, что 16% поглощений публичных компаний происходит по ценам ниже их цен на фондовом рынке. Другой — «сказка о двух рынках», где речь идет о том, что рынок слияний независим от публичного фондового рынка.

Всех заинтересуют результаты исследования феномена акций малых компаний, проведенные Роджером Грабовски и Дэвидом Кингом, объясняющие выбор той или иной модели для оценки разных по размеру компаний, а также обновления их первоначальных исследований: в дополнение к суммарной прибыли групп, разбитых по 25 размерным секторам плюс группы, «переживающей финансовые затруднения», они провели параллельные исследования по премиям сверх CAPM для тех же размерных категорий. Также добавлено новое исследование элементов стоимости капитала, связанных с тремя факторами риска, получаемыми из финансовой отчетности компаний, новое исследование по базе данных, проданных компаний Pratt's Stats™, сравнивающее медианное значение мультипликаторов цена/ЕВITDA и цена/объем продаж (Sales) для сделок размером 10—50 миллионов долларов со сделками 1—10 миллионов долларов, и ниже 10 миллионов долларов для 8 общих промышленных групп. Это исследование дает подтверждение тому факту, что влияние размера компании сохраняется и ниже уровня рыночной стоимости в 10 миллионов долларов, а значит, её следует учитывать даже при оценке сравнительно небольших компаний российского рынка.

В главе об использовании дисконта на недостаточную ликвидность особый интерес представляет обобщение результатов всех крупных исследований относительно дисконта на недостаточную ликвидность. Кроме того, представлено подробное описание двух исследований, появившихся уже после выхода в свет первого издания, проведенным по результатам исследования акций западных компаний накануне IPO. Оба исследования рассчитывают средний дисконт на уровне 45%.

Справедливости ради стоит сказать, что в русском издании логично было бы увидеть адаптации моделей и их тестирование на растущих рынках капитала. Возможность решить эту задачу Шеннон Пратт оставил своим читателям—исследователям.

Можно сказать, что Шеннон Пратт добился поставленной цели: эта книга может служить как первым учебником для начинающих, раскладывая «по полочкам» всю терминологию и методологию, так и наиболее полным справочным пособием с множеством оттенков финансового моделирования для опытных финансовых аналитиков, представленным на пошаговых примерах в расчёте стоимости капитала в электронных таблицах.

Споры о применимости уже ставших классическими моделями CAPM, APМ и особенностях применения других моделей на растущих рынках капитала ещё долго не утихнут, и будут давать пищу для

размышлений многим учёным. Но всё это время, российским аналитикам придётся принимать решения, и конкурировать на мировых рынках капитала наравне с компаниями развитых рынков. Именно сложность расчёта стоимости капитала на развивающихся рынках и глобализация рынка капитала могут послужить окончательными доводами «за» то, чтобы пополнить свою библиотеку одной из самых основательных, доступных в изложении и последовательной работой в этой области.