

Эмоции могут господствовать на фондовых рынках лишь непродолжительное время. Подлинная власть здесь по-прежнему принадлежит фундаментальным экономическим показателям

Трудно представить себе лучшие времена для бихевиористов, чем нынешние. Почти сорок лет считалось неопровержимым научным фактом, что финансовые рынки точно оценивают стоимость компании, но в последнее время начинает господствовать иное мнение. Согласно ему курс акций и рынка в целом может полностью изменяться из-за иррационального поведения инвесторов.

Инвесторы хорошо помнят ажиотаж конца 1990-х вокруг акций высокотехнологичных компаний. До сих пор они не могут забыть и то, как лопнул этот пузырь. На таком фоне сторонникам поведенческой теории проще, чем когда-либо, утверждать, что свежая информация об изменении ситуации не всегда своевременно отражается на рыночной стоимости акций и что инвесторы, действуя под влиянием эмоций, могут задать рынку неверное направление. Некоторые сторонники поведенческой теории даже настаивают на том, что фондовые рынки живут собственной жизнью, не зависящей от экономического роста и прибыльности бизнеса. Отдельные финансисты, теоретики и практики, утверждают, что фондовые рынки не эффективны в том смысле, что цена акций не всегда верно отражает экономические реалии[1]. По их мнению, рыночная оценка цены акций компании может значительно и в течение долгого времени отклоняться от подлинной стоимости.

Бихевиористы охотно приводят примеры из жизни. Появление в 1980-х многих индексных фондов, которые сегодня распоряжаются активами стоимостью более 1 трлн долл., в значительной степени объясняется верой инвесторов в непогрешимость теорий эффективного рынка. Точно так же исход нынешней дискуссии в США и других странах по поводу возможности приватизации системы социального и пенсионного обеспечения зависит от того, как частные инвесторы относятся к различным вариантам обеспечения своей пенсии.

Мы признаем, что в поведенческом подходе есть здравый смысл. Особенно нам нравится идея, что рынки иногда ошибаются: и правда, когда иррациональные инвесторы неверно оценивают стоимость акций, их рационально мыслящие коллеги не всегда могут исправить эти ошибки. Но для менеджеров главный вопрос заключается в следующем: насколько часто возникают подобные расхождения и действительно ли они так значительны, что их следует учитывать при принятии финансовых решений. На самом деле существенные отклонения от подлинной стоимости компании происходят редко, и курс акций, как правило, быстро приходит в соответствие с реальными экономическими показателями. Поэтому менеджерам при оценке компаний не стоит отказываться от проверенного метода анализа — модели дисконтированного денежного потока.

КОГДА РЫНКИ ИСКАЖАЮТ СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ

Согласно поведенческому подходу, рыночная цена акций отклоняется от цены, определяемой фундаментальными причинами, при трех условиях. Но если все эти условия совпадают, то ценовые отклонения на финансовых рынках могут быть значительными и наблюдаться долгое время.

Иррациональное поведение. Инвесторы ведут себя иррационально, когда, составляя прогнозы показателей компании, неверно или неполно используют имеющуюся информацию, скажем, придают слишком большое значение недавним событиям и самым с ежим данным — это приводит к переоценке потенциала компании, особенно если она хорошо проявила себя именно в последнее время. Излишне консервативные инвесторы, наоборот, могут недооценивать стоимость акций тех компаний, у которых как раз в последнее время дела идут на лад.

Стереотипы поведения. Даже если отдельные инвесторы решат продать или купить акции без оглядки на экономические показатели, их действия серьезно не повлияют на стоимость акций. Только если подобное иррациональное поведение приобретет систематический характер (когда большие группы инвесторов начнут вести себя одинаково), стоимость акций на долгий срок может отклониться от реальной. Сторонники поведенческого подхода утверждают, что излишняя уверенность, чересчур бурная реакция на новости и подражание коллегам часто свойственны инвесторам. Если таких инвесторов очень много, то стоимость акций (по крайней мере, некоторых компаний и в течение какого-то времени) не будет отражать основные экономические показатели.

Ограниченность арбитражных операций на финансовом рынке. Когда инвесторы считают, что недавние успехи компании гарантируют их и в будущем, они начинают покупать акции и подталкивают рост их цен. Порой они рассчитывают, что компания, показавшая неожиданно высокие результаты в одном квартале, будет продолжать в том же духе. Как только другие инвесторы осозн ют неоправданность завышения цен и в ответ займут «короткую» позици , цена акций снизится в соответствии с основными показателями. Однако подобные возможности для арбитражных операций существуют далеко не всегда. Издержки, сложности и риски, связанные с «короткой» позицией, часто оказываются слишком вы окими для частных инвесто - ров. К примеру, если цена акций не снизится до уровня их фундаментальной стоимости, а инвесторы по-прежнему будут держать «короткую» позицию (так называемый риск случайных колебаний), то, вероятно, им придется продать акции с убытком.

ИМПУЛЬС И ДРУГИЕ ПРИЧИНЫ

Последнее десятилетие исследователи уделяли особое внимание двум хорошо известным моделям искажений на фондовом рынке: долгосрочное обратное движение и краткосрочный импульс.

Сначала рассмотрим феномен обратного движения, при котором акции, высоко котирувавшиеся последние годы, дешевеют в ближайшие несколько лет. Сторонники

поведенческого подхода объясняют этот эффект неадекватной реакцией части инвесторов, которые придают слишком большое значение недавним результатам компании и тем самым способствуют повышению курса акций. По мере поступления дополнительной информации инвесторы корректируют свои ожидания, и цена изменяется, но уже в обратную сторону. Таким поведением инвесторов объясняется низкая доходность после первичного размещения акций, дополнительной эмиссии акций, нового листинга и т.д. По-видимому, у компаний последнее время были хорошие результаты, и потому они вышли на фондовый рынок.

Импульс же возникает, когда после нескольких удачных месяцев акции показывают положительную доходность еще несколько месяцев подряд. Поведенческая теория объясняет подобную тенденцию тем, что поступающая информация систематически используется не в полном объеме: к примеру, излишне консервативные инвесторы недооценивают подлинное значение полученной компанией прибыли, продажи активов или покупки компанией собственных акций, поэтому хорошие или плохие известия с запозданием отражаются на стоимости акций.

Между тем ученые до сих пор не пришли к единому мнению по поводу того, только ли иррациональные инвесторы виноваты в долгосрочном обратном движении и краткосрочных импульсах. Кто-то считает, что долгосрочное обратное движение возникает лишь в результате неточной оценки премии за риск, поскольку инвесторы игнорируют риски, связанные с величиной компании и соотношением рыночной и балансовой стоимости[2]. Эти данные могут служить для оценки вероятности кризиса ликвидности или банкротства.

Точно так же иррациональные инвесторы совсем необязательно оказываются виновниками феномена импульса. После вычета транзакционных издержек прибыль при таких стратегиях будет довольно скромной. Таким образом, небольшие отклонения, вызванные импульсом, возможны, даже если все инвесторы ведут себя рационально.

Более того, поведенческая теория по-прежнему не объясняет, почему в одних ситуациях инвесторы реагируют слишком бурно (например, при первичном размещении акций), а в других, наоборот, слишком вяло (скажем, если компания сообщила о полученной прибыли). Поскольку системного подхода к прогнозированию реакции рынков эта теория не предлагает, некоторые сторонники фундаментального анализа увидели в этом еще одно подтверждение своей правоты[3].

УСТОЙЧИВЫЕ ЦЕНОВЫЕ ОТКЛОНЕНИЯ ПРИ ОБОСОБЛЕНИИ КОМПАНИЙ И В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ С ДВОЙНЫМ ЛИСТИНГОМ

В поддержку поведенческого подхода к финансам часто приводят два примера отклонений: ошибочную оценку стоимости акций компаний, обособившихся от материнских, и компаний, торгующихся на нескольких биржах. Самый яркий пример — оценка компаний 3Com и Palm (после того, как Palm стала самостоятельной в марте 2000 г.).

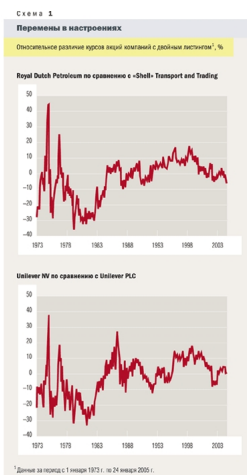
Компания 3Com вывела на рынок 5% акций своей дочерней компании Palm за девять месяцев до ее полного отделения. Почти сразу же обнаружилось, что рыночная

капитализация Palm превышает рыночную стоимость 3Com, что говорило об отрицательной стоимости других подразделений материнской компании. Но стоило взглянуть на величину и прибыльность подразделений 3Com, чтобы понять: рынок явно ошибся в определении стоимости компании. Так почему рациональные инвесторы не установили «короткие» позиции по акциям Palm и «длинные» — по акциям 3Com и не извлекли выгоду из столь необычной ситуации? Потому, что доступных для инвесторов акций Palm было мало и после ее обособления: 3Com все еще контролировала остальные 95%. В результате держать «короткую» позицию было очень сложно, ведь для этого пришлось бы заимствовать акции у акционера Palm.

В течение нескольких месяцев после обособления компании рыночная цена постепенно возвращалась на уровень, соответствующий реальным экономическим показателям. Это происходило по мере того, как рост «коротких» продаж увеличивал предложение. И все же, хотя многие инвесторы и аналитики знали о разнице курсов, она сохранялась два месяца, то есть до тех пор, пока в мае 2002 г. налоговое управление США формально не одобрило безналоговый статус трансакции. В этот момент ситуация с обособлением дочерней компании во многом прояснилась, и разница между рыночной и реальной стоимостью сошла на нет. Такая коррекция свидетельствует о том, что искажение цен хотя бы отчасти объяснялось вероятностью того, что обособление могло и не состояться.

Известны и другие примеры искажения цены акций материнской компании и обособляемых дочерних структур[4]. Как правило, во всех случаях до тех пор, пока обособление фактически не завершалось или не было отменено, инвесторам было сложно устанавливать «короткие» позиции, которые позволяли бы использовать ценовую разницу. Но в егда ценовые искажения корректировались за несколько месяцев.

Инвесторы действуют вопреки базовым экономическим показателям и в том случае, если на двух биржах акции одной и той же компании продаются по разной цене. Для примера обратимся к Royal Dutch Petroleum и «Shell» Transport and Trading: акции первой котируются на Амстердамской фондовой бирже, акции второй — на Лондонской. Поскольку на эти акции–близнецы приходятся фиксированные доли дивидендов Royal Dutch/Shell (60 и 40% соответственно), то логично предположить, что такое же соотношение должно сохраняться и в отношении стоимости акций. Однако долгое время все было совсем не так. На самом деле долгие периоды ценовых искажений бывают и у акций–близнецов других компаний, например Unilever (см. схему 1). Объясняется это тем, что большие группы инвесторов предпочитают акции какого–то одного вида и готовы платить за них больше. Рациональные инвесторы обычно не занимают позиции для использования возможности арбитража.



РЫНКИ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ: «ПУЗЫРЬ» 1990–Х ГОДОВ

Отражают ли рынки экономические реалии? Мы думаем, что да. Последние 35 лет сохранялось удивительное соответствие долгосрочных рентабельности капитала и роста, даже несмотря на череду периодов глубокого спада и экономического бума. Медиана доходности акций всех американских компаний устойчиво держалась на уровне 12—15%, а с 1945 г. долгосрочный рост ВВП США в реальном выражении составляет 3% в год[6]. По нашим оценкам, стоимость акционерного капитала с поправкой на инфляцию была довольно устойчивой — примерно 7% — с 1965 г.[7]

Мы использовали эту информацию, чтобы определить значение показателя соотношения цены к прибыли на акцию (показатель P/E) для американского и британского фондовых рынков, которое получили исходя из фундаментальных показателей, и чтобы сравнить его с фактическими показателями[8]. Проведенный анализ позволил нам сделать три важных вывода. Во-первых, американский и британский фондовые рынки в целом характеризуются вполне адекватными ценами с точки зрения истинных значений показателя P/E. Он, как правило, близок к 15, кроме нескольких лет — конца 1970–х — начала 1980–х, когда из-за высокой инфляции показатель P/E опускался примерно до 10 (см. схему 2).



Во-вторых, в конце 1970–х и в конце 1990–х отмечались серьезные отклонения рыночных цен от цен, рассчитанных на основе фундаментальных показателей. В конце 1970–х инвесторы были обеспокоены высокими темпами инфляции, и вполне вероятно, что рынок был недооценен; долгосрочные реальный рост ВВП и доходность акций указывают на то, что показатель P/E не должен был оказаться выше 7. Другое хорошо известное отклонение имело место в конце 1990–х, когда показатель P/E был равен 30,

хотя реальные темпы роста ВВП составляли всего 3%, а балансовая доходность акций — 13%.

В—третьих, когда происходят подобные искажения, справедливая оценка акций восстанавливается на фондовом рынке в течение примерно трех лет. Таким образом, оценки стоимости могут быть ошибочными время от времени — и не только отдельных компаний, но и фондового рынка в целом, но в результате они все равно возвращаются на уровень, соответствующий экономическим показателям

В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ — ПОДЛИННАЯ СТОИМОСТЬ

Какие выводы могут сделать руководители компаний? Как это ни странно, но мы считаем, что именно существование подобных отклонений доказывает, как важно руководителям знать подлинную стоимость акций своей компании. Тогда в случае искажений им удастся выработать план действий и удачнее реализовать стратегические решения. Можно по-разному воспользоваться этими искажениями на благо компании, например:

- провести дополнительную эмиссию акций компании, если рынок оценивает их гораздо выше реальной стоимости;
- выкупить акции компании, если рынок оценивает их ниже реальной стоимости;
- при проведении поглощения расплачиваться не деньгами, а акциями компании, если рынок переоценивает их реальную стоимость;
- продать те или иные активы компании в тот момент, когда рыночные коэффициенты указывают на переоценку этих активов относительно основных показателей их деятельности.

При этом следует помнить две вещи. Во—первых, мы не рекомендуем компаниям принимать решения о дополнительной эмиссии или скупке собственных акций, о продаже или приобретении активов, об использовании акций или наличных для оплаты тех или иных сделок исходя лишь из предполагаемой разницы между рыночной стоимостью и стоимостью, рассчитанной на основе фундаментальных показателей. Напротив, эти решения нужно основывать на бизнес—стратегии, ориентированной на создание акционерной стоимости. Рыночные колебания следует учитывать скорее при принятии тактических решений, когда компании выбирают время и методы реализации этих решений, например намечают проведение дополнительной эмиссии или ищут средства, чтобы расплатиться за ту или иную сделку.

Во—вторых, мы советуем руководителям осторожно относиться к исследованиям,

которые заостряют внимание на рыночных отклонениях. Очень часто предполагаемые ценовые искажения, с которыми мы сталкивались, работая с клиентами, на поверку оказывались незначительными или даже несуществующими, поэтому верить можно лишь действительно неоспоримым доказательствам. Более того, искажения эти должны быть весьма значительными — и по величине, и по времени существования, ведь чтобы использовать перечисленные выше возможности, компании придется пойти на большие временные и материальные затраты.

Если исходить из того, что в конце концов акции компании вернутся к уровню подлинной стоимости, то руководителям компании при принятии стратегических решений целесообразно придерживаться модели дисконтированного денежного потока. Важно ведь то, как ведут себя акции компании в долгосрочной перспективе, а то, что в какой-то момент они оказались недооцененными на 5 или 10%, не имеет особого значения. Жизнь показывает, что рынок и в самом деле отражает подлинную стоимость компании.

Ссылки

[1] Подробнее см.: Jay R. Ritter. Behavioral Finance // Pacific-Basin Finance Journal, 2003, vol. 11, No 4, p. 429—437; Nicholas Barberis, Richard H. Thaler. A Survey of Behavioral Finance // Handbook of the Economic of Finance: Financial Markets and Asset Pricing. G.M. Constantinides et al. (eds.). New York: Elsevier North-Holland, 2003, p. 1054—1123.

[2] См.: Eugene F. Fama, Kenneth R. French. Multifactor Explanations of Asset pricing Anomalies // Journal of Finance, 1996, vol. 51, No 1, p. 55—84.

[3] См.: Eugene F. Fama. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance // Journal of Financial Economics, 1998, vol. 49, No 3, p. 283—306.

[4] См.: Owen A. Lamont, Richard H. Thaler. Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs // Journal of Political Economy, 2003, vol. 111, No 2, p. 227—268; Mark L. Mitchell, Todd C. Pulvino, Erik Stafford. Limited Arbitrage in Equity Markets // Journal of Finance, vol. 57, No 2, p. 551—584.

[5] Под инвесторами—непрофессионалами здесь и далее понимаются инвесторы, которые не опираются на фундаментальные показатели, а принимают решения на основе слухов, существующих тенденций или приемов технического анализа.

[6] Прибыли американских компаний относительно ВВП были на удивление стабильными последние 35 лет: они держались на уровне 6%.

[7] См.: Marc H. Goedhart, Timothy M. Koller, Zane D. Williams. The Real Cost of Equity //

McKinsey on Finance, No 5, Autumn 2002, p. 11—15.

[8] См.: *Idem*. Living with Lower Market Expectations // McKinsey on Finance, No 8, Summer 2003, p. 7—11.