

СОДЕРЖАНИЕ

Слово научного редактора

ВВЕДЕНИЕ

Что такое Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Интегрированная теория дает ответы

Для кого предназначена эта книга?

Профессионалы в области финансов, а также в области слияний и поглощений (M&A)

Оценщики бизнеса

Аудиторы и пользователи финансовой отчетности, учитывающие измерения справедливой стоимости

Пользователи отчетов об оценке стоимости бизнеса

Количественная модель оценки скидки за недостаточную ликвидность акций (QMDM)

ГЛАВА 1. Дисконтированный денежный поток и модель Гордона: основные базисные условия оценки стоимости бизнеса

Введение

Часто задаваемые вопросы

Основные инструменты оценки

Модель дисконтированного денежного потока

Модель Гордона

Двухстадийная модель DCF

Практическое доказательство: модель DCF = модель Гордона

Дивиденды, реинвестирование и рост

Интуитивное представление о влиянии реинвестирования денежных потоков

Реинвестирование и модель Гордона

Основной бизнес в сопоставлении с решениями по реинвестированию.

Рост прибыли от основного бизнеса (g_j в сопоставлении с ожидаемыми аналитиками условиями роста прибыли (g^*))

Чистая прибыль в сопоставлении с денежным потоком

Множество показателей g и одна-единственная характеристика g для модели

Гордона

Обратимся снова к g_e — долговременному темпу ожидаемого прироста прибыли

Вернемся к g^* — долгосрочному темпу прироста денежного потока

Соотношение между чистой прибылью и чистым денежным потоком

Относится ли g к чистой прибыли или к чистому денежному потоку?

Дальнейший анализ соотношения чистой прибыли и чистого денежного потока

Практические выводы

Заключение

ГЛАВА 2. «Гроздь» стоимости (The Grapes of Value)

Введение

Часто задаваемые вопросы

Мир стоимости

«Гроздь» стоимости (Grapes of Value)

Ясность приходит постепенно

Уроки, полученные от первого клиента

Организационные принципы

G — Принцип роста и времени (G — the Principle of Growth and Time)

R — Принцип риска и вознаграждения (R — the Principle of Risk and Reward)

A — Принцип альтернативных инвестиций (A — the Principle of Alternative Investments)

P — Принцип приведенной (текущей) стоимости (P — the Present Value Principle)

E — Принцип ожиданий (E — the Principle of Expectations)

S — Принцип здравого смысла, рациональности и согласованности (S — the Principle of Sanity, Rationality and Consistency)

Корзина, где собраны «гроздья»: Принцип знания (the Basket for Grapes: the Principle of Knowledge)

Заключительные комментарии

Приложение 2-А Кристаллизация принципов

Приложение 2-Б Неслучайные мысли относительно оценки стоимости бизнеса

Приложение 2-В Неслучайные мысли о бизнесе оценки стоимости бизнеса (издание 2004 года)

ГЛАВА 3. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Введение

Часто задаваемые вопросы

Модель Гордона

Ранние подходы к уровням стоимости

Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности

Уровни стоимости, связанные с контролем

Уровень стоимости, соответствующий финансовому контролю

Премия за финансовый контроль

Прерогативы контроля: введение в скидку за миноритарный (неконтрольный) характер доли собственности

Скидка на неконтрольную (миноритарную) долю собственности

Уровень стоимости, связанной со стратегическим контролем

Премия за стратегический контроль

Уровень стоимости для предприятия в целом в сопоставлении с уровнем стоимости для акционера

Уровень стоимости, соответствующий неликвидной миноритарной доле собственности

Скидка на недостаток ликвидности

Применение скидок на недостаточную ликвидность в отношении к контрольной доле собственности

Теоретические основы

Аргументы в пользу существования скидки на недостаточную ликвидность
контрольной доли собственности

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Заключение

Приложение 3-А Разбор конкретных ситуаций — условия формирования
цен при поглощениях компаний (Acquisition Pricing) и Интегрированная
теория (Integrated Theory)

Почему многие поглощения не повышают стоимость компании для
акционера

Анализ предложений

Стратегические соображения о хозяйственной деятельности

Размышления финансового директора

ГЛАВА 4. Корректировки отчетов о прибылях и убытках-, процедуры
нормализации и корректировки характеристик контроля

Введение

Часто задаваемые вопросы

Интегрированная теория и корректировка финансовой отчетности

Два типа корректировки финансовой отчетности

Корректировки финансовой отчетности и применяемая ставка
дисконтирования

Нормализационные корректировки отчетности о доходах

Примеры нормализационных корректировок

Контрольные корректировки финансовой отчетности

Влияние корректировок показателей прибыли на потенциальную оценку
стоимости бизнеса

Природа премий за контроль

Премии за контроль и справедливая рыночная стоимость бизнеса (FMV)

Премии за контроль — результаты оценки, но не движущие драйверы

стоимости (Valuation Results, Not Value Drivers)

Заключение

Приложение 4-А Назидательная история

ГЛАВА 5. Фундаментальные корректировки рыночных ставок
капитализации

Введение

Часто задаваемые вопросы

Вернемся к «гроздьям» стоимости

Общее представление о фундаментальных корректировках

Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями в рисках

Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями

в прогнозах роста

Фундаментальные корректировки под другим названием

Практические приемы для обоснования фундаментальных корректировок

Квантификация фундаментальных корректировок с использованием АСАРМ

Использование для определения фундаментальной корректировки

показателей иных, чем медианное или среднее значения

Иллюстрация понятия фундаментальных корректировок

Аргумент двойного счета

Скидки на недостаточную ликвидность для контрольной доли собственности

Обсуждение проблемы фундаментальных корректировок в литературе

Заключение

ГЛАВА 6. Соответствующее развитие системы расчетов ставок
дисконтирования

Введение

Часто задаваемые вопросы

Модель скорректированной оценки капитальных активов

Чувствительность ставки дисконтирования и произвольные суждения

Здравый смысл и обоснованность модели АСАРМ

АСАРМ и оценивание на уровне отдельных акционеров

Заключение

Приложение 6-А Общая характеристика модели оценки капитальных активов (САРМ)

ГЛАВА 7. Введение в модель QMDM: уровень стоимости, относящийся к отдельному акционеру

Введение

Часто задаваемые вопросы

Возможные подходы к оценке стоимости на уровне акционера

QMDM: модель дисконтированного денежного потока применительно к уровню акционера

Структура модели дисконтированного денежного потока (DCF) для уровня акционера

Визуальное представление уровня стоимости доли собственности отдельного акционера в модели дисконтированного денежного потока

Факторы, влияющие на формирование скидки на недостаточную ликвидность

Исходный пример (стоимость на уровне акционера равна стоимости на уровне предприятия)

Влияние агентских затрат

Влияние рисков дополнительного периода владения акциями

Комбинированное воздействие на общую скидку на недостаточную ликвидность

Обзор представленного анализа

Заключение

Приложение 7-А Посмотрим еще раз на исследования акций, выпускаемых перед объявлением IPO, а также ограниченных акций

Исследования акций до-IPO (pre-IPO)

Исследования ограниченных акций

ГЛАВА 8. Подробнее о предпосылках QMDM

Введение

Часто задаваемые вопросы

Предпосылка № 1: ожидаемый период владения акциями (для инвестора)
(Expected Holding Period for the Investment) (HP)

Ликвидность и ожидаемый период владения акциями

Факторы, которые следует учитывать при определении ожидаемого периода владения акциями

Определение области временных значений для ожидаемого периода владения акциями

Предпосылка № 2а: ожидаемый дивидендный доход (D%)
(Expected Dividend Yield)

Определение ожидаемых дивидендных доходов

Корректировки, учитывающие налоговые характеристики предприятия

Предпосылка № 2б: ожидаемый темп роста дивидендов (Gd)

Предпосылка № 2в: временной расписание выплаты дивидендов

Предпосылка № 3а: ожидаемый темп прироста стоимости компании (G_v).

Факторы, влияющие на ожидаемый темп роста стоимости

Расчет G_v

Чувствительность и G_v

Предпосылка № 3б: корректировки терминальной стоимости

Предпосылка № 4: требуемая ставка доходности для периода держания акций (R_{hp} — Required Holding Period (Rate of Return))

Рыночные факты, относящиеся к премиям за длительность периода владения акциями

Венчурный капитал и доходность собственных капиталов частных компаний

Оценка требуемой доходности за период владения акциями

Общая схема оценки требуемой доходности на период владения акциями

Методика расчета требуемой доходности в расчете на период владения акциями

Обзор предпосылок QMDM

ГЛАВА 9. Применение QMDM

Введение

Развернутый пример: QMDM в действии

Особые предпосылки модели QMDM для данного примера

Результаты применения QMDM

Решение выбирается внутри диапазона

Примеры применения QMDM — краткое описание

Пример № 1. Семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее землей

Пример № 2. Семейное ограниченное и свободное от долгов (нелеверджированное) партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью, с высоким уровнем распределения прибылей

Пример № 3. Леверджированное семейное ограниченное партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью

Пример № 4. Быстрорастущая С-корпорация, не выплачивающая дивидендов

Пример № 5. Зрелая С-корпорация с видами на продажу в скором времени

Обобщение приведенных примеров

Единые стандарты профессиональной практики оценки (USPAP)
и QMDM