

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М. В. Ломоносова
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА УЧЁТА, АНАЛИЗА И АУДИТА

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

«Влияние показателей финансовой отчетности на рыночную капитализацию компании»

Выполнила студентка

Группы Э-411:

Кулешова Елена Константиновна

Научный руководитель:

Профессор, д.э.н. Хорин Александр Николаевич

Москва 2022

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ	3
1. СПРАВЕДЛИВАЯ И ИСТОРИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА АКТИВОВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ПРОГНОЗИРУЮЩУЮ СПОСОБНОСТЬ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ	5
1.1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ И ВЛИЯНИЕ УЧЕТА НА КАЧЕСТВО ПУБЛИКУЕМОЙ ОТЧЕТНОСТИ.....	5
1.2. ВЫЯВЛЕНИЕ НЕОБХОДИМЫХ ДЛЯ ПРОВЕДЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ ПАРАМЕТРОВ ОЦЕНКИ ИНФОРМАТИВНОСТИ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ, СОСТАВЛЕННОЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ УЧЕТА ПО СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ.....	10
1.3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ И ВЛИЯНИЕ УЧЕТА НА КАЧЕСТВО ПУБЛИКУЕМОЙ ОТЧЕТНОСТИ.....	11
2. АНАЛИЗ И ОПИСАНИЕ ПРОГНОЗНЫХ ПАРАМЕТРОВ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	14
2.1. СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ КОМПАНИИ.....	14
2.2. АКТИВЫ КОМПАНИИ	15
2.3. СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	18
3. ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	21
3.1. ПРЕДПОСЫЛКИ ИССЛЕДОВАНИЯ И ГИПОТЕЗЫ	21
3.2. ДАННЫЕ.....	22
3.3. РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ	23
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	29
ПРИЛОЖЕНИЕ 1	31
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	32

Введение

На данный момент документы международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) являются основополагающими в сфере учета, аудита и бизнеса во всем мире. Концептуальные основы финансовой отчетности в свою очередь являются базисом, в соответствии с целями которого создаются и совершенствуются МСФО. МСФО часто называют¹ международным языком бизнеса, так как следование их указаниям крупных компаний по всему миру, которые присутствуют на различных биржах, позволяет унифицировать информацию о них, а также понимать их отчетность любому пользователю.² При этом, согласно Концептуальным основам международных стандартов финансовой отчетности, главной целью³ финансовой отчетности является предоставление пользователям полезной информации. Основными пользователями отчетности являются потенциальные и существующие инвесторы, заимодавцы и кредиторы⁴. При этом одним из главных вопросов, касающихся качества МСФО, является оценка по справедливой стоимости.

По этой причине множество эмпирических работ, исследующих оценку полезности публикуемых отчетностей, посвящено связи справедливой стоимости и рыночной стоимости акций компаний. Влияние финансовой отчетности на рыночную стоимость компании исследуется через ее прогнозирующую способность и информативность.

Поэтому целью данной работы является определение степени влияния финансовой отчетности на рыночную стоимость компаний

Для этого необходимо поставить следующие задачи:

- 1) Проанализировать понятия справедливой и первоначальной стоимости
- 2) Выявить основные недостатки отчетности, составленной по справедливой стоимости, которые могут негативно влиять на качество информации, предоставляемой пользователям
- 3) Изучить основные параметры, на которые опираются аналитики и инвесторы при составлении прогнозирующих моделей и принятии решений
- 4) Выявить наличие прогнозирующей способности у отчетности, составленной по Международным Стандартам Финансовой Отчётности и содержащей оценку по справедливой стоимости

¹ Хахонова Н.Н. Актуальные вопросы совершенствования концептуальных основ МСФО

² Кулешова Е.К. «Интерпретация собственного капитала и ее влияние на рыночную стоимость компании».

³ Conceptual Framework for Financial Reporting

⁴ Conceptual Framework for Financial Reporting

Объектом исследования являются 17 крупнейших российских компаний, представленных на Московской Бирже, являющиеся эмитентами акций.

Предмет исследования- информативность финансовой отчетности как фактор влияния на рыночную стоимость компании

В первой части данной работы будет, во-первых, проведен анализ проблем, возникающих при использовании учета по справедливой стоимости и то, как они влияют на ее информативность; во-вторых, будут выявлены основные статьи и показатели финансовой отчетности, которые используются инвесторами и аналитиками с целью принятия решений об инвестировании в фирму; в-третьих, будут рассмотрены проблемы, влияющие на информативность отчетности, составленной при использовании учета по первоначальной стоимости. Во второй части работы будут более подробно раскрыты понятия собственного капитала, активов и свободных денежных потоков фирмы и то, как и каким образом на их отражение в отчетности влияет учет по справедливой стоимости. В третьей части будет проведено исследование влияния выявленных показателей на рыночную стоимость компании при помощи построения корреляции.

1. Справедливая и историческая оценка активов и обязательств и их влияние на прогнозирующую способность финансовой отчетности

1.1. Определение справедливой стоимости и влияние учета на качество публикуемой отчетности

Так как в данной работе исследуется влияние отчетности на рыночную стоимость компании, рассмотрим для начала факторы, влияющие на составление и показатели такой отчетности. В современной литературе, помимо прочих факторов, большое внимание уделяется именно проблеме оценки активов и обязательств фирм, как фактору, значительно влияющему на публикуемые результаты компании. Исследователи уже не один десяток лет⁵ изучают и тестируют прогнозирующие способности оценки по справедливой стоимости.

Справедливая стоимость, согласно определению, данному в МСФО 13, это цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки⁶. То есть, это оценка, не определенная самой фирмой, исходя из специфики ее деятельности, а то, как обосновывает эту цену рынок. Данный стандарт, впервые опубликованный в 2011 году, стал следствием растущего спроса на использование справедливой стоимости в оценке показателей компании, а также потребности в унификации положений, которые регулируют ее использование⁷. Необходимость в стандарте была обусловлена давлением инвесторов, то есть непосредственных пользователей отчетности, и экспертами, считающими, что использование оценки по справедливой стоимости позволит максимизировать *акционерную стоимость организаций*. Так как понимание и применение справедливой стоимости в отчетности на данный момент регулируется именно этим стандартом, рассмотрим его содержание, как определение и разъяснение сути оценки по справедливой стоимости.

Стандарт делает акцент, во-первых, на том, что справедливая стоимость должна отражать реальную цену актива или обязательства в том объеме, как оценил бы их рынок. Например, не допускается использование блокировочных дисконтов, или допущения о том, что организация не собирается избавляться от актива/обязательства на момент оценки. Во-вторых, при оценке необходимо, чтобы информация о выходной цене была насколько это возможно наблюдаема.

⁵ Barth M. Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows

⁶ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»

⁷ Cascino, S., Clatworthy, M., Osma, B.G., Gassen, J., Imam, S., The Usefulness of Financial Accounting Information: Evidence from the Field

Для оценки наблюдаемости Стандарт выделяет три основных уровня иерархии справедливой стоимости. Первый уровень, наивысший, наиболее предпочтительный для выбора базы оценивания, подразумевает оценку по котировкам идентичных активов, которые бы фирма могла получить в случае приобретения актива на отчетную дату. Данные для второго уровня являются косвенно наблюдаемыми, то есть информация о цене актива или обязательства представлена либо на основе цен для идентичных активов на неактивных рынках, либо же аналогичных на активных рынках. Входными данными для третьего уровня иерархии являются ненаблюдаемые данные, или те, для которых невозможно выявить рыночную оценку, поэтому для формирования справедливой стоимости такого типа активов и обязательств компании должны использовать наилучшую доступную информацию. При совмещении подходов разных уровней качество оценки справедливой стоимости оценивается по нижнему из выбранных.

Соответственно вместе с понижением уровня возрастает и степень асимметрии информации между менеджментом компании и инвесторами. Сам стандарт подразумевает, что самая надежная информация о стоимости активов или обязательств будет получена, если они будут оценены по методике первого уровня иерархии. Но некоторые исследования⁸ говорят о том, что наоборот, оценка по второму уровню предоставляет наиболее релевантную информацию, так как справедливая стоимость будет подтверждаться наблюдаемыми данными рынка. Также считается⁹, что градация уровней иерархии может зависеть от «возраста» рынка, для которого публикуется отчетность, для каких-то стран могут быть значимы и достоверны все три уровня иерархии оценки, а для других, где менее активные рынки, только один.

Как мы выяснили, одним из дискуссионных вопросов, касающихся применения справедливой стоимости является сам процесс оценки активов и обязательств. А именно – степень информативности и объективности сделанных оценок. Одной из проблем объективности является завышение или занижение статей элементов отчетности в интересах руководства, топ-менеджмента компаний. Поэтому в литературе¹⁰ одним из критериев оценки прогнозирующей способности финансовой отчетности, составленной при использовании справедливой стоимости, называют прибыль компаний. А именно, является ли информация о доходах в такого вида отчетности качественной и помогает ли инвесторам принимать верные решение на ее основе. Часто прибыль при изменении

8 Moldovan, R. Convergence in Motion: A Review of Fair Value Levels' Relevance

9 Sodan, S., The Impact of Fair Value Accounting on Earnings Quality in Eastern European Countries

10 Barth M., Landsman W. Using Fair Value Earnings to Asses Firm Value

справедливой стоимости¹¹ может трактоваться не только как результат деятельности фирмы, но и учет шоков переоценки и поддержания справедливой стоимости статей финансовой отчетности. То есть, в свою оценку аналитики в том числе закладывают шоки стоимости статей баланса, возможность оппортунистического поведения компаний и субъективность оценок, что может привести к расхождению прогнозной и реальной стоимости компаний. Причем литература¹², описывающая исследования, проводимые в развитых странах, говорит о том, что прибыль по справедливой стоимости возможно «очистить» от подобных факторов, в то время как на развивающихся рынках¹³ пока прогнозы по данной прибыли строить сложнее. В целом, релевантность и качество оценки по справедливой стоимости зависит от временного и странового фактора. А также от качества инвестиций, наличия субстандартных кредитов, регулирования применения стандартов.¹⁴

Также с проблемой активных и неактивных рынков связана доля оцениваемых по справедливой стоимости активов. Например, считается, что как в целом долгосрочные нефинансовые активы, так и конкретно биологические и нематериальные активы оценить по справедливой стоимости достаточно сложно даже на развитых рынках.

В данной работе уже говорилось, что одной из косвенных целей отчетности может быть как раз таки рост и устойчивость экономики, как фактор повышающейся способности инвестирования и роста акционерной стоимости организаций. Тем не менее, в современных исследованиях¹⁵ уделяется внимание связи оценки по справедливой стоимости и финансовым кризисом 2008–2009 гг. Уже упомянутые проблемы ненаблюдаемости информации, используемой в оценке, и недостоверный учет рисков и будущих денежных потоков, связанный с быстро ухудшающейся экономической обстановкой, привели к обесценению финансовых активов и инструментов и при этом сохранению заемного финансирования. Более того, более крупные надежные банки, продавая обесцененные активы, оказывали давление на всю систему, даже если та еще могла справляться с нарастающей рецессией. С другой стороны, существует полярный взгляд на эту проблему, который говорит о том, что, во-первых, несмотря на то что в США уже активно использовался учет по справедливой стоимости, такая оценка составляла только 20–40% от всех активов и 10–20% от всех обязательств. А во-вторых, статьи, оцененные по справедливой стоимости, могли стать просто индикатором и следствием наступающего

11 Barth M., Landsman W. Using Fair Value Earnings to Assess Firm Value

12 DeFond, M., Hu J., Hung, M., Li, S. The effect of fair value accounting on the performance evaluation role of earnings

13 Sodan, S., The Impact of Fair Value Accounting on Earnings Quality in Eastern European Countries

14 Fiechter and Novotny-Farkas (2011)

15 Laux C., Leuz C. The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate

спада экономики, что, например при оценке по первоначальной стоимости могло бы быть скрыто.

Существует теория эффективности рынков, которая подразумевает, что если рынок эффективен, то информация о каком-либо активе полностью отражается в его цене¹⁶. Считается, что рынок не может быть абсолютно эффективным, но это не является оправданием для мотивации экономических агентов, не пытаться сделать его таковым. По мнению исследователей, публикация финансовой отчетности в случае неэффективности рынка, когда акции оценены неверно, позволяет снижать ее, так как наделяет пользователей необходимой информацией об акциях компании.

При переоценке активов и обязательств возникает вероятность технических ошибок при вычислении справедливой стоимости компании¹⁷. Это вытекает из выбранного метода оценивания. Согласно Стандарту, существует три основных метода: доходный, затратный и рыночный. Рыночный подход подразумевает учет рыночных факторов, мультипликаторов и множителей сопоставимых показателей, активов и бизнесов. Также используется матричное ценообразование, которое особенно актуально для финансовых инструментов. Здесь возникает проблема подбора неправильных аналогов как самих активов, так и компаний, для расчета мультипликаторов. Как правило при таких ошибках некорректно учитываются риски, характерные для компаний-аналогов. При подборе компаний-аналогов оценщикам иногда сложно отделить влияние неоперационных активов на результаты компании.

При использовании доходного подхода Стандарт предлагает оценщикам использовать методы оценки по приведенной стоимости, модели оценки опционов, а также метод дисконтирования денежных потоков. При расчете данных моделей аналитики уделяют внимание проблеме определения ставки дисконтирования, ее значение может быть искажено в случае недоучета или переучета отраслевых рисков, при неправильном определении ставки прироста (одной из часто совершаемых ошибок является ее установление на уровне выше темпов роста экономики), и манипулировании средневзвешенной стоимостью капитала компании (Weighted Average cost of capital (WACC)). WACC считается достаточно субъективной ставкой и ее расчет требует отдельного внимания, а также определения рыночной стоимости источников финансирования компании, иногда сделать это невозможно по причине отсутствия

16 Юджин Фам (Eugene F. Fama)

17 Богатырев С.Ю. Современные проблемы стоимостной оценки: ошибки и злоупотребления

рыночной оценке, тогда оценщикам приходится делать ряд допущений, которые приводят к снижению точности модели.

Для модели оценки доходным подходом также актуальна проблема определения денежных потоков. Во-первых, как уже было сказано, это неправильный учет рисков, заложенных в самих денежных потоках, но отраженных в ставке дисконтирования. Во-вторых, при выборе ожидаемого будущего денежного потока, аналитики по ошибке опираются на проектный (project cash flow), а не прогнозный (forecasted cash flow) денежный поток. Прогнозный денежный поток не учитывает в себе всех условий, часто денежных, для выполнения плана самого будущего проекта. В-третьих, в практике встречаются случаи, когда при прогнозировании будущих денежных потоков, аналитик не учитывает будущую динамику баланса компании. При таком пропуске могут упускаться факторы достаточности капитала, будущее влияние денежных потоков на финансовый рычаг, а также способности капитала поддерживать рост, учтенный при расчете ставки дисконтирования. В-четвертых, пропуск учета премии за контроль при определении денежных потоков на мажоритарный и миноритарный пакеты акций.

В случае с расчетом оценки по справедливой стоимости затратным подходом учитывается такая сумма, которая могла бы быть получена в случае замены в настоящий момент производительной способности актива, учитывая моральный износ. Данный метод требует специальных и технических знаний в сфере, которой используется актив, а следовательно, сложно верно идентифицировать актив. Часто при использовании данного метода возникают трудности по определению стоимости нематериальных активов и гудвилла компаний. В случае же с материальными активами часто случается неверная оценка их фондоотдачи и расчет ставки капитализации.

Таким образом, технические ошибки могут привести к недо или переоценке стоимости активов и обязательств компании, чего можно избежать или минимизировать только в случае тщательной проверки и критики оценочных суждений. Важно учитывать, что ошибки такого рода могут возникать в следствие асимметрии информации, некомпетентности аналитика или же в следствие попыток манипулирования оценкой в собственных интересах компании.

Стоит отдельно выделить проблему манипулирования¹⁸ отчетностью, которая уже была упомянута в работе. Как правило, все манипулирование направлено на управление прибылью компаний с целью повышения инвестиционной привлекательности фирмы, а также нивелирования убытков в текущем и будущем периодах, но иногда встречаются

18 Barlev, B., Haddad, J.R. FAIR VALUE ACCOUNTING AND THE MANAGEMENT OF THE FIRM

примеры намеренного завышения гудвилла компании, как фактора повышения стоимости компании при сделках слияния и поглощения. Манипулирование происходит за счет завышения оценки активов, прибыли и доходов и снижения обязательств, расходов и убытков. Опять же, как это уже было сказано, манипуляции более вероятны в странах и рынках, где наблюдаемую информацию определить и опубликовать сложнее, а также где регулирование применения МСФО слабее. Манипулирование показателями может быть спровоцировано также попыткой сократить налогооблагаемую базу. При этом в литературе также выдвигаются попытки¹⁹ построить такую модель, которая могла бы тестировать отчетность на наличие манипулирования, что могло бы помочь пользователям и аналитикам в принятии решений.

1.2. Выявление необходимых для проведения исследования параметров оценки информативности финансовой отчетности, составленной с использованием учета по справедливой стоимости

Классической моделью, прогнозирующей цену акций компании, является модель Олсона. Она используется повсеместно, поэтому исследователи, изучающие вопрос влияния справедливой стоимости на капитализацию компании, также использовали ее для тестирования полезности информации.²⁰ Данная модель подразумевает прогноз стоимости по двум параметрам: объему собственного капитала и совокупного дохода. Сам Олсон формулировал прогнозную рыночную стоимость акций компании так:

$$P_t = BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+i}^a]}{(1+r)^i},$$

где P_t - цена компании в период t , BV_t - стоимость чистых активов в момент времени t (то есть параметр, взятый из отчетности), r - ставка дисконтирования, x_{t+i}^a - остаточная прибыль или сверхдоходы.

В данной модели основу расчета составляют показатели отчетности, которые корректируются с помощью ставки дисконтирования, чтобы оценить их будущую стоимость, при этом сами статьи отчетности берутся за константу, хотя в будущие периоды будут меняться. То есть, на прогноз оказывает влияние как сама отчетность, так и ставка дисконтирования.

Собственный капитал, оценивается по формуле чистых активов, как разница рыночных стоимостей активов и обязательств, а совокупный доход отражает, и как часть отчета о прибылях и убытках, и как часть собственного капитала, разницу между

¹⁹ Dechow, Ge, Larson, and Sloan (2011)

²⁰ Bouaziz, M.Z, Deschenes, S. The Fair-Value Accounting Framework and the Evolution of the Ohlson Model

бухгалтерской оценкой активов и обязательства и рыночной. Соответственно, при сближении отражаемой в балансе стоимости активов и обязательств с рыночной стоимостью, вклад доходов в объем чистых активов должен снижаться и приближать их стоимость к рыночной стоимостью компании, или же по крайней мере увеличивать их прогнозирующую способность и информативность для пользователей отчетности. Проводя исследование, основанное на анализе вышеописанной модели, авторы приходят к выводу о том, что после внедрения стандарта о справедливой стоимости, значимость совокупных доходов падает, что подтверждает предположение. Считается также, что при переходе на оценку по справедливой стоимости, прибыль дает пользователям информацию не о доходах компании, а скорее позволяет учесть их волатильность.

Некоторые авторы²¹, исследующие не только проблемы применения справедливой стоимости, а в целом асимметрию информацию на рынке ценных бумаг, выделяют свободный денежный поток как фактор, снижающий эту асимметрию. Исследователи выясняют, что для фирм, прогнозы стоимости акций и мнения аналитиков которых обладают высокой дисперсией, на улучшения качества информации влияет публикация в отчетности данных о свободном денежном потоке.

В литературе²² также отдельное внимание уделяется исследованию информативности активов, оцененных по справедливой стоимости, для принятия инвестиционных решений. Автор разделяет активы на финансовые и нефинансовые, материальные и нематериальные, «возраст» и вид оценки и выявляет, что в целом, для всех видов активов рынок воспринимает оценку по справедливой стоимости положительно. В том числе и поэтому стоит в проводимом в данной работе исследовании включить в тестирование на наличие статистической связи и валюту баланса.

1.3. Определение первоначальной стоимости и влияние учета на качество публикуемой отчетности

Несмотря на высокий интерес как исследователей, так и фирм к применению оценки по справедливой стоимости, многие фирмы, особенно в России используют оценку по первоначальной стоимости, или исторической. Связано это, как и с преимуществами оценки по исторической стоимости, так и с вышеупомянутыми проблемами, с которыми сталкиваются фирмы при попытках оценки по справедливой стоимости.

21 Why Are Investors Paying (More) Attention to Free Cash Flows?

22 Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates

Первоначальную стоимость осуждают за ее консерватизм и недостоверную оценку обязательств и активов, так как такая оценка содержит в себе информацию, сообщающую пользователям только о прошлых транзакциях единицы учета. Учет по первоначальной стоимости подразумевает отображение в балансе первоначальной цены, уплаченной компанией при принятии актива или обязательства, при необходимости уменьшенной на амортизацию.

С одной стороны, учет по исторической стоимости легок для понимания – в балансе всегда отражается фиксированная цена, которую когда-то заплатила компания, причем цена эта сохраняется как правило до тех пор, пока актив или обязательство не будут ликвидированы. Более того, учет по исторической стоимости проще и дешевле применять, так как балансовая стоимость отражает исходные данные по учету актива или обязательства, для оценивания нет частой необходимости привлекать внешних аналитиков и анализировать, и искать подходящие рынки для выявления релевантной информации.

Также в сравнении с учетом по справедливой стоимости, учет по первоначальной стоимости должен приводить к меньшему колебанию показателей баланса, так как стоимость объектов изменяется медленнее. Но при этом редкое, но более значимое изменение приводит к большей волатильности баланса.

Сторонники учета по справедливой стоимости считают, что данные оценки гораздо меньше подвержены субъективным суждениям, из-за чего качественнее отражают реальное положение дел в компании.

С другой стороны, историческая стоимость не всегда отражает реальную стоимость актива, и зачастую может не учитывать моральное устаревание, инфляцию, стоимость альтернативных издержек.

В данной главе были рассмотрены основные проблемы, которые может вызывать применение оценки по первоначальной и справедливой стоимости активов и обязательств, а также выявлены основные параметры, которые, согласно исследованиям и МСФО должны иметь наибольшую прогнозирующую способность. Несмотря на ряд значимых преимуществ использования оценки по справедливой стоимости и запроса рынка на ее использование, на учет по справедливой стоимости могут влиять, как и случайные ошибки менеджеров и бухгалтеров, асимметрия информации, так и намеренные манипуляции. Поэтому данный вид оценки и его влияние на показатели отчетности требуют отдельного рассмотрения и анализа. В данной главе были выявлены те статьи финансовой отчетности, которые, согласно мировому исследовательскому опыту, являются наиболее востребованы пользователями для анализа и принятия решений об инвестировании – это активы компании, собственный капитал и показатели свободного денежного потока фирмы.

Конечно, помимо показателей элементов отчетности на рыночную стоимость может влиять множество факторов. Это могут быть и макроэкономические шоки, и изменение производственной политики компании, и шоки связанные с влиянием СМИ и новостей разного уровня, но данные проблемы лишь косвенно затрагивают тему данной работы. Далее перейдем к анализу указанных статей.

2. Анализ и описание прогнозных параметров исследования влияния финансовой отчетности на рыночную стоимость компании

2.1. Собственный капитал компании

Собственный капитал с точки зрения концептуальных основ определяется как разница между активами и обязательствами компании, отсюда вытекает определение чистых активов. На их объем может влиять с одной стороны, оценки указанных обязательств и активов, а с другой, сами компоненты и качество их отражения. Концептуальные основы также делают допущение о том, что собственный капитал «лишь по случайному стечению обстоятельств соответствует совокупной рыночной стоимости акций организации или сумме, которая может быть получена в результате поэтапного выбытия чистых активов организации либо выбытия организации в целом при соблюдении допущения о непрерывности деятельности»²³. Это говорит о том, что собственный капитал – основной показатель отчетности - не отражает рыночной стоимости. То есть, отчетность не определяет рыночную стоимость несмотря на то, что Концепция ориентирована именно на внешних инвесторов и рынок ценных бумаг.

Собственный капитал является показателем, характеризующий объем, доступный для финансирования организации за счет собственных средств, а также возможности для реинвестирования в развитие бизнеса.

Состав чистых активов может меняться и по-разному отображаться в отчетности в зависимости от деятельности фирмы. Проанализировав п.4.20-4.3 Концептуальных основ, можно выделить следующие разделы собственного капитала: средства, внесенные акционерами; нераспределенная прибыль; резервы, как результат перераспределения прибыли; резервы, как результат корректировок, обеспечивающих поддержание капитала. Резервы, формирование которых контролирует законодательство и нормативные акты, также допускаются Концептуальными основами для отображения в отчетности в составе собственного капитала, если данная информация уместна при принятии решений.

Помимо Концептуальных основ, представление чистых активов компании регулируется рядом стандартов МСФО 1 «Представление финансовой отчетности», МСФО 8 «Учетная политика, изменения в бухгалтерских оценках и ошибки», МСФО 12 «Налоги на прибыль», МСФО 37 «Резервы, условные обязательства и условные активы», МСФО 33 «Прибыль на акцию» МСФО 32 «Финансовые инструменты: представление».

²³ Conceptual Framework for Financial Reporting

Справедливая стоимость воздействует на состояние собственного капитала в основном через две статьи: нераспределенная прибыль и добавочный капитал. В случае обесценения актива обесценение признается в составе расходов в отчете о прибылях и убытках, а следовательно, дальше это окажет влияние на объем нераспределенной прибыли, отраженной в собственном капитале. В случае же с положительной переоценкой балансовой стоимости актива его увеличение отражается в статье добавочный капитал или прирост от переоценки. Также при обесценении или дооценке активов при определенных условиях происходит расчет через статью прочего совокупного дохода.

В случае использования смешанных оценок в учете активов и обязательств, в ходе переоценок собственный капитал частично подвергается влиянию учета по справедливой стоимости. В том случае, если все активы и обязательства будут оценены по справедливой стоимости, собственный капитал будет отражать рыночную стоимость компании, как величина чистых активов компании.

Сигналом о важности верной оценки стоимости капитала играет исследование²⁴, показывающее, что часто при сделках слияний и поглощений, где одним из ключевых факторов оценки является величина собственного капитала, финансовое положение и результаты деятельности впоследствии часто искажаются.

На мой взгляд, собственный капитал наиболее спорный для интерпретирования и понимания пользователями элемент отчетности, который с одной стороны содержит в себе информацию о средствах собственного финансирования компании и резервах, которые должны обеспечивать устойчивость компании, с другой показывает результаты переоценок и иногда неденежных доходов компании, а с третьей – должен давать представление, а в идеале и точную рыночную оценку стоимости компании.

2.2. Активы компании

Активы являются одним из трех элементов баланса и определяются как ресурс, от которого ожидается поступление будущих экономических выгод в организацию, контролируемый в результате прошлых событий. То есть, если собственный капитал и обязательства в целом, являются источником финансирования деятельности, то активы это тот элемент, с помощью которого эта деятельность осуществляется.

Активы, согласно МСФО, разделяют на внеоборотные и оборотные по их участию в операционной деятельности компании, быстроты окупаемости и порядка использования.

²⁴ Barth, M.E., Clinch, G., Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates

Оборотный капитал – это объем всех инвестируемых в производственную деятельность активов, которые также могут быть использованы в качестве способов увеличения дохода, путем краткосрочных вложений этих средств, при этом обладающих высокой ликвидностью. По-другому, это те активы, которые полностью используются и оборачиваются в течение одного операционного цикла. Эффективное управление оборотным капиталом оказывает значительное влияние на результаты финансовой и хозяйственной деятельности.²⁵ Стандарт дает определенную свободу в составлении отчетности, но при этом обязывает включать следующие статьи, если информация о них важна для понимания финансового положения компании: запасы, дебиторская задолженность, денежные средства и эквиваленты, и краткосрочные финансовые активы. Учет запасов контролируется отдельным стандартом МСФО 2 «Запасы», внутри которого определяется система учета запасов, оценка их себестоимости и порядок отражения запасов в отчетности. Все указанные факторы могут оказывать влияние на суммы, отраженные как в отчете о прибылях и убытках, так и в балансе компании. Например²⁶, в условиях роста, при использовании учета запасов по методу ФИФО (First-in-First-out), отражаемая в отчете о финансовых результатах себестоимость будет ниже, чем, например, по методу средневзвешенной себестоимости, что приведет к возможному росту валовой выручки. Также, согласно стандарту, запасы в балансе необходимо отражать по наименьшей из фактической себестоимости и чистой стоимости возможной продажи, что позволяет следовать принципу осмотрительности и не завышать оценку совокупных активов.

Дебиторская задолженность является финансовым активом компании, так как является лишь правом компании на получение средств за оказание услуг, предоставление товаров.

Внеоборотные активы компании состоят из нематериальных активов, основных средств и доходных вложений в материальные ценности, имеющие долгосрочный характер. Главное отличие внеоборотных активов заключается в том, что они амортизируются посредством начисления их стоимости в себестоимости произведенной продукции в каждом операционном цикле. Несмотря на свою стоимость и скорость окупаемости внеоборотные активы, в отличие от оборотных, в большей степени определяют рыночную капитализацию компании.

На данный момент оценка внеоборотных активов подвергается активным дискуссиям в литературе. Их контроль осуществляется за счет МСФО 16 «Основные средства», МСФО 38 «Нематериальные активы».

²⁵ Кулешова Е.К. «Интерпретация собственного капитала и ее влияние на рыночную стоимость компании».

²⁶ Соловьева О.В. Зарубежный финансовый учёт и отчетность

Основные средства, согласно Стандарту 16 МСФО²⁷ могут быть учтены либо по первоначальной, либо по переоцененной стоимости. Первоначальная стоимость подразумевает цену приобретения актива за вычетом накопленной амортизации и убытков от обесценения. В случае учета по справедливой стоимости объекты основных средств, они должны оцениваться по наблюдаемым и надежным параметрам, а также с определенной регулярностью, чтобы оценка по справедливой стоимости соответствовала рыночной конъюнктуре. При этом все свойства справедливой оценке, о которых говорилось ранее в работе, также релевантны и для отдельно Основных средств. Сам Стандарт делает допущение о переоценке с периодичностью от одного до пяти лет. Важно отметить, что во избежание отражения в финансовой отчетности смешанных затрат и стоимостей, что может привести к искажению восприятия отчетности, говорит о том, что одна группа активов должна переоцениваться либо одновременно, либо в короткий срок. Также данное указание позволяет избежать намеренную избирательную переоценку активов.

Нематериальные активы, в свою очередь при первоначальном признании оцениваются по себестоимости, что и является рыночной ценой актива на момент приобретения²⁸. Но важно учитывать, что нематериальные активы могут быть отдельно приобретены, самостоятельно созданы, приобретены в ходе сделки по приобретению бизнеса, а также в ходе обмена активами. При этом в ходе каждой сделки за компанией остается право при оценке НМА использовать как модель учета по фактическим затратам, так и по переоцененной стоимости. При использовании справедливой стоимости также используются информация с активных рынков, но в случае отсутствия – компания обязана отражать актив по себестоимости, за вычетом накопленных убытков от обесценения и амортизации.

Активы и собственный капитал связаны между собой основным бухгалтерским равенством, это понятно, очень просто:

$$\text{Активы} = \text{Собственный Капитал} + \text{Обязательства}$$

Активы компании могут иметь большую инвестиционную привлекательность и объясняющую капитализацию способность, чем собственный капитал. Нельзя пренебрегать функциями и возможностями, которые предоставляют чистые активы, но сами активы должны являться, как правило, более интересным элементом отчетности для ее пользователей, так как капитал состоит из уже приобретенных активов, которые приносят и будут приносить прибыль, что для организаций реального сектора важнее потенциальных

²⁷ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 16 «Основные средства»

²⁸ Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38 «Нематериальные активы»

источников финансирования в виде собственного капитала. При этом существует множество факторов, зависящих от оценок, переоценок, которые с одной стороны могут привести к наиболее гибкому и правдивому представлению активов компании, а с другой – оставляют возможность менеджерам и бухгалтерам управлять стоимостью активов, а иногда по ошибке давать неверное представление.

2.3. Свободный денежный поток

В предыдущей главе было показано, что свободные денежные потоки часто являются для пользователей отчетности сигналом о результатах деятельности фирмы, а следовательно, информацией для принятия решений об инвестировании в компанию. И так как целью данной работы является оценка влияния всей финансовой отчетности на рыночную стоимость компании, то следует рассмотреть показатели, отличные от представленных в отчете о финансовом положении. Более того, баланс и отчет о финансовых результатах подвержены прямому влиянию использования учета по справедливой стоимости, что не характерно отчета о движении денежных средств. Поэтому, показатели свободного денежного потока фирмы и свободного денежного потока для акционеров будут рассчитаны именно по данным, представленным в отчете о движении денег, что позволит получить более релевантные результаты и исследовать влияние как показателей, подверженных влиянию справедливой стоимости, так и «очищенных» от ее воздействия.

Отчет о движении денежных средств (ОДДС) почти не подвергается влиянию ни одной из оценок. Однако эксперты²⁹ отмечают, что учет временного обесценения финансовых активов по-разному отражается в ОДДС в зависимости от выбранной оценки. При использовании рыночной стоимости инструментов убыток может сокращать налогооблагаемую базу, тем самым сокращая денежные налоги и увеличивая денежные потоки компании.

Для последующего анализа прогнозирующей способности отчетности МСФО необходимо рассмотреть показатели свободного денежного потока фирмы и свободного денежного потока от капитала. Сам показатель свободного денежного потока позволяет пользователям понимать, какое количество денег было получено в ходе хозяйственной деятельности компании с учетом расходов на эту деятельность и инвестиций в капитал. Свободный денежный поток, в отличие от чистой прибыли, отчета о прибылях и убытках исключает неденежные расходы тем самым показывая, сколько реально организация

²⁹ Jajairam, P., Fair Value Accounting vs. Historical Cost Accounting

заработала средств. FCF интересен для инвесторов, так как позволяет понять, какое реальное количество денег компания может выплатить на дивиденды или выкуп акций. Более того, положительный денежный поток говорит о возможностях для поддержания и расширения своей деятельности, а также наращивании своих доходов, что говорит о привлекательности для инвесторов. При этом отрицательный денежный поток может сигнализировать как о неэффективном управлении средствами и возможности уйти с рынка, так и наращивании мощностей или замене старых фондов, если в его структуре, например, чистый денежный поток, или чистая прибыль после уплаты налогов, находится на уровне, характерном для компании, но при этом наблюдаются значительный капитальные расходы. То есть при рассмотрении денежного потока инвесторам необходимо проводить дополнительный сравнительный анализ, для адекватной оценки динамики фирмы. Но в любом случае, низкий или отрицательный денежный поток будет говорить о снижении выплат инвесторам, по крайней мере в краткосрочном периоде.

Основным преимуществом FCF является его чувствительность к изменениям в оборотном капитале компании. Например, при прочих равных условиях, при неизменной прибыли, говорящей о стабильности компании, может увеличиваться ее дебиторская задолженность, уменьшаться кредиторская и расти запасы, что будет означать отток денежных средств.

Таким образом, свободный денежный поток будет рассчитываться как:

$$FCF = OCF - CapEx,$$

Где OCF – это операционный поток, а CapEx – это капитальные расходы. Данная формула рассмотрена для расчета свободного денежного потока через операционный денежный поток. Также возможен расчет на основе операционной прибыли и выручки.

Часто инвесторами и аналитиками используется не FCF, а свободный денежный поток фирмы (Free Cash Flow for the Firm (FCFF)). Значимое отличие FCFF заключается в том, что данный денежный поток учитывает проценты к уплате.

$$FCFF = OCF - CapEx + I,$$

Где I- проценты к уплате, OCF – это операционный поток, а CapEx – это капитальные расходы.

FCFF это деньги, которая компания может считать абсолютно свободными к распоряжению, поэтому следует как раз учитывать необходимые расходы, без которых компания не может существовать, а это как принято считать инвестиции в основные фонды. Поэтому к деньгам, которые остались фирме от ее операционной деятельности, мы прибавляем проценты к уплате и вычитаем реинвестированный капитал, как необходимые для существования средства.

Но существует также показатель свободного денежного потока на капитал (Free Cash Flow to Equity (FCFE)).

$$FCFE = OCF - CapEx + \Delta D,$$

Где - ΔD чистые заимствования компании, которые отражают разницу между суммой полученных и погашенный долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, OCF – это операционный поток, а CapEx – это капитальные расходы.

Данный денежный поток может быть полезен именно для инвесторов, так как показывает, какое реальное количество денежных средств доступно акционерам после выплаты всех необходимых расходов на поддержание и расширение деятельности. Поэтому его также необходимо включить в исследования, как критерий информационной полезности компании.

Конечно, свободным денежным потоком можно также манипулировать, занижать показатели, уменьшающие операционные расходы, а также капитальные расходы, поэтому отдельного внимания требует регулирование и контроль данного показателя. Тем не менее, свободным денежным потоком, рассчитанным на основе ОДДС, манипулировать нельзя, так как он отображает реальные денежные оттоки и притоки фирмы.

Таким образом, в данной главе были рассмотрены 4 основных показателя, которые, согласно изученной литературе, Стандартам и Концептуальным основам МСФО должны отобразить способность финансовой отчетности прогнозировать рыночную стоимость компании за счет своей полезности и информативности для пользователей.

3. Исследование влияния показателей финансовой отчетности на рыночную стоимость компании

3.1. Предпосылки исследования и гипотезы

Чтобы оценить способность отчетности компании спрогнозировать ее будущую рыночную стоимость, в данной работе будет построена корреляция между выявленными статьями, а именно Активами, Собственным Капиталом и Свободными Денежными Потоками компании и капитализацией компаний.

Активы компании, с одной стороны, не используются в финансовых аналитических моделях по прогнозированию стоимости акций компании, а также в литературе, посвященной проблемам качества отчетности, уделяется меньше внимания, чем, например собственному капиталу и доходам компаний. С другой стороны, доказанной неэффективности активов выявлено не было. Более того, активы и их использование являются источником получения экономической выгоды компании, а следовательно их динамика и объем могут быть сигналом для инвесторов о возможностях роста компании, а также об эффективности управленческой работы менеджеров и руководства. Резюмируя, можно сказать, что в исследовании, представленном в этой работе необходимо рассмотреть влияние активов на рыночную стоимость компании, но связь не должна оказать высокой, по крайней мере выше, чем будет выявлена между другими выбранными показателями.

Гипотеза 1. Активы, как статья финансовой отчетности, составленной по МСФО, наделены прогнозирующей способностью рыночной стоимости компании, но сравнительно меньшей, чем другие.

Важно сказать, что для тестирования указанных показателей финансовой отчетности будет рассмотрено несколько временных периодов: дата окончания отчетного года (31.12.20 t); дата, следующая за датой публикацией отчетности; полгода с момента окончания отчетного года (30.06.20($t+1$)); год, с момента публикации отчетности (31.12.20($t+1$)); 1,5 года с момента публикации отчетности(30.06.20($t+2$)); 2 года с момента публикации отчетности(31.12.20($t+2$)).

Дата, следующая за отчетной, была рассмотрена для исследования, как период с наименьшим лагом между получением информации о компании и оценкой ее стоимости инвесторами. Этот период используется скорее не для выявления прогнозирующей способности того или иного рассматриваемого элемента, а для того, чтобы оценить степень информативности публикуемой отчетности, так как считается, что именно в этот момент модели аналитиков в наибольшей степени учитывают данные, представленные в отчетности. С другой стороны, на решения пользователей отчетности могут повлиять

события после отчетной даты, которые публикуются в отчетности, но не учитывались в данных исследования. Соответственно ожидается, что корреляция исследуемых показателей и рыночной капитализации будет самой высокой.

Гипотеза 2. Наибольшая корреляция будет наблюдаться между показателями отчетности и рыночной стоимостью на момент публикации отчетности.

Котировки за отчетную дату и через полгода, год, полтора и два после нее были рассмотрены для оценивания наличия связи и прогнозирующей способности отчетности. Был рассмотрен именно такой период, так как в изученных исследованиях³⁰, прогнозы на основе отчетности были сделаны не более, чем на три года. Более того, при попытках оценить стоимость бизнеса и спрогнозировать его будущую стоимость, эксперты часто опираются на операционные характеристики компании, публикуемые не в финансовой отчетности, а интегрированной, или же в пресс-релизах (например, для ритейла это будет динамика торговых площадей, открытие/закрытие новых сетей и так далее).

Гипотеза 3. Свободные денежные потоки фирмы и свободные денежные потоки акционеров лучше прогнозируют рыночную стоимость компании, чем собственный капитал и активы.

3.2. Данные

Для исследования были выбраны 16 российских компаний по 7 отраслям.

Таблица 1. Перечень компаний, рассматриваемых в исследовании

Отрасли	Перечень компаний и период	Количество компаний
Нефтехимия	Нижнекамскнефтехим (2008–2020)	1
Нефть и газ	Роснефть (2007–2021) Газпром (2007–2020) Татнефть (2007–2021) Новатэк (2008–2021) Лукойл (2008–2021)	5
Транспорт	Дальневосточное морское пароходство (2009–2021) Ютэйр (2009–2020) Аэрофлот (2009–2021)	3
Строительство	ПИК (2008–2020)	1

³⁰ Wright, S., Evans, E. Is fair value information relevant to investment decision-making: Evidence from the Australian agricultural sector?

<i>Продолжение Таблицы 1</i>		
Телекоммуникации и IT	МТС (2009–2021)	1
Агро промышленность	Группа Черкизово (2009–2021)	1
Черная металлургия	ТМК (2008–2021) ММК (2007–2021) Северсталь (2007–2021) НЛМК (2008–2021)	4

Источник: Составлено автором в ходе исследовательской работы

Также финансовые отчёты компаний были проанализированы с целью определения статей, оцениваемых по справедливой стоимости. Все компании, за исключением ОАО «ПИК» оценивают по справедливой стоимости свои финансовые активы и инструменты, на которые приходится в среднем 40–50% баланса компании. Причем преимущественно оценка производится, согласно Уровню 2 иерархии наблюдаемости информации об оценке.

Рыночная стоимость компаний рассчитывалась по следующей формуле: Рыночная стоимость = Стоимость акции * Объем акций в обращении. Источником информации о средневзвешенном количестве торгуемых акций в год также послужили примечания к отчетности. Котировки акций были скачаны с интернет-источника³¹ и отсортированы в соответствии с интересующими датами.

В качестве метода исследования была выбрана корреляция, как способ оценки статистической взаимосвязи между исследуемыми показателями (см. Приложение 1). А именно, корреляция между: активами и рыночной стоимостью компании, собственным капиталом и рыночной стоимостью компании, FCFF и рыночной стоимостью компании, FCFE и рыночной стоимостью компании. Для каждой указанной пары показателей оценивалась связь для разных временных промежутков, то есть с нулевым лагом, с лагом в полгода, год, полтора и два.

3.3. Результаты исследования

Разобьём результаты анализа на несколько частей: с точки зрения рассматриваемых показателей, с точки зрения временного фактора и с точки зрения некоторых отраслей, чтобы дать наиболее точную интерпретацию результатов.

Временной фактор

³¹ <https://www.finam.ru>

При анализе (см. Приложение 1) собранных данных было выявлено, как видно на *Графике 1*, что самая высокая связь наблюдается в нулевой (0,54–0,83) и полугодовой (0,63–0,82) периоды, а также в момент публикации отчетности (0,55–0,82). При этом при более длительном прогнозировании статистическая связь продолжает наблюдаться, но становится ниже (0,48–0,71). Это говорит о том, что с течением времени прогнозирующая способность отчетности падает данные из предыдущих отчетностей, инвесторы перестают учитывать в своей функции принятия решений.

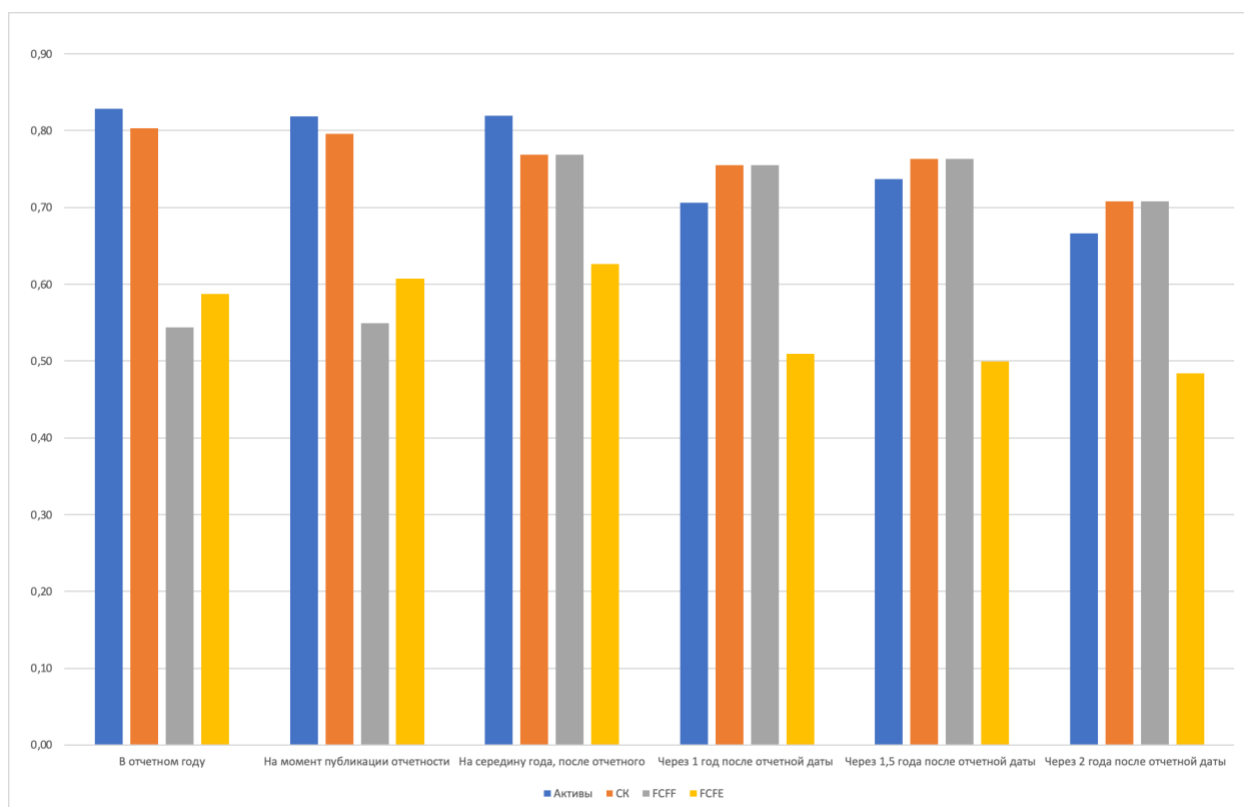


График 1. Корреляция между показателями отчетности и рыночной стоимостью компании (в зависимости от показателя)

Источник: составлено автором на основе результатов исследования

Также, в Концептуальных основах МСФО подчеркивается важность критерия информации как сопоставимость³², что обеспечивается форматом отчетности – в отчетном периоде также публикуются данные за один или иногда два предыдущих года. Поэтому прогнозную способность статей может также поддерживать форма предоставляемой пользователям информации. Таким образом, *Гипотеза 2* не отвергается. В период до года прогнозирующая способность отчетности является высокой, а значит данные о показателях этой отчетности, при принятии решений инвесторами оказывают большее влияние, чем та же ставка дисконтирования, которая корректирует будущую приведенную стоимость.

³² Conceptual Framework for Financial Reporting

Самая высокая корреляция для собственного капитала и активов наблюдается именно в отчетном году. Фактор отчетного года был включен в исследование для тестирования на наличие связи и характера зависимости между статьями отчетности и рыночной стоимости компании. Но данная зависимость показывает, что, во-первых, для рассмотрения стоит брать также ежеквартальные результаты, так как наличие высокой связи между результатами компании и годовой капитализацией может говорить об учете участниками рынка промежуточной информации о компании, а следовательно годовая капитализация будет содержать в себе данные из промежуточных отчетностей, которые складываются в ежегодную. Во-вторых, может быть выявлена обратная причинно-следственная связь – выпускаемые акции являются одним из источников финансирования деятельности организаций, поэтому динамика статей отчетности может повторять динамику рынка. Также руководство компании может принимать управленческие и операционные решения на основе рыночных котировок, что может служить причиной двусторонней связи между отчетностью и стоимостью фирм.

Результаты по анализируемым статьям.

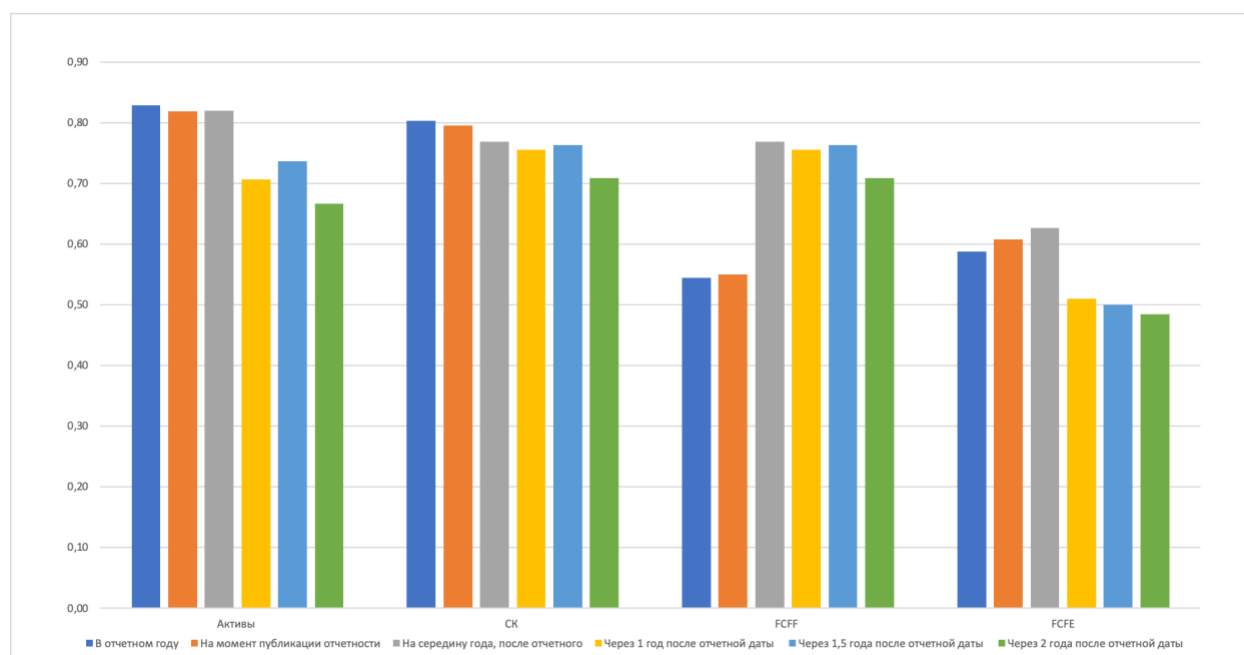


График 2. Корреляция между показателями отчетности и рыночной стоимостью компании (в зависимости от временного периода)

Источник: составлено автором на основе результатов исследования (см. Приложение 1)

Активы, как можно видеть на *Графике 2*, вплоть до полуторагодового периода имеют самую высокую из всех предложенных параметров статистическую зависимость с капитализацией компаний -, а следовательно *Гипотеза 1* отклоняется. Получается, что

несмотря на популярность оценок, основанных на анализе денежных потоков, собственного капитала, доходов, активы и в целом валюта баланса несут в себе наиболее полезную информацию для пользователей отчетности. Ведь как уже было сказано, капитал является для компании источником, генерирующим прибыль, а следовательно те средства, которые позже компания сможет выплатить своим инвесторам и кредиторам. Получается, что в дальнейших исследованиях необходимо уделить внимание анализу и даже разработке моделей, основанных на суммарной стоимости отчета о финансовом положении. Также следует обратиться к показателю рентабельности активов - Return on Assets (ROA), который показывает отношение чистой прибыли к активам компании, а следовательно, говорит о том, насколько эффективно компания может управлять своими активами. Данный показатель мог бы также сделать информацию о прибыли компании более полезной, в чем на данный момент некоторые исследователи сомневаются.

Важно отметить, что средняя либо высокая статистическая связь характерна для всех периодов и показателей (см. Приложение 1).

Как уже было сказано, для проведения исследования были собраны данные о российских компаниях, чьи активы и обязательства оценены по справедливой стоимости в среднем на 30–50%. То есть, при данном соотношении стоимостных оценок информация о деятельности компаний является достаточно достоверной. Можно сделать несколько предположений. Во-первых, российские рынки для специфичных, присущих отобранным отраслям, активов могут быть неэффективны или недостаточно эффективны, поэтому наилучшей оценкой пока является оценка по исторической стоимости. Также стоит учесть, что изученные в данной работе исследования проводились в основном на рынках США и ЕС, где активное внедрение использования справедливой стоимости начало происходить еще в 80-х годах прошлого века, и ее практика и интерпретация на данный момент лучше понимаются как компаниями, так и инвесторами. Во-вторых, пока невозможно говорить о снижении или увеличении степени зависимости в случае более активного использования российскими компаниями оценки по справедливой стоимости так как на данный момент просто нет необходимых данных. Хотя вероятно, что данное предположение можно было бы рассмотреть на примере банковского сектора, так как там процент активов и обязательств, оцененных по справедливой стоимости гораздо выше в силу специфичности³³ деятельности и структуры баланса, но по этой же причине интерпретировать результаты на остальные компании отечественного рынка будет не совсем корректно.

³³ Sodan, S., The Impact of Fair Value Accounting on Earnings Quality in Eastern European Countries

Рассмотрим результаты, полученные при анализе свободных денежных потоков. *Гипотеза 3* по результатам исследования отклоняется. Данная гипотеза выдвигалась с целью оценки способности свободных денежных потоков предсказывать стоимость компании, а также выявления преимущества (недостатка) перед показателями баланса. Но так как мы говорим об информативности отчетности, стоит отметить, что дело может быть не в качестве информации, предоставляемой свободными денежными потоками, а в ее восприятии. Так как между элементами отчетности компании и ее рыночной стоимостью стоит пользователь этой отчетности, и именно он принимает решения об инвестировании средств в компанию, то более слабая связь может говорить не о качестве свободных денежных потоков, а о их восприятии инвесторами. Но так как в данной работе исследуется именно качество информации, а не поведенческий фактор пользователя отчетности, то стоит сделать вывод именно о более слабой прогнозирующей способности свободных денежных потоков.

Подводя итог исследования, можно сделать несколько основных выводов. Во-первых, все показатели, основанные на отчетности, включающей в себя оценку по справедливой стоимости, имеют положительную связь с рыночной стоимостью компании, а следовательно, можно сказать, что данная отчетность на российском рынке воспринимается пользователями и используется для включения в модели по прогнозированию стоимости акций, что говорит о высокой степени ее информативности. При этом показатели FCFF и FCFE, в большей степени «очищенные» от влияния выбранного метода учета, уступают статьям активов и собственного капитала в информативности, особенно в период до 1,5 лет. Во-вторых, со временем, отчетность теряет свою статистическую связь с

Важно обратить внимание на высокую статистическую связь между показателями активов и рыночной стоимости компании. Несмотря на большую популярность у инвесторов прибыли и собственного капитала, активы имеют по результатам исследования более высокую связь с рыночными ценами акций. А следовательно, полезность информации и ее репрезентативность также выше. Поэтому стоит обратить внимание на дополнительный анализ активов и усовершенствовании информации о нем для пользователей. Например, провести анализ на основе двухфакторной модели, взятой из комплексного анализа А.Д.Шеремета³⁴. Данная модель рассчитывается на основе следующей формулы:

$$\frac{P}{K} = \frac{P}{N} * \frac{N}{K},$$

³⁴ А.Д.Шеремет. Теория экономического анализа

Где Р-чистая прибыль за отчетный период, N- выручка за отчетный период, К- балансовая стоимость активов компании за отчетный период. Первая дробь будет отражать рентабельность продаж, что будет говорить о возможностях фирмы эффективно вести свою деятельность, чтобы при понесенных расходах на обслуживание всей деятельности у фирмы оставались средства на реинвестирование, расширение деятельности, а также выплаты дивидендов. Вторая дробь отражают деловую активность фирмы, а именно сколько средств при использовании активов компания может сгенерировать, что для пользователей отчетности будет сигнализировать об эффективном управлении активов. В итоге отношение Р/К будет говорить о способности компании эффективно управлять как активами, так и операционным циклом в целом. Так как по результатам работы наибольшую информативность несет в себе именно валюта баланса, то в дальнейших исследованиях стоит развивать модели и прогнозы, основанные именно на показателях активов и рентабельности активов.

Заключение

Информативность и полезность финансовой отчетности компании являются предметом обсуждений в мировом научном сообществе уже более 30 лет. В то время как эта полезность определяется ее внешними пользователями и тем, какие решения принимаются, в основе которых лежат данные финансовой отчетности. Поэтому связь отчетности и рыночной стоимости компании является важным вопросом, однозначного ответа на который пока нет.

Общепринятый порядок составления отчетности определяется МСФО, чьи стандарты и концепции нацелены на усовершенствование предоставляемой информации, поэтому необходимо исследовать то, как эти стандарты на самом деле влияют на решения и благосостояние пользователей отчетности.

В ходе данной работы было показано, что помимо очевидных преимуществ оценки по справедливой стоимости, она может вызывать ряд проблем для компаний и пользователей из-за чего асимметрия информации на данном рынке может расти. Но при этом пользователи продолжают брать информацию из финансовой отчетности и строить на ее основе прогнозы, что означает, что проблемы стоит выявлять и находить к ним решения.

При анализе тенденций финансового анализа и прогнозирования было выявлено, что основными источниками, взятыми из публикуемых компаниями финансовыми отчетностями, для пользователей являются: активы, собственный капитал, свободные денежные потоки. Поэтому для исследования, проводимого в данной работе, также были взяты указанные статьи.

При анализе финансовых отчетностей российских компаний и их рыночной стоимости было выявлено, что несмотря на все указанные проблемы и недостатки отчетности, составленной по справедливой стоимости, корреляция между указанными показателями является высокой. Причем, прогнозирующая способность активов в периоде до 1,5 лет оценивается выше остальных. Данный результат необходимо развивать и применять на практике, совершенствуя модели прогнозирования стоимости, основанные на сумме валюты баланса, так как исследование показало, что данный показатель является для пользователей наиболее полезным.

Предположения о том, что прогнозирующая способность отчетности, отраженная в, «очищенных» от воздействия учетных оценок, денежных потоках будет выше не подтвердилось. Хотя денежные потоки хоть и хуже, но оправдывают капитализацию компании.

Получается, что на данный момент, российские компании публикуют такие отчетности и с той оценкой учета, которые в достаточной мере предоставляют полезную

информацию для аналитиков и других пользователей отчетности, в особенности наибольшую ценность для них представляют активы компаний.

Тем не менее, собственный капитал при его нацеленности на как раз таки отражение рыночной стоимости компании, особенно при оценивании всех активов и обязательств по справедливой стоимости, не так высоко оправдывает рыночную стоимость компании, как например активы.

Резюмируя вышеупомянутые итоги, можно сказать, что по результатам данной работы был сделан вклад в расширение способов оценки прогнозирующей способности отчетности компании, а также выявлен фактор, который в будущем может использоваться для улучшения моделей анализа отчетности и прогнозирования стоимости ценных бумаг компаний.

Приложение 1

1.1. Таблица 2. Корреляция между рыночной стоимостью компаний и показателями отчетности по периодам и отраслям.

(Источник: рассчитано автором на основе данных финансовых отчетностей указанных компаний и рыночных котировок акций (<https://www.finam.ru/>))

Показатель	Период	Телеком и ИТ	Строительство	Нефтехимия	Нефть и газ	Чёрная металлургия	Агропром	Транспорт	Все компании
Активы	В отчетном году	0,19	0,93	0,92	0,93	0,54	0,83	0,78	0,83
	На момент публикации отчетности	-0,30	0,91	0,96	0,94	0,55	0,18	0,68	0,82
	На середину года, после отчетного	0,59	0,87	0,96	0,73	0,47	0,83	0,67	0,82
	Через 1 год после отчетной даты	-0,69	0,85	0,94	0,91	0,41	0,84	0,70	0,71
	Через 1,5 года после отчетной даты	0,57	0,74	0,96	0,58	0,38	0,83	0,58	0,74
СК	Через 2 года после отчетной даты	0,46	0,73	0,86	0,92	0,38	0,82	0,67	0,67
	В отчетном году	-0,10	0,83	0,89	0,93	0,57	0,83	0,01	0,80
	На момент публикации отчетности	0,44	0,87	0,96	0,91	0,54	0,83	0,04	0,80
	На середину года, после отчетного	0,02	0,69	0,92	0,73	0,47	0,84	0,09	0,77
	Через 1 год после отчетной даты	-0,25	0,81	0,93	0,91	0,41	0,84	-0,13	0,75
FCFF	Через 1,5 года после отчетной даты	-0,01	0,96	0,95	0,58	0,40	0,83	-0,05	0,76
	Через 2 года после отчетной даты	0,34	0,94	0,86	0,92	0,40	0,77	-0,11	0,71
	В отчетном году	0,39	0,92	-0,38	0,89	0,10	0,47	0,76	0,54
	На момент публикации отчетности	0,45	0,90	-0,46	0,88	0,11	0,56	0,70	0,55
	На середину года, после отчетного	0,69	0,88	-0,16	0,36	-0,04	0,68	0,71	0,77
FCFE	Через 1 год после отчетной даты	-0,17	0,94	-0,25	0,91	-0,17	0,84	0,67	0,75
	Через 1,5 года после отчетной даты	0,22	0,89	-0,46	0,27	-0,27	0,83	0,71	0,76
	Через 2 года после отчетной даты	0,20	0,91	0,89	0,79	-0,15	0,77	0,76	0,71
	В отчетном году	-0,45	0,92	0,77	0,88	0,61	0,78	0,65	0,59
	На момент публикации отчетности	0,45	0,90	0,87	0,71	0,61	0,80	0,70	0,61
	На середину года, после отчетного	0,69	0,88	0,91	0,45	0,53	0,83	0,53	0,63
	Через 1 год после отчетной даты	-0,17	0,94	0,85	0,71	0,35	0,69	0,67	0,51
	Через 1,5 года после отчетной даты	0,22	0,89	0,87	0,21	0,36	0,57	0,64	0,50
	Через 2 года после отчетной даты	0,20	0,91	-0,24	0,79	0,37	0,67	0,71	0,48

1.2. Таблица 3. Интерпретация показателей корреляции

(Источник: Шкала Чеддока)

	Прямая связь	Обратная связь
Слабая	0,1 < k < 0,3	-0,3 < k < -0,1
Умеренная	0,3 < k < 0,5	-0,5 < k < -0,3
Заметная	0,5 < k < 0,7	-0,7 < k < -0,5
Высокая	0,7 < k < 0,9	-0,9 < k < -0,7
Весьма высокая	0,9 < k < 1	-1 < k < -0,9

1.3. Формула расчета корреляции Пирсона

$$k_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i) * (y_i - \bar{y}_i)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i)^2} * \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y}_i)^2}}$$

Список литературы

Статьи:

1. Бреславцева Н.А., Каращенко В.В, Проскурина В.А., Применение иерархического принципа при стоимостной оценке справедливой стоимости в МСФО // Международный бухгалтерский учет. – 2013. – 17(263)
2. Демина И.Д. Чистые активы: Порядок расчета и способы их управления // Проблемы учета – 2010. - 12 (144). – С. 9-12
3. Доронина Ф.Х. Об оценке справедливой стоимости // Международный научный журнал «Символ науки». – 2015. - №10. – с. 38-40
4. Илышева Н.Н., Крылов С.И. Анализ финансовой отчетности коммерческой организации, сформированный в соответствии с МСФО // Экономический анализ: теория и практика – 2006. - 13(70). – С. 9-16
5. Поленова С.Н. Формирование чистой прибыли и убытка отчетного периода в отчетности по МСФО// Международный бухгалтерский учет – 2005, -11 (83). - с.11-16
6. Рожнова О.В. Развитие концепции оценки по справедливой стоимости // Учет. Анализ. Аудит. – 2016. - №6. – С. 20–27.
7. Соловьева О.В. Оценка элементов финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) // Аудит и финансовый анализ – 2008.
8. Шуленбаева Г.Р., Джондельбаева А.С. Концепция справедливой стоимости: литературный обзор зарубежных исследований // Статистика, учет и аудит. – 2020. - № 3(78). – С. 54-57.
9. Хахонова Н.Н. Актуальные вопросы совершенствования концептуальных основ МСФО.
10. Adame K., Koski J., Lem K. Why Are Investors Paying (More) Attention to Free Cash Flows? -2020.
11. Adwan, S., Giardone, C. Fair value accounting and value relevance of equity book value and net income for European financial firms during the crisis // Journal of International Accounting, Auditing and Taxation – 2020. – vol. 39.
12. Alaryan, L., The Relationship between Fair Value Accounting and Presence of Manipulation in Financial Statements// International Journal of Accounting and Financial Reporting – 2014, Vol. 4, No. 1, p. 221-237
13. Barlev, B., Haddad, J.R. FAIR VALUE ACCOUNTING AND THE MANAGEMENT OF THE FIRM// Critical Perspectives on Accounting. – 2003. - Volume 14. – No. P 383-415

14. Barth, M.E., Clinch, G., Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates// *Journal of Accounting Research*. – 1998. - Vol. 36
15. Barth M., Landsman W. Using Fair Value Earnings to Asses Firm Value// *American Accounting Association*. – 2018. – Vol. 32(4), - p. 49-58
16. Barth M., Cram D., Nelson K. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows // *Accounting Review*. – 2001. - 76 (1). - P. 27–58
17. Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most—and Why? // *The Accounting Review*. - 2010. - Vol. 85(3). -p. 753–789.
18. Bouaziz, M.Z, Deschenes, S. The Fair-Value Accounting Framework and the Evolution of the Ohlson Model // *CAAA Conference 2018 Calgary, Alberta, Canada*
19. Busso, D. Does IFRS 13 Improve the Disclosure of the Fair Value Measurement? An empirical analysis of the real estate sector in Europe // *GSTF Journal on Business Review*. - 2014. - Vol.3. - No.4
20. Cascino, S., Clatworthy, M., Osma, B.G., Gassen, J., Imam, S., The Usefulness of Financial Accounting Information: Evidence from the Field // *The Accounting Review* – 2021. -Vol. 96. – No. (6). - P. 73–102.
21. Christensen H., Hail L., Leuz C. Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement // *Journal of Accounting and Economics*. - 2013. - vol. 56(2). - p. 147-177
22. Christensen, H.B., Nikolaev, V.V. Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? // *Rev Account Stud*. - 2013. – Vol.18, 734–775
23. DeFond, M., Hu J., Hung, M., Li, S. The effect of fair value accounting on the performance evaluation role of earnings// *Journal of Accounting and Economics*. – 2020, - Vol. 70. – No. 2–3
24. Easton, P., Zhang, XJ. Mixing fair-value and historical-cost accounting: predictable other-comprehensive-income and mispricing of bank stocks // *Rev Account Stud*. – 2017. – Vol 22. – P. 1732–1760
25. Filip, A., Convergence in Motion: A Review of Fair Value Levels' Relevance// *Accounting in Europe*. – 2021. - Vol. 18. – No.3.
26. Filip, A., Hammami, A., Huang, Z., Jeny, A., Magnan, M., & Moldovan, R. Convergence in Motion: A Review of Fair Value Levels' Relevance // *Accounting in Europe*. - 2021. - Vol 18(3). – p. 275–294.

27. Gulin, D., Hladika, M. INFORMATION CAPACITY OF CASH FLOW STATEMENT – DO WE USE IT ENOUGH? // MultiScience - XXXI. Micro CAD International Multidisciplinary Scientific Conference University of Miskolc – 2017
28. Georgiou, O. The Worth of Fair Value Accounting: Dissonance between Users and Standard Setters // Contemporary Accounting Research. – 2018. – Vol. 356.- No. – p. 1297-1333
29. Jajjairam, P., Fair Value Accounting vs. Historical Cost Accounting// Review of Business Information Systems -2013 , vol 17, num 1, p 1- 6
30. Laux C., Leuz C. The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate // Accounting, Organizations and Society. – 2009. -Vol. 34. - Issues 6–7. - P.826-834
31. Lewellen J., Lewellen K,. Investment and Cash Flow: New Evidence// JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS Vol. 51, No. 4, Aug. 2016, pp. 1135–1164
32. Liang, L., & Riedl, E. J. The Effect of Fair Value versus Historical Cost Reporting Model on Analyst Forecast Accuracy // The Accounting Review. -2014. – Vol. 89(3)
33. Mielcarz1 P., Wnuczak P. DCF Fair Value Valuation, Excessive Assets and Hidden Inefficiencies // CONTEMPORARY ECONOMICS. – 2011. - Vol. 5. - Issue 4. – p 44-57
34. Magnan M., Menini A. & Parbonetti A. Fair value accounting: information or confusion for financial markets? // Rev Account Stud. -2015. -20. - P.559–591.
35. Opler, C., Saron, M., Titman, S. Designing Capital Structure to Create Shareholder Value // Journal of Applied Corporate Finance – 1997, - vol 10, - p. 21- 32
36. Pompili, M., & Tutino, M. Fair value accounting and earning management: The impact of unobservable inputs on earning quality. Evidence from the US. // Corporate Ownership & Control. - 2018. - 16(2). – P. 8-18.
37. Palea, V. Fair value accounting and its usefulness to financial statement users // Journal of Financial Reporting and Accounting. - 2014. – Vol.12(2). – P. 102–116.
38. Riedl, E.J., Liang, L. The Effect of Fair Value versus Historical Cost Reporting Model on Analyst Forecast Accuracy// The Accounting Review. - 2014. – Vol. 89 (3). -p. 1151–1177
39. Ronen, J. To Fair Value or Not to Fair Value: A Broader Perspective// A Journal of Accounting, Finance and Business Studies , - 2008, - vol 44, issue 2, p 181-208
40. Sodan, S., The Impact of Fair Value Accounting on Earnings Quality in Eastern European Countries // Procedia Economics and Finance .-2015. - Volume 32. – P. 1769-1786
41. Wright, S., Evans, E. Is fair value information relevant to investment decision-making: Evidence from the Australian agricultural sector? // Australian Journal of Management. – 2021. - p 1- 26

Монографии, книги и учебные пособия:

42. Ли К., Антилл Н., Оценка компаний: Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. – М.: Альпина Паблишер, 2016.
43. Соловьева О.В. Зарубежный финансовый учёт и отчетность. М.: Экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова, 2020.
44. Шеремет А. Д., Мельник М. В., Баканов М. И. Теория экономического анализа. 5-е изд. Финансы и статистика, 2005

Нормативно-правовые акты:

45. Conceptual Framework for Financial Reporting
46. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»
47. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38 «Нематериальные активы»
48. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 16 «Основные средства»
49. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 2 «Запасы»

Интернет-источники:

50. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg20.xls>
51. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg19.xls>
52. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg18.xls>
53. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg17.xls>
54. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg16.xls>
55. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg15.xls>
56. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg14.xls>
57. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/waccemerg13.xls>
58. <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0J2Q06/>
59. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009034268/>
60. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009033591/>
61. <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0DKVS5/>
62. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009024277/>
63. <https://cbonds.ru/stocks/RU0007661385/>
64. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009062285/>
65. <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JP7J7/>
66. <https://cbonds.ru/stocks/RU0007775219/>
67. <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0B6NK6/>
68. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009084396/>

69. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046510/>
 70. <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046452/>
 71. <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JL4R1/>
 72. <https://cbonds.ru/stocks/RU0008992318/>
73. Кулешова Е.К. «Интерпретация собственного капитала и ее влияние на рыночную стоимость компании». 2021