

Фондовый рынок

УДК 336.763

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

А. С. ОКУНЬ,

кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономического анализа,
статистики и финансов
E-mail: n121ha@rambler.ru

С. А. ОКУНЬ,

студент экономического факультета
E-mail: n121ha@rambler.ru
Кубанский государственный университет

Для определения стоимости бизнеса в статье рассмотрен принцип моделирования оценки стоимости финансовых активов. Конструирование модели или уточнение теории ценообразования стоимости финансовых активов необходимо для понимания и применения на практике более корректного определения рыночной доходности фондовых активов с учетом фундаментальных признаков деятельности корпорации.

Ключевые слова: инвестиция, процесс, фонд, рынок, акция, рост, дивиденд, доходность, стоимость, компания.

Оптимизация оценки стоимости актива необходима для определения справедливой стоимости бизнеса, которая отражала бы реалии российского фондового рынка. Одним из составляющих элементов, отражающих стоимость акции на фондовом рынке, является внутренняя стоимость актива, т. е. определение той доли, которая формируется исключительно в процессе финансово-хозяйственной деятельности компании. Учет деятельности компании при оценке активов на фондовом рынке позволит определить справедливую цену акции в будущем.

Фундаментальный анализ исходит из того, что истинная (внутренняя) стоимость любого финансового актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец ак-

тива рассчитывает получить в будущем. В соответствии с этим аналитик стремится определить время поступления и величину этих наличных денежных потоков, а затем рассчитывает их приведенную стоимость, используя соответствующую ставку дисконтирования. После определения внутренней стоимости акции полученная величина сравнивается с текущим рыночным курсом акции, для того чтобы выяснить, правильно ли оценена акция на рынке. Акции, внутренняя стоимость которых меньше текущего рыночного курса, называются переоцененными, а те акции, рыночный курс которых ниже внутренней стоимости, – недооцененными. Разница между внутренней стоимостью и текущим рыночным курсом представляет собой важную информацию, поскольку обоснованность заключения аналитика о неправильности оценки данной акции зависит в значительной степени от этой величины [3].

Известный британский экономист и профессиональный инвестор Б. Грэхем проводил различие между инвестициями и спекуляциями. Инвестицию он определял как операцию, основанную на тщательном анализе фактов, перспектив, безопасности вложенных средств и достаточном доходе. Все остальное признавалось спекуляцией.

Акция, во-первых, является долей в бизнесе, и инвестор не должен беспокоиться по поводу колеба-

ний цен акций в недолгий период времени, потому что в краткосрочной перспективе рынок ценных бумаг ведет себя непредсказуемо, подчеркивал Б. Грэхем. В долгосрочной же перспективе рынок проявляет себя как весы – внутренняя стоимость акции в конечном итоге отражается на ее цене. Он рекомендовал инвесторам концентрировать свои усилия на анализе финансового состояния компаний, когда акции компании продаются на рынке по ценам ниже их внутренней стоимости, и разработал один из первых системных подходов к инвестированию, известный как «Фильтры Грэхема». Основой этой стратегии является безопасность инвестиций, чтобы покупать столько внутренней стоимости, что вероятность потерять даже часть денег является незначительной [2]. Все критерии Б. Грэхема относятся к четырем категориям.

Стабильность бизнеса. Этот показатель является самым важным, поскольку нет смысла инвестировать в недооцененные активы, если компания имеет шансы обанкротиться. Таким образом, следует выбирать активы, для которых характерны следующие критерии:

- за последние десять лет наблюдалось не более двух лет уменьшения выручки;
- рост величины прибыли на акцию (*EPS*) в среднем за десять лет составил 7%;
- кредиторская задолженность составляет не больше половины суммы чистых активов. Оборотные активы двукратно больше суммы краткосрочного долга. Отношение долга к капиталу меньше единицы.

Дивидендный доход. Стабильность дивидендного дохода является одним из показателей безопасности, поскольку, даже если цены на акции не вырастут, инвестор все равно получит приемлемый (в сравнении с облигациями) результат. Таким образом, дивиденды должны составлять не менее 2/3 дохода корпоративных облигаций с высшим рейтингом.

Инвестировать в бизнес, а не в акцию. Если компания торгуется по *P/E* (коэффициент отношения капитализации к прогнозной прибыли), равному 10, тогда купивший ее полностью получит аналог облигации с 10%-ной доходностью. При этом необходимо соблюдение двух условий:

- первое – *P/E* составляет меньше 40 % среднерыночного значения;
- второе – *P/E* двукратно выше доходности государственных облигаций.

Покупка компании ниже балансовой стоимости. Определяется с помощью расчета коэффициента отношения капитализации к капиталу компании (*P/BV*). Данные сделки были возможны, когда компании с реальными активами торговались настолько дешево, что был смысл в полном выкупе и распродаже имущества, так как ликвидационная стоимость имущества была выше затраченных средств. Поэтому Б. Грэхем считал, что капитализация компании должна составлять меньше 2/3 стоимости чистых активов.

Основная идея в подходе Грэхема состояла в том, что даже самая плохая акция может стать отличной инвестицией, если ее очень дешево купить. Неважно, чем занимается компания, – если ее бизнес стабилен, а акции торгуются дешево относительно финансовых показателей, это хорошая инвестиция. В результате этот подход показывал годовую доходность 17–28 % с минимальным уровнем рисков [2].

Одной из главных проблем для инвесторов на фондовом рынке является определение справедливой цены актива. Денежная отдача от инвестиций для владельцев обыкновенных акций принимает две формы: во-первых, это денежные дивиденды; во-вторых – прирост (потеря) капитала от изменения курсовой стоимости. Стандартной оценкой для определения стоимости акции является формула Гордона.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}, \quad (1)$$

где P_0 – текущая стоимость актива;

DIV_1 – ожидаемая величина дивидендов в следующем году;

r – ожидаемая доходность;

g – ожидаемые темпы роста дивидендов.

Цена P_0 представляет собой правильную цену при условии функционирования конкурентного рынка капитала. Если бы P_0 превышало свое истинное значение, тогда данные активы имели бы более низкую доходность, чем альтернативные ценные бумаги с эквивалентным риском. В результате, стоимость первоначального актива упала бы в цене, так как инвесторы забрали свои деньги из этого актива и вложили их в альтернативный актив, имеющий более высокую доходность, нежели предыдущий, с одинаковым уровнем риска. Если P_0 оказалось ниже своего справедливого значения, то доходность акции была бы выше, нежели у альтернативных инвестиций в другие активы. Следовательно, инвесто-

ры начинали бы скупать данный актив, поднимая P_0 до своего справедливого значения. Таким образом, на все ценные бумаги, принадлежащие к одной категории риска, устанавливаются цены, обеспечивающие одинаковую ожидаемую доходность. Таково условие равновесия на хорошо функционирующем рынке капитала [1].

Чтобы найти ожидаемые темпы роста дивидендов, необходимо рассчитать ряд показателей.

Коэффициент дивидендных выплат $K_{д.в.}$, показывающий отношение суммы дивидендов к прибыли в расчете на одну акцию:

$$K_{д.в.} = \frac{DIV}{EPS},$$

где DIV – сумма дивидендов на одну акцию;

EPS – прибыль, приходящаяся на одну акцию.

Коэффициент реинвестирования $K_{р.в.}$ показывает долю прибыли, которую компания реинвестирует в бизнес после выплаты дивидендов:

$$K_{р.в.} = 1 - \frac{DIV}{EPS}.$$

Показатель рентабельности собственного капитала ROE – отношение прибыли на акцию к балансовой стоимости собственного капитала в расчете на акцию:

$$ROE = \frac{EPS}{BCS},$$

где BCS – балансовая стоимость акции.

Показатель темпа роста дивидендов g рассчитывается по формуле:

$$g = K_{р.в.} ROE.$$

Анализ акций фирмы с помощью формулы дисконтирования денежного потока с постоянным ростом может привести к ошибке, поскольку:

- основополагающая предпосылка относительно постоянного роста в будущем является в лучшем случае приблизительной;
- даже если допустимо приближение, при вычислении g неизбежны погрешности.

Эта формула не подходит также к компаниям с высокими текущими темпами роста, поскольку такой рост редко может продолжаться бесконечно, а формула дисконтирования денежного потока с постоянными темпами роста основана на допущении, что это возможно. В результате данное предположение ведет к завышению показателя r [1].

Большое значение для определения справедливой цены актива имеет определение правильной величины его доходности r . В основном инвесторы, чтобы правильно оценить эту величину, вынужде-

ны брать данные за очень длительный промежуток времени и в дальнейшем усреднять величину r , используя среднюю арифметическую величину. Главная причина состоит в том, что среднегодовые значения доходности обыкновенных акций очень изменчивы и средняя доходность за короткие периоды не показательна. Только изучая прошлые значения доходности за очень долгий срок, можно надеяться уловить их тенденцию [1].

Один из способов оценки r основывается на допущении того, что будущая ситуация останется практически такой же, как в прошлом, и сегодня инвесторы ожидают получить ту же самую доходность. Но маловероятно, чтобы значение r со временем не менялось. Альтернативный способ поиска r основывается на использовании в расчете процентной ставки по государственным облигациям, которая является безрисковой, и к ней прибавить среднюю рыночную премию за риск:

$$r_m = r_f + NPR,$$

где r_m – ожидаемая инвесторами рыночная доходность;

r_f – сумма без рисковой процентной ставки;

NPR – нормальная премия за риск.

Этот способ расчета r основывается на предположении того, что существует нормальная стабильная премия за риск рыночного портфеля, поэтому ожидаемую в будущем премию можно вывести из средней премии за риск в прошлом. Даже располагая массивом данных за 75 лет, никто не в состоянии с абсолютной точностью определить значение премии за риск, равно как нельзя быть вполне уверенным в том, что сегодня инвесторы требуют такого же вознаграждения за риск, как 60 или 70 лет назад. Все это оставляет много места для субъективных суждений и дебатов вокруг подлинной величины премии за риск [1].

Многие финансовые менеджеры и экономисты уверены в том, что наилучшим показателем определения премии за риск является прошлая доходность, наблюдаемая в течение достаточного длительного периода времени. Другие считают, что нынешние инвесторы не нуждаются в такой большой премии за риск в качестве мотива для приобретения обыкновенных акций, так как высокая премия за риск, сложившаяся на рынке, предполагает отрицательное отношение инвесторов к риску. Если это действительно так, то инвесторы должны сокращать свое потребление, когда цена акций падает и благосостояние уменьшается. Однако практика

показывает, что с падением цены акций расходы инвесторов держатся на обычном уровне. Это едва ли согласуется с неприятием риска и высокой премией за риск [1].

Три причины, почему прошлые показатели могут завышать премию за риск, требуемую инвесторами сегодня, выделяют Р. Брейли и С. Майерс на примере американского рынка:

- 1) за последние 75 лет курсовой рост акций замесил собой дивидендные платежи, т. е. норма дивидендного дохода переживала в это время длительный спад. С 1926 по 2000 г. снижение нормы дивидендного дохода добавляло примерно по 2 % в год к общей доходности, требуемой от обыкновенных акций;
- 2) с 1926 г. США принадлежат к числу самых процветающих стран мира. Экономика других государств либо постепенно затухает, либо периодически испытывает разрушительные потрясения из-за войн или гражданских беспорядков. Уделяя слишком пристальное внимание доходности акций в США, можно получить искаженное представление о реальных ожиданиях инвесторов. Не исключено, что в средних показателях за прошлые годы просто не учитывается вероятность того, что США рано или поздно могут пополнить ряды менее благополучных стран;
- 3) во второй половине 1990-х гг. акции в США переживали заметный ценовой всплеск, а их среднегодовая доходность почти на 25 % превышала доходность казначейских векселей. По мнению некоторых специалистов, этот рост цен отражал оптимистичные надежды на то, что новая экономика вскоре приведет в золотой век процветания и заоблачных прибылей. Однако другие наблюдатели приписывали этот рост цен снижению рыночной премии за риск. В резуль-

тате завышается доходность, которой инвесторы требовали в прошлом, и не отражается тот факт, что на будущее инвесторы требуют более низкой доходности, чем прежде. После марта 2000 г., когда цены акций достигли своего пика, они стали постепенно снижаться, вера в уменьшающуюся рыночную премию за риск начала иссякать [1].

Используя классические методы определения ожидаемой доходности актива для оценки стоимости ценных бумаг, рассчитаем показатели, характерные для активов компании ОАО «ЛУКОЙЛ», и проанализируем полученные результаты. Для составления таблицы и анализа используем данные бухгалтерского учета по международным стандартам финансовой отчетности компании ОАО «ЛУКОЙЛ» за период 2000–2007 гг.

Используя данные табл. 1, рассчитаем показатели, представленные в табл. 2.

Используя формулу (1) оценки активов, рассчитаем по данным табл. 1, 2 стоимость ценной бумаги для каждого года и сравним полученные показатели с реальной стоимостью ценной бумаги, которые были присущи ей для каждого конкретного периода времени (табл. 3).

С учетом показателей r_{Γ} из табл. 3 было найдено значение $r_{\text{ср}} = 0,32$ (32 %) как средняя величина доходности с 2000 по 2007 г. Используя полученный показатель $r_{\text{ср}}$, можно найти величину $P_{\text{расч}}$ для каждого периода по формуле (1).

При расчете вместо ожидаемой величины дивидендов для следующего года использовались реальные показатели этой величины, которые были присущи в следующем периоде. Тем самым стоимость актива должна была получиться более приближенной к реальной его стоимости за конкретный период при проведении ретроспективного анализа, нежели если бы при расчетах использовались ожидаемые величины дивидендов.

Таблица 1

Показатели бухгалтерского учета ОАО «ЛУКОЙЛ» за 2000–2007 гг.

Год	Количество акций, ед.	Акционерный капитал, млн руб.	Чистая прибыль, млн руб.	Прибыль на одну акцию, руб.	Дивиденды на обыкновенные акции, млн руб.	Дивиденды на одну обыкновенную акцию, млн руб.
2000	738 351 391	348 761,6	93 265,92	136,01	2 083,84	2,82
2001	756 782 452	317 042,66	63 565,26	80,78	6 269,12	8,28
2002	850 563 255	444 920	58 570,54	71,82	12 553,1	14,76
2003	850 563 255	514 550,4	108 994,45	133,114	15 196,2	17,87
2004	850 563 255	577 505,25	117 882	144,3	18 897,75	22,22
2005	850 563 255	771 419,12	185 429,54	227,6498	22 880,1	27
2006	850 563 255	866 257	197 053,72	238,55	26 566,97	31,23
2007	850 563 255	1 011 779,15	233 495,05	281,83	30 024,65	35,3

Таблица 2

Расчет коэффициентов по приведенным формулам

Год	$K_{д.в}, \%$	$K_{р.в}, \%$	$ROE, \%$	$g, \%$
2000	3	97	27	26
2001	18	82	20	16
2002	21	79	13	10
2003	13	87	21	18
2004	15	85	20	17
2005	12	88	24	21
2006	13	87	23	20
2007	13	87	23	20

Таблица 3

Результаты расчета показателей стоимости активов по классической формуле за период с 2000–2007 гг.

Год	$P_{расч},$ руб.	$DIV_1,$ руб.	Доходность актива за год $r_t, \%$	$g, \%$	Котировка актива $P_{реал},$ руб.
2000	54,81	2,82	–12	26	260
2001	69,96	8,28	42	16	369,3
2002	135,19	14,76	33	10	489,78
2003	155,52	17,87	38	18	677
2004	259,7	22,22	23	17	833,02
2005	265,01	27	105	21	1 704,52
2006	310,51	31,23	34	20	2 282,93
2007	–	35,3	–9	20	2 067,1

Расхождение в полученных значениях $P_{расч}$ и $P_{реал}$ можно объяснить, во-первых, невозможностью определения точного значения r . В результате приходится использовать среднее значение за достаточно продолжительное время. Период, за который согласно теории следует применять r , может исчисляться несколькими десятилетиями, что невозможно для российского фондового рынка в связи с его краткой историей. Во-вторых, в случае если будут даны показатели r за достаточно большой период для расчета более адекватного среднего показателя этой величины, то присутствует достаточно большая вероятность неправильного расчета стоимости актива. Поскольку r берется за достаточно большое время, есть вероятность того, что значение реального r в текущем периоде времени примет значение своего локального максимума или минимума, тогда как при оценке стоимости актива инвестор будет использовать средний показатель r .

При расчете стоимости актива с помощью формулы (1) использовались реальные значения величины ожидаемых дивидендов, которые были присущи ему в следующем периоде. Величина ожидаемой доходности определялась как усредненная доходность, которая соответствовала данному активу с 2000 по 2007 г. Неверным для определения

доходности за конкретный год представляется использование средней величины доходности за период 2000–2007 гг., поскольку неизвестны показатели доходностей для следующих периодов, которые в дальнейшем усредняются.

В связи с достаточно короткой историей российского фондового рынка при расчете величины $P_{расч}$ (см. табл. 3) использовалось значение средней доходности актива за период с 2000 по 2007 г., так как ранее фондового рынка в России не существовало. В результате необходимо предложить иную формулу оценки стоимости активов, которая позволит определить более точную величину стоимости актива и будет более приемлема для российского фондового рынка.

Для выведения более качественной формулы оценки стоимости актива воспользуемся теорией Б. Грэхема о внутренней стоимости актива. Для этого определим параметры, которые влияют на стоимость актива:

- цена актива в предыдущем периоде времени;
- доходность актива;
- прибыль, приходящаяся на акцию;
- коэффициент реинвестирования;
- показатель рентабельности собственного капитала.

Таким образом, для определения стоимости актива получаем следующую формулу:

$$P_t = (1 + r_{t-1})P_{t-1} + EPS_{t-1}K_{р.в,t-1}ROE_{t-1}, \quad (2)$$

где P_t – текущая стоимость актива;

r_{t-1} – доходность за предыдущий период;

P_{t-1} – стоимость актива в предыдущем периоде;

EPS_{t-1} – прибыль, приходящаяся на одну акцию в предыдущем периоде;

$K_{р.в,t-1}$ – коэффициент реинвестирования за предыдущий период;

ROE_{t-1} – рентабельность собственного капитала за предыдущий период.

Определим значение показателя r_{t-1} несколькими способами:

- *первый* – метод подбора. Используя имеющиеся значения P_t , определим значение r_{t-1} ;
- *второй* – определение, используя усредненное значение годовых доходностей, которые были присущи акции ОАО «ЛУКОЙЛ» с 2000 по 2007 г.;
- *третий* – с помощью формулы

$$r_{t-1} = \frac{DIV_{t-1}}{P_{t-2}} + g_{t-1},$$

где DIV_{t-1} – дивиденды на акцию, которые были выплачены за предыдущий период;

P_{t-2} – стоимость актива в позапрошлом периоде;

g_{t-1} – темпы роста дивидендов за предыдущий период.

Используя полученные значения r_{t-1} , определим величины $P_{расч}$, чтобы сравнить с показателем $P_{реал}$ для определения наилучшего способа оценки стоимости актива. Тем самым найдем стоимость активов компании ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Ростелеком» и ОАО «ГМК «Норильский никель», которые представлены в табл. 4–6.

Сравнивая результаты табл. 4 и 7, можно сделать вывод: показатель $P_{расч}$, рассчитанный с помощью формулы (2), независимо от способа определения r_{t-1} является наиболее приближенным к показателю $P_{реал}$, нежели рассчитанный с помощью классической формулы определения стоимости актива (1).

Качественными преимуществами расчета стоимости актива с применением формулы (2) являются:

- в формуле (2) не нужно делать предположения о каком-либо показателе для расчета стоимости актива, тогда как в формуле (1) необходимо определить показатель ожидаемой величины дивидендов. К тому же показатель ожидаемой величины дивидендов зависит от человеческого фактора, поскольку компания может изменить уровень выплаты дивидендов, что непосредственно повлияет на изменение стоимости актива;
- чтобы определить величину r в формуле (2), нет необходимости использовать достаточно внушительную историю показателя r , как это требуется в формуле (1). При расчете показателя r используется значение, которое соответствует этому показателю в предыдущем периоде.

Чтобы найти наилучший способ определения величины $P_{реал}$ с помощью формулы (2), рассмотрим

Таблица 4

Расчетные значения определения стоимости актива ОАО «ЛУКОЙЛ»

Год	$P_{реал}$, руб.	ROE, %	EPS, руб.	K_{PB} , %	r_1 , %	$P_{1 расч}$, руб.	$P_{2 расч}$, руб.	r_3 , %	$P_{3 расч}$, руб.
2000	260	27	126,32	96	30	–	374,59	–	–
2001	369,3	20	84	82	29	370,55	499,76	29	–
2002	489,78	13	68,86	78	37	490,32	651,45	21	490,14
2003	677	21	128,14	86	20	678,12	913,99	14	597,68
2004	833,02	20	138,59	83	102	835,76	1 119,64	22	795,08
2005	1 704,52	24	218,01	87	31	1 706,46	2 288,32	20	1 035,97
2006	2 282,93	23	231,67	86	–11	2 278,85	3 048,91	23	2 097,65
2007	2 067,1	23	274,52	87	–	2 077,4	374,59	21	2 851,41

Таблица 5

Расчетные значения определения стоимости актива ОАО «Ростелеком»

Год	$P_{реал}$, руб.	ROE, %	EPS, руб.	K_{PB} , %	r_3 , %	$P_{3 расч}$, руб.
2000	24,91	–6	–385	100	–	–
2001	27,83	9	6,15	97	–6	–
2002	38,24	2	0,76	29	11	26,8
2003	59,9	1	0,41	–32	2	42,5
2004	50,26	8	4,42	67	2	61,01
2005	64,57	6	2,89	46	9	51,6
2006	198,65	3	1,5	1	5	70,31
2007	288,62	2	1,01	–92	1	208,37

Таблица 6

Расчетные значения определения стоимости актива ОАО «ГМК «Норильский никель»

Год	$P_{реал}$, руб.	ROE, %	EPS, руб.	K_{PB} , %	r_3 , %	$P_{3 расч}$, руб.
2001	512,89	18	193,04	99	–	–
2002	646,97	8	83,79	73	22	–
2003	1 900	10	123,53	82	9	796,63
2004	1 507	18	246,83	72	12	2 089,26
2005	2 557,53	21	349,05	72	19	1 724,18
2006	4 087,74	47	850,81	86	20	3 102,72
2007	6 460	25	714,82	69	46	5 240,35

данные для ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Ростелеком» и ОАО «ГМК Норильский никель» (табл. 7–9).

Сравнивая показатели $P_{\text{реал}}$ и $P_{\text{расч}}$, полученные с помощью разных способов определения величины r_{t-1} , можно сделать следующие выводы:

- наиболее приближенная величина $P_{1\text{расч}}$ к показателю $P_{\text{реал}}$ достигается тогда, когда значение r_{t-1} определяется с помощью метода подбора (первый способ определения r_{t-1});
- в количественном значении третий способ оценки величины r_{t-1} предоставляет возможность получить более точные значения при определении $P_{\text{расч}}$ к $P_{\text{реал}}$ по сравнению со вторым способом;
- в расчете $P_{3\text{расч}}$ с помощью третьего способа определения r_{t-1} отсутствует усреднение показателя r_{t-1} , которое присуще для второго способа расчета;
- определение $P_{3\text{расч}}$ к $P_{\text{реал}}$ с использованием третьего способа оценки величины r_{t-1} является более точным, поскольку при определении

значения $P_{1\text{расч}}$ с помощью первого способа используется метод подбора возможных значений r_{t-1} , чтобы значение $P_{1\text{расч}}$ максимально приблизить к значению $P_{\text{реал}}$. Но данный способ определения величины r_{t-1} невозможен, если заранее не задан показатель $P_{\text{реал}}$. Определение же величины $P_{3\text{расч}}$ с помощью третьего способа является более качественным, поскольку можно определить величину r_{t-1} , не зная величины $P_{\text{реал}}$;

- при определении значения r_{t-1} методом подбора были получены значения за 2004 и 2006 гг., равные 1,01 и –0,12 соответственно. Эти значения можно объяснить тем, что при использовании первого способа определения r_{t-1} для выявления $P_{1\text{расч}}$ не учитывается возможность переоценки или недооценки значения актива $P_{\text{реал}}$ и может произойти переоценка или недооценка в данный период времени;
- рассчитанное третьим способом отклонение величины $P_{3\text{расч}}$ от величины $P_{\text{реал}}$ характеризуется реальной стоимостью актива $P_{3\text{расч}}$, а отклонение от значения $P_{\text{реал}}$ объясняется тем, что рынок в этот период либо переоценивает, либо недооценивает данный актив.

В период 2005–2008 гг. значение $P_{3\text{расч}}$ довольно сильно отклоняется от $P_{\text{реал}}$. Это отклонение объясняется тем, что в основе определения значения $P_{3\text{расч}}$ лежит предположение, что стоимость актива на фондовом рынке определяется исключительно деятельностью самой компании, т. е. объективными причинами. Отклонение же величины $P_{\text{реал}}$ от $P_{3\text{расч}}$ в период 2005–2008 гг. произошло из-за наличия субъективных причин, которые присутствовали в экономике в этот период времени и повлияли на фондовые активы. Возможно выделить две причины:

- первая – постоянный рост денежной массы. В результате в экономике образовалась большая доля свободных денег, которые стали вкладывать в фондовые активы, что повлияло на спрос на фондовом рынке. В результате объем сделок возрос с 198 млрд руб. по итогам 2005 г., до 634,3 млрд руб. по итогам 2006 г. и до 1 230 млрд руб. в 2007 г.;
- вторая, поскольку российская экономика является экспортно ориентированной, большое влияние на рынок оказывает изменение цен на нефть, которая в 2007 г. росла динамичными темпами, что в итоге повлияло на рост российского фондового рынка.

Таблица 7
Отклонение величин $P_{\text{расч}}$ от величины $P_{\text{реал}}$ ОАО «ЛУКОЙЛ» в 2001–2007 гг., %

Год	$P_{1\text{расч}}$	$P_{2\text{расч}}$	$P_{3\text{расч}}$
2001	0	2	–
2002	0	22	0
2003	0	27	12
2004	0	16	5
2005	0	50	39
2006	0	23	8
2007	1	13	38

Таблица 8
Отклонение величин $P_{\text{расч}}$ от величины $P_{\text{реал}}$ ОАО «Ростелеком» в 2002–2007 гг.

Год	$P_{\text{реал}}$, руб.	$P_{3\text{расч}}$, руб.	Изменение, %
2002	38,24	26,8	30
2003	59,9	42,5	29
2004	50,26	61,01	21
2005	64,57	51,6	20
2006	198,65	70,31	65
2007	288,62	208,37	28

Таблица 9
Отклонение величин $P_{\text{расч}}$ от величины $P_{\text{реал}}$ ОАО «ГМК «Норильский никель» в 2003 – 2007 гг.

Год	$P_{\text{реал}}$, руб.	$P_{3\text{расч}}$, руб.	Изменение, %
2003	1 900	796,63	58
2004	1 507	2 089,26	39
2005	2 557,53	1 724,18	33
2006	4 087,74	3 102,72	24
2007	6 460	5 240,35	19

Проведенное исследование позволило вывести новую формулу оценки стоимости фондовых активов. Необходимо учесть, что эту формулу можно эффективно применять при равномерном стабильном развитии мировой экономики. В период экономического кризиса, когда составляющие величины формулы подвергаются мало предсказуемым и быстро изменяющимся воздействиям внешних факторов, которые не зависят от деятельности компании, результат расчета может иметь значительную погрешность.

Качественные преимущества расчета стоимости актива с применением предлагаемой формулы не предполагают определения показателя ожидаемой величины дивидендов. Он зависит от человеческого фактора, поскольку компания может изменить уровня выплаты дивидендов, что непосредственно повлияет на изменение стоимости актива. Для определения величины ожидаемой доходности актива нет необходимости использовать достаточно вну-

шительную историю ввиду того, что российский фондовый рынок существует недавно и не имеет необходимой классической теории статистической базы. Дальнейшая исследовательская работа в данном направлении заключается в определении стоимости актива от внешних факторов.

Список литературы

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп Бизнес, 2009.
2. Вильданов Т, Обухова Е. Инвестшарада – 2011 // Д-штрих. 2010. № 24.
3. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 2001.
4. Финансовая группа «Финанс-Аналитик». Финансовый портал. URL: <http://www.finam.ru>.
5. Эксперт РА. Рейтинговое агентство. URL: <http://www.raexpert.ru>.