

10.10. ВЫМЫШЛЕННАЯ «СПРАВЕДЛИВАЯ» И ЭКОНОМИЧЕСКИ СПРАВЕДЛИВАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ

Ревуцкий Л.Д., к.т.н., с.н.с., консультант по вопросам управленческого аудита и оценки производственной мощности, уровня экономического развития и стоимости предприятий

Отмечается научная слабость существующих методик определения справедливой рыночной стоимости обыкновенных акций предприятий и недостаточная состоятельность рекомендаций инвесторам, брокерам и другим заинтересованным лицам по целесообразному поведению на фондовом рынке акций: что покупать, что продавать, а что придерживать до лучших времен. Предлагается более совершенная методика решения подобных задач, указываются основные достоинства и перспективы ее дальнейшей рационализации.

ЭКОНОМИЧЕСКИ СПРАВЕДЛИВАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ

В повседневной жизни собственникам свободных денежных средств, владельцам акций, инвесторам, брокерам, экономическим консультантам, финансовым аналитикам, служащим управляющих (трастовых) компаний для себя лично или по заказам со стороны довольно часто приходится решать задачи выбора таких корпораций и отдельных предприятий (компаний), акции которых экономически выгодно приобретать, придерживать или продавать.

Для принятия экономически обоснованных решений подобных задач необходимо проведение соответствующих расчетов, целью которых является установление реальной картины того, обыкновенные акции каких предприятий недооценены, каких – переоценены и какие имеют стоимость, близкую к норме либо равную ей. Величину такой стоимости принято называть экономически справедливой (настоящей, действительной, реалистичной, нормальной, нормативной, достоверной, фундаментальной и т.п.). В понимании автора этой статьи экономически справедливой рыночной стоимостью обыкновенной акции предприятия является такая стоимость, которая соответствует научно и практически обоснованной оценке его полной рыночной стоимости с учетом наличия не только обыкновенных, но и привилегированных акций.

Ознакомление с монографиями, учебниками и учебными пособиями по рынкам ценных бумаг и, в частности, по акциям предприятий показывает, что в числе указываемых в них видов и понятий стоимости акций (номинальная, курсовая, балансовая, ликвидационная) вид и понятие их экономически справедливой стоимости отсутствуют и задача определения уровней текущей недооцененности или переоцененности этих ценных бумаг даже не упоминается.

При решении такой задачи как оценка экономического качества обыкновенных акций предприятий суть производимых расчетов состоит в установлении численного значения отношения $Уса$, текущей фактической курсовой рыночной стоимости (текущей биржевой котировки, текущего рыночного курса) акции рассматриваемого предприятия $Саф$ к справедливой рыночной стоимости этой акции $Сас$, т.е.

$$Уса = Саф / Сас,$$

где $Уса$ – уровень несоответствия друг другу показателей $Саф$ и $Сас$.

Если величина $Уса$ меньше единицы, стоимость такой акции признается недооцененной, если равна единице – нормальной (нормативной), если превышает единицу, значит стоимость этой акции переоценена. Значения показателей $Уса$, $Саф$ и $Сас$ всегда определяются на дату проведения такого расчета. На разные даты значения этих показателей могут отличаться друг от друга и иногда весьма существенно.

Иногда вместо расчета уровня $Уса$ определяют потенциал экономического роста или падения текущей биржевой котировки стоимости акций $Пса$, который устанавливается по формуле:

$$Пса = Сас / Саф - 1$$

для потенциала роста текущей курсовой стоимости акций до их справедливой стоимости и

$$Пса = 1 - Сас / Саф$$

для потенциала падения курсовой стоимости акций до их целевой стоимости.

Например.

- Если $Сас = 15$ руб., а $Саф = 5$ руб., то $Пса = 2,0$.
- Когда $Сас = 15$ руб., а $Саф = 18$ руб., то $Пса = 0,17$.

Судя по экономическим справочникам и энциклопедиям, под справедливой стоимостью товара (для акций часто называемой ценой либо целевой ценой или целью) обычно понимается цена, основанная на моральных ценностях, на принципах социальной справедливости, отражающая истинную (настоящую, реальную, действительную) ценность, полезность и качество товара и доступность его для покупателя. В рассматриваемом случае товаром являются преимущественно обыкновенные, а иногда и привилегированные акции акционированных либо акционируемых предприятий.

Рекомендации, которые даются по результатам произведенных расчетов, как правило, таковы: существенно недооцененные акции целесообразно покупать, явно переоцененные – продавать, а акции с нормальной (справедливой) стоимостью – придерживать до изменений текущей рыночной конъюнктуры в ту или другую сторону и принимать ликвидационные или инвестиционные решения сообразно складывающейся на рынке акций обстановке.

Ниже кратко рассмотрены широко применяемая в настоящее время и альтернативные ей методики определения справедливой рыночной стоимости обыкновенных акций компаний (предприятий).

МЕТОДИКА И ОСОБЕННОСТИ РАСЧЕТА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ

Методика и особенности расчета справедливой стоимости акций предприятий, разработанная и широко применяемая РИА РБК на практике кратко представлена ниже (см. соответствующий сайт в Интернете [3]).

Для расчета справедливой или целевой цены акции применяется метод дисконтирования денежных потоков рассматриваемой компании от ее будущей производственно-хозяйственной деятельности, которая обычно прогнозируется на 5-12 лет вперед. Отмечается слабость такого подхода, которая заключается в том, что

из-за большого количества прогнозируемых исходных данных вероятность получения ошибочных результатов такого расчета весьма велика, и слепо доверять справедливым ценам акций, публикуемым инвестиционными компаниями и банками, скорее всего, не стоит.

И тем не менее, РИА РБК рекомендует определять справедливые цены акций предприятий методом экспертных оценок, когда экспертами являются соответствующие инвестиционные компании и банки. За окончательную величину справедливой стоимости акции предприятия (компаний), называемую консенсусом либо консенсусом-целью с обозначением **Рк**, предлагается принимать усредненное значение справедливых цен (целей), рассчитанных заинтересованными инвестиционными компаниями и банками для этой ценной бумаги по формуле:

$$P_k = \sum_{i=1}^{i=n} P_i / n, \quad (1)$$

где

Pi – цель *i*-й инвестиционной компании или банка по рассматриваемой акции;

n – количество принимаемых во внимание целей, установленных по этой акции.

При определении величины **Pi** безусловно учитывается текущий рыночный курс рассматриваемых акций.

Указывается, что при формировании инвестиционных портфелей можно приобретать и акции с потенциалом падения текущей курсовой стоимости. Однако для обеспечения экономической безопасности их доля в инвестиционном портфеле не должна превышать 10-12%.

Имеются все основания полагать, и это есть на самом деле, что оценка значения показателя **Рк**, т.е. **Сас**, изложенным выше методом является случайной величиной, не имеющей никакого отношения к искомой экономической справедливой рыночной стоимости акций предприятий. При этом ответственность их доля в оценке величины **Сас** без всяких на то оснований произвольно возлагается на выбранные фирмы-эксперты, которые юридически и экономически не несут и не могут нести такую ответственность, хотя бы и потому, что их труд соответствующим образом не регламентируется и не оплачивается.

Возникает мысль, как можно квалифицировать представленный выше метод определения величины **Сас**: сознательное либо несознательное жульничество, мошенничество или плутовство, откровенная халтура либо явное невежество разработчиков этого метода? Скорее всего в этом случае имеет место сочетание всех четырех перечисленных явлений с весомым преобладанием первого. Естественно, жаль тех, кто по неосведомленности принимает ошибочные инвестиционные решения, пользуясь этим методом.

Спрашивается, почему же такой откровенно сомнительный метод находит широкое применение на практике, и результаты соответствующих расчетов по этому методу публикуются в солидных деловых газетах? Расчет величины **Сас** с помощью этого метода требует минимальных затрат умственных усилий и рабочего времени при весьма достойной оплате труда выполняющих его финансово-биржевых «аналитиков», тем более что этот расчет легко поддается автоматизации на компьютере путем применения табличного процессора Excel-2007. Кроме того, используя этот метод, легко можно получить практически любые, в том числе и заранее заказанные, величины показателя **Сас**.

Кстати, точно с таким же успехом подобный расчет может быть выполнен любым образованным человеком без привлечения экспертов и математической обработки полученных от них данных: сел за стол, поглядел на текущий курс акций рассматриваемого предприятия и на потолок написал 5-12 цифр якобы ожидаемых в будущем котировок рассматриваемых акций «от фонаря», усреднил установленный ряд этих цифр и за несколько минут получил искомую величину консенсуса-цели **Сас**. При этом 5-12 цифр для проведения расчета можно подобрать таким образом, чтобы после усреднения они давали заранее намеченную величину цели **Сас**. Точно так же, с таким же «успехом» по достигаемому качеству эти цифры можно продисконтировать и сложить, взяв с того же потолка соответствующие значения ставок дисконтирования. Даже в XXI в. такое возможно!

Удивительно, но результаты расчетов потенциала роста или падения текущего курса акций компаний, входящих в листинг Московской межбанковской валютной биржи и фондовой биржи РТС, полученные представленным выше методом, регулярно публикуются в ежедневной, претендующей на солидность деловой газете РБКdaily (см. сводку по рынку акций) и по ним кто-то принимает очевидно рискованные, во многих случаях ошибочные решения о покупке, продаже или сохранении акций тех или иных предприятий для последующих маневров с ними на фондовом рынке.

Рассмотрим еще одну методику определения «справедливой» рыночной стоимости акций предприятий.

Другая методика определения необоснованно принимаемой за справедливую рыночной стоимости обыкновенных акций предприятий состоит в следующем.

- По существующим международным, европейским и федеральным стандартам оценочной деятельности рассчитывают якобы справедливую рыночную стоимость рассматриваемого предприятия на дату проведения такого расчета **Срп**.
- Определяют суммарную рыночную стоимость всех эмитированных привилегированных акций этого предприятия на ту же дату **Спап**.
- Из полученной в результате проведенного расчета величины **Срп** вычитают расчетную величину **Спап**, равную произведению текущей рыночной стоимости одной привилегированной акции предприятия **Сопа** на общее число выпущенных таких акций на дату расчета **Чпап**, т.е. **Спап = Сопа * Чпап**.
- Полученную разность делят на общее число эмитированных на дату расчета обыкновенных акций рассматриваемого предприятия **Чоап**, устанавливая таким образом якобы справедливую рыночную, но на самом деле практически случайную величину стоимости такой акции **Ссап**.

Как вытекает из вышеуказанного, формула для определения величины показателя **Ссап** имеет следующий вид:

$$C_{сап} = (C_{рп} - C_{пап}) / Ч_{оап}. \quad (2)$$

Все было бы нормально и правильно, если бы расчетная величина показателя **Срп** была экономической справедливой, но применяемый в настоящее время метод ее определения, к сожалению, имеет принципиальные недостатки и не позволяет делать такое предположение без серьезных сомнений.

- Во-первых, в подавляющем большинстве случаев величину показателя **Срп** в настоящее время рассчитывают методом дисконтирования будущих денежных потоков фактического чистого дохода либо фактической прибыли

до или после вычета налогов, сборов и уплаты процентов, а прогнозы таких потоков почти всегда бывают ошибочными и впоследствии не подтверждаются на практике.

- Во-вторых, расчеты соответствующих значений ставок дисконтирования являются весьма условными, построенными на базе сомнительных допущений.
- В-третьих, результаты расчета величины **Срп** весьма чувствительны к неточностям определения дисконтируемых показателей, ставок дисконтирования и уровней возможной инфляции денежных средств, а эти неточности неизбежны; результаты таких расчетов, выполненных разными, даже высокопрофессиональными оценщиками, работающими на фондовых рынках, могут отличаться в разы, а в отдельных случаях и на порядок.
- В-четвертых, при определении величины **Срп**, как правило, учитывают не все объективно имеющиеся структурные элементы формулы для подобных расчетов – драйверы этой стоимости.

Более подробно наиболее серьезные недостатки этого метода изложены в статье [1].

Кроме того, широко используемый в настоящее время метод получения окончательного значения величины показателя **Срп** путем научно не обоснованного взвешивания оценок, рассчитанных с одновременным применением доходного, затратного и сравнительного подходов к определению их величины не позволяют считать такую взвесь справедливой.

Не может приниматься за справедливую величина **Срп**, отвечающая запросам типа: «Что нужно?» или «Чего изволите?». Поэтому нельзя считать справедливой величину показателя **Ссап**, для установления которой использован показатель **Срп**, рассчитанный указанным выше способом.

Приведенные выше соображения подводят к выводу, что рекомендации инвесторам и обслуживающим их лицам, выдаваемые на основании соответствующего анализа результатов проведенных расчетов величины **Ссап** по представленным методикам, скорее всего не являются правильными, объективными, достоверными, отражающими реальную картину существующего положения в экономике предприятия, страны и на ее фондовых рынках. При этом результаты практического использования таких рекомендаций инвесторами и простыми людьми – покупателями акций предприятий незаметно, но неуклонно способствуют накоплению потенциала возникновения будущих страновых, региональных и мировых экономических и финансовых кризисов с нарастающими негативными последствиями, ценой и сроками их преодоления.

ПРЕДЛАГАЕМАЯ МЕТОДИКА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИ СПРАВЕДЛИВОЙ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ

Основополагающий принцип предлагаемой методики определения величины **Ссап** не отличается от принятого в предыдущей методике и формула, применяемая для расчета этой величины, аналогична приведенной выше формуле (2). Только вместо показателя **Срп** используется показатель **Спп** – показатель полной справедливой рыночной стоимости предприятия. Кроме того, разница состоит лишь в методе расчета и в исходных данных, используемых для определения величины справедливой рыночной стоимости предприятия **Срп**.

Таким образом формула для определения величины показателя **Ссап** представляет собой следующее соотношение:

$$\text{Ссап} = (\text{Спп} - \text{Спап}) / \text{Чоап}. \quad (3)$$

Основные различия предлагаемого и предыдущего метода оценки величины **Срп** состоят в следующем.

- В качестве базы для расчета искомой величины **Срп** предлагается использовать не фактические, а нормативные значения чистого дохода либо прибыли предприятия до или после вычета налогов, сборов и уплаты процентов.
- В расчет предлагается брать не прогнозируемые неизвестно какие нормативные показатели чистого дохода или прибыли предприятия на 5-12 лет вперед, а те же самые реальные показатели за прошедший год либо плановые или ожидаемые значения этих показателей на текущий годовой отчетный период календарного времени.
- Расчет величины показателя **Срп** производится методом прямой капитализации упомянутых выше чистого годового дохода или годовой прибыли предприятия, а не методом дисконтирования его будущих денежных потоков, не пригодным для решения задач подобного рода.
- За ставку капитализации принимается текущая на дату расчета величины **Срп** безрисковая годовая ставка банковского процента, которая рассчитывается как средняя либо средневзвешенная величина установленных наиболее крупными банками самых высоких ставок этого процента, в частности, по долгосрочным вкладам-депозитам.

При определении величины **Срп** учитываются все весомые объективно существующие стоимостепонижающие и стоимостеповышающие факторы, так называемые драйверы стоимости, по всем компонентам имущественно-земельного комплекса предприятий.

Концептуальная формула для определения величины показателя полной справедливой рыночной стоимости предприятия **Спп** предлагаемым методом выглядит следующим образом:

$$\text{Спп} = \text{Срп} * \text{Кпс} = (\text{Спб} + \text{Спп} + \text{Сзу} + \text{Сус}) * \text{Кпс}, \quad (4)$$

где

Срп – справедливая рыночная стоимость предприятия без учета значения коэффициента **Кпс**, тыс. д.е.;

Кпс – коэффициент к стоимости предприятия **Спр**, учитывающий стоимость неосязаемых нематериальных активов рассматриваемого предприятия и синергетический эффект от сложения структурных элементов (драйверов) этой стоимости;

Спб – справедливая рыночная стоимость производственно-технической (товаропроизводящей и доходопроизводящей) базы предприятия, тыс. д.е.;

Спп – справедливая рыночная стоимость непрофильных активов предприятия, если они имеются, тыс. д.е.;

Сзу – справедливая рыночная стоимость земельного участка предприятия или прав на бессрочное либо временное владение и пользование этим участком, тыс. д.е.;

Сус – справедливая рыночная стоимость инфраструктуры предприятия, если таковая существует, тыс. д.е.

Под д.е. имеются в виду денежные единицы: рубли или доллары, евро и т.д.

Представляется, что существующие в настоящее время методические разработки и действующие стандарты позволяют с той или иной степенью достоверности оценивать величину показателей **Спр**, **Спб**, **Спп**, **Сзу** и **Сус**. В соответствующей глубокой теоретической проработке с выходом на практику нуждаются методы определения справедливых значений коэффициента **Кпс**. До тех пор, пока такие методы не будут разработаны, величину показателя **Кпс** вынужденно

принимают равной единице (1,0), т.е. занижая тем самым величину *Спп*, приравнивая ее к показателю *Спр*.

Развернутая формула для определения величины показателя *Слб* с соответствующими пояснениями приведена в публикации [2]. Методики определения величин *Сзу*, *Спп* и *Сис* заслуживают опубликования в отдельных подробных статьях. Предполагается, что подготовка таких статей и разработка методов определения значений коэффициента *Кпс* являются достойной задачей, делом чести теоретиков и специалистов соответствующего профиля оценочной деятельности.

К числу основных достоинств предлагаемого метода определения величины показателя *Ссап* следует отнести ниже перечисленное.

- Расчетную величину *Ссап* получают по результату объективного установления общей народнохозяйственной ценности рассматриваемого предприятия.
- Фундаментом для определения показателя *Ссап* служит оценка производственных, производительных и социальных ресурсов данного предприятия.
- Действие фактора неопределенности, риска случайности полученных оценок величин *Спп*, *Спр* и *Ссап* сведено к минимуму.

При этом возможности дальнейшего совершенствования предложенного метода остаются открытыми и приглашаются все желающие поучаствовать в этом благородном деле.

Литература

1. Ревуцкий Л.Д. Основные заблуждения теоретиков, преподавателей и практиков оценки стоимости предприятий [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №5. – С. 408-415.
2. Ревуцкий Л.Д. Уточненная формула для определения экономически справедливой рыночной стоимости предприятий [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №4. – С. 446-449.
3. Росбизнесконсалтинг [Электронный ресурс] : информационное агентство. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/>.

Ключевые слова

Предприятие; обыкновенные и привилегированные акции; справедливая стоимость; методы определения, достоинства и недостатки.

Ревуцкий Леопольд Давыдович

РЕЦЕНЗИЯ

Общеизвестно, что рынок ценных бумаг во всем мире и особенно в нашей стране спекулятивен и управляем. Это обстоятельство убедительно подтверждается, в частности, предложенным РБК и внедренным в практику методом определения «справедливой» рыночной стоимости акций предприятий. Красивыми словами, привлекательными терминами прикрывается откровенная, бесплодная примитивность выданных рекомендаций, не позволяющих хоть как-то рационализировать поведение частных инвесторов на этом рынке в собственных интересах. Пользуясь этими рекомендациями, инвесторы в акции компании не могут грамотно и выгодно для себя решать, ценные бумаги каких предприятий приобретать, каких – придерживать и каких – продавать.

Предлагаемый автором метод определения экономически справедливой рыночной стоимости обыкновенных акций конкретных предприятий свободен от недостатков решения подобной задачи методом, разработанным и рекомендованным РБК для массового применения. Стоимость таких акций определяется путем деления справедливой рыночной стоимости предприятия, установленной современным методом ее оценки, на число эмитированных обыкновенных акций.

Есть все основания рекомендовать эту статью для опубликования в рецензируемом журнале.

Котилко В.В., д-р экон. наук, профессор, академик РАЕН

10.10. FICTIONAL «FAIR» AND ECONOMICALLY FAIR MARKET VALUE OF SHARES

L.D. Revutsky, Candidate of Science (Technical), Senior Researcher, the Consultant Concerning Administrative Audit and Technological Measures of Capacity, a Level of Economic Evolution and Costs of the Firms

There is scientific weaknesses of existing methods of determining the fair market value of ordinary shares and the insufficient solvency of the recommendations to investors, brokers and other interested persons on the expedient conduct of the shares on the stock market: what to buy, sell that, and that to hold until better times. A better method of solution of such problems, the main advantages and prospects for further rationalization.

Literature

1. L.D. Revutsky. Major misconceptions theorists, educators and practitioners assess the value of businesses. – M.: // «Audit and Financial Analysis», № 5, 2008. P. 408-415.
2. L.D. Revutsky. Revised formula for determining the cost of fair market value of enterprises. – M.: // «Audit and Financial Analysis», №3, 2009.

Keywords

Enterprise; ordinary and preference shares; fair value; methods of identification; the advantages and disadvantages.