
ОГЛАВЛЕНИЕ

К читателям	9
Предисловие к русскому изданию.	11
Введение.	13
Благодарности.	15
О книге	17
Краткая информация о МСФО	21

Глава 1

Про денежные потоки и финансовую отчетность	25
1. Принципы оценки	25
2. Распределение прибыли, доходов и рост	27
3. Денежные статьи баланса, начисления и прибыль	37
4. Модель расчета экономической прибыли	38
5. Прогнозирование в реальной жизни	40
6. Учитываем заимствования	42

Глава 2

Четыре десятилетия WACC	45
1. Риск и доходность	45
2. Диверсификация и портфель инвестиций	47
3. Проблема роста	58
4. Финансовый рычаг и стоимость акционерного капитала.	61
5. Учет налоговой защиты	63
6. Изменяемая WACC	78
7. Реальные опционы и арбитражные операции.	79
8. Международные рынки и валютные курсы	91
9. О ставках дисконтирования	92

Глава 3

Что такое «доходность»	95
1. IRR против NPV	96
2. Расчет CFROI	100
3. Еще один подход: CROCI	108
4. Правильное и неправильное использование ROCE	108

Глава 4

Ключевые проблемы отчетности и их решение в рамках МСФО	111
1. Признание и измерение выручки	113
2. Опционы на акции	123
3. Налогообложение	130
4. Учет и отчетность по пенсионным обязательствам	141
5. Резервы	151
6. Аренда (лизинг)	157
7. Производные финансовые инструменты	166
8. Основные и нематериальные активы	174
9. Иностранная валюта	182

Глава 5

Оценка компании	189
1. Построение прогноза	190
2. Коэффициенты и сценарии	220
3. Построение оценки	224
4. Возможные проблемы	236
5. Выводы относительно промышленных компаний общего типа	266

Глава 6

Особые случаи	269
1. Регулируемые предприятия	269
2. Добывающие компании	289

3. Банки	302
4. Страховые компании	330
Глава 7	
<hr/>	
Введение к консолидации	373
1. Инвестиции	373
2. Методы консолидации	374
3. Дальнейшие проблемы консолидации	379
4. Финансовая отчетность компаний-партнеров и совместных предприятий	381
5. Финансовый учет приобретения и объединение долей собственности	387
6. Зарубежные дочерние компании	388
7. Отчетность при отчуждении	389
8. Моделирование слияний и поглощений	395
Глава 8	
<hr/>	
Выводы и задачи на будущее	417
1. Выводы	417
2. Дополнения	420
Дополнительная литература	425
Приложения	429
Стандарты МСФО	429
Аналитические формулы	431
Предметный указатель	435
Об авторах	439

К ЧИТАТЕЛЯМ

Трансграничные потоки капитала в 2006 г. составили почти 7 трлн долл., а объем сделок слияний и поглощений — 3,7 трлн долл. Это говорит о высокой степени глобализации инвестиционной деятельности. Если учесть объем средств, вырученных компаниями в ходе IPO, и постоянно растущий объем долгового финансирования, становится ясно, насколько разнообразны сегодня возможности для инвестирования и насколько сложна задача инвесторов и инвестиционных аналитиков по выбору и определению стоимости активов. Именно поэтому задача создания единых стандартов финансовой отчетности, впервые сформулированная Международным комитетом стандартов бухгалтерского учета (IASB) почти 30 лет назад, стала особенно острой в начале нового тысячелетия.

Председатель IASB сэр Дэвид Твиди сформулировал задачу Международного комитета по стандартам — «создать необходимый инструментарий для принятия обоснованных финансовых решений и сделать рынки более прозрачными. Теоретически, мы решаем очень простую задачу — создать единый набор высококачественных глобальных стандартов финансовой отчетности. Когда это произойдет, станет неважно, где совершена сделка — в Бостоне, Брисбене, Пекине или Брюсселе, в финансовой отчетности эта сделка будет отражена одинаково».

От того, насколько достоверно финансовая отчетность описывает операционную деятельность и финансовое положение компании, во многом зависят выводы рынков о стоимости компании и результативность действий менеджеров, направленных на ее повышение.

Предлагаемая вашему вниманию книга Ника Антиллы и Кеннета Ли «Оценка компаний: Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО» — первая попытка систематически проанализировать, как принятие новых стандартов финансовой отчетности повлияет на расчет стоимости компаний, с какими сложностями в анализе компаний столкнутся аналитики и какие дальнейшие изменения стандартов целесообразны для повышения эффективности инвестиционного анализа.

Отражение на балансе большего числа активов (в основном нематериальных) и использование справедливой стоимости само по себе не обеспечивает лучшего представления об операционной эффективности фирмы. Авторы анализируют специфику финансовой отчетности компаний различных отраслей и указывают, на что аналитику надо обращать внимание в первую очередь, каким образом операционная, финансовая и инвестиционная деятельность компаний отражается в отчетности компаний, подготовленной в соответствии

с МСФО. Особый интерес для российских читателей может вызвать отражение в МСФО анализа и учета забалансовых активов и обязательств, в том числе производных финансовых инструментов и пенсионных обязательств компаний, редко анализируемых при оценке российских компаний, но играющих важную роль при покупке активов на развитых рынках.

Сделанный авторами вывод о том, что начисленная прибыль и структура капитала важнее для оценки, чем денежные потоки, не отменяет привычные методы оценки с использованием дисконтированных денежных потоков, но подчеркивает необходимость тщательно анализировать используемые в них исходные данные, в том числе полученные из финансовой отчетности, составленной в соответствии с МСФО.

Со времени первого издания книги в 2005 г. МСФО были приняты во многих странах в качестве национальных стандартов и продолжают развиваться, завоевывая доверие мирового инвестиционного сообщества. Успешно идет процесс конвергенции МСФО и US GAAP. В ближайшее время IASB планирует подготовить новые стандарты измерения справедливой стоимости активов, учета затрат на финансирование, правительственных грантов, совместных предприятий и правил отчетности по сегментам. Совместно с FASB планируется внести дополнение в стандарты по анализу устаревания и налогу на прибыль.

Вывод, который позволяет сделать эта книга, состоит в том, что оценка компаний с использованием МСФО будет тем точнее и достовернее, чем лучше балансы предприятий будут отражать стоимость отдельных активов, чем проще и понятнее станут сами стандарты, и, самое главное — чем лучше инвесторы, аналитики и оценщики смогут понять характер деятельности компаний, ее риски и природу финансовых рынков.

*Александр Лопатников,
управляющий директор Америкэн Аппрейзэл (ААР), Инк.*

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

Бухгалтерская информация лежит в основе финансового анализа. Качественные стандарты бухгалтерского учета часто рассматриваются как основа построения эффективного рынка капитала и средство завоевания доверия инвесторов. Поэтому мы считаем принятие Россией Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) важным шагом на пути к повышению эффективности рынка.

Это событие имеет и экономическое значение. Многие российские компании составляют отчетность в соответствии с МСФО, что помогает им привлекать капитал на международном рынке. Акции крупнейших российских компаний торгуются на международных фондовых биржах, их покупают инвесторы из разных стран.

Мы ставили себе задачу помочь инвесторам и аналитикам справиться с проблемами оценки компаний различных секторов экономики. В этой книге подробно рассмотрены модели процессов компаний и их оценки на основе отчетности, составленной в соответствии с МСФО. Особое внимание в книге уделено компаниям добывающих и регулируемых отраслей, страховым компаниям и банкам, циклическим капиталоемким компаниям. Мы рассматриваем эту книгу как справочник, к которому можно обращаться в случае проблем при оценке.

По мере развития в России рыночной экономики отрасль финансовых услуг расширяется и усложняется. Этот процесс потребует участия большего числа российских инвестиционных банков и управления фондами, повышения квалификации российских финансовых институтов. Российское издание предназначено именно для этого нового рынка.

Мы благодарим компанию Америкэн Аппрейзэл (ААР), Инк. за участие в продвижении книги на российский рынок и большой вклад в ее издание, а также хотели бы выразить благодарность переводчику и коллективу издательства «Альпина Бизнес Букс».

ВВЕДЕНИЕ

В разгар конфликта между Элиотом Шпитцером и крупными американскими инвестиционными банками в газете *Wall Street Journal* вышла статья, которая содержала нелицеприятный отзыв об одном научном исследовании, опубликованном инвестиционным банком США. В нем аналитик рекомендовал определять акционерный капитал частично на основе оценки дисконтированного денежного потока, причем капитальные затраты прибавлялись к денежному потоку, который дисконтировался, а не вычитались. Фирма незамедлительно опубликовала вторую статью на ту же тему и исправила ошибку, содержащуюся в первой статье. Новое исследование содержало множество других корректировок к прогнозу затронутой компании. Каков же результат? Целевая стоимость соответствующей акции возросла, а не снизилась.

По этому поводу позже в финансовых учреждениях высказывались два мнения:

- это не существенно, поскольку речь идет о неденежных статьях;
- EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизационных отчислений) есть мера реального денежного потока компании.

Дело даже не в том, что оба эти утверждения ошибочны. В них проявляются симптомы подхода к анализу и оценке компаний, который вводит в заблуждение и который был тесно связан с искажением курсов акций в конце 1990-х г.

Если правда, что стоимость компании — это чистая текущая (приведенная) стоимость генерируемого компанией дисконтированного денежного потока от настоящего момента до бесконечности, то возникает два вопроса: где взять данные об этих денежных потоках и какую ставку дисконтирования нужно применить?

Если мы начнем с первого вопроса, то начисленные доходы и затраты будут, безусловно, важны для определения будущих потоков. Но если они важны, на чем основаны утверждения, что бухгалтерские доходы и расходы не имеют значения?

Авторы полагают, что главное не денежный поток, а прибыль.

Все вышесказанное не отрицает, что размер прибыли в каждый отдельный период будет зависеть от учетной политики компании или от того, насколько те или иные правила учета оставляют возможность для различных интерпретаций, даже без учета возможных намеренных искажений отчетности. Поле для возможных манипуляций сужается за счет интенсивной конвергенции двух стандартов учета: Международных стандартов финан-

совой отчетности (IFRS) и Стандартов финансовой отчетности США (FAS).

Большинство компаний, акции которых обращаются на биржах в странах ЕС, обязаны с 1 января 2005 г. составлять финансовую отчетность в соответствии с IFRS. Два комитета, которые разрабатывают эти стандарты, работают над гармонизацией и созданием единых, глобально признанных стандартов финансовой отчетности (GAAP).

К сожалению, из этого не следует, что правильная интерпретация финансовой отчетности перестанет быть важной или что перестанут существовать различия во взглядах на результаты финансовой деятельности компаний. Какими бы ни стали будущие стандарты финансовой отчетности, в них всегда останется место для некоторого маневра. Аудиторы считают, что на практике существует только небольшое число ключевых показателей, которые инвесторам следует понимать и учитывать при анализе финансовой отчетности компаний, это положение сохранится в дальнейшем, даже после сближения стандартов. Однако из этого не следует, что правильным ответом на вышесказанное было бы объявить прибыль не важным показателем и перейти к денежным потокам как основе для оценки стоимости компаний.

БЛАГОДАРНОСТИ

Многолетнее плодотворное общение авторов со своими учителями, коллегами и учениками принесло им огромную пользу. Особенно мы благодарны своим коллегам по BG Training — Софи Блэнпэйн, Робину Бэрнету, Аннализе Карасона, Ричарду Классу, Нейлу Пэйнде, Эндрию Уорду, Питеру Уишеру — за идеи и за разрешение использовать материалы. Некоторые разделы главы 8 подготовила Аннализа Карасона, в книге они воспроизведены с разрешения BG Training. Большое влияние на формирование позиции авторов по многим вопросам оказали Тривор Харрис и Джон Маккормак.

Мы благодарны Дженни, Рэйчел, Джейку и Ивэну за поддержку во время работы над книгой. наших издателей, особенно Стифена Икета и Ника Рида, мы благодарим за заботу, с которой они отредактировали и издали эту книгу.

Как всегда, ответственность за все ошибки и неточности целиком несут авторы.

О КНИГЕ

В книге восемь глав.

Глава 1

В первой главе изложена основная идея книги: невозможно оценить компанию без привязки к ее прибыли и капиталу. Попытки сделать оценку без учета прибыли и капитала на деле означают подмены детальных и понятных предположений (пусть даже ошибочных) упрощенными (как правило, довольно нелепыми). Кроме того, в этой главе показана важность учета начисленного дохода (accruals), который служит основой для определения стоимости компании, независимо от того, какой вид дохода используется в конкретной модели DCF (дисконтированных денежных потоков).

Глава 2

В главе 2 предпринята попытка опровергнуть миф о том, что стоимость капитала компании — ясно определяемый и неизменный показатель. И то, и другое не верно. Мы показываем, как традиционные модели расчета, основанные на использовании средневзвешенной стоимости капитала (WACC), можно заменить более прозрачным расчетом с использованием скорректированной текущей (приведенной) стоимости (APV). Мы утверждаем, что традиционные методы расчета стоимости, используемые на практике, учитывают ценность налоговой защиты и систематически завышают доходы от финансового рычага, что стало одной из причин катастрофического падения фондовых рынков в начале нового тысячелетия. Кроме того, стандартная модель оценки капитальных активов (CAPM) непоследовательна в учете долгового финансирования. Специфическая интерпретация премии за риск корпоративного долга приводит к различным оценкам WACC и стоимости предприятия.

Помимо налоговой защиты, финансовый рычаг создает опцион для акционеров, однако это не учитывается в моделях расчета фундаментальной (intrinsic) стоимости компаний. При определении стоимости компании необходимо учитывать стоимость опциона, передаваемого владельцем корпоративных облигаций (бонда) акционеру. Глава 2 заканчивается обсуждением того, как рассчитать данный опцион с использованием теории реальных опционов, а также как правильно выбрать размер премии для отражения риска долга — использовать рыночный риск или специфический риск конкретной компании — и как правильно использовать эти модели применитель-

но к арбитражу капитала (использовании альтернативных финансовых инструментов¹, выпущенных одной компанией).

Глава 3

Экономисты говорят о чистой текущей (приведенной) стоимости (NPV) и внутренней норме прибыли (IRR). Инвесторы говорят о доходности инвестированного капитала (ROCE). При этом необходимо различать доходность на инвестированный капитал компании, рассчитанный на основании балансовых данных, и внутреннюю норму прибыли от использования активов. Существует несколько способов решить данную проблему, но все не лишены недостатков. Все они исходят из того, что начисленная амортизация не обязательно равна реальному уменьшению стоимости активов, при этом способ отражения в финансовой отчетности капитализации и амортизации основных средств во многом влияет на выводы о стоимости. В главе 3 объясняется суть данной проблемы и детально разбирается способ, который предлагают как панацею для ее решения — метод денежной доходности инвестиций (CFROI). Как показано в данной главе, этот метод является модификацией стандартного метода дисконтированных денежных потоков, потенциальные преимущества которого проявляются при оценке капиталоемких компаний с долгосрочными активами. В данной главе указывается направление, в котором может развиваться бухгалтерский учет, а именно — использование справедливой стоимости.

Первые три главы книги относительно короткие, однако в них изложены теоретические основы для последующего обсуждения финансовой отчетности и ее применения в моделях оценки.

Глава 4

Было бы неверно утверждать, что принятие единых глобальных стандартов финансовой отчетности устранил все проблемы оценки. Пожалуй, наиболее подробные стандарты финансовой отчетности приняты в США, однако наличие этих стандартов не предотвратило ряд крупных финансовых скандалов в первые годы нового тысячелетия. В главе 4 обсуждается другой вопрос: какая информация требуется инвесторам и насколько существующие стандарты финансовой отчетности способны помочь в ее получении. В этой главе, самой большой в книге, авторы рассматривают ключевые аспекты финансовой отчетности с двух позиций: что нового предлагается включить в стандарты финансовой отчетности и как эти нововведения повлияют на оценку компаний рынком. Рассматриваются новые стандарты — учет пенсионных обязательств, учет производных финансовых инструментов, заба-

¹ Имеются в виду акции, облигации и гибридные инструменты — варранты и конвертируемые облигации.

лансовые статьи и учет опционов на акции, выданных в виде вознаграждения менеджерам компаний.

Глава 5

Пятая глава начинается с повторения основ теории оценки и финансовой отчетности, рассмотренных в главах 1–4, и обсуждения того, как с их помощью можно прогнозировать деятельность и оценивать стоимость реальной компании. Оказывается, наибольшие сложности в оценке возникают при определении терминальной стоимости компании, т. е. того, что происходит за пределами прогнозного периода.

Капитал стремится в отрасли, где можно зарабатывать высокую доходность, и покидает безнадежно убыточные. В долгосрочной перспективе ни одна компания не может расти быстрее, чем растет ВВП, иначе она станет больше, чем вся экономика. Значит ли это, что доходность капитала компании со временем будет снижаться до стоимости привлечения капитала, а темпы роста доходности непременно упадут ниже темпа роста номинального ВВП? И да, и нет. Обсуждение этого вопроса возвращает нас к основам определений того, что составляет капитал и операционные расходы. Одного из авторов данной книги учили в университете, что вместо бухгалтерской отчетности в традиционном виде полезнее использовать «отчет о движении денежных средств с детальными пояснениями». В главе 5 показано, что предыдущее предположение не верно, и одна из проблем оценки компаний напрямую связана с тем, что многие активы, которые следовало бы капитализировать, не капитализируются в финансовой отчетности. Если бы было по-другому, было бы значительно проще анализировать деятельность компаний и оценивать их рыночную стоимость.

После подробного обсуждения методов оценки стабильной компании, достигшей фазы устойчивого роста, в данной главе приведен пример методики расчета стоимости компаний, у которых ожидается значительное изменение структуры баланса, циклических компаний, компаний со значительным количеством нематериальных активов или компаний со значительным потенциалом роста стоимости акций. Оценка каждой из таких компаний имеет свои особенности.

Глава 6

Счета придумали банкиры, и история создания системы двойных счетов напоминает об этом. Однако большую часть финансовых отчетов составляют промышленные компании. Правила бухгалтерского учета в основном предназначены для отражения результатов деятельности предприятия, которое создает прибавочную стоимость к стоимости сырья и материалов, перерабатывая их с помощью основных средств, а финансируется главным образом за счет заемного и собственного капитала. Однако на рынках капитала су-

ществуют значительные ниши для компаний, которые по разным причинам не соответствуют вышеописанной модели. Глава 6 посвящена методам, с помощью которых можно анализировать финансовую отчетность и оценивать компании в таких секторах, как банковское дело, страхование, добывающие и регулируемые отрасли. Анализ подобных компаний имеет ряд особенностей, а финансовая отчетность часто специфична для конкретной отрасли.

Глава 7

В главе 7 рассмотрены моделирование и оценка слияний и поглощений компаний, которые не должны зависеть от того, как в финансовой отчетности предлагается учитывать деловую репутацию (goodwill), т. е. надо или не надо ее капитализировать и амортизировать. Какими бы ни были правила финансовой отчетности, очень важно понимать природу прибыльности компании, в противном случае стоимость, созданная или потерянная в результате слияния, не будет отражена в оценочной модели.

Глава 8

Заключительный раздел книги назван «Выводы и задачи на будущее». Наш вывод состоит в том, что наиболее важны не наличные, а начисленная прибыль¹, и чтобы понять стоимость компании, нужно анализировать ее отчет о прибылях и убытках и баланс, а не просто отчет о движении денежных средств. Споры о том, что должно включаться в состав прибылей и убытков и что капитализироваться на балансе, никогда не закончатся, что делает тему инвестиций бесконечно увлекательной.

Две наиболее очевидные задачи на будущее, поставленные в этой книге, касаются дисконта и учета условных требований (цены опционов) при анализе внутренней стоимости компании. Мы исследуем в качестве примера опционные взаимоотношения между держателями долга и акций, но не касаемся других возможных применений теории реальных опционов, возможностей расширения производства, отсрочки реализации проекта, его прекращения и т.д. Как и в случае арбитражных сделок, мы полагаем, что ограниченность модели CAPM может быть преодолена за счет использования методов оценки опционов. Мы также полагаем, что возможность более широкого совместного использования обоих этих подходов открывает поле для будущих исследований.

Страница книги в Интернете

Интернет-сайт данной книги находится по адресу:
www.harriman-house.com/ifrs.

¹ Обыгрывается популярный в финансовых кругах тезис «Cash is the King!».

КРАТКАЯ ИНФОРМАЦИЯ О МСФО

Что такое МСФО и почему они существуют?

IFRS — это аббревиатура International Financial Reporting Standards (Международные стандарты финансовой отчетности — МСФО). Международные стандарты были предложены с двумя целями:

- выработать стандарты высокого качества;
- добиться большей гармонизации при подготовке и представлении финансовой отчетности.

Если инвестор, аналитик или поставщик пытаются понять, насколько успешно работает компания, отдельно или в сравнении с сопоставимыми компаниями, наличие национальных стандартов финансовой отчетности, по-разному определяющих прибыль и балансовые показатели, запутывает их. Международные стандарты были разработаны для с целью устранить как сами эти различия, так и вызываемую ими неэффективность рынков капитала. Кроме того, развивающиеся экономики заинтересованы получить высококачественные стандарты, использование которых способно повысить доверие к финансовой отчетности компаний из этих стран.

Кто разрабатывал стандарты?

Международный комитет по стандартам (IASB) и его предшественники разработали стандарты отчетности, которые составляют МСФО. Стандарты включают как стандарты финансовой отчетности, называемые МСФО¹, так и более старые стандарты, которые назывались стандартами бухгалтерской отчетности (IAS). МСФО создавались при участии многих специалистов и организаций. Однако многие согласятся с тем, что главной движущей силой последних изменений стандартов стал сэр Дэвид Твиди, бывший глава ASB (эта организация разрабатывала британские стандарты).

Кто будет ими пользоваться?

Множество компаний уже используют МСФО: в частности, многие крупные германские компании, например Lufthansa и BMW. Решение ЕС принять МСФО в качестве обязательного стандарта отчетности для компаний, зарегистрированных на бирже, придало новый импульс процессу принятия МСФО. Другие страны, включая Россию и Австралию, тоже решили присоединиться к МСФО. Япония начинает работу по устранению наиболее существенных различий

¹ Здесь подчеркивается то, что от стандартов бухгалтерской отчетности (IAS) перешли к стандартам финансовой отчетности (IFRS), т. е. фокус сместился от фискального к инвестиционному использованию.

между японскими стандартами (Japanese GAAP) и МСФО. Наконец, Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) отметила, что, поскольку IASB продолжает разрабатывать высококачественные стандарты, со временем можно будет отменить требование о переводе отчетов, составленных согласно национальным правилам, в отчеты, соответствующие правилам американских стандартов (US GAAP) для компаний, имеющих двойной листинг (сегодня это очень дорогостоящая и запутанная задача). IASB и аналогичная ему организация в США, Комитет по стандартам финансовой отчетности (FASB), договорились начать работу над устранением основных различий между двумя стандартами финансовой отчетности в рамках проекта конвергенции.

Когда они станут обязательными?

Для Европейского Союза главная дата — 1 января 2005 г. Финансовая отчетность для всех отчетных периодов, начиная с этой даты, должна быть подготовлена в соответствии с МСФО. Это относится ко всем зарегистрированным на крупных биржах компаниям. Однако для компаний, акции которых обращаются на менее крупных торговых площадках, возможны отступления от этого правила. Например, компании, зарегистрированные на AIM¹, получили отсрочку в принятии МСФО до 2007 г. Зарегистрированные на бирже компании, которые уже готовят финансовую отчетность в соответствии с US GAAP, также получили отсрочку в принятии МСФО до 2007 г.

Хорошо ли составлены МСФО?

Мы с удовлетворением наблюдаем за распространением МСФО. Устранение различий в стандартах финансовой отчетности и улучшение уровня раскрытия информации станут важными шагами к повышению эффективности рынков капитала в Европе. Мы также считаем стандарты разумным компромиссом между практичностью применения и строгостью теоретических концепций, на которых они основаны. Однако есть и проблемы. Принятие МСФО приведет к росту волатильности отчетности, и существуют опасения, насколько правильно это будет воспринято рынками. Помимо этого некоторые стандарты МСФО предлагают выбор в отражении тех или иных транзакций, что может подорвать доверие к ним и ограничить сравнимость, которую они декларируют. Однако в целом нам кажется, что МСФО — это хороший набор стандартов, удобных для аналитиков и инвесторов.

Каким будет результат их внедрения?

Очень трудно предсказать, как стандарты повлияют на оценку компаний. Однако можно сделать несколько замечаний. Во-первых, бухгалтерские показатели, на которых основаны текущие мультипликаторы, например цена/балансовая стоимость или стоимость предприятия (EV)/ЕБИТ, по ряду причин изменятся. Нам еще предстоит узнать, изменятся ли рыночные данные, ис-

¹ Alternative Investment Market — Рынок альтернативных инвестиций — торговая площадка Лондонской биржи, на которой обращаются акции небольших компаний или венчурных компаний.

пользуемые в этих мультипликаторах, и останутся ли сами мультипликаторы неизменными. Мы думаем, что едва ли это произойдет для всех компаний, для некоторых из них рынки могут признать новую информацию более существенной, чем подготовленная в соответствии с прежними GAAP. Если изменится способ отражения долга в балансе, то следствием этого может стать изменение ставок дисконта, поскольку изменится доля долга при расчете средневзвешенной стоимости капитала (WACC), например за счет роста размера долга в балансе. При этом существуют разумные аргументы в пользу того, что в рамках определенных диапазонов задолженности WACC мало зависит от изменений структуры капитала. Тем не менее остается потенциальная возможность изменения ставки дисконтирования. Если прибыль и балансовая стоимость изменятся, как многие сейчас полагают, можно ожидать, что изменятся и показатели доходности (дохода на капитал). Эти показатели используются в любой стандартной модели дисконтированных денежных потоков или экономической модели. Наконец, изменения могут повлиять на налогообложение, т. е. на реальные денежные расходы компаний.

Возникнут ли у компаний или стран сложности в соответствии МСФО?

Очевидно, что компании уже страдают от чрезмерно детальных и обременительных нововведений регулирующих органов. Для компаний, зарегистрированных на биржах США, закон Сарбейнса—Оксли (2002 г.) появился в неудачное время, учитывая проблемы перехода к МСФО. Кроме того, в Европе нет достаточного опыта применения новых стандартов, так как лишь немногие компании прежде использовали МСФО. Нам кажется, что французские, итальянские и испанские компании будут испытывать наибольшие трудности в применении новых стандартов, поскольку их национальные стандарты значительно отличаются от МСФО.

Насколько МСФО сопоставимы с US GAAP?

В главе 4 книги мы рассмотрели основные различия между МСФО и US GAAP. В основном эти стандарты похожи, и многие различия заключаются лишь в деталях. Однако есть несколько принципиальных различий:

- согласно МСФО опционы на акции компании должны отражаться как расходы, а в US GAAP (на момент издания книги) нет. Комитет FASB опубликовал предложения о списании опционов на акции как расходы;
- в соответствии с МСФО затраты на НИОКР капитализируются, в US GAAP нет. Есть надежда, что и здесь FASB внесет соответствующие изменения;
- МСФО шире использует справедливую стоимость. В частности, в соответствии с МСФО объекты недвижимости как в фондах недвижимости, так и в других компаниях могут отражаться по справедливой стоимости, а в US GAAP нет.

Напомним, что FASB и IASB решили устранить все значительные расхождения между двумя стандартами финансовой отчетности в ближайшее время. Поэтому мы увидим их постепенное сближение.

Глава 1

ПРО ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ И ФИНАНСОВУЮ ОТЧЕТНОСТЬ

1. Принципы оценки

Прежде чем рассматривать методы оценки, которые мы используем, напомним основы оценки стоимости акционерного капитала.

Язык оценки — финансовые коэффициенты

Откройте финансовый раздел любой газеты, и вы увидите в таблице курсов акций по меньшей мере два коэффициента: цена / прибыль (P/E) и дивидендная доходность. Коэффициент P/E определяется как отношение рыночной стоимости акций к чистой прибыли компании, полученной за предыдущий год. Дивидендная доходность — это сумма дивидендов, выплаченных компанией за последние двенадцать месяцев, деленная на рыночную стоимость акций. Первый коэффициент показывает срок окупаемости вложений в акции: сколько лет потребуется, чтобы вернуть вложенные деньги? Второй коэффициент показывает, сколько будет получено на единицу вложенных средств.

Существует третий важный коэффициент. Его приводят реже, хотя теоретические исследования показывают, что он позволяет точнее прогнозировать колебания курсов акций. Это коэффициент цена / балансовая стоимость (Price-to-Book Ratio, P/B), определяемый как отношение рыночной цены к балансовой стоимости акции. Он показывает размер премии, уплачиваемой сверх суммы, инвестированной в бизнес (оплаченного акционерного капитала и нераспределенной прибыли).

Три коэффициента взаимосвязаны. Реинвестируя прибыль, вместо того чтобы выплачивать ее в виде дивидендов, компании увеличивают балансовую стоимость акционерного капитала. При этом, выбирая между акциями с высоким коэффициентом P/E, акциями с низкой дивидендной доходностью или акциями с высоким коэффициентом P/B, инвестор исходит из одинаковых предположений. Инвестор всегда будет платить больше за акции компании, которая выглядит более надежной, более прибыльна и растет быстрее других.

Показатели доходности: IRR и NPV

Когда компании принимают инвестиционные решения, они не ограничиваются простыми расчетами периода окупаемости. Более сложные подхо-

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru