

## Почему стоимость предприятия равна его рыночной капитализации

В США Совет по разработке стандартов финансового учета (Financial Accounting Standards Board — FASB) отмечает, что главная задача бухгалтерского учета состоит в обеспечении возможности акционерам и другим пользователям прогнозировать движение (прирост) денежных средств.<sup>1</sup>

*Финансовая отчетность должна представлять информацию, помогающую настоящим и возможным инвесторам и другим пользователям в определении: сумм, времени и переменности ожидаемых денежных поступлений от дивидендов или процентов; выручки от продажи товаров, реализации и погашения ценных бумаг и займов.*

Такая цель предусматривается моделью оценки дисконтированных денежных потоков — в сущности та же модель используется в планировании капитальных затрат. Те, кто ссужает компании деньги, будь они держателями акций, обыкновенных или привилегированных, или кредиторами, ожидают получение дохода на свои деньги не ниже, чем по рыночной ставке процента на инвестиции при эквивалентной доле риска. Иначе, текущая дисконтированная оценка поступления денежных средств, которая предположительно будет образована инвестициями, не должна быть ниже, чем инвестированная сумма, т.е. чистая текущая дисконтированная оценка (Net Present Value — NPV) должна быть больше нуля. Алгебраически, используя соответствующие обозначения, это можно выразить следующим образом:

$V_0$  — приведенная (текущая) оценка капиталовложения в исходной точке 0;

$I$  — себестоимость предполагаемого капиталовложения в исходной точке 0;

$CF_j$  — прирост денежных средств за год  $j$ ;

$r$  — рыночная ставка процента (принятая постоянной).

Потенциальный инвестор сделает вложения только в том случае, если

$$(1) V_0 \geq I$$

где

$$(2) V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{CF_j}{(1+r)^j}$$

Выраженные словами формулы (1) и (2) означают, что вкладчики не будут помещать свои деньги в проект, пока текущая дисконтированная оценка предполагаемых поступлений денежных средств не станет по крайней мере равной себестоимости инвестиций.

Теперь важно выяснить, какой информацией должны располагать инвесторы и кредиторы, чтобы предположительно оценить свои инвестиции для принятия правильного решения об инвестировании. В качестве идеального решения была бы информация о поступлении денежных средств для каждого инвестора отдельно. Но предстоящие денежные поступления точно рассчитать невозможно, а обеспечивать инвесторов индивидуальными отчетами экономически нецелесообразно. Здесь типичной заменой выступают данные о состоянии движения денежных средств в прошлом в целом для предприятия ( $ENCF_j$ ), которые лежат в основе прогнозирования. Каждый инвестор свободен оценивать свою долю в общем потоке денежных средств. Как отмечает FASB:

*Прогнозные значения денежных поступлений (т.е. денежные поступления для отдельных инвесторов) зависят от способности компании формировать сумму денег, достаточную, чтобы погашать в срок обязательства, оплачивать расходы на нужды основной деятельности, реинвестировать в основную деятельность и выплачивать дивиденды... Таким образом, финансовая отчетность должна обеспечивать информацией, помогающей инвесторам, кредиторам и другим лицам определять суммы, время и переменность предстоящего прироста денежных поступлений предприятия.*

<sup>1</sup> Это фрагмент книги Хендриксен. Ван Бреда. Теория бухгалтерского учета. — М.: Финансы и статистика, 1997. — С. 174–177.

Преобразование формулы (2) применительно к уровню предприятия имеет вид:

$$(3) TV_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{ENCF_j}{(1+r)^j}$$

где

$TV_0$  — совокупная оценка предприятия в исходной точке 0;

$ENCF_j$  — прирост денежных средств предприятия за год  $j$ .

В ситуациях, где фирмы продаются, рынок устанавливает цену, по которой инвесторы и кредиторы могут продать и купить свои права на их ожидаемые денежные поступления. Например, вкладчики могут продать свои акции на фондовой бирже; кредиторы — свои капиталовложения на рынке долговых обязательств, в частности облигации. Цены на эти акции, паи, облигации и на другие ценные бумаги хорошо известны благодаря ежедневным публикациям в прессе.

Если оценка инвестиции была выше ее себестоимости, то вкладчик может получить доход, превышающий сумму по рыночной ставке процента. Этот уровень дохода часто называют внутренней нормой рентабельности (internal rate of return — IRR), или эффективной ставкой процента. Когда капиталовложения сделаны в ценные бумаги на главных финансовых рынках, таких, как на NYSE, то в контексте рыночной эффективности предусматривается, что конкуренция между вкладчиками обуславливает приведение ставки дохода на капиталовложения к рыночной ставке. В этих случаях оценка инвестиций эквивалентна их себестоимости, т.е. гипотеза эффективности рынка всегда предполагает, что:

$$(4) V_0 = I$$

Цена капиталовложений всегда равна текущей дисконтированной оценке ожидаемых денежных поступлений. Таким образом, знание о предстоящих ожидаемых денежных поступлениях позволяет рынку устанавливать цены на акции. Это справедливо для всех форм финансовых вложений в компанию, будь то векселя, закладные, облигации, обыкновенные и привилегированные акции, warrants и т.д.

Если уравнение (4) справедливо, то:

$$(5) TV_j = TMV_j$$

где

$TV_j$  — совокупная оценка предприятия за год  $j$ ;

$TMV_j$  — совокупная рыночная стоимость (оценка) фирмы; или стоимость всех обращающихся на рынке акций.

Что и требовалось доказать...