

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ ПОДХОД КАК ОСНОВА ЭФФЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В статье предлагается рациональный подход к осуществлению эффективного вложения денежных средств в компании согласно стратегиям Уоррена Баффета.

Ключевые слова: инвестиции, инвестиционная стратегия, эффективность инвестиций.

V.V. Berezin
I.S. Popov

THE FUNDAMENTAL APPROACH AS A BASIS FOR EFFECTIVE INVESTMENT

The article proposes rational approach to implement effective investment of funds in accordance with company strategies of Warren Buffett.

Keywords: investment, investment strategy, efficiency of investment.

В условиях рыночной экономики возможностей для вложения средств компании довольно много. Вместе с тем, любые предприятия имеют ограниченные свободные финансовые ресурсы, которые доступны для этого. Поскольку они ограничены, возникает необходимость эффективно их использовать. Соответственно, появляется вопрос: «Как решить задачу эффективного использования свободных финансовых ресурсов?»

Чтобы ответить на этот вопрос, следует определиться с некоторыми понятиями, и в первую очередь, что означает термин «эффективность». Эффективность – это результативность процесса, операции, проекта, определяемая как отношение эффекта, результата к затратам, обусловившим его получение [3].

Данное определение носит универсальный характер. В нашем случае оно приобретает экономический смысл и представляет собой не что иное, как прибыльность, то есть долю прибыли в расходах, или же отношение разницы доходов и расходов к этим расходам. Простыми словами, прибыль – это то, ради чего предприятия ведут свою деятельность, то, что позволяет после ее получения наращивать свою балансовую стоимость, то, что делает владельцев компании богаче, это и есть эффект в экономическом подтексте. Если прибыль имеет определенную долю в расходах, значит результат деятельности успешный и можно смело сказать, что организация получила сво-

бодные финансовые ресурсы, конечно при условии ранее исполненных обязательств, то есть при условии, что полученные финансовые ресурсы не пойдут на погашение задолженности, сроки оплаты которой уже наступили.

Теперь представим, чем полученные свободные финансовые ресурсы могут быть в действительности. В большинстве случаев это деньги, которые были перечислены на расчетный счет в банке покупателями услуг или товаров, которые осуществила или произвела, соответственно, организация. Точнее, та сумма денег, которая осталась после оплаты всех расходов, связанных с деятельностью предприятия. Владельцы и управленцы компании, располагая свободной суммой денег, решают, как ими распорядиться. И здесь на помощь приходит эффективность.

Что надо сделать, чтобы распорядиться данной суммой, да не кое-как, а эффективно? Можно, конечно, обновить оборудование, вычислительную технику, заплатить персоналу премии с целью мотивации, погасить раньше срока кредиты и займы, кредиторскую задолженность, хотя есть ли смысл в последнем: зачем отдавать свободные средства раньше времени, если их сейчас можно выгодно использовать. Например, инвестировать. Выгодно инвестировать. Но каким образом это сделать, и будет ли результат выгодным для владельцев? Сначала определимся, что такое инвестиции.

Инвестиции (нем. *Investitionen* от лат. *investire* – облачать) – это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получе-

¹ Кандидат экономических наук, заведующий кафедрой менеджмента НОУ ВПО «Российский новый университет».

² Аспирант НОУ ВПО «Российский новый университет».

ния прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта [1, с. 329]. Не следует путать инвестирование и финансирование. Финансирование – это выделение средств или ресурсов для достижения намеченных целей. Если целью финансирования является получение прибыли, тогда финансирование превращается в инвестирование. Если целью прибыль не является – это не инвестирование.

Существует множество теорий инвестирования в компании: модель эффективных рынков (Efficient Market Theory, EMT), модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), современная портфельная теория (Modern Portfolio Theory, MPT) и др. Однако среди них есть те теории, которые значительно оторваны от практики. Одной из таких теорий инвестирования является теория эффективного рынка (EMT), которая окончательно была формализована Юджином Фама в 1965 году и оказала огромное влияние на развитие современных теорий финансовых рынков [5]. Иногда ее называют гипотезой, и вполне заслуженно, поскольку ключевые положения этой теории не были доказаны.

EMT предполагает, что существующие в настоящий момент цены на рыночные активы получены в результате анализа рыночными игроками всей имеющейся на данный момент информации, они абсолютно справедливы и находятся в равновесном состоянии [6].

Единственный фактор, который может привести к изменению цен на ценные бумаги, – это новая информация, поступившая на финансовый рынок. Данное утверждение гипотезы эффективного рынка не является в полной мере истинным хотя бы потому, что на рынке всегда есть люди, владеющие инсайдерской информацией.

Теория эффективного рынка основывается на следующих базовых допущениях:

1) инвесторы принимают решения рационально, имеют одинаковую информацию и однородные ожидания относительно доходности и риска инвестиций;

2) рынки эффективны и не имеют памяти. Вся имеющаяся на рынке информация уже учтена в ценах активов;

3) цены на рынке капитала изменяются немедленно и линейно, реагируя на новую информацию, поступающую на рынок. Цены изменяются случайным образом, распределение вероятностей ставок доходности активов является нормальным;

4) ключевые характеристики любого актива: ожидаемая доходность актива и стандартное отклонение доходности, характеризующее риск. Данные характеристики актива достаточно устойчивы во времени;

5) имеются устойчивые во времени показатели взаимозависимости динамики цен различных активов: коэффициенты корреляции и ковариации.

Что касается первого допущения, то оно является ошибочным, поскольку на самом деле – много инвесторов, которые действуют нерационально, а информация и ожидания инвесторов также разнородны, если сведения берутся из разных источников и на рынке есть искажения информации и разные стратегии инвестирования.

Второе допущение теории эффективного рынка необходимо доказать, а оно выступает в качестве предпосылки, что некорректно. Кроме этого, рынок не имеет памяти, но люди, торгующие на рынке, несомненно, ее имеют.

Цены на рынке капитала не изменяются линейно и немедленно, а наоборот. Изменение цен происходит не случайно, всегда существуют сигналы на рынке, которые влияют на изменение цен: случайные и неожиданные новости политического и природного характера, экономические события. Например, арест Ходорковского привел к обвалу не только акций ЮКОСа, но и всего фондового рынка в России. Лишь одна фраза Президента России о том, что правительство не заинтересовано в банкротстве ЮКОСа, явилась причиной сильного роста стоимости акций этой компании. И мы не можем говорить о том, что распределение вероятностей ставок доходности активов является нормальным, потому что с точки зрения теории вероятностей некорректно говорить о «вероятности» ставок доходности. Это третье допущение.

И, наконец, четвертое допущение, доходность и стандартное отклонение доходности не являются устойчивыми во времени, поскольку данные категории меняются в зависимости от рыночных условий, от финансового состояния компании, управленческого состава компании и прочих факторов.

Что касается пятого допущения, то оно является единственно верным в теории эффективного рынка.

В своем «Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями» У. Баффет критикует EMT, которая, по его словам, в 70-е годы XX века стала крайне популярна в академических кругах, где она приравнивалась к Священному Писанию. «Согласно этой теории анализ ценных бумаг бесполезен, так как доступная общественности информация об акциях соответствующим образом отражается на их стоимости. Другими словами, рынок всегда все знает. Сторонники той теории утверждают, что, руководствуясь лишь фондовой таблицей, вполне возможно собрать пакет ценных бумаг, перспективность которого не будет

уступать тому, что был собран самым талантливым и старательным специалистом по ценным бумагам. Удивительно, что ЕМТ была принята не только академиками, но и многими специалистами по инвестициям и руководителями компаний. Верно отметив, что зачастую рынок действительно был эффективен, они неверно заключили, что он всегда эффективен. Между этими утверждениями разница огромна, как между небом и землей» [2, с. 89].

Согласно Баффету, теория эффективного рынка не отражает правильно рыночный механизм. На базе ЕМТ были созданы такие модели, как современная портфельная теория (Modern Portfolio Theory, МРТ) и ценовая модель рынка капитала, авторами которой являются Уильям Шарп, Джон Линтнер, Джек Трейнон, Жан Моссин (Capital Asset Pricing Model – САРМ, 70-е гг. 20 в.). Обе модели унаследовали ошибки ЕМТ.



Рис. 1. Уоррен Баффет

Мы приводим пример Уоррена Баффета, так как он, пожалуй, самый известный и богатый в мире инвестор (его состояние на начало 2008 года оценивается в 62 млрд долл. США), который нарастил свой капитал, инвестируя в акции. В выборе акций Баффет придерживается исключительно

фундаментального анализа: он выбирает акции по финансовым и производственным показателям компаний-эмитентов. Он покупает не просто акции, а успешный бизнес, который стоит за этими ценными бумагами. Безусловно, Баффет – долгосрочный инвестор: в среднем он держит акции 10 лет. И, по его словам, его не волнует, что случится на бирже после того, как он купил акции.

Баффет ищет компании, длительное время демонстрирующие хорошие финансовые результаты, эффективный менеджмент, имеющие множество конкурентных преимуществ и выпускающие высококачественные продукты широкого потребления под популярной торговой маркой. Иными словами, компании, генерирующие устойчивый денежный поток и способные реинвестировать его в собственный рост и развитие.

Обладая редкой независимостью мышления, Баффет часто покупал акции той или иной компа-

нии даже тогда, когда другие инвесторы выжидали или считали сделку заведомо убыточной.

Далее рассмотрим две основные его стратегии: приобретение акций нестабильных, но перспективных компаний и приобретение акций во время общего кризиса фондового рынка.

Приобретение акций нестабильных, но перспективных компаний.

Покупка компании, испытывающей серьезные финансовые трудности, требует глубокого понимания сути ее бизнеса и правильной оценки причин этих трудностей.

Пример этой стратегии – покупка акций банка Wells Fargo в 1990 году. В тот момент, когда Баффет купил его акции, дела банка были не в хорошем состоянии. В 1990 году Калифорния вступила в полосу экономической рецессии, недвижимость сильно упала в цене. Значительная часть кредитов банка предоставлялась как раз на приобретение недвижимости. Инвесторы испытывали сильные сомнения относительно возможности возврата этих кредитов, и многие из них считали, что у банка будут большие проблемы с платежеспособностью. Акции Wells Fargo упали на 30 пунктов, и в этот момент Баффет купил их. Он считал, что исполнительный директор Карл Рейхард и его управленческая команда способны вывести банк из кризиса. Под руководством Рейхарда банк реализовал программу сокращения издержек, уволил часть работников, пересмотрел программы выплат и компенсации персоналу, выявил и мобилизовал дополнительные источники роста объема продаж, предложив клиентам новые виды финансовых услуг. Баффет приобрел акции банка по цене ниже номинала, а вскоре после этого Калифорния вступила в фазу экономического подъема и рынок недвижимости значительно оживился. Баффет инвестировал в Wells Fargo 392 млн долл. (помимо стоимости пакета акции), и в конце 1999 года они превратились в 2,39 млрд долл.

Приобретение акций во время общего кризиса фондового рынка.

Пример этой стратегии – покупка акций газеты Washington Post. В 1973–1974 годах индекс Доу-Джонса упал на 45%. Баффет дождался, пока акции газеты упали на 30 пунктов, и купил их по 6,37 долл. за акцию (с учетом дополнительных выпусков). Реальная цена акций газеты, если судить по объемам ее продаж и прибыльности, по меньшей мере, в четыре раза превышала цену этой сделки. Баффет был поражен финансовыми показателями газеты в неменьшей степени, чем сплоченностью и профессионализмом сотрудников.

В 1993 году Баффет получил на свою 10-миллионную инвестицию дивиденды в сумме 7 млн

долл. в год, притом, что рыночная стоимость его акций достигла круглой суммы в 400 млн долл. В 1999 году она составляла уже 960 млн долл.

Подыскивая подходящий объект инвестирования, Баффет обращал внимание на ценные бумаги, которые продавались по номинальным ценам или по ценам, рассчитанным на основе объема продаж выпустившей их компании. Он считал показатели финансовой отчетности главным критерием выбора и стал родоначальником основанной на них стратегии инвестирования. Чтобы застраховаться от возможных ошибок, Баффет формировал диверсифицированный портфель ценных бумаг (акций и облигаций).

Баффет разработал свою собственную концепцию безопасного инвестирования, заключавшуюся в приобретении бумаг по ценам, на определенную сумму меньшим, чем их заниженная стоимость. Например, если он считал, что реальная цена акций какой-либо компании равна 20 долл. за единицу, то покупал их лишь после того, как цена акции падала до 14 долл. В этом случае запас безопасности равнялся 30%. И чем большим был этот запас, тем более удачной Баффет считал сделку.

Баффет инвестирует на длительный срок, поскольку убежден в невозможности в течение нескольких лет извлечь всю потенциальную выгоду от покупки. Средний срок владения акцией составляет 10 лет.

Баффет с опаской относится к акциям, курс которых ракетой взмывает вверх, поскольку считает, что и упасть он может так же быстро. Его в большей степени привлекают ценные бумаги, демонстрирующие устойчивый, но умеренный рост. Как правило, он покупает для того, чтобы держать их у себя не менее десяти лет. Поэтому ему нужна уверенность в том, что и в последующие десять или больше лет курс акций компании будет повышаться.

Конечно, прошлое не всегда является гарантией будущего, но, тем не менее, долговременный и устойчивый рост основных финансовых показателей дает некоторую уверенность.

В таблице показана прибыль на акцию двух компаний А и В с 2000 по 2008 г. Исходя из вышеизложенного, можно понять, почему Баффет предпочел вложить средства в компанию А.

Баффет покупает акции компаний, способных генерировать достаточный денежный поток для расширения собственного бизнеса.

Стандартный показатель чистого денежного потока рассчитывается как чистая прибыль на акцию плюс амортизация на акцию. Последняя представляет собой неденежный вычет из прибыли

ли на возобновление основных средств и других необоротных активов в результате физического и морального износа.

Таблица

Динамика прибыли на акцию компаний А и В

Год	Компания А Прибыль на акцию, долл.	Компания В Прибыль на акцию, долл.
2000	0,4	4,09
2001	0,49	8,85
2002	0,58	4,85
2003	0,67	2,13
2004	0,79	6,2
2005	0,93	7,28
2006	1,11	5,72
2007	1,28	7,89
2008	1,27	5,24

Баффет также использует данную методику расчета денежного потока, но с одной особенностью: из денежного потока вычитаются капитальные затраты, то есть затраты на модернизацию и поддержание в рабочем состоянии производственных мощностей. Он назвал этот показатель чистой прибылью акционера.

$$\text{Денежный поток на акцию} = (\text{Чистая прибыль на акцию}) + (\text{Амортизация на акцию})$$

$$\begin{aligned} \text{Чистая прибыль акционера на акцию} &= \\ &= \text{Чистая прибыль на акцию} + \text{Амортизация} \\ &\quad \text{на акцию} - \text{Капитальные затраты на акцию} \end{aligned}$$

Все необходимые данные для расчета этих показателей можно получить из годовых финансовых отчетов.

Иногда чистую прибыль акционера называют показателем чистого денежного потока. Чтобы рассчитать чистый денежный поток, надо вычесть выплаченные акционерам дивиденды из показателя чистой прибыли акционера по Баффету.

Тезис о том, что чем выше издержки, тем ниже прибыль и дивиденды, очевиден и не требует доказательств. Баффет вполне обоснованно ожидает от топ-менеджеров проведения жесткой политики по сокращению издержек. Рентабельность продаж – один из важных показателей деятельности компании.

$$\begin{aligned} \text{Чистая рентабельность продаж} &= \\ &= \text{Прибыль после уплаты налогов} / \text{Объем продаж} \end{aligned}$$

Показатель рентабельности продаж рассчитывается на основе прибыли от операционной деятельности, то есть прибыли от ведения операций по производству и продаже товаров, предоставлению услуг и т.п. (разность объема продаж и себестоимости реализованной продукции, сбытовых административных и прочих операционных расходов).

Рентабельность операционной деятельности =
= Прибыль от операционной деятельности
(до вычета налогов, амортизации и процентов) /
/ Объем продаж

Значение этого показателя за отчетный год полезно сравнить с данными за предыдущие годы, а также с результатами основных конкурентов. Поскольку рентабельность продаж в различных отраслях и за различные годы варьируется в широких пределах, полезно сравнить этот показатель для данной компании со среднеотраслевым значением, а также проанализировать его в динамике.

Собственный капитал, называемый также чистой стоимостью бизнеса, – это теоретический показатель, означающий сумму средств, которую получают акционеры в случае ликвидации бизнеса.

Чтобы рассчитать величину собственного капитала, из общей суммы активов компании (имущество компании) надо вычесть общую сумму обязательств (задолженность компании).

Иногда вычитают также стоимость привилегированных акций, поскольку в случае банкротства их владельцы имеют право первоочередного удовлетворения своих требований.

Собственный капитал на акцию определяется делением величины собственного капитала на количество выпущенных акций. Размер собственного капитала можно получить непосредственно из финансовых отчетов.

Собственный капитал на акцию =
= (Активы – Обязательства – Привилегированные
акции) / Количество выпущенных акций

В середине 1950-х годов Баффет покупал акции по цене, близкой к сумме собственного капитала на акцию, и продавал их, когда их курс поднимался выше этой величины. Эту же стратегию рекомендовал Бенджамин Грэхем, известный как экономист, инвестор и наставник Уоррена Баффета.

Сегодня Баффет анализирует показатель собственного капитала с нескольких точек зрения. Во-первых, он оценивает его динамику за ряд лет – имеет ли она восходящий или нисходящий характер. По сути, это то же самое, что и оценка личного состояния основных акционеров компании. Например, собственный капитал **Coca-Cola** возрос с \$1,18 на акцию (1989 год) до \$3,41 (1998 год), аналогичный показатель **Gillette** составлял \$0,09 за акцию в 1989 году и \$4,03 в 1998 году.

Баффет считает доходность собственного капитала (**Return on Equity – ROE**) одним из важнейших показателей финансового состояния компании, поскольку он дает представление о том,

насколько удачно топ-менеджеры управляют капиталом, доверенным им акционерами.

(ROE рассчитывается как частное от деления чистой прибыли на собственный капитал.)

ROE = Чистая прибыль после уплаты налогов /
/ Собственный капитал

Обычно, если ROE равен или превышает 15%, то это считается очень неплохим результатом. Но в любом случае окончательные выводы можно делать лишь после сравнения с динамикой этого показателя за предыдущие годы и с данными по другим компаниям. Наряду с этим показателем инвесторы также учитывают динамику общей доходности вложенного капитала, или доходности активов (**Return on Investments – ROI**).

В рамках своей стратегии Баффет стремится приобретать акции компаний, постоянно поддерживающих высокий уровень ROE, особенно если они реинвестируют значительную часть своей прибыли, чтобы создать основу для позитивной динамики этого показателя в будущем. В то же время, от компаний с высокими издержками и низким ROE он предпочитает держаться подальше.

Таким образом, предложенный подход позволяет оценить инвестиционную эффективность с рациональной точки зрения, основываясь на фундаментальных показателях компании – финансовой отчетности.

Подводя итог, можно сделать следующий вывод: эффективное использование финансовых ресурсов корректнее осуществлять с помощью вложения свободных средств в компании, основываясь на фундаментальном анализе их финансового состояния, оценке менеджмента компании, истории и перспектив развития.

Литература

1. Азирилиян, А.Н. Большой экономический словарь. – 6-е изд., доп. – М. : Институт новой экономики, 2004. – 1376 с.
2. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
3. Борисов, А.Б. Большой экономический словарь. – М. : Книжный мир, 2003. – 895 стр.
4. Валинурова, Л.С., Казакова, О.Б. Управление инвестиционной деятельностью. – М. : КноРус, 2005. – 384 с.
5. <http://fond-birza.ru/teoriya-effektivnogo-rynka>
6. <http://ru.wikipedia.org/wiki/>