



**СКОЛКОВО**  
Московская школа управления

# **ПОТЕРЯННЫЕ ДЕНЬГИ** **ПОЧЕМУ НА НЕКОТОРЫХ** **БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ** **ФОНДОВЫХ РЫНКАХ ЦЕННЫЕ** **БУМАГИ ПРОДАЮТСЯ ДЕШЕВЛЕ**

**ИССЛЕДОВАНИЕ IEMS**

Институт исследований развивающихся рынков

бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)

Выпуск 13-10, Декабрь 2013

# Содержание

I. Введение	2
II. Множители P/E: сравнение развитых и развивающихся стран	6
III. Риск	14
IV. Выводы	28
V. Приложение	30

Автор:  
Д-р Уильям Т. Уилсон, Старший научный сотрудник

Главный редактор:  
Д-р Сеунг Хо «Сэм» Парк, Исполнительный директор

# I. Введение

За последние десять лет для многих компаний в быстроразвивающихся странах фондовый рынок превратился в крайне важный источник капитала. С 2002 по 2012 годы средний коэффициент капитализации рынков акций в быстроразвивающихся странах (процентное отношение совокупной капитализации фондового рынка к ВВП) увеличился в два раза, с 20% до 40%.

Почему же на некоторых быстроразвивающихся фондовых рынках так сильно различается стоимость ценных бумаг? Например, доллар прибыли, которую приносят котируемые компании Индии, сегодня оценивается в 19 долл. США, а доллар прибыли публичных компаний России — всего в 7 долл. Страны с быстроразвивающимися рынками, где существует проблема относительно низкой стоимости ценных бумаг на фондовом рынке, платят чрезмерную цену. Например, если бы относительная стоимость акций российских компаний соответствовала среднему уровню по странам с быстроразвивающимися рынками, то текущая капитализация фондового рынка страны была бы примерно на 400 млрд долл. США выше.

Динамика стоимости широкого фондового индекса страны во времени отражает изменения различных экономических условий и представлений инвесторов о будущей доходности. В данной работе будут проанализированы коэффициенты цена/прибыль четырнадцати крупнейших в мире фондовых рынков развивающихся стран, а также предпринята попытка выявить факторы, влияющие на эти коэффициенты. В частности, в работе будет рассмотрен широкий диапазон факторов, воздействующих на риск, которому подвергаются инвесторы в акции стран с быстроразвивающимися рынками. К числу этих факторов относятся общий уровень защиты инвесторов, стандарты аудита, коррупция, налоги, меры контроля за операциями с капиталом, коэффициенты дивидендных выплат и значимость государственных предприятий.

## Коэффициент цена/прибыль — основы

Коэффициент цена/прибыль, или P/E (Price-to-Earnings), представляет собой наиболее распространенную меру оценки стоимости акций. Для отдельной компании этот коэффициент определяется как отношение рыночной цены за акцию к годовой прибыли на эту акцию. Коэффициент P/E показывает, сколько рынок готов заплатить за акцию в расчете на каждый доллар прибыли в любой заданный момент времени. Например, коэффициент P/E, равный 15, означает, что инвесторы будут готовы затратить 15 долларов за каждый доллар прибыли<sup>1</sup>.

В целом при прочих равных условиях акции с более высоким / более низким прогнозируемым ростом прибыли обычно имеют более высокие / более низкие коэффициенты P/E. Инвесторы готовы платить больше за один доллар текущей прибыли, если они рассчитывают на быстрый рост этой прибыли. Коэффициент P/E также определяется риском, или уровнем уверенности в перспективах получения прибыли. При прочих равных условиях чем выше/ниже этот риск, тем, соответственно, ниже/выше коэффициент P/E (в Приложении представлен подробный вывод формул, связывающих коэффициент P/E с ожидаемым ростом дивидендов, коэффициентом дивидендных выплат и стоимостью собственного капитала).

Вообще говоря, коэффициент P/E для отдельной фирмы описывается следующим выражением:

$$P/E = (\text{дивиденды}) / (r - g),$$

где:

- «дивиденды» означают текущие дивиденды, выплаченные инвесторам;
- $r$  — стоимость собственного капитала фирмы;
- $g$  — ожидаемые темпы роста дивидендов.

<sup>1</sup> При расчете коэффициентов P/E применяется ретроспективная или прогнозная прибыль. В данной работе при расчете этого коэффициента используется ретроспективная прибыль.

В настоящей работе мы рассматриваем национальный, или «агрегированный» коэффициент Р/Е, который представляет собой отношение совокупной рыночной капитализации компаний, зарегистрированных на фондовом рынке страны, в данном году к совокупной прибыли этих компаний. Коэффициенты Р/Е могут демонстрировать колоссальное варьирование от квартала к кварталу и даже от года к году. К тому же этот коэффициент может давать искаженное представление о стоимости ценных бумаг в зависимости от того, в какой точке цикла деловой активности находится страна. Например, в результате резкого циклического спада экономики совокупная прибыль котируемых компаний может упасть почти до нуля, и коэффициент Р/Е устремится в бесконечность. Кроме того, в любой заданный момент любой фондовый рынок может существенно отклоняться от своей долгосрочной «внутренней» стоимости, или экономических детерминантов. Чтобы сгладить эти потенциальные искажения, в данной работе используется понятие «цена/прибыль, скорректированная с учетом циклических колебаний», — агрегированный коэффициент Р/Е, усредненный за период последнего экономического цикла (2007–2012 годы).

#### Чем определяется значимость фондовых рынков и коэффициентов Р/Е

В настоящее время в финансовых системах стран с быстроразвивающимися рынками все еще очень сильно доминируют банки, которые предоставляют основную часть средств для финансирования инвестиций, осуществляемых компаниями этих стран. По мере развития экономики этих стран их ведущие отрасли становятся все более капиталоемкими и инновационными. Компании обычно также укрупняются, и у них появляются потребности в более сложном финансировании, например, для

## Как следствие, «привлекательность» фондового рынка страны, особенно при достижении уровней дохода выше среднего, становится все более важным условием финансового посредничества

проведения более крупных инвестиционных операций.

Когда речь идет о фирмах, применяющих новые технологии или реализующих инновационные проекты, объем информации, значимой для потенциальных инвесторов, нередко бывает недостаточным, а профессиональные суждения об инвестиционном потенциале этих компаний сильно разнятся. У таких компаний больше шансов привлечь финансирование через фондовые рынки, чем через банки.

Банки по своей природе более осторожны, поэтому считается, что финансовые системы с доминированием банков душат инновации и препятствуют экономическому росту. С учетом ограниченных возможностей банков в плане диверсификации рисков и присущей им склонности к консерватизму при выборе инвестиций банки стремятся предоставлять займы «зрелым» предприятиям с устойчивыми и постоянными денежными потоками вместо кредитования новых фирм, которое сопряжено с более серьезным риском, но часто сулит более высокую отдачу.

Есть и другие причины, объясняющие возможное преимущество финансовой системы на основе рынков акций. Во многих крупных странах с быстроразвивающимися рынками существуют банковские финансовые системы, в которых более крупные финансовые посредники обладают колоссальным влиянием на компании. Есть мнe-

ние, что такой контроль в ряде отношений сдерживает экономический рост, и, возможно, наиболее значительное препятствие представляет собой деятельность государственных банков, которые занимают доминирующее положение в большинстве банковских систем крупных стран с быстроразвивающимися рынками. История показывает, что финансовые рынки гораздо эффективнее выполняют функцию распределения капитала (выбора «победителей»), чем принадлежащие государству или управляемые государством финансовые учреждения. Кредитование государственными банками государственных же предприятий сопряжено с установлением огромных политических требований, тогда как у финансовых рынков на повестке дня нет никаких других вопросов, кроме максимизации финансовой прибыли своих инвесторов.

Этот процесс уже в самом разгаре. В целях финансирования своего расширения компании стран с быстроразвивающимися рынками, вместо того чтобы обращаться к банкам, все чаще привлекают средства на рынках акций — не в последнюю очередь из-за того, что во всем развивающемся мире рынок корпоративных облигаций находится на начальном этапе своего становления. С 2002 по 2012 годы средний коэффициент капитализации рынков акций в быстроразвивающихся странах (процентное отношение совокупной капитализации фондового рынка к ВВП) увеличился в два раза, с 20% до 40%.

Как следствие, «привлекательность» фондового рынка страны, особенно при достижении уровней дохода выше среднего, становится все более важным условием финансового посредничества<sup>2</sup>. В настоящей работе коэффициент Р/Е используется в качестве показателя, отражающего привлекательность национального рынка акций — оценку стоимости акций страны по коллективному мнению отечественных

## По мере развития экономики этих стран их ведущие отрасли становятся все более капиталоемкими и инновационными

и глобальных инвесторов. Чрезмерно «низкий» коэффициент Р/Е нередко указывает на более высокую стоимость капитала для котируемых компаний страны, что может негативно отразиться на прибыльности бизнеса, инвестициях и, в свою очередь, на темпах роста национальной экономики (краткая математическая запись, демонстрирующая прямую связь коэффициентов Р/Е со стоимостью собственного капитала, представлена в Приложении).

Например, если бы для России множитель Р/Е был равен 13, то есть среднему значению этого показателя по странам с быстроразвивающимися рынками, текущая капитализация фондового рынка была бы примерно на 410 млрд долл. США выше. Самый быстрый в мире экономический рост не обеспечил Китаю высоких множителей фондового рынка, однако, если сегодня коэффициент Р/Е Китая повысился бы всего на один пункт, рыночная капитализация увеличилась бы более чем на 300 млрд долл. США, что привело бы к значительному обогащению акционеров и предоставлению более дешевого финансирования для котируемых компаний Китая. Иными словами, низкая стоимостная оценка равнозначна потере денег.

<sup>2</sup> Согласно классификации Всемирного банка, в стране с доходами выше среднего уровня доходы на душу населения составляют 4086–12 615 долл. США (2012 год).

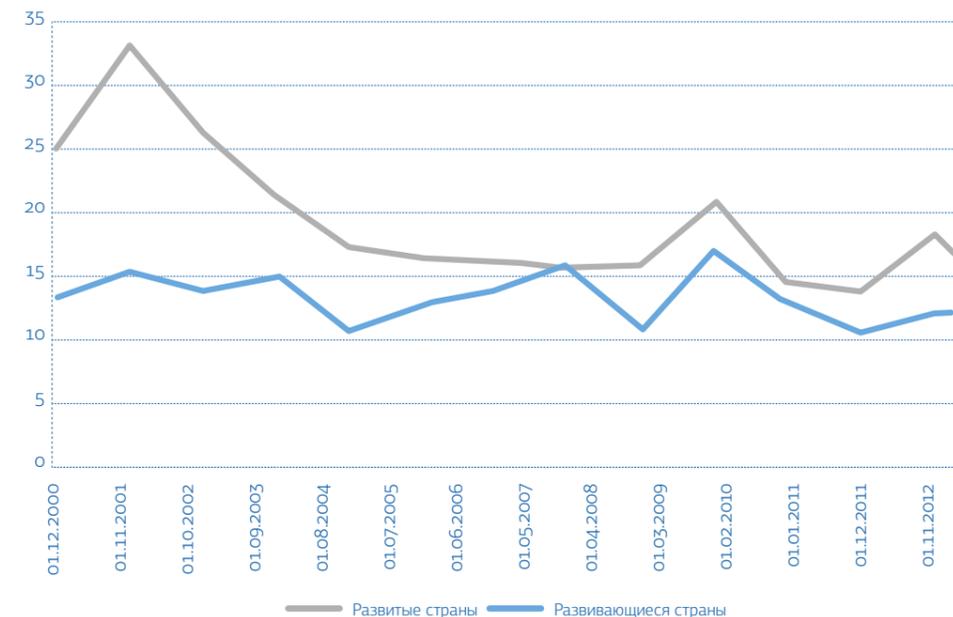
## II. Множители P/E: сравнение развитых и развивающихся стран

Согласно постулату традиционной теории финансов, вполне вероятно, что акции стран с быстроразвивающимися рынками действительно должны торговаться с более высоким множителем P/E, чем акции стран с развитыми рынками, поскольку, если исходить из относительного ожидаемого роста номинального ВВП, первые отчасти напоминают акции «роста», а вторые — акции «стоимости». Акции стран с быстроразвивающимися рынками, тем не менее, всегда продавались дешевле, чем акции стран с развитыми рынками. Иными словами, глобальные инвесторы, как правило, требовали более низкую относительную цену на доллар прибыли, поскольку ценные бумаги стран с быстроразвивающимися рынками считались более рискованными, или изменчивыми. По состоянию на начало нынешнего века, вскоре после кризиса быстроразвивающихся рынков, этот разрыв достиг двузначных величин.

В минувшем десятилетии этот разрыв существенно уменьшился, во многом в связи с повышением оценочных множителей стран с быстроразвивающимися рынками (то есть инвесторы требовали небольшую прибыль на цену каждой приобретенной акции). К концу 2007 года множители, соответствующие обоим индексам, впервые достигли паритета.

Хотя причины недавнего финансового кризиса концентрировались в развитом мире, восприятие относительного риска быстро менялось. Некоторые аналитики полагают, что, поскольку многие развитые страны выходят из кризиса со значительными уровнями частного и государственного долга, уровень риска на современных быстроразвивающихся рынках, возможно, сравнительно низок (в настоящее время суверенные долговые обязательства всех стран БРИК впервые имеют рейтинги инвестиционной категории). Однако после финансового кризиса ситуация

Рисунок 1. Акции быстроразвивающихся рынков ценятся дешевле (коэффициенты P/E: акции, входящие в индекс MSCI Emerging и в индекс MSCI World)



изменилась, и разрыв в стоимостной оценке вернулся к отметкам порядка 4–6 пунктов.

### Ценовые множители по странам

На Рисунке 2 представлены средние коэффициенты P/E для фондовых рынков крупнейших стран с быстроразвивающимися рынками за 2007–2012 годы. Их значения варьируются в пределах от 18,9 в Индии до 9,5 в России. В среднем за указанный шестилетний период коэффициент P/E по индексу MSCI Emerging составлял 13, что близко к его среднему уровню с начала века. Показатели рыночной капитализации относятся к концу года, а годовая прибыль определяется как прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации (ЕБИТДА).

Индия, Чили, Колумбия и Польша имеют высокие, а Бразилия, Аргентина, Таиланд и Турция — относительно низкие множители акций.

Хотя фондовый рынок Китая, бесспорно, является самым крупным среди развивающихся стран, обвал стоимости акций на нем приводит в недоумение, если учесть, что экономический рост в течение указанного периода оставался высоким. В 2007 году коэффициент P/E достиг пиковой отметки 26, а затем к концу 2012 года упал ниже 7.

По сравнению с акциями развитых и развивающихся стран акции российских компаний отличались большими размерами «дисконта», с которым они торговались. В середине и второй половине прошлого десятилетия стоимостные оценки российских акций быстро росли. Глобальная рецессия вызвала необычайно резкую коррекцию стоимости акций, прежде чем в 2010 году они стали быстро восстанавливаться. Однако после этого произошел крутой обвал стоимостных оценок, и в первой половине 2013 года российские акции торговались с множителем ниже шести.

Рисунок 2. Коэффициенты P/E по странам (2007–2012 гг.)

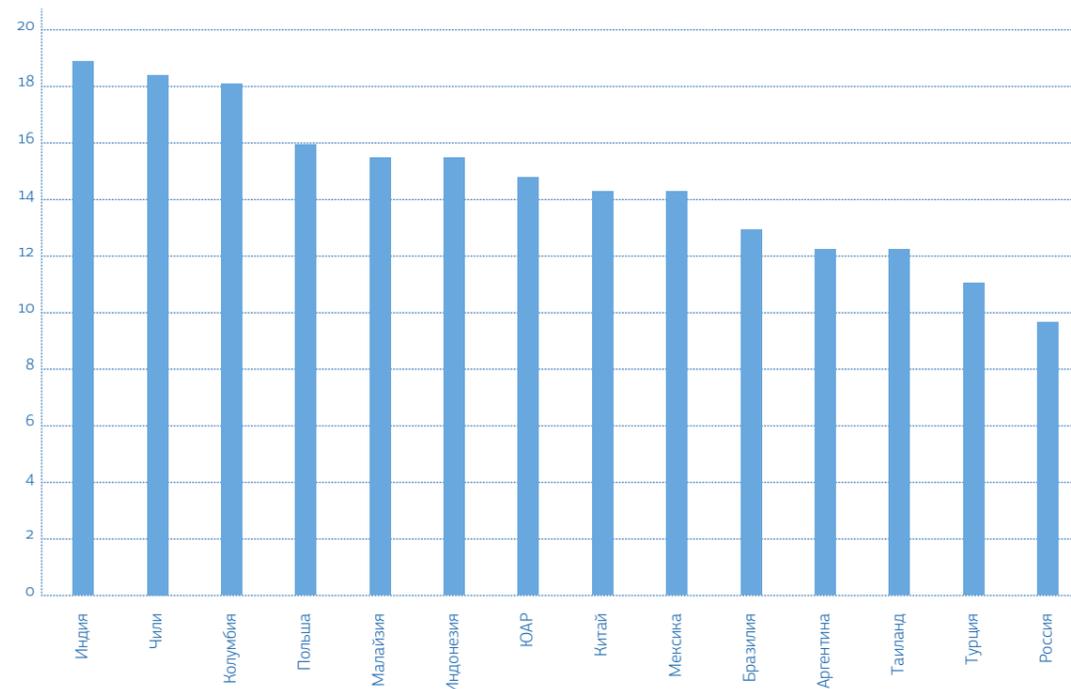
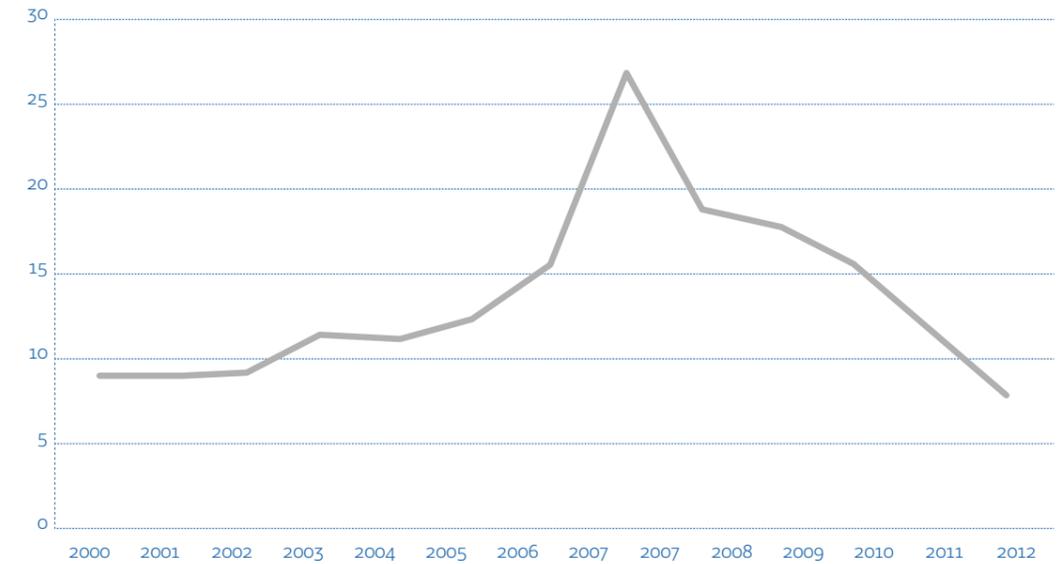


Рисунок 3. Крутое пике Китая (среднегодовой коэффициент P/E)



Источник: DataStream

Рисунок 4. Российский дисконт (среднегодовой коэффициент P/E)



Источник: DataStream

## Детерминанты множителей P/E

Основное внимание в данной работе уделяется факторам, связанным с риском, однако в следующем разделе мы кратко рассмотрим факторы роста, чтобы выяснить, оказывали ли экономический рост существенное влияние на оценочные коэффициенты на протяжении последнего делового цикла.

### Рост ВВП НЕ играет роли

Как утверждалось выше, на быстроразвивающихся фондовых рынках в целом ценные бумаги торговались с множителями, не превышающими показатели на фондовых рынках развитых стран, если принять во внимание более значительные факторы риска. Что, однако, покажет анализ отдельно взятых фондовых рынков стран с быстроразвивающимися рынками?

По сравнению с акциями развитых и развивающихся стран акции российских компаний отличались большими размерами «дисконта», с которым они торговались

Приводит ли более быстрый экономический рост к повышению множителей?

Согласно традиционной теории финансов, ожидается, что в долгосрочной перспективе (то есть на протяжении полного делового цикла) прибыль корпораций должна составлять примерно постоянную долю национального дохода; это означает, что дивиденды должны расти такими же темпами, как и вся экономика. Вследствие этого ожидается, что в странах с быстрорастущей экономикой должен наблюдаться более быстрый рост реальных дивидендов и, в свою очередь, более высокая доходность фондового рынка. При прочих равных условиях более высокая ожидаемая доходность должна находить отражение в более высоких оценочных множителях.

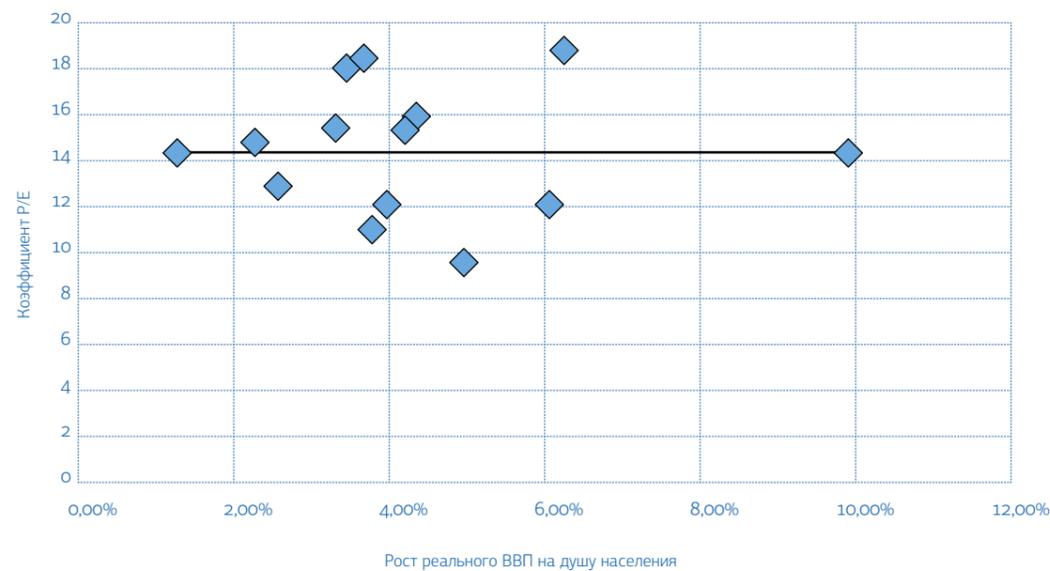
На Рисунке 5 видно, что в период нашей выборки рост ВВП на душу населения не был коррелирован со средними коэффициентами P/E. Например, 10%-й рост ВВП на душу населения в Китае не обеспечил ему высокого множителя прибыли, особенно в последние годы. В Колумбии очень высокий оценочный множитель сочетался с относительно вялым ростом экономики, составившим всего 3,4%.

Существует целый ряд важных причин, объясняющих отсутствие связи между экономическим ростом и оценочными множителями<sup>3</sup>. Наиболее существенная причина заключается в том, что рост реального сектора экономики страны и рост капитализации ее фондового рынка — это не одно и то же. Рост ВВП отражает уровень реальной активности в экономике, он может повышаться и в отсутствие фондового рынка.

Как ясно видно из Рисунка 5, стоимостная оценка, по-видимому, не зависела и от роста прибыли. Например, котируемые компании Турции демонстрировали самые быстрые годовые темпы роста прибыли — 27%, тогда как у компаний Индонезии, акции которых оцениваются гораздо выше, темпы роста прибыли составляли лишь 3,3%<sup>4</sup>.

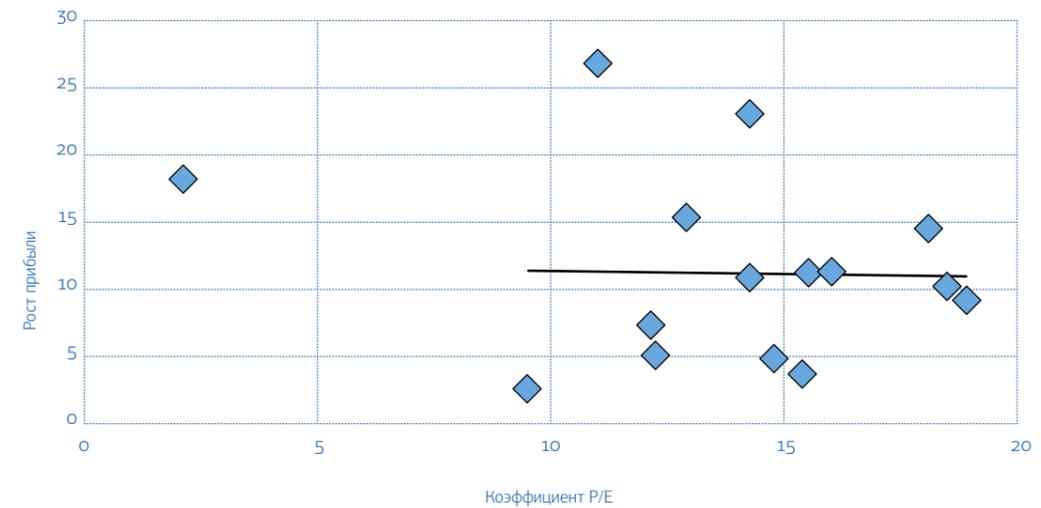
Хотя кажется, что эти результаты противоречат интуитивным представлениям, нельзя забывать следующее: цена или рыночная капитализация в коэффициенте P/E отражает ожидания в отношении будущей прибыли, которая может значительно отличаться от показателей прибыли за прошлые периоды.

Рисунок 5. Нулевая корреляция (уровни стоимостной оценки и экономический рост, 2003–2012 гг.)



Источник: DataStream

Рисунок 6. Рост прибыли и стоимостные оценки



Источник: DataStream

<sup>3</sup> Детальное описание представлено в исследовании IEMS "Moving towards the mainstream: stock market development and performance in the rapid-growth markets", июнь 2013 года.

<sup>4</sup> Рост прибыли определяется как среднегодовой рост EBITDA за последний цикл деловой активности.

## Отраслевая структура

Вполне возможно, что многие различия оценочных множителей некоторых или всех стран с быстроразвивающимися рынками объясняются отраслевой структурой. Учитывать отраслевую структуру важно потому, что акции компаний из разных отраслей торгуются по очень разной стоимости. Самые высокие глобальные коэффициенты P/E, например, традиционно наблюдаются у высокотехнологического сектора, тогда как акции коммунальных компаний (отрасли, жестко регулируемой во всех странах с быстроразвивающимися рынками) торгуются со значительно более низкими оценочными множителями.

Страновые множители P/E корректируются с учетом отраслевых весов рыночной капитализации, взятых из индекса MSCI Emerging Stock Index. Среди восьми отраслевых секторов самый большой вес имеет финансовый сектор (28%), а самый маленький — высокотехнологичный сектор (6,5%).

В целом коэффициенты P/E, скорректированные с учетом отраслевой структуры, довольно близки к фактическим коэффициентам (что объясняется сходными значениями отраслевых весов рыночной капитали-

зации для большинства стран).

Из этой закономерности есть несколько примечательных исключений.

- В результате корректировки с учетом отраслевой структуры больше всего увеличился коэффициент P/E Китая, однако во многом это было связано с искажением коэффициента P/E для телекоммуникационной отрасли (например, в 2011 году он составлял 108).
- Общий скорректированный коэффициент Польши существенно повысился благодаря высоким оценкам стоимости акций промышленных компаний и компаний высокотехнологического сектора в последние годы.
- В Индии из-за довольно низкого коэффициента P/E финансовых учреждений (14) и меньшего веса, присвоенного множителю высокотехнологического сектора (24), среднее значение множителя снизилось на 2,4 пункта.
- Оценка акций российских компаний повысилась более чем на 2 пункта благодаря гораздо более низкому весу, присвоенному нефтегазовому сектору (для энергетического сектора России характерны очень низкие оценочные множители).

**Таблица 1. Коэффициенты P/E, скорректированные с учетом отраслевой структуры**

	Отношение P/E, скорректированное с учетом отраслевой структуры	Фактическое отношение P/E
Аргентина	12,2	12,2
Бразилия	13,6	12,9
Чили	17,4	18,5
Китай	19,9	14,3
Колумбия	19,8	18,1
Индия	16,5	18,9
Индонезия	15,7	15,4
Малайзия	16,6	15,5
Мексика	14,8	14,3
Польша	18,2	16
Россия	11,2	9,5
ЮАР	13,8	14,8
Таиланд	12,7	12,1
Турция	11,3	11

## III. Риск

В данном разделе мы рассмотрим факторы, влияющие на риск для инвесторов.

### 1. Защита инвесторов в акции

Защита инвесторов в акции, безусловно, имеет решающее значение для создания атмосферы доверия на фондовых рынках. В этом разделе рассматриваются три аспекта защиты инвесторов в случае противоправного использования директорами активов корпорации для извлечения личной выгоды (все индексы варьируются в пределах от 0 до 10, при этом 10 указывает на высший уровень защиты инвесторов)<sup>5</sup>. Оценки взяты из новейшего исследования (2013 год).

1. *Индекс раскрытия информации о сделке* указывает на требования в отношении немедленного раскрытия информации о сделке общественности, регулирующим органам или акционерам. Недостаточное или запоздалое раскрытие может увеличить степень информационной асимметрии между «инсайдерами» и «посторонними», повысив уровень неопределенности и увеличив стоимость собственного капитала.
2. *Индекс ответственности директоров* используется для измерения способности акционеров к поиску средств правовой защиты (возмещение ущерба, выплата прибыли, штрафы и т. д.) против директоров компании. Коротко говоря, он обеспечивает акционерам возможность подавать против директоров прямой или производный иск.
3. *Индекс легкости судебного преследования* руководителей компании акционерами позволяет измерить простоту получения непосредственного доступа к внутренней документации компании и обраще-

Защита инвесторов в акции, безусловно, имеет решающее значение для создания атмосферы доверия на фондовых рынках

ния к государственному инспектору без подачи иска в суд.

Среднее арифметическое этих трех индексов — отличный показатель общего уровня защиты инвесторов. Глобальный рейтинг среди 185 стран (включая развитые страны) приведен в Таблице 2.

*Основные наблюдения*

- Ахиллесовой пятой тех стран с быстро развивающимися рынками, которые получили низкий балл в категории «Общая защита инвесторов», является недостаточная ответственность директоров.
- Среди всех стран БРИК лучшего уровня защиты инвесторов уверенно достигла Индия, заняв в глобальном рейтинге 49-е место.
- Для стран с быстроразвивающимися рынками эталоном защиты инвесторов в акции должна быть Малайзия. В последние годы она занимает четвертое место в мире по общей защите инвесторов, а по индексу раскрытия информации о сделке набрала максимальные десять баллов.
- Высокий коэффициент Р/Е для Колумбии можно объяснить прогрессом, которого эта страна достигла за минувшее десятилетие. Начиная с 2007 года в рейтинге защиты инвесторов она поднялась с 33-го места на 6-е (наиболее значительное улучшение среди всех стран). На протяжении этого периода Колумбия повысила свой индекс от-

<sup>5</sup> Данные и рейтинги, представленные в докладе Всемирного банка «Ведение бизнеса», взяты из исследования, которое было проведено юристами, специализирующимися на корпоративном праве и операциях с ценными бумагами, и базируются на анализе нормативных актов по ценным бумагам, законодательства о компаниях, гражданско-процессуальных кодексов и судебных норм в отношении доказательств.]

ветственности директоров с 1 до 8. Таиланд также резко улучшил показатели (благодаря улучшениям в той же категории), поднявшись в общем рейтинге с 34-го места на 13-е.

- С 2007 года Россия, безусловно, претерпела наибольшее падение в рейтинге защиты инвесторов, спустившись с 60-го места на 117-е. Уровень защиты инвесторов в России не намного выше, чем в странах Африки к югу от Сахары, которые набрали в среднем 4,5 балла. Набрав всего 2 балла из 10, акционеры российских компаний имеют мало прав (а то и вовсе не имеют) на привлечение директоров к ответственности за их действия.
- По нашему периоду выборки Аргентина, что неудивительно, продолжает спускаться в общем рейтинге (с 99-го места на 117-е). Как и Россия, она занимает одно из последних мест по индексу ответственности директоров.
- Китай не улучшил защиту индивидуальных инвесторов и, как следствие, в общем рейтинге упал с 83-го места в 2007

году на 100-е в 2013 году. По индексу ответственности директоров Китай набрал всего 1 балл.

- С учетом того что Гонконг занимает третье место в мире по защите инвесторов, Китаю следует продолжать использовать его в качестве модели для проведения финансовой реформы.

## 2. Стандарты аудита и отчетности

Прозрачность частного сектора совершенно необходима для инвесторов в акции, и добиться ее можно путем применения лучших методов аудита и бухгалтерского учета, которые обеспечивают своевременный доступ к точной информации. Было установлено, что ценные бумаги публичных компаний, более открытых и точных в плане раскрытия информации об основных условиях своей хозяйственной деятельности, торгуются с более высокими коэффициентами P/E, и капитал для них обходится дешевле, чем для других аналогичных компаний. Индекс уровня стандартов аудита и отчетности предусматривает

оценку стандартов проведения финансового аудита и представления отчетности о финансовых результатах деятельности компаний (1 = крайне низкий, 7 = крайне высокий)<sup>6</sup>.

### Основные наблюдения

- Здесь в роли лидера (с резко отклоняющимся результатом) выступает Южно-Африканская Республика. Множество южно-африканских компаний котируются на зарубежных фондовых биржах, которые, как правило, имеют превосходные стандарты аудита и отчетности.
- С начала экономического кризиса Индия испытала наибольшее ухудшение стандартов аудита и отчетности, в то время как в Польше был отмечен самый большой прирост (с 4,6 до 5,2).
- Россия и Аргентина пользуются стандартами аудита, типичными для стран с низкими доходами. Инвесторы питают мало доверия к качеству отчетности о прибыли, даже если речь идет о крупных государственных предприятиях.

Было установлено, что ценные бумаги публичных компаний, более открытых и точных в плане раскрытия информации об основных условиях своей хозяйственной деятельности, торгуются с более высокими коэффициентами P/E, и капитал для них обходится дешевле, чем для аналогичных компаний

- В настоящее время в профессии бухгалтера в Китае происходит процесс «локализации», что в будущем может привести к ухудшению стандартов отчетности.

## 3. Защита миноритарных акционеров

Между странами существуют значительные различия в концентрации собственности

Таблица 2

Степень раскрытия	ЮАР	Ответственность директоров		Иски акционеров		Общая защита акционеров (2013 г.)		
		ЮАР	Индия	ЮАР	Индия	Балл	Глобальный рейтинг	
Китай	10	Малайзия	9	Колумбия	9	Малайзия	8,7	4
Индонезия	10	Колумбия	8	Польша	9	Колумбия	8,3	6
Малайзия	10	ЮАР	8	ЮАР	8	ЮАР	8	10
Таиланд	10	Бразилия	7	Индия	7	Таиланд	7,7	13
Турция	9	Таиланд	7	Малайзия	7	Чили	6,3	32
Чили	8	Чили	6	Аргентина	6	Индия	6	49
Колумбия	8	Индонезия	5	Россия	6	Индонезия	6	49
Мексика	8	Мексика	5	Таиланд	6	Мексика	6	49
ЮАР	8	Индия	4	Чили	5	Польша	6	49
Индия	7	Турция	4	Мексика	5	Турция	5,7	70
Польша	7	Аргентина	2	Китай	4	Бразилия	5,3	82
Аргентина	6	Польша	2	Турция	4	Китай	5	100
Бразилия	6	Россия	2	Бразилия	3	Россия	5	117
Россия	6	Китай	1	Индонезия	3	Аргентина	4,7	117

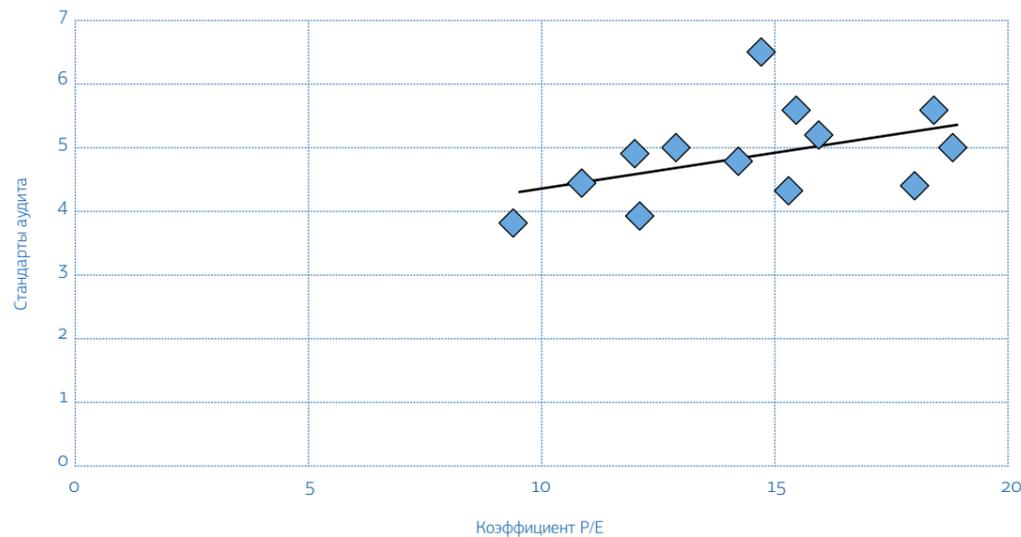
Источник: доклад Всемирного банка «Ведение бизнеса», 2012 г.

Таблица 3. Рейтинги по стандартам аудита и отчетности

ЮАР	6,5
Чили	5,6
Малайзия	5,6
Польша	5,2
Бразилия	5
Индия	5
Таиланд	4,9
Китай	4,8
Мексика	4,8
Колумбия	4,4
Турция	4,4
Индонезия	4,3
Аргентина	3,9
Россия	3,8

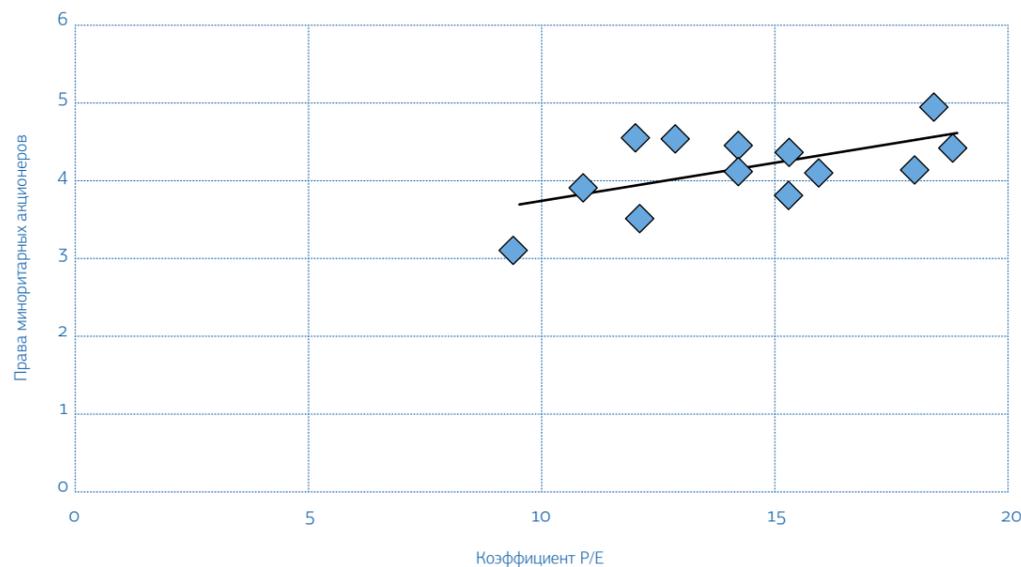
<sup>6</sup> Исследование крупных управляющих, проведенное Всемирным экономическим форумом.

Рисунок 7



Источник: Всемирный экономический форум (WEF)

Рисунок 8. Позитивное воздействие защиты миноритарных акционеров на стоимость акций



Источник: Всемирный экономический форум (WEF)

в фирмах, котируемых на биржах. Большое значение для объяснения этих различий имеет то, насколько эффективно защищены миноритарные инвесторы, поскольку во многих странах широко распространена экспроприация акций миноритарных акционеров владельцами контрольных пакетов акций. Экспроприация может принимать различные формы. В некоторых случаях управляющие и владельцы контрольных пакетов акций просто крадут прибыль, в то время как в других прибыль не распределяется между акционерами, а аккумулируется для усиления власти управляющих. Масштабная экспроприация в конечном счете подрывает функционирование рыночной системы, и только улучшение корпоративного управления (путем совершенствования правовой системы) защитит миноритарных инвесторов в акции и восстановит доверие.

Установлено, что из всех факторов, которые были исследованы в рамках данной работы, защита прав миноритарных акционеров имела наибольшую корреляцию с коэффициентами P/E (коэффициент корреляции = 70%).

*Основные наблюдения*

- Образцовыми в этой категории остаются Южно-Африканская Республика и Малайзия, которые в последние годы стабильно набирают высокие баллы.
- С начала финансового кризиса Аргентина, Индия и Индонезия претерпели наибольшее падение показателей защиты миноритарных акционеров.
- Несмотря на хорошие стандарты аудита и низкие уровни коррупции, Польша имеет относительно невысокий рейтинг.
- Россия, безусловно, занимает последнее место в рейтинге защиты миноритарных акционеров. В большинстве котируемых российских компаний злоупотребления со стороны владельцев крупнейшего, или контрольного пакета акций приняли хронические формы.

Установлено, что из всех факторов, которые были исследованы в рамках данной работы, защита прав миноритарных акционеров имела наибольшую корреляцию с коэффициентами P/E

#### 4. Коррупция

Степень коррупции отражает восприятие уровня, до которого государственная власть используется в личных корыстных целях, включая мелкие и крупные формы, а также «захват» государства в частных интересах и интересах элиты. Среди факторов, рассматриваемых в данной работе, коррупция выделяется как заметно возросшее явление во многих странах с быстроразвивающимися рынками на протяжении последнего цикла деловой активности.

Интересно то, что, несмотря на ожидаемо положительную связь, высокий уровень корреляции между коэффициентами P/E и степенью коррупции установлен не был (коэффициент корреляции оказался равен всего лишь +0,08). Например, Индия и Индонезия продемонстрировали очень плохой результат по коррупции и при этом — относительное повышение коэффициентов P/E. Тем не менее степень коррупции тесно соотносится с доходом на душу населения, хотя в данном случае Россия и Аргентина представляют собой примечательные исключения.

*Основные наблюдения*

- В период кризиса степень коррупции возросла в 8 из 14 стран.
- По сравнению с большинством развитых стран Чили отличается более низкими уровнями воспринимаемой коррупции.
- По степени коррупции Россия получила

поразительно низкую оценку, опустившись за последние годы ниже уровня Лаоса, Эритреи и Гаити.

- Две крупнейшие страны с быстроразвивающимися рынками, Китай и Индия, по-прежнему страдают от присущей им коррупции.
- В период кризиса Польша существенно улучшила свою оценку по данному показателю — с 61 до 72.
- Вопреки восприятию, Бразилия в последнее время достигла существенных успехов, повысив свой результат на 8 пунктов за тот же период. В нашей выборке в меньшей степени коррумпированы только Польша и Чили.
- Что интересно, в Малайзии в последние годы отмечалось наибольшее повышение степени коррупции, что снизило ее оценку на 9 пунктов. Малайзийские бизнесмены все чаще называют коррупцию одним из худших факторов, влияющих на бизнес в стране, а владельцы многих предприятий признаются, что вынуждены платить взятки при осуществлении повседневных коммерческих операций.

## 5. Меры контроля за операциями с капиталом

Меры контроля за операциями с капиталом могут принимать различные формы, однако по сути к ним принадлежат любые меры правительства, направленные на ограничение потока иностранного капитала в отечественную экономику и из нее. На протяжении последних двух десятилетий меры контроля за операциями с капиталом в целом были смягчены, однако некоторые страны с быстроразвивающимися рынками все еще используют их. С момента начала финансового кризиса разные страны, от Бразилии и Индонезии до Перу и Таиланда, ввели меры контроля для ограничения притоков капитала, а несколько стран, например, Аргентина и Украина, пытались остановить большие или внезапные оттоки.

Меры контроля за операциями с капиталом представляют собой форму экспроприации, поскольку ограничивают возможность инвесторов (как отечественных, так и иностранных) покупать и продавать активы. Даже перспектива введения в стране мер контроля за операциями с капиталом

способна увеличить стоимость собственного капитала из-за повышения риска, с которым столкнется иностранный инвестор при попытке получить свои деньги.

Открытие фондового рынка для иностранного капитала может повысить общий спрос на акции, что при прочих равных условиях должно увеличить оценочные коэффициенты. В ходе недавнего исследования Комитета по определению сроков экономического цикла (НБЭИ) было установлено, что меры контроля за операциями с капиталом увеличивают затраты на финансирование за счет уменьшения объема капитала, доступного для отечественных фирм. Когда зарегистрированные на биржах отечественные фирмы получили право иметь иностранных собственников, цены на их акции резко возросли<sup>7</sup>. Кроме того, отмена мер контроля за операциями с капиталом оказывает мелким фирмам существенную помощь в привлечении инвестиций, которые нужны им для расширения своей деятельности.

В Таблице 5 показан уровень мер контроля за операциями с капиталом для нашей выборки из 14 стран. Индекс Чинна-Ито сочетает в себе различные уровни правовых

Меры контроля за операциями с капиталом представляют собой форму экспроприации, поскольку ограничивают возможность инвесторов (как отечественных, так и иностранных) покупать и продавать активы

ограничений на трансграничные движения капитала (положительные значения указывают на сравнительно небольшое число мер контроля, отрицательные отражают обратное). По нашему периоду выборки ужесточение мер контроля за операциями с капиталом было связано со снижением мультипликаторов Р/Е.

*Основные наблюдения*

- В Китае счета операций с капиталом остаются одной из тех сфер экономической политики, где власти сохранили жесточайший контроль. Иностранные инвесторы в значительной степени были лишены возможности покупать акции

Таблица 4. Коррупция в странах с быстроразвивающимися рынками (шкала от 1 до 100, более низкие значения указывают на более высокую коррупцию)

Чили	91,9
Польша	71,6
Бразилия	63,0
Турция	61,1
ЮАР	59,2
Малайзия	57,8
Колумбия	48,8
Мексика	45,0
Таиланд	43,6
Аргентина	42,2
Индия	35,1
Китай	30,3
Индонезия	28,4
Россия	13,3

Источник: Всемирный банк

Таблица 5. Степень контроля за операциями с капиталом (индекс Чинна-Ито, 2013 г.)

Чили	1,66
Индонезия	1,13
Мексика	1,13
Россия	0,422
Бразилия	0,158
Польша	0,079
Турция	0,079
Колумбия	-0,106
Аргентина	-0,8
Китай	-1,15
Индия	-1,15
Малайзия	-1,15
ЮАР	-1,15
Таиланд	-1,15

- на первичном фондовом рынке. Фактически примерно 1% от общего числа акций на Шанхайской фондовой бирже находится в иностранной собственности. Вместе с тем в последнее время Китай предпринял шаги для предоставления иностранным институциональным инвесторам (FII) более широкого доступа к своему первичному фондовому рынку.
- Меры контроля за операциями с капиталом в Индии носят чрезвычайно сложный характер, и предсказать изменения для иностранных инвесторов невозможно. Только FII, утвержденным Резервным банком Индии, разрешено инвестировать на фондовых биржах Индии. Внутри каждой фирмы установлены и определены лимиты на иностранные доли участия в отечественных предприятиях, однако центральный банк ограничивает для иностранцев частное владение акциями до 10% от рыночной капитализации фирмы. Игра на понижение со стороны иностранных и отечественных инвесторов на биржах Индии запрещена.
- Несмотря на хорошо развитую финансовую систему, Южно-Африканская Республика на протяжении многих лет сохраняет обширную систему контроля за операциями с капиталом. В последние годы для сдерживания ревальвации национальной валюты были введены ограничения на покупку и продажу иностранной валюты. К сожалению, это привело к повышению рискованности инвестирования в южноафриканские акции, что усложнило для отечественных компаний привлечение собственного капитала.
- В России меры контроля за операциями с капиталом побуждают отечественные фирмы прибегать к различным тактикам уклонения, например, к созданию фиктивных предприятий и контрактов на импорт для сокрытия сделок (по данным исследования НБЭИ).
- В период экономического кризиса Бра-

зилия ввела 2% й налог на иностранные покупки акций и задолженности, однако недавно барьеры для иностранных инвестиций в инструменты с фиксированным доходом и деривативы были устранены.

- В прошлом году, пытаясь остановить отток капитала, аргентинское правительство запретило покупку долларов, и теперь все валютные операции должны санкционироваться налоговым органом по его собственному усмотрению.

## 6. Налоги

В большинстве стран прибыль от новых инвестиций в акции облагается налогом на двух уровнях. Первый раз это происходит с доходом, заработанным на корпоративном уровне, а второй раз — когда корпоративная прибыль распределяется между акционерами в виде дивидендов или реализуется акционерами позже как прирост капитала.

Два указанных уровня налогообложения складываются в «двойной налог» на инвестиции в акции. Это увеличивает стоимость собственного капитала для фирм, что, в свою очередь, приводит к снижению мультипликаторов акций, поскольку акционеры требуют снижения цены акций в качестве компенсации за получение меньшей доли с каждого доллара прибыли до налогообложения. Таким образом, один из самых простых способов увеличить привлекательность национального фондового рынка — просто снизить эффективные налоговые ставки на собственный капитал, как на уровне корпораций, так и на уровне физических лиц.

В Таблице 6 представлен налог на долгосрочный прирост капитала для восьми стран с быстроразвивающимися рынками, а также «интегрированный» налог на прирост капитала, фактически представляющий собой сочетание налогов на дивиденды и прирост капитала, которым облагаются и корпорации, и инвесторы.

Для сравнения: в 2011 году в среднем по странам ОЭСР (кроме США) налоговая ставка

составляла 17,8% на долгосрочный прирост капитала и 41,7 % на интегрированный прирост капитала.

### Основные наблюдения

- За исключением Бразилии в большинстве стран с крупными быстроразвивающимися рынками действуют относительно конкурентоспособные налоги на прирост капитала, а Китай и Турция обладают наиболее конкурентоспособной структурой налогообложения.
- Индия, Мексика, Китай и Турция составляют исключение, поскольку не имеют налога на долгосрочный прирост капитала.
- К чести многих стран с быстроразвивающимися рынками следует отметить, что за последнее десятилетие они снизили корпоративные подоходные налоги.

## 7. Коэффициент дивидендных выплат — слишком мал или слишком велик?

Коэффициент дивидендных выплат представляет собой долю чистого дохода (после уплаты налогов), которую фирма выплачивает своим акционерам в виде дивидендов:

$$\text{коэффициент дивидендных выплат} = \frac{\text{дивиденды}}{\text{чистый доход за тот же период}}$$

Из этого следует, что:

$$\text{коэффициент } P/E = (\text{цена} / \text{дивиденд} * \text{коэффициент дивидендных выплат}).$$

Часть прибыли не выплачивается акционерам, а оставляется для инвестиций, призванных обеспечить рост прибыли в будущем. Фирмы, которые на раннем этапе своего развития демонстрируют высокие темпы роста, как правило, имеют низкий или даже нулевой коэффициент дивидендных выплат, однако по мере роста они, как правило, начинают выплачивать акционерам более высокий процент прибыли.

О воздействии дивидендных выплат на цену акций написано множество исчерпывающих экономических работ. Существуют два основных противоположных аргумента относительно того, как коэффициент дивидендных выплат влияет на стоимость акций. Как правило, если считается, что фирма располагает широкими возможностями для прибыльного роста, то сохранение относительно большой доли прибыли (то есть низкий коэффициент выплат) в конечном счете приведет к вознаграждению инвесторов, поскольку цены на акции будут расти в соответствии с текущей прибылью. Конечно, фирма с высокими темпами роста может поддерживать высокий коэффициент дивидендных выплат, не будучи оштрафованной инвесторами, за счет привлечения капитала

Таблица 6. Налог на прирост капитала

	Максимальная ставка налога на долгосрочный прирост капитала (2011 г.)	Интегрированная ставка налога на прирост капитала (2011 г.)
Бразилия	15	43,9
Польша	19	34,4
Чили	20	33,6
Индия	0	33,2
Россия	13	30,4
Мексика	0	30
Китай	0	25
Турция	0	20

Источник: Robert Carroll and Gerald Prante, Ernst & Young: "Corporate Dividend and Capital Gains Taxation: A comparison of the United States to other developing nations"

7 См. "The Microeconomics Evidence on Capital Control: No Free Lunch". Kristen Forbes. NBER Working Paper No. 11372.

для финансирования инвестиций (во многих случаях — путем выпуска долговых обязательств).

Другая научная школа, в свою очередь, рассматривает «проблему взаимоотношений принципала и агента». Такая проблема возникает, когда директора фирмы не действуют в интересах ее акционеров. Вместо того чтобы вознаграждать акционеров более высокими выплатами, директора растрачивают нераспределенную прибыль, направляя ее на нерентабельные инвестиции и деятельность. Эта проблема, по-видимому, характерна для многих фирм на быстроразвивающихся рынках, если учесть более высокий уровень коррупции, большее число государственных предприятий (склонных удерживать больше прибыли), не говоря уже об относительно слабых действиях по защите прав акционеров во всех быстроразвивающихся странах.

Средние коэффициенты дивидендных выплат за последний цикл деловой активности представлены в Таблице 7. Коэффициенты выплат колеблются в диапазоне от низких 6% в Китае (где прибыль акционерам

Коэффициенты выплат колеблются в диапазоне от низких 6% в Китае (где прибыль акционерам практически не выплачивается) до высоких 28% в Малайзии

практически не выплачивается) до высоких 28% в Малайзии. В большинстве стран отмечается достаточно высокий коэффициент дивидендных выплат, более 20%.

Если не принимать в расчет Индию с ее резко отклоняющимся показателем (коэффициент выплат в этой стране составляет всего 10%), то между P/E и коэффициентом выплат существует достаточно высокая степень положительной корреляции (60%). Это вряд ли можно считать презумпцией доказательства того, что более высокие выплаты обеспечивают более высокие стоимостные оценки, однако между коэффициентами выплат и другими изучаемыми показателями управления наблюдаются сильные корреляции.

Таблица 7. Коэффициенты дивидендных выплат (2007–2012 гг.)

Малайзия	28
Польша	26
Колумбия	25
Чили	24
Бразилия	22
Таиланд	21
Индонезия	21
ЮАР	20
Аргентина	19
Турция	13
Мексика	12
Индия	10
Россия	9
Китай	6

Источник: DataStream

Чили, Колумбия, Польша и Малайзия имеют относительно высокие коэффициенты выплат, даже по сравнению с развитыми фондовыми рынками. Во всех этих странах отмечается относительно прочное корпоративное управление и сравнительно низкая коррупция, а директора выплачивают акционерам хорошую долю прибыли.

Несмотря на историю роста, в Китае коэффициент выплат слишком низкий. Многие из крупных государственных предприятий (ГП), в частности, банки, в последние годы получили огромную прибыль, однако акционерам выплатили очень мало. Нераспределенная прибыль по-прежнему направляется на операции с недвижимостью (несмотря на признаки пузыря) и сомнительные приобретения за рубежом (многие из которых имеют плохие финансовые показатели). Обеспокоенные по-прежнему шатким состоянием мировой экономики, многие из крупнейших компаний Китая «копят» денежные средства, выплачивая акционерам слишком мало или вообще ничего не выплачивая. По данным Financial Times, лишь 60% крупнейших котируемых компаний Китая выполнили рекомендации в отношении дивидендных выплат, полученные в начале этого года от Шанхайской фондовой биржи, которая стремится повысить доверие к фондовым рынкам страны, испытывающим трудности.

Сложнее оценить относительно низкий коэффициент выплат в России. С одной стороны, он, вероятно, отражает характер ее нефтегазовой отрасли. Российские энергетические компании работают в условиях,

требующих большого объема инвестиций в дальнейшие исследования месторождений нефти и газа в затратных регионах, таких как Арктика. Более того, многие сегменты отрасли нуждаются в модернизации. Несмотря на получение высокой прибыли в последние годы, уровень инвестиций был высоким, и свободный денежный поток уменьшился, что, по-видимому, оправдывает удержание большой доли прибыли.

С другой стороны, крупнейшие котируемые компании России находятся в руках небольшой группы доминирующих акционеров (ср. исключительно низкие показатели России в категориях защиты инвесторов и коррупции), которые имеют личный интерес в сохранении прибыли для самих себя.

## 8. Доля государственных предприятий (ГП)

Даже после почти трех десятилетий мировой приватизации роль государства во многих странах с быстроразвивающимися рынками остается сильной, если не доминирующей. В Таблице 8 показано, что на государственные предприятия некоторых крупных стран с быстроразвивающимися рынками по-прежнему приходится значительная доля капитализации фондового рынка.

Корпоративный контроль может осуществляться либо посредством владения большей или меньшей долей в собственном капитале компаний, либо путем предоставления субсидируемых кредитов и/или иных привилегий частным компаниям.

Таблица 8. Доля капитализации фондового рынка за счет госпредприятий (2013 г.)

Китай	80
Россия	62
Бразилия	38
Малайзия	36
Индонезия	30
Таиланд	21
Индия	13

Примечание. Эти оценки охватывают компании, находящиеся под контролем государства, а также те, в которых оно является миноритарным акционером. Оценки предоставлены EIU и IEMS.

Присутствие значительного числа ГП вызывает сожаление, поскольку, как показывает история, рынки гораздо эффективнее выполняют функцию распределения капитала (выбора победителей), чем принадлежащие государству или управляемые государством финансовые учреждения. Контролируемые государством или принадлежащие государству предприятия отягощены огромными политическими требованиями. У рынков же на повестке дня нет никаких других вопросов, кроме максимизации финансовой прибыли своих инвесторов.

В качестве миноритарного акционера правительство чаще всего выступает в Бразилии и России, немного реже — в Индии, где правительство или одна из его холдинговых компаний (например, Life Insurance Corp. of India) владеет миноритарными долями в различных формах<sup>8</sup>.

В Китае наблюдается более значительный уклон в сторону больших пакетов акций в компаниях, котируемых на биржах. Государство выступает в роли самого крупного акционера в 150 крупнейших компаниях страны, и это служит ориентиром для тысяч других организаций и оказывает на них существенное влияние.

Несмотря на пресловутые препятствия — бюрократию и волокиту, — в Индии доля государства или его контроль над фондовым рынком минимальны (около 15%). В России контроль государства над «командными высотами» в последние годы обеспечивал ему высочайшую степень контроля над корпорациями.

Даже после почти трех десятилетий мировой приватизации роль государства во многих странах с быстроразвивающимися рынками остается сильной

<sup>8</sup> Aldo Musacchio and Sergio Lazzarini, "Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance." Harvard Business School Working Paper 12-108. 4 июня 2012 г., стр. 8–9.

## IV. Выводы

В данной работе были рассмотрены факторы, влияющие на оценочные коэффициенты для быстроразвивающихся фондовых рынков. Отсутствие доверия к акциям среди инвесторов имеет обширные экономические последствия. В настоящее время мы наблюдаем это во многих странах с быстроразвивающимися рынками. В Китае, несмотря на динамично развивающуюся экономику со множеством прибыльных компаний, отечественные инвесторы избегали вложений в акции и вместо этого обращали свой взор на рынок недвижимости, способствуя быстрому росту цен на жилье.

В современных условиях цель Москвы — стать мировым финансовым центром — недостижима, и по сравнению с другими быстроразвивающимися рынками усеченные коэффициенты P/E представляются вполне оправданными. Одна из наиболее существенных проблем корпоративного управления в России заключается в том, что свободной купли-продажи крупных предприятий уже не существует. Кроме того, правила не смягчаются, а наоборот, постоянно ужесточаются. Планы приватизации продолжают сокращаться и/или откладываться.

В настоящей работе не было установлено корреляций между коэффициентами P/E и ростом ВВП или прибылей за минувшие периоды. Что интересно, не наблюдалось и никакой связи с коррупцией; это позволяет предположить, что коррупция, поразившая множество стран с быстроразвивающимися рынками, может не оказывать неблагоприятного воздействия на коэффициенты P/E. Нельзя сказать, что коррупция не оказывает отрицательного влияния на общий уровень деловой активности, просто другие факторы могут иметь большее значение.

Каким же образом правительства могут сделать отечественные акции более привлекательными, повысив их стоимостную оценку?

Возможно, самый быстрый и простой способ увеличить мультипликаторы на отечественном фондовом рынке заключается в простом снижении или отмене налогов на акции. Кроме того, поскольку львиная

доля капитализации быстроразвивающегося рынка находится в руках небольшой группы инвесторов, насущной потребностью станет защита прав миноритарных акционеров. Полученные результаты также наводят на мысль, что инвесторов трудно привлечь в отсутствие четкой прозрачности частного сектора; таким образом, первостепенное значение имеет принятие западных стандартов аудита и бухгалтерского учета.

С учетом перспектив сворачивания количественного смягчения в США некоторые страны с быстроразвивающимися рынками обдумывают возможность введения мер контроля за операциями с капиталом, позволяющих сдерживать отток капитала. Меры контроля за операциями с капиталом, скорее всего, только отрицательно отразятся на стоимостных оценках, особенно когда потоки капитала вернутся из развитых стран (в сроки, которые невозможно предсказать).

Некоторые корпорации в странах с быстроразвивающимися рынками удерживают слишком большую долю прибыли. Выплатившая более значительные части прибыли, компании могли бы привлечь больше инвесторов, убедив их в том, что полученная прибыль не растрачивается на нерентабельные инвестиции и тем более не разворовывается. Многие из вышеописанного представляет собой следствие того, что котируемые компании находятся под контролем государства; в этом, вероятно, и кроется корень многих проблем стоимостной оценки. Возвращение к приватизации, которая на многих быстроразвивающихся рынках в последние годы замедлилась, могло бы стать первым шагом к оздоровлению.

# V. Приложение. Формулы стоимостной оценки акций

## I. Модель дисконтирования дивидендов

Предположим, по акции с ценой  $P_0$  выплачиваются дивиденды  $D_1$  через год,  $D_2$  через два года и так далее для оставшегося периода времени.  $P_0$  при этом равна дисконтированной стоимости будущих дивидендов:

$$(1) P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

Коэффициент дисконтирования,  $k$ , представляет собой стоимость собственного капитала фирмы и определяется требуемой нормой прибыли на акции по модели ценообразования для корпоративных активов (САРМ):

$$k = R_f + \beta(RM - R_f)$$

$k$  иногда называют нормой капитализации фирмы.

## II. Некоторые упрощения и расширения

Мы можем упростить уравнение (1), предположив, что компания всегда выплачивает одинаковый ожидаемый дивиденд. Для некоторых компаний это неплохая аппроксимация. В таком случае:

$$P_0 = \frac{D}{1+k} + \frac{D}{(1+k)^2} + \frac{D}{(1+k)^3} + \dots$$

$P_0$  — это просто бесконечность с наличными выплатами  $D$  и ставкой дисконтирования  $k$ . Если использовать формулу для бесконечности, то:

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

Эта формула может быть связана с коэффициентом цена/прибыль ( $P/E$ ), поскольку дивиденды выплачиваются из прибыли. Используем  $b$  для обозначения коэффициента реинвестирования прибыли, то есть доли

прибыли, которая реинвестируется в компанию. Остальная прибыль выплачивается в качестве дивидендов. В таком случае:

$$D = (1 - b)E.$$

Подставив это выражение в уравнение (2) выше, получим следующее:

$$P_0 = \frac{E(1-b)}{k}$$

Из этого вытекает, что:

$$(3) \frac{P_0}{E} = \frac{E(1-b)}{k}$$

Эта простая модель подразумевает, что коэффициент цена/прибыль обратно пропорционален стоимости собственного капитала фирмы,  $k$ . Чем ниже  $k$ , тем выше коэффициент цена/прибыль фирмы. Обратите внимание, что при  $b = 0$  коэффициент цена/прибыль становится  $1/k$ . Более подробно этот особый случай описан ниже.

## III. Модель роста дивидендов

Упрощенная модель дисконтирования дивидендов не отражает особенности, имеющей значение для многих компаний: с течением времени дивиденды будут расти. Мы должны изменить модель таким образом, чтобы учесть рост дивидендов. Сделаем простое допущение: ожидается, что дивиденды будут расти с постоянной скоростью  $g$ . Это подразумевает следующее:

$$D_1 = (1+g)D_0$$

$$D_2 = (1+g)^2 D_0$$

$$D_3 = (1+g)^3 D_0$$

и так далее. Подставив это выражение в уравнение (1) выше, мы получим:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{1+k} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots$$

Авторы:  
Уильям Л. Силбер и Джессика Вехтер

Вынеся за скобки  $D_0(1+g)$ , получаем:

$$P_0 = D_0(1+g) \left[ \frac{1}{1+k} + \frac{1+g}{(1+k)^2} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots \right]$$

Получается, что, когда  $k > g$ , слагаемое в скобках имеет конечную сумму, равную  $1/(k-g)$ . Если  $k < g$ , сумма в скобках стремится к бесконечности. Таким образом, если  $k > g$ , получаем:

$$(4) \quad P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} + \frac{D_1}{k-g}$$

Уравнение (4) дает оценку акций в зависимости от модели роста дивидендов.

#### IV. Откуда берется рост?

Модель роста дивидендов работает лучше, чем модель с постоянными ожидаемыми дивидендами, однако она требует оценки темпов роста,  $g$ . Простой численный пример показывает, что если  $ROE$  — это рентабельность собственного капитала фирмы, то:

$$g = ROE * b$$

Это означает, что темпы роста равны произведению рентабельности собственного капитала и коэффициента реинвестирования прибыли; иными словами, рост определяется тем, сколько прибыли реинвестируется в фирму и насколько рентабельны эти вложения. Таким образом, подставив  $g = ROE * b$  в уравнение (4), получим:

$$(5) \quad P_0 = \frac{D_1}{k - ROE * b}$$

#### V. Факторы, определяющие коэффициент цена/прибыль

Мы можем пойти еще дальше и получить значения модели роста дивидендов для коэффициента цена/прибыль фирмы. Поскольку  $D_1 = E_1(1-b)$ , мы можем переписать уравнение (5) как

$$P_0 = \frac{E_1(1-b)}{k - ROE * b}$$

Это дает нам следующее:

$$(6) \quad \frac{P_0}{E_1} = \frac{1-b}{k - ROE * b}$$

Таким образом, коэффициент цена/прибыль определяется нормой рыночной капитализации,  $k$ , коэффициентом реинвестирования прибыли,  $b$ , и рентабельностью собственного капитала,  $ROE$ .

Когда  $ROE = k$ , происходит нечто интересное:

$$\frac{\delta(P_0/E_1)}{\delta b} = \frac{(k - ROE * b)(-1) - (1-b)(-ROE)}{(k - ROE * b)^2}$$

В этом случае не имеет значения, сколько реинвестируется в фирму. Почему так происходит? Когда  $ROE = k$ , прибыль, которая удерживается фирмой, обеспечивает такую же доходность, как и выплаченная прибыль. Таким образом, вне зависимости от того, остаются эти доходы в фирме или выплачиваются акционерам, цена фирмы не меняется.

Когда  $ROE \neq k$ , коэффициент цена/прибыль действительно зависит от коэффициента реинвестирования прибыли, однако направление воздействия зависит от того,  $ROE > k$  или  $ROE < k$ . В частности, производная  $P/E$  в выражении (6) по отношению к  $b$  выглядит следующим образом:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{k}$$

Это выражение может быть упрощено:

$$\frac{\delta(P_0/E_1)}{\delta b} = \frac{ROE - k}{( )^2}$$

Знак выражения (7) положителен, если  $ROE > k$ , и отрицателен, если  $ROE < k$ . Это обнадеживающий результат, поскольку лишь тогда, когда  $ROE$  компании превышает стоимость ее капитала,  $k$ , увеличение доли ре-

инвестирования прибыли в фирму будет вознаграждено высоким коэффициентом цена/прибыль. Компании, имеющие низкую  $ROE$  относительно  $k$ , при реинвестировании более значительной части прибыли будут наказаны низким коэффициентом цена/прибыль.

## ОБЗОРЫ IEMS

Номер 09-01	«Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
Номер 09-02	«Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
Номер 09-03	«Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
Номер 09-04	«Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
Номер 09-05	«Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
Номер 09-06	«Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
Номер 09-07	«Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
Номер 10-01	«Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
Номер 10-02	«К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).
Номер 10-03	«Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
Номер 10-04	«Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
Номер 10-05	«Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
Номер 10-06	«Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
Номер 10-07	«Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
Номер 11-01	«Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
Номер 11-02	«За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).
Номер 11-03	«Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).
Номер 11-04	«Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
Номер 11-05	«Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
Номер 11-06	«Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
Номер 11-07	«Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран» (сентябрь 2011).
Номер 11-08	«Мировой финансовый кризис и результативность банков стран с быстроразвивающимися рынками: исследование эффективности банков» (сентябрь 2011).
Номер 11-09	«Рост затрат на ведение бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками: оценка вероятного воздействия на предпринимателей в тяжелые экономические времена» (октябрь 2011).
Номер 11-10	«Мучитель, жертва или кто-то еще: объяснение публичных кризисов с транснациональными корпорациями в Китае и России» (ноябрь 2011).
Номер 11-11	«Становление африканских львов» (декабрь 2011).

Номер 12-01	«Индекс «мягкой силы» IEMS для стран с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2012).
Номер 12-02	«Рискованность банков стран БРИК в рискованном мире» (май 2012).
Номер 12-03	«Скрывать или бороться: представление недостоверной информации о прибыли в странах с быстроразвивающимися рынками — Китае и России» (июнь 2012).
Номер 12-04	«Дивный новый мир. Индекс быстроразвивающихся рынков 2011-2012 гг.» (август 2012).
Номер 12-05	«Навстречу Евразийскому Союзу: Возможности и Угрозы в Регионе СНГ» (октябрь 2012).
Номер 12-06	«Сырьевые товары и быстрорастущие рынки: неразрывная связь?» (ноябрь 2012).
Номер 12-07	«Потоки капитала и быстрорастущие рынки: 1995–2010 годы» (декабрь 2012).
Номер 13-01	«Потоки Прямых Иностранных Инвестиций в регионе Ближнего Востока и Северной Африки: особенности и влияние» (январь 2013).
Номер 13-02	«Прибыльный рост: как избежать «фетиша роста» в странах с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2013).
Номер 13-03	«Что представляет собой ваша компания? Как выбрать местоположение, чтобы конкурировать на быстроразвивающихся рынках» (февраль 2013).
Номер 13-04	«Надвигающееся цунами или морской отлив? Трансграничное кредитование в странах Европы с быстроразвивающимися рынками» (март 2013).
Номер 13-05	«Институциональный регресс в странах с переходной экономикой: принцип "следуй за лидером"» (август, 2013).
Номер 13-06	«Победители и проигравшие: производство в странах с быстроразвивающимися рынками» (август, 2013).
Номер 13-07	«Банки и рынки капитала: какая финансовая структура оптимальна для быстроразвивающихся рынков» (октябрь, 2013).
Номер 13-08	«Эликсир роста: как развивающимся рынками избежать ловушки среднего дохода» (ноябрь, 2013).
Номер 13-09	«Оценка развивающихся рынков в посткризисный период: новая методология» (декабрь, 2013).
Номер 13-10	«Потерянные деньги. Почему на некоторых быстроразвивающихся фондовых рынках ценные бумаги продаются дешевле» (декабрь, 2013).

## ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ IEMS

---

- Номер 10-01 «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- Номер 10-02 «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- Номер 10-03 «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
- Номер 10-04 «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
- Номер 11-02 «Новая география потоков капитала» (март 2011).
- Номер 11-03 «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).

Данная публикация содержит обобщенную информацию и предназначена только для ознакомления. Информация, предоставленная в данной публикации, не может рассматриваться в качестве профессиональных рекомендаций. Ни IEMS, ни Московская школа управления СКОЛКОВО не несут ответственности за прямые или косвенные убытки, которые получатель данного исследования может понести, руководствуясь в своих действиях материалами из настоящей публикации. По любым конкретным вопросам следует обращаться к соответствующему консультанту.

Взгляды и суждения третьих сторон, приведенные в настоящей публикации, не всегда отражают точку зрения Московской школы управления СКОЛКОВО.





**Московская школа управления СКОЛКОВО** — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения. Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Премьер-министр Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа FuHH-time MBA.

---

Московская школа управления СКОЛКОВО  
143025, Россия, Московская область  
Одинцовский район  
дер. Сколково, ул. Новая, 100  
тел.: +7 495 580 30 03  
факс: +7 495 994 46 68  
E-mail: [info@skolkovo.ru](mailto:info@skolkovo.ru)  
Website: [www.skolkovo.ru](http://www.skolkovo.ru)

**Институт исследований развивающихся рынков бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)** — международный исследовательский центр, основное направление научной деятельности которого — анализ вопросов управления и экономики в развивающихся странах. Наша миссия — проведение исследовательской работы, которая обладает практическим эффектом и направлена на анализ ключевых проблем роста стран с развивающейся экономикой.

Научные сотрудники Института, во взаимодействии с международной сетью высших учебных заведений, проводят комплексные, практические и сравнительные исследования. Результаты научной работы распространяются среди политических деятелей, предпринимателей, представителей деловых кругов и научного сообщества по всему миру. Ключевые направления и виды нашей исследовательской деятельности:

- Оценка экономических, социальных и корпоративного управления
- Прикладные и проектные исследования
- Всесторонние и междисциплинарные исследования
- Сравнительный анализ стран с формирующейся рыночной экономикой
- Научные исследования, обладающие практической ценностью и обширной областью применения

В настоящее время у нас открыт офис в Москве, в будущем, мы планируем открыть региональные отделения во всех крупных развивающихся странах, включая Индию, Ближний Восток, Южную Африку и Бразилию.

---

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)  
143025, Россия, Московская область  
Одинцовский район, дер. Сколково, ул. Новая, 100  
тел. +7 495 580 30 03, факс +7 495 994 46 68

E-mail: [iems@skolkovo.ru](mailto:iems@skolkovo.ru)  
Website: [www.iems.skolkovo.ru](http://www.iems.skolkovo.ru)