Хромов Е.А.
аспирант кафедры финансов, денежного обращения и кредита
Академии экономической безопасности МВД России
Hromov_ea@mail.ru

Как определить «справедливую стоимость» акций?

Совершенствование современных методов анализа «справедливой стоимости» акций

Аннотация

В условиях развития фондового рынка и предстоящих размещений ценных бумаг их оценка имеет важное значение. Более того, глубина и серьезность текущего финансового кризиса дает основание полагать, что современные методики оценки «справедливой стоимости» акций далеки от совершенства. Как их оптимизировать? Читайте об этом в статье.

Ключевые слова: обыкновенные акции, фондовый рынок, справедливая стоимость, инвестиции, методика оценки, ценные бумаги, инвестиционные компании

XX столетие для экономической науки предоставило достаточно обширную материальную базу для изучения. На протяжении всего века в мире произошло около 10 достаточно серьезных финансовых потрясений и кризисов, как Великая депрессия в США, нефтяной кризис конца 70-х или «черный понедельник». Примечательной особенностью для мировой финансовой системы в эти периоды было неожиданное для большинства инвесторов наступления резкой смены тренда развития экономики, а как следствие и убытки, банкротства. Для преодоления данной проблемы инвестиционное сообщество в рамках своей работы стало применять различные способы оценки и анализа акций для поиска их «справедливой стоимости».

Методики анализа стоимости рынка и акций

В мировой практике на данном этапе развития фондового рынка применяется несколько методик анализа «справедливой стоимости» как рынка в целом, так и акций в частности. К ним относятся:

1) методики, в основе которых лежит расчет денежных потоков и приращение их на ставку дисконтирования, например модель дисконтированных денежных потоков (1);

2) методики, которые базируются на сравнительном принципе, например метод аналогов (2);

…инвестор (аналитик) при определении «справедливой стоимости» акции использует ту информацию и предположения, которые позволяют ему рассчитать «необходимую» стоимость акции

3) методики, которые используют статистические алгоритмы прогнозирования, например регрессионный анализ (3).

Однако как показывает практика, у вышеперечисленных методик существует ряд особенностей, которые не позволяют их применять широкому кругу инвесторов при любых стадиях развития экономики:

1) инвестор (аналитик) при определении «справедливой стоимости» акции использует ту информацию и предположения, которые позволяют ему рассчитать «необходимую» стоимость акции (4);

2) методики расчета «справедливой стоимости» акции/индексов на современном этапе развития отечественного фондового рынка в своем алгоритме используют трендовую составляющую, которая в периоды изменения механизма функционирования (стадии развития) экономики приводит к ошибочным выводам.

Прогнозы

Для примера рассмотрим ситуацию с прогнозированием справедливого уровня индекса РТС в конце 2007 года основными инвестиционными домами на 2008 год. Так, Банк Москвы прогнозировал значение индекса РТС на 2008 год на уровне 2544 пунктов, ИГ «Атон» – 2659 пунктов, Credit Suisse – 2600 пунктов, ИК «Тройка Диалог» – 2800 пунктов, ФК «Уралсиб» – 3000 пунктов, а ИК «Ренессанс Капитал» – 2600 пунктов.

В целом большая часть инвестиционных компаний, проводя расчет при помощи современных методов оценки «справедливой стоимости» акций, сошлась во мнении, что индекс РТС в конце 2008 года должен достигнуть 2600–2700 пунктов. Это предполагало примерно темп прироста в размере 15–20% от фактического значения 2007 года.

Однако в январе 2008 года индекс РТС упал примерно на 20%, а в ноябре 2008 года показал свои минимумы, обвалившись в 3 раза от уровня начала года, достигнув значения 2005 года – 500 пунктов.

Примечательным является тот факт,

Таблица 1

Расхождение рыночной цены и справедливой оценки

РТС	«Сургутнефтегаз»	Сбербанк	«Роснефть»	«Норильский никель»	МТС	«Лукойл»	«Газпром»
39,8%	19,8%	38,9%	26,1%	26,0%	35,6%	29,8%	53,6%

Источник: составлено автором на основании данных Quote.ru

Таблица 2

Внешние и внутренние факторы для построения вероятностной таблицы коэффициентов

Внешние факторы	Внутренние факторы
Ставка Федеральной резервной системы	Цена на нефть марки Brent
Ставка Европейского центрального банка	Объем рефинансирования банковского сектора
Ставка Банка Японии	Уровень банковских депозитов
3-месячная ставка LIBOR	Курс рубля к бивалютной корзине
10-летние облигации Министерства финансов США	

что за последние 5 лет расхождения между рыночными ценами и справедливой оценкой наиболее ликвидных акций и индекса РТС составили более 15%. Разницы между рыночными ценами и справедливой оценкой отображены в *табл. 1* (*см. на с. 98*).

Вероятностная таблица коэффициентов

Основная причина ошибок в расчетах инвесторов, по мнению С. Гуриева и О. Цывинского, которые не позволяют предугадать наступление смены экономического цикла, заключается в том, что многие из валютных и банковских кризисов происходят вследствие «неединственности равновесий», при которых экономика может непредсказуемо переключиться из одного равновесного состояния в другое (5). Это происходит в то время, как вышеописанные методы оценки прогнозируют трендовую динамику изменения «справедливой стоимости» в рамках уже сложившегося корридора/направления развития экономики.

Основная причина неспособности математических алгоритмов, которые используются в вышеописанных методиках расчета «справедливой стоимости», заключается в следующем. Ключевым фактором в экономике выступают денежная масса и особенности ее перераспределения, связанного с платностью, возвратностью и срочностью денежных средств.

Данная проблема, на наш взгляд, может быть решена за счет построения вероятностной таблицы коэффициентов роста/падения фондового рынка. В этом случае коэффициенты опираются на основные факторы, влияющие на функционирование экономики и отраженные в *табл. 2* (*см. выше*).

В рамках предлагаемой методики делается оценка внешних/внутренних факторов путем перемножения доли

…многие из валютных и банковских кризисов происходят вследствие «неединственности равновесий», при которых экономика может непредсказуемо переключиться из одного равновесного состояния в другое

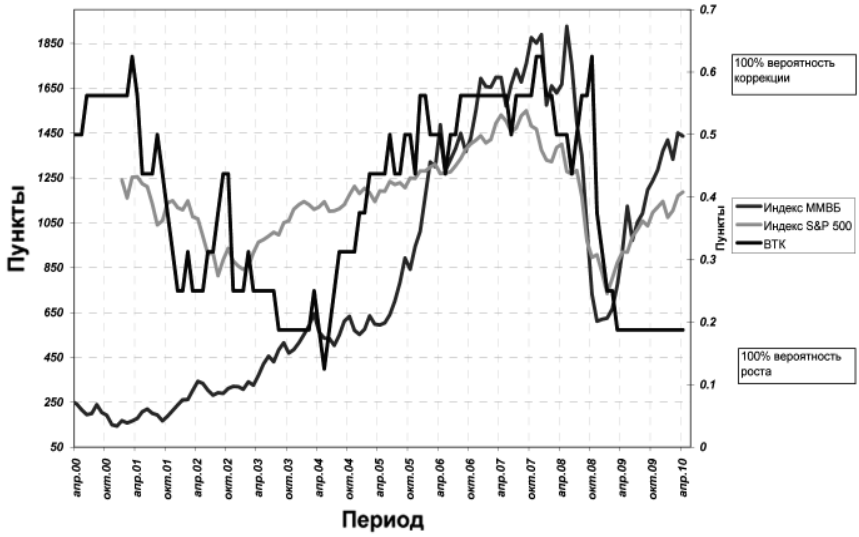

Рис. 1. Вероятностная таблица коэффициентов на фоне изменения индекса ММВБ и S&P 500

факторов на 4 «зонных» коэффициента. Каждой зоне присваивается допустимый уровень в 25%. Далее показатели складываются. Это должно вылиться в конечном значении в вероятности вывода денежных средств с фондового рынка в размере 100% или притока капитала – 0%.

В конечном итоге инвестор получает наглядную таблицу вероятностного измерения факторов роста/падения фондового рынка. Вероятностная таблица коэффициентов отражена на *рис.* (*см. выше*).

> … за последние 5 лет расхождения между рыночными ценами и справедливой оценкой наиболее ликвидных акций и индекса РТС составили более 15%

Выводы

Подводя итоги, стоит отметить следующее. Согласно вероятностной таблице коэффициентов основные аналитические дома в конце 2007 года выставили неверное значение «справедливого уровня» индекса РТС[1] на 2008 год в 2600–2700 пунктов или рост 15–20% относительно значения 2007 года.

Вероятностная таблица коэффициентов показывает, что с начала 2006 года отечественный фондовый рынок находился относительно макроэкономических показателей у границ 100%-й веро-

[1] В рамках данной таблицы рассматривается индекс ММВБ, однако он имеет идентичную динамику по сравнению с РТС.

ятности коррекции. Следовательно, инвесторам не рекомендовалось бы инвестировать в отечественные акции на долгосрочную перспективу в тот период времени.

Также данная методика позволяет нивелировать основные недостатки современных методов расчета «справедливой стоимости» акций/индекса, описанных ранее.

Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с.
2. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 224 с.
3. Твардовский В. Модель справедливой капитализации российского фондового рынка и прогноз стоимости российских акций. (Электронный ресурс).–Режим доступа: http://itinvest.ru/education/articles/research/1166/#_ftnref1.
4. Зимин В.С., Тришин В.С. Прогнозирование и анализ точности метода дисконтированных денежных потоков. Ретроспективное обозрение ранее выполненных отчетов об оценке. (Электронный ресурс). – Режим доступа: http://elit-service.info/Articles_view_29.htm.
5. Гуриев С., Цывинский О. Ratio economica: Дело ученых. // Ведомости. – 2009. – № 183.

РП

Khromov E.A.
Postgraduate Student, Chair of Finance, Money Circulation and Credit, Academy of Economic Security of the Ministry of Internal Affairs of Russia

Improvement of Modern Methods for Analyzing «Fair Value» of Shares

Abstract

In the conditions of the stock market development and the forthcoming placements (initial public offering), evaluation of securities is very important. Moreover, the depth and gravity of the current financial crisis suggests that the current methods for assessing the «fair value» of shares are far from being perfect. How to optimize these methods? Find the answer in the article.

Keywords: ordinary shares, stock market, fair value, investments, assessment methods, securities, investment companies