

# Миф 1:

## Капитализация компании не может быть меньше стоимости ее чистых активов?

МОЖЕТ БЫТЬ, это не самый «массовый», но весьма опасный в ряде случаев миф. Опасен он прежде всего тем, что не только бытует среди обывателей, но и пагубно сказывается на сознании чиновников, часто не обремененных глубокими экономическими познаниями. Последствия, думаем, пояснять не надо.

Настораживает, что этот миф (уж не знаем, сознательно или невольно) насаждается даже некоторыми весьма авторитетными авторами, рассуждающими на экономические темы.

Так, например, Николай Стариков в своей популярной книге «Кризис: Как это делается» утверждает: «Человеку, знакомому с арифметикой, понятно, что общее число акций любой фирмы должно равняться 100 %. **Это значит, что общая стоимость компании, то есть всех ее активов (заводов, мебели, материалов и произведенных товаров), должна равняться стоимости ее акций**» (стр. 20).

Дальше – больше: автор восклицает: «**До смешного доходит. Бывает, что рыночная оценка компании, то есть сумма стоимости ее акций, оказывается меньше, чем денежные средства, находящиеся на ее счетах!**» (стр. 28).

Итак, нас убеждают, что суммарная стоимость акций компании не может быть меньше стоимости ее активов. Это крайняя форма проявления рассматриваемого мифа.

Даже студентам младших курсов экономических специальностей известна такая прописная истина, как балансовое уравнение:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства.}$$

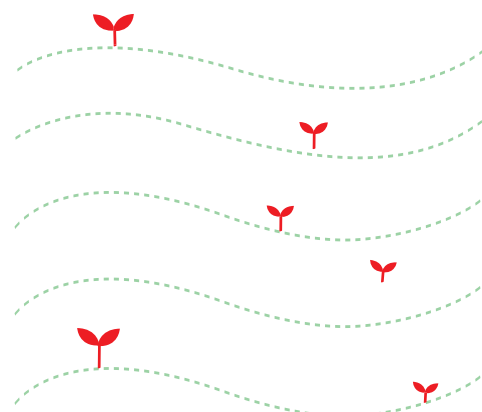
На этом гениальном фундаменте, еще в XV веке заложенном итальянским монахом и математиком Лукой Пачоли, зиждется современный бухгалтерский учет. Эта формула «работает» и в теории оценки. Рыночная стоимость собственного капитала компании (который также называют чистыми активами) равна рыночной стоимости ее активов за вычетом рыночной стоимости обязательств – гласит имущественный подход к оценке бизнеса. А капитализация (напомним, что это суммарная рыночная стоимость акций компании) представляет основу для определения рыночной стоимости собственного капитала в сравнительном подходе к оценке бизнеса.

Это означает, что **говорить о соотношении стоимости акций компании и стоимости ее активов, не беря при этом в учет обязательства компании – экономическая бессмыслица.**

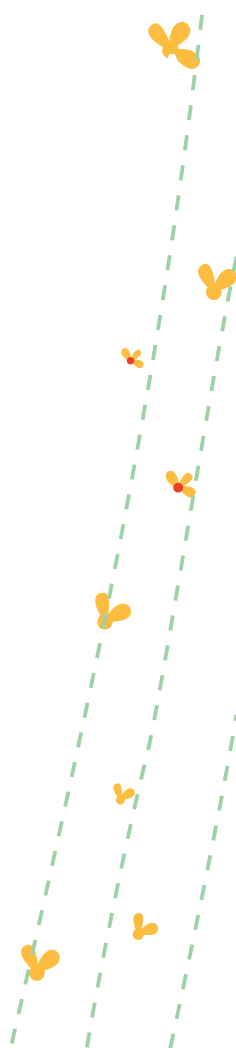
**Имей компания хоть нефтяные скважины, хоть золотые рудники, хоть миллиарды денег на счетах, ее акции в сумме могут стоить сущие копейки, если у нее огромные долги.**

Более того, в некоторых случаях обязательства компании могут даже превышать стоимость ее активов (!). Но это уже тема другого разговора. Мы обязательно вернемся к ней в ближайшем будущем.

Итак, с лжезависимостью стоимости акций и активов мы разобрались. Но остается искушение жестко связать стоимость акций со стоимостью чистых активов. Вычтя из рыночной стоимости активов компании рыночную стоимость ее обязательств, мы получим рыночную стоимость чистых активов (собственного капитала) в рамках имуще-



# 70





## О НОВОЙ РУБРИКЕ «ЭКОНОМИЧЕСКИЕ МИФЫ»

Экономика – слишком важная тема, чтобы отдавать ее на откуп непрофессионалам, а порой и сознательным манипуляторам. Слепо доверяя чужим экономическим мифам, люди расплачиваются собственным кошельком.

Мы уверены, что эта рубрика будет не только интересна, но и весьма полезна каждому читателю «Финансового директора». Тем более что вести ее будет известный экономист и опытный практик.

Модератор рубрики: Виктор Галасюк – к.э.н., управляющий партнер AXERLY (Москва), партнер КГ «КАУПЕРВУД» (Украина), член Правления Института внутренних аудиторов (IIA-Ukraine), председатель комиссии по оценке инвестиционных проектов Украинского общества финансовых аналитиков (USFA).

Связаться с ведущим рубрики, чтобы предложить тему для рассмотрения или выразить свои идеи, вы можете по электронной почте: galasyuk@axerly.com или vit@galasyuk.com.

ственного подхода к оценке бизнеса. Как же все акции компании могут стоить меньше этой суммы?

Очень просто. Если мы собираемся прекратить деятельность компании и распродать все ее активы, то сделать это нам удастся только не по рыночной, а по ликвидационной стоимости. А эта стоимость, применяемая в условиях вынужденной и ускоренной распродажи, иногда на порядок ниже рыночной. В результате, скорее всего, не только владельцы акций не получат своей доли средств от распродажи активов – вырученных средств не хватит даже для покрытия требований кредиторов.

**Так с какой радости в этом случае капитализация будет не меньше стоимости чистых активов? Она будет не просто меньше, в подобной ситуации она может оказаться практически нулевой.**

Если же мы не собираемся прекращать деятельность компании и рассматриваем ее как действующий бизнес, то при оценке акций мы должны учитывать факторы совершенно иного порядка, нежели чистые активы. Коупленд, Коллер и Мурин справедливо подчеркивают: «Цена акций определяется тем, что думают инвесторы по поводу их стоимости. ... **Подлинная стоимость акций, в свою очередь, определяется способностью компании генерировать в будущем денежный поток или прибыль.** По сути, это означает, что инвесторы платят за те результаты, которых они ожидают от компании в будущем, а не за то, чего компания достигла в прошлом, и, уж конечно, не за ее нынешние активы» (стр. 65).

**В условиях бурного экономического роста и для процветающих компаний характерно превышение капитализации (суммарной рыночной стоимости акций) над стоимостью чистых активов. В условиях финансового кризиса и для компаний, испытывающих финансовые затруднения, капитализация, как правило, существенно ниже стоимости чистых активов.**

По результатам исследования KPMG<sup>3</sup>, проведенного в 2009 году среди 300 крупнейших российских компаний, в частности, установлено следующее.

Если по состоянию на 31.12.2007 года капитализация превышала стоимость чистых активов в среднем почти в 3 раза, то ровно через год – по состоянию на 31.12.2008 года капитализация в среднем уже составляла лишь 61 % от стоимости чистых активов. Как видим, в этом нет ничего удивительного ни с точки зрения экономической науки, ни с точки зрения рыночной практики.

[ Виктор Галасюк ]

<sup>1</sup> Галасюк В. В., Галасюк В. В. Определение ликвидационной стоимости по методу Галасюков (GMLV). Под ред. В. В. Галасюка – Днепропетровск: «Зоря», 2007. – 312 с.

<sup>2</sup> Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд. / Пер. с англ. – М.: «Олимп-Бизнес», 2000. – 576 с.: ил. (Серия «Мастерство»).

<sup>3</sup> <http://www.rcb.ru/ol/2010-01/35690/>.