

Эволюция фундаментального анализа: модель капитализации инвестиций.

1. Хочу обратить ваше внимание на **фундаментальный анализ** в теории инвестирования, а именно на **Метод капитализации дохода (или DCF-анализ)**. Он применяется для оценки эффективности вложений в различные активы (ценные бумаги) и конкретные инвестиционные проекты.
2. Суть метода заключается в общепризнанной аксиоме, что «Деньги – сегодня, это не деньги - завтра».
3. Метод капитализации дохода дает объективный, но не простой способ оценки любого актива, как ценной бумаги, так и конкретного инвестиционного проекта и даже процессов слияния и поглощения. Однако при практическом применении инвестор (менеджер) сталкивается с серьезными барьерами. Если их не преодолеть, то становится невозможно получить однозначный ответ: «переоценен» или «недооценен» актив на текущий момент.
4. «ДОХОД» - ключевое слово в методе капитализации дохода. Проблема в том, что любой проект инвестирования обладает свойством «дуализма дохода».
 - при покупке ценной бумаги: это доход в виде дивидендов и доход от разницы курсов покупки и продажи,
 - при инвестировании в конкретный проект: это доход от работы самого проекта и доход от продажи бизнеса,
 - и т. д.
5. Особенно остро проблема «дуализма дохода» актива выражается в определении истинной стоимости обыкновенных акций. Результатом данных споров стали **как минимум три модификации Метода капитализации дохода**:

$$\text{➤ } V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}, \text{ Метод дисконтирования дивидендов,}$$

$$\text{➤ } V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{p_t E_t}{(1+k)^t}, \text{ Метод дисконтирования «Цена-Доход»,}$$

$$\text{➤ } V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(E_t - I_t)}{(1+k)^t}, \text{ Модель Миллера-Модильяни,}$$

где $D(t)$ – поток будущих дивидендов в период времени t ,

$p(t)$ – доля дивидендов в прибыли фирмы,

$E(t)$ – прибыль фирмы,

$I(t)$ – инвестиционные отчисления фирмы из прибыли,

(остальные обозначения не изменились).

6. Очевидно, что простое «умение» дисконтировать будущие потоки – это еще не означает способности «уметь считать стоимость». Так, в отношении подсчета истинной стоимости обыкновенных акций, где Доход хоть и двойственен, но очевиден (дивиденды плюс разница между ценой покупки и ценой продажи), не все так просто! Данный вопрос прояснили Мертон Миллер и

Франко Модильяни, утверждая, что в основе стоимости обыкновенных акций лежит только **ПРИБЫЛЬ** компании.

7. В основу метода Миллера-Модильяни легли четыре идеи для двух групп пользователей: менеджеров (инвесторов)-практиков и ученых-теоретиков.

➤ **для первых (менеджеры):**

1 идея: дивиденды – это побочный результат именно анализа хозяйственной деятельности компании, что соответствует выражению (E-I).

2 идея: само решение о выплате дивидендов не затрагивает в полной мере стоимость сделанных акционерами инвестиций в компанию.

➤ **для вторых (ученые):**

3 идея: Теорема о нейтральности дивидендов, доказывающая, что любое решение о выплате дивидендов не улучшает и не ухудшает положение акционеров.

4 идея: Теорема Линтнера, доказывающая, что сама по себе величина дивидендов зависит именно от прибыли компании в текущем периоде.

8. Так, внешне логичный подход к оценке стоимости обыкновенных акций через дисконтирование дивидендов и разницы курсов купли-продажи, при более глубоком анализе, становится не таким очевидным.

9. Обогадив современных инвесторов и менеджеров новым инструментарием фундаментального анализа, все проблемы не решились. Дело в том, в методе дисконтирования дохода нужно **ПРЕДСКАЗАТЬ именно будущие потоки**. В этой ситуации одинаково тяжело рассчитать как будущие дивиденды, так и будущие прибыли компании.

10. Анализируя информацию прошлых периодов, проверяя как «держат свое слово» топ-менеджеры компании, учитывая мнения экспертов... все-таки сложно принять решение об инвестировании, не будучи однозначно уверенным, в правильности своего прогноза будущих потоков.

11. Я проанализировал теоретические предпосылки Модели Миллера-Модильяни и обнаружил в них внутренние противоречия:

➤ **Теорема о нейтральности дивидендов**, при более детальном рассмотрении, вовсе не доказывает нейтральность дивидендов, игнорируя их «сигнальную роль» в агентских отношениях между менеджерами и акционерами.

➤ **Теорема Линтнера** так же полностью не исключает влияния дивидендных платежей прошлых периодов при принятии решения об их выплате сегодня.

12. Более того, следуя логике теоремы Линтнера, математически доказывается, что **«в зависимости о степени доверия инвестора к компании, будет использоваться либо метод дисконтирования дивидендов, либо метод Миллера-Модильяни»**, а именно:

➤ **при полном доверии инвестора** к компании, им будут учитываться прошлые дивидендные платежи,

➤ **при полном недоверии инвестора** к компании, на решение об инвестировании может повлиять только факт получения компанией конкретных прибылей,

➤ и все это не противоречит простому здравому смыслу.

13. На основе известных (проверенных временем) трех модификаций (идей) Метода капитализации дохода я вывожу новую формулу расчета стоимости актива.

Это **Модель капитализации инвестиций**:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{p_t}{1 - p_t} * \frac{I_t}{(1 + k)^t} \right),$$

где $P(t)$ – доля прибыли, которую компания обязуется выплачивать из своей положительной прибыли,

$I(t)$ – объем инвестиций, который компании необходимо осуществить для своего развития в дальнейшем.

14. Применение Модели капитализации инвестиций к оценке активов, как объекта выгодного вложения денег, является, как минимум, полезным дополнением к классическим вариациям Методов капитализации дохода.
15. Формула Модели капитализации инвестиций, доказанная математически, вполне объясняет здравый смысл самого процесса инвестирования.
16. Чтобы компании создать стоимость для своих акционеров,
- получив конкретную прибыль (**логика Миллера-Модильяни**),
 - распределив ее часть в форме дивидендов (**логика Метода дисконтирования дивидендов**),
 - **НУЖНО** обеспечить необходимую отдачу от инвестирования привлеченных денежных средств (**логика Модель капитализации инвестиций**).
17. Если Вы инвестор, то конкретный бизнес-план, инвестиционная политика компании на будущий период выраженная в конкретных документах (прогнозных балансах, технико-экономических обоснованиях и т. п.) может дать вам более достоверную информацию **ИМЕННО** о необходимых вложениях – инвестициях.

Гораздо меньшей степени доверия является информация, когда

- Вам просто говорят о том, что Вы получите столько-то дивидендов,
- или компания должна получить такую-то прибыль в будущем,

не раскрывая при этом, каким образом и куда будут инвестированы привлеченные деньги для выполнения своих обязательств.

18. В своей презентации я покажу на примерах,
- **КАК Модель капитализации инвестиций** может выступить в качестве полезного инструмента, проверяющего результаты традиционных «Методов капитализации дохода».
 - **КАК Модель капитализации инвестиций** может быть вашим помощником в переговорах при заключении инвестиционных контрактов, учитывая при расчете истинной стоимости проекта договоренности о выплате части прибыли будущих периодов в пользу инвестора,
 - **КАК Модель капитализации инвестиций** может быть основой для расчета новых биржевых индикаторов, позволяющих оценить вероятность приближения текущей цены актива к ее прогнозируемому значению.