

СЕКЦИЯ «ЭКОНОМИКА И МЕНЕДЖМЕНТ В МАШИНОСТРОЕНИИ»

УДК 336.761.5

Н.Н.Неуймина (5 курс, каф. ЭММ), А.В.Насонов (асп., каф. ЭММ),
В.В.Кобзев, д.э.н., проф.

**МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ДЛЯ ОЦЕНКИ АКЦИЙ НА ОСНОВЕ БАЛАНСОВОЙ
СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ**

Существуют две версии имущественного подхода к оценке бизнеса. В соответствии с первой версией, в качестве стоимости стопроцентного пакета акций принимается оценочная стоимость собственного капитала, определяемая, как рыночная стоимость совокупности активов за вычетом текущей стоимости всех его обязательств. Правомерность этого подхода не является очевидной. Дело в том, что обыкновенная акция представляет собой не долю в праве собственности на активы компании. Она представляет требование на доход, извлекаемый из этих активов. Поэтому стоимость акций определяется ожидаемыми денежными потоками, а активы учитываются, как средства, которые обеспечивают ожидаемые доходы. В этом случае благосостояние владельцев акций определяется ростом (падением) рыночной стоимости активов, и поэтому больший вес по сравнению с прибылью, дивидендами или денежными поступлениями приобретает их стоимость.

В данной работе рассматривается другая версия оценки акций на основе стоимости чистых активов. Если воспользоваться мультипликатором, связывающим суммарную стоимость акций с балансовой стоимостью чистых активов, то оценку рыночной стоимости акций можно получить на основе данных, содержащихся в балансе. Такая методика опирается одновременно на имущественный и рыночный подход и приводит к оценке, которая согласуется в среднем со значениями, вытекающими из рыночных данных по капитализации.

Таким образом, обсуждаемый подход чистых активов сводится к двухшаговой процедуре: исходя из цен по сопоставимым компаниям, определяется мультипликатор, который затем умножается на балансовую стоимость чистых активов, приходящихся на одну акцию (пакет акций).



Рис. 1. Значения мультипликатора по отраслям

Из приведенных графиков следует: значения нижней и верхней границы мультипликаторов различаются в 1.5-2 раза. Соответственно и значения капитализации, рассчитанные с использованием таких мультипликаторов, будут иметь большую погрешность. Тем не менее, такой метод может быть использован для экспресс-оценки рыночной стоимости акций. Использование метода оценки основано на допущении пропорциональной зависимости капитализации от чистых активов. Анализ данных показывает, что при нулевой балансовой стоимости активов стоимость акций выше нуля. Экономический смысл этого положения в следующем: даже при полной (100-процентной) амортизации основных средств активы сохраняют некоторую стоимость.

Поэтому более правдоподобную оценку можно получить, если использовать линейную форму зависимости между балансовой стоимостью чистых активов и рыночной стоимостью бизнеса. Параметры этой зависимости можно определить с помощью регрессионного анализа. Ниже приведены диаграммы для некоторых отраслей с использованием как прямо пропорциональной зависимости, так и линейной. Все числовые значения выражены в миллионах рублей. Нанесенное на диаграммах значение коэффициента детерминации R^2 позволяет сравнить качество полученных зависимостей.

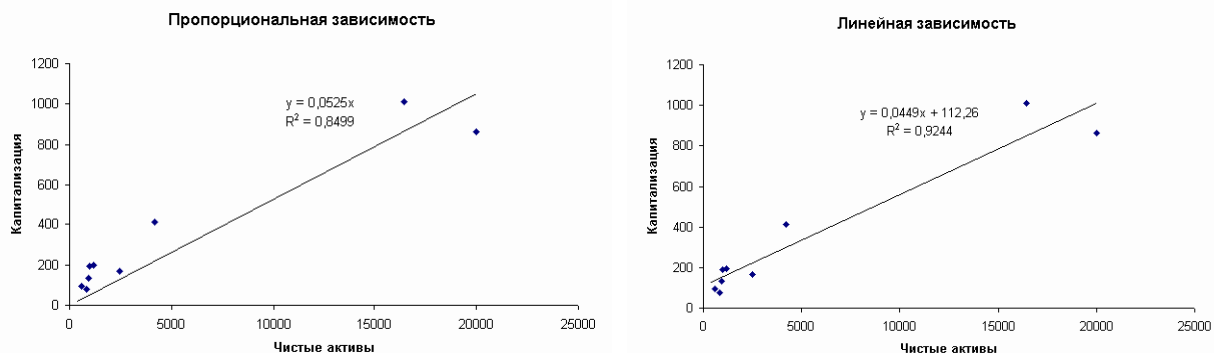


Рис. 2. Машиностроение

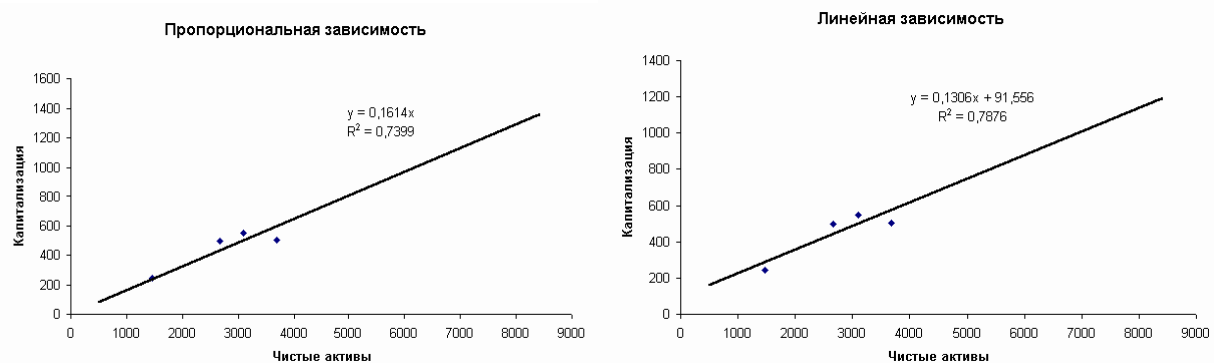


Рис. 3. Черная металлургия

Выводы. В подавляющем большинстве случаев балансовая стоимость чистых активов существенно превышает суммарную стоимость акций. Этим российский фондовый рынок разительно отличается от рынка стран с развитой экономикой. Причина этого - крайне низкая рентабельность активов предприятий.

Мультипликаторы (капитализация/чистые активы) для компаний, сгруппированных в единые классы по отраслевому признаку, имеют большое рассеивание. И это еще одно отличие от западного рынка. Поэтому при использовании их среднеотраслевых значений для экспресс оценки рыночной стоимости акций следует учитывать большую погрешность результата такой оценки.

Более высокую достоверность обеспечивает метод, основанный на применении линейной модели, если в качестве регрессора используется значение балансовой стоимости чистых активов. Об этом свидетельствуют значения R^2 на графиках линейной зависимости.

Реализация метода, основанного на линейной зависимости капитализации от других факторов, не представляет ни принципиальных, ни технических трудностей. Проблема состоит в том, что достоверность получаемых результатов зависит от полноты необходимых исходных данных. Однако по мере развития рынка и информационного обеспечения роль такого подхода будет увеличиваться.