

ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ

серия основана в 1996 г.



**Т.Б. БЕРДНИКОВА**

# **ОЦЕНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

**УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ**

Рекомендуется  
в качестве учебного пособия  
для студентов высших учебных заведений,  
обучающихся по специальности  
060400 Финансы и кредит

Москва  
ИНФРА-М  
2003

**УДК 336.763**  
**ББК 65.262.2**  
**Б48**

**Бердникова Т.Б.**

Б48      Оценка ценных бумаг: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М,  
2003. — 144 с. — (Серия «Высшее образование»).

ISBN 5-16-001416-0

В книге рассматриваются теоретические аспекты и практические вопросы оценки ценных бумаг. Методика оценки ценных бумаг излагается с учетом отечественной и зарубежной практики. Большое внимание уделяется нормативно-правовой базе и организации оценки ценных бумаг в современной России.

Для студентов, аспирантов, преподавателей, профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также аудиторов, финансовых менеджеров, лиц, самостоятельно изучающих современные проблемы фондового рынка и оценки собственности.

ББК 65.262.2

ISBN 5-16-001416-0

© Т.Б. Бердникова, 2003

## **ПРЕДИСЛОВИЕ**

В рамках действующего законодательства в ряде случаев предполагается обязательная оценка ценных бумаг. Эта оценка включает не только определение их стоимости, но и оценку их легитимности, объема закрепляемых прав собственности, правомочности владения и правомерности использования. Необходимость оценки собственности и ценных бумаг, в частности, появилась в связи с трансформацией собственности и появлением рынка ценных бумаг. С начала 1990-х годов экономическая жизнь российского общества и каждого его гражданина неразрывно связана с ценными бумагами. С началом приватизации рынок ценных бумаг становится объектом пристального каждодневного внимания всех слоев населения.

В настоящее время оценка стоимости ценных бумаг, как и другие виды оценки, в основном базируется на требованиях международных стандартов. Эти стандарты действуют в условиях традиционной рыночной экономики и не учитывают российских реалий. Они предусматривают достоверную и достаточную информационную базу, четко действующую систему ограничений и регламентирующих условий, жесткие процедуры оценки в рамках трех обязательных методов определения стоимости. В России рыночная экономика в целом и профессиональная оценка стоимости ценных бумаг находятся в стадии формирования. Возникают проблемы выбора методов оценки, трактовки ее содержания, определения целей и задач, видов оценки, обоснования экспертных заключений о рыночной стоимости ценных бумаг. Это определяет необходимость изучения основ, отдельных методических подходов, конкретных методов и способов оценки ценных бумаг, что и является главной целью данной книги.

Учебное пособие содержит основной материал по курсу «Оценка ценных бумаг», читаемому в вузах для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит» (специализация «Оценка собственности»). Книга также рекомендуется для использования в рамках программ профессиональной переподготовки оценщиков Министерства имущественных отношений РФ по специализации «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)».

## Тема 1

# ЦЕННЫЕ БУМАГИ КАК ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ

### План занятия:

1. Классификация ценных бумаг, их виды и типы.
2. Экономическая сущность и юридическое содержание ценных бумаг.
3. Инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг.

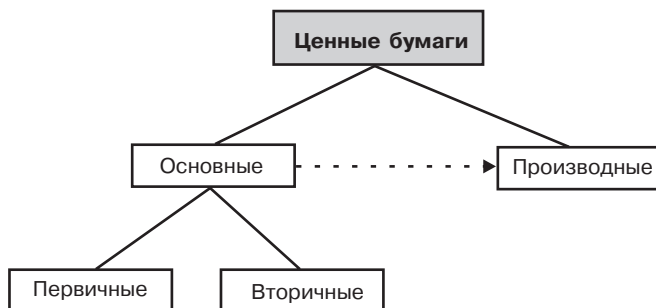
### 1.1. КЛАССИФИКАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ, ИХ ВИДЫ И ТИПЫ

В первой части Гражданского кодекса РФ (ст. 142) дается определение *ценной бумаги* как документа установленной формы и реквизитов, удостоверяющего имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. В рамках единой классификации различают классы, типы, виды, подвиды и разновидности ценных бумаг.

По экономической сущности существующие в современной мировой практике ценные бумаги специалисты делят на два больших класса, каждый из которых объединяет совокупность типов и видов, — основные и производные ценные бумаги. *Основные ценные бумаги* — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив (обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.). Среди основных ценных бумаг выделяют два их типа — первичные и вторичные ценные бумаги (рис. 1.1).

Тип ценной бумаги характеризуется ее коренными свойствами, происхождением. Это разновидность, форма реализации вида, которой соответствует определенная группа ценных бумаг, имеющая характерные черты. *Первичные ценные бумаги* (акции, облигации и векселя) основаны на активах, в число которых не входят другие ценные бумаги. *Вторичные ценные бумаги* — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг (депозитарные расписки и сертификаты на акции).

*Производные ценные бумаги* — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего



**Рис. 1.1. Классификация ценных бумаг по экономической сущности**

в связи с изменением цены лежащих в их основе базисных активов (биржевых товаров – зерна, мяса, нефти, золота и т.п., основных ценных бумаг, процентных ставок, валютных курсов и т.п.). К производным ценным бумагам относятся фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и опционы.

Дальнейшая классификация ценных бумаг включает выделение видов по определенным существенным признакам. Под видом ценных бумаг понимают их совокупность, для которой все существенные признаки являются общими. Это сущность, качественная определенность каких-либо ценных бумаг, отличающая их от других ценных бумаг. К видам ценных бумаг относятся акции, облигации, векселя, банковские сертификаты, фьючерсы, опционы, коносаменты, чеки, варранты, депозитные и сберегательные сертификаты, закладные и др. Подвидами ценных бумаг принято считать ценные бумаги одного вида, различающиеся между собой рядом признаков. Например, облигации как самостоятельный вид ценных бумаг имеют два подвида – купонные и бескупонные облигации.

Подвиды, в свою очередь, делятся на разновидности. Например, бескупонные облигации могут быть выигрышными и дисконтными, а выигрышные бескупонные облигации – постоянно участвующими в розыгрышах или участвующими до наступления определенного условия (срока).

Кроме классификации по экономической сущности существует большое число других классификационных признаков и их групп (табл. 1.1).

Таблица 1.1

## Классификация ценных бумаг

<i>Классификационный признак</i>	<i>Виды ценных бумаг</i>
Экономическая сущность	Основные (в их основе лежат права на материальный, денежный актив – акции, облигации и закладные) и производные (отражают формы изменения имущественного права, возникающего в связи с изменением базисного актива данных бумаг, – фьючерсные и опционные контракты)
Цель выпуска	Фондовые (имеют цели создания уставного капитала – акций или пополнения основных и оборотных фондов акционерного общества – облигации) и коммерческие (выпускаются в коммерческих целях для ускорения денежного и товарного оборота – векселя, чеки, варранты)
Объем и вид предоставляемых прав	Целевые (гарантированные права – товарные складские свидетельства, коносаменты, векселя), долевые владельческие (вещные права, права собственности, совладения и управления – акции) и долговые (право кредитования – облигации, закладные, депозитные и сберегательные сертификаты)
Организационно-правовая форма эмитента	Ценные бумаги государственных структур, организаций субъектов Федерации, муниципальных образований и корпораций
Срок обращения	Срочные (имеют установленный срок обращения – долго-, средне- и краткосрочные) и бессрочные
Отношение к базисным активам	Первичные (основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги – акции, облигации, векселя, закладные и др.) и вторичные (выпускаются на основе первичных ценных бумаг – варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.)
Форма выпуска	Бумажные (документарные) и безбумажные (бездокументарные)
Происхождение	Отечественные и иностранные
Цель использования	Инвестиционные, или капитальные (являются объектом для вложения капитала – акции, облигации, фьючерсные контракты и др.) и неинвестиционные (обслуживают денежные расчеты и товарный оборот – векселя, чеки, коносаменты, товарные складские свидетельства)
Вид закрепления титула собственности (субъект прав)	Предъявительские (не фиксируют имени владельца и обрабатываются путем простой передачи от одного лица к другому), именные (содержат имя владельца и регистрируются в специальном реестре) и ордерные (именные ценные бумаги, которые передаются другим лицам путем совершения на них передаточной надписи – индоссамента)
Форма выпуска	Эмиссионные (выпускаются обычно крупными сериями, в больших количествах и проходят обязательную государственную регистрацию проспекта эмиссии; внутри каждой серии все бумаги абсолютно идентичны – акции и облигации) и неэмиссионные (выпускаются поштучно или небольшими сериями без государственной регистрации проспекта эмиссии – векселя и опционы)

<i>Классификационный признак</i>	<i>Виды ценных бумаг</i>
Форма собственности	Государственные и негосударственные ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями и частными лицами
Характер обращения	Рыночные (свободнообращающиеся) и нерыночные (обращение ограничено различными условиями и обстоятельствами)
Территория обращения	Территориальные, общероссийские, международные и глобальные
Уровень риска	Безрисковые, малорисковые, среднерисковые, высокорисковые
Наличие дохода	Доходные и бездоходные
Форма получения дохода	С постоянным, интервальным, точечным и разовым доходом
Возможность обмена	Конвертируемые и неконвертируемые
Степень защиты	Высокая, средняя, низкая и нулевая
Вид прав	Акции, облигации, векселя и др.

Каждая классификационная группа ценных бумаг достаточно многообразна и обусловлена специфическими особенностями фондового рынка, что необходимо учитывать при определении стоимости ценных бумаг.

## **1.2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ И ЮРИДИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Ценные бумаги являются специфической экономической категорией. Экономическая сущность данной категории состоит в том, что, с одной стороны, ценная бумага – это особая фиктивная форма существования капитала (фондовая ценность), с другой – специфический товар с конкретным набором товарных характеристик, а с третьей – своеобразный финансовый инструмент, имеющий определенную денежную характеристику. Ценная бумага как специфическая фиктивная форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, характеризуется тем, что может вноситься в уставный капитал акционерного общества и отдаваться в залог, обращаться на рынке как товар и приносить доход, а в отдельных случаях заменять деньги. Суть фиктивного капитала состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются права на него, которые зафиксированы в форме ценной бумаги как специфического финансового актива.

Ценная бумага как товар отличается многообразием форм, видов и типов, зависимостью от конкретных условий и целей обращения, конъюнктуры рынка. Ценная бумага является особым товаром, который обращается на рынке ценных бумаг и одновременно отражает различные имущественные отношения. Ценная бумага как товар используется в условиях рыночной экономики для продажи, обмена. В процессе товарного обмена у ценной бумаги проявляются два свойства – общественная полезность (потребительная стоимость) и свойство обмениваться на другие ценные бумаги, товары, деньги в определенных количественных пропорциях (меновая стоимость).

Ценные бумаги являются необходимыми финансовыми инструментами рыночного хозяйства, с помощью которых решаются инвестиционные, платежные, расчетные, организационные и прочие вопросы. Как финансовый инструмент ценные бумаги используются для привлечения инвестиций и вложения финансовых ресурсов, покрытия бюджетного дефицита, платежей, залога, кредита и его обеспечения, активизации товарного оборота, формирования и изменения уставного капитала, трансформации собственности, реструктуризации и других финансово-хозяйственных операций. Многообразие ценных бумаг как финансовых инструментов связано с их местом и ролью в рыночной экономике, сферой и сроками их обращения, формой выпуска и порядком владения, доходностью и уровнем риска, объемом предоставляемых прав, степенью защиты и др.

Ценные бумаги как экономическая категория характеризуются такими экономическими свойствами, как стоимость, ликвидность, доходность, наличие самостоятельного оборота, скорость обращения, инвестиционный потенциал. Место и роль ценных бумаг в рыночной экономике связаны с распределительными, перераспределительными, контрольными, стимулирующими, учетными функциями, которые они выполняют (рис. 1.2).

Ценная бумага сама по себе может являться предметом рыночных отношений. Ценные бумаги можно передавать, покупать, продавать, обменивать, дарить, менять и т. д. Ценные бумаги могут использоваться и при оформлении целевых рыночных отношений между участниками рынка (фьючерс, опцион, вариант, коносамент). Таким образом, ценные бумаги одновременно выступают как носители прав и отражают права, которые осуществляются через использование ценных бумаг.

Юридическое содержание ценных бумаг определено в первой части Гражданского кодекса РФ (гл. 7). Ценной бумагой явля-





Рис. 1.2. Место и роль ценных бумаг в рыночной экономике

ется документ, удостоверяющий (с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов) имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности (ст. 142). Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передаются в порядке, установленном для уступки требований (цессии). Передача прав по ценной бумаге на предъявителя осуществляется с передачей самой ценной бумаги. Права по ордерной ценной бумаге передаются на основе индоссамента (передаточной надписи). В случаях, предусмотренных законом, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательства их закрепления в специальном реестре.

Ценные бумаги как объект гражданского права имеют важное юридическое значение. Во-первых, созданы реальные механизмы, обеспечивающие отчуждение или переход ценных бумаг

от одного лица к другому в порядке универсального правопреемства. Во-вторых, ценные бумаги, будучи документами, удостоверяющими имущественные права, не могут быть ограничены в обороте иначе как по прямому указанию закона. Ценные бумаги, являясь объектом гражданского права, причисляются к вещам (в широком значении этого слова с точки зрения обращения) как объекты сделок. Очевидно, бумага становится ценной не сама по себе, а потому что выражает право на что-то, имеющее ценность. Поэтому ценной бумагой признается не каждый документ, свидетельствующий о праве на ценность, а только тот документ, который право на ценность ставит в тесную связь с данной бумагой. Юридическое значение ценных бумаг, кроме фиксации и удостоверения определенных прав, также реализуется в соблюдении определенных требований к ним и закреплении за их владельцами прав, удостоверяемых этими бумагами.

Ценная бумага – это не деньги и не материальный товар. Ее ценность состоит в тех правах, которые она, как специфический денежный документ, дает своему владельцу. Изменения соотношений различных имущественных прав по поводу владения и кредитования, распоряжения и управления ценными бумагами составляют основу фондового рынка. Как юридическая категория ценные бумаги определяют следующие права: владение самой ценной бумагой, удостоверение имущественных и обязательственных прав, право управления, удостоверение передачи или получения собственности. Данные права закрепляются за владельцами ценных бумаг в нормах действующего законодательства (табл. 1.2).

Таблица 1.2

**Права, закрепляемые отдельными ценными бумагами за их владельцами**

<i>Ценная бумага</i>	<i>Права владельцев</i>
Акция	Участие в управлении (право голоса), распределении прибыли и получении дивидендов, право требования выкупа акций, права на покупку новых акций, получение имущества после ликвидации общества и информации о его деятельности, контроль
Облигация	Получение дохода, конвертация и погашение
Вексель	Владение, передача, получение дохода и погашение
Чек	Выписка и погашение
Варрант	Получение, продажа, обмен, залог и хранение
Фьючерс	Оформление, покупка и продажа
Опцион	Покупка, продажа и передача
Консоамент	Получение, владение и предъявление
Сертификат	Оформление, получение, владение и погашение

Форма закрепления прав зависит от способа легитимации (обозначения) управомоченного лица. По этой позиции различают легитимационные и именные ценные бумаги с указанием имени владельца на бланке бумаги и в специальном реестре (акции и облигации); предъявительские (облигация, вексель, коносамент, простое и двойное складские свидетельства или варранты, закладная) — без указания имени владельца; ордерные (чек, вексель) — в них субъект права указывается соответствующим приказом или передаточной надписью; товарные распорядительные (коносамент, варрант) — устанавливают вид и количество товара, их передача приравнивается к передаче товара; суррогатные ценные бумаги. Для осуществления прав предъявительская ценная бумага должна быть предъявлена, именная — должна быть отражена в реестре, ордерная — надписана и предъявлена, товарная распорядительная ценная бумага — оформлена надлежащим образом с заполнением всех реквизитов и предъявлена. Одни и те же ценные бумаги могут устанавливать разные права. Например, складское свидетельство и закладная фиксируют и вещное, и обязательственное право, одновременно являются и ордерными, и предъявительскими ценными бумагами. В отношении именных и предъявительских ценных бумаг действует обязательственное право. Именные ценные бумаги устанавливают собственность, ее долю и отражают обязательственные и (или) вещные права.

Права, обеспеченные ценными бумагами, регламентируются Федеральными законами «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г., «Об акционерных обществах» от 24 ноября 1995 г., «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 15 июля 1998 г.; Указами Президента РФ «О мерах по обеспечению прав акционеров» от 27 октября 1993 г. и «Об обеспечении прав инвесторов» от 16 сентября 1997 г.; Постановлением ФКЦБ России «О ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» от 2 октября 1997 г.; Положением ФКЦБ России «О порядке передачи информации и документов, составляющих систему ведения реестра именных ценных бумаг» от 24 июня 1997 г.

Права, закрепляемые ценными бумагами, могут принадлежать инвесторам, эмитентам и посредникам. Отметим, что наиболее полно определены процедуры, закрепляющие и защищающие права инвесторов на рынке ценных бумаг. Различаются личные и имущественные права инвесторов-акционеров и виды их обеспечения. Личные права акционеров — право на участие в общем собрании акционеров, право на голос, право на оспаривание принятых решений, право на информацию. Возможность

осуществления личных прав больше у тех акционеров, которые располагают значительной долей акций, что позволяет им осуществлять контроль и блокирование принимаемых акционерным обществом решений.

Право на созыв внеочередного собрания акционеров и проведение аудиторской проверки имеют акционеры, владеющие не менее чем 10% голосующих акций общества. Право на включение не более двух вопросов в повестку дня общего собрания акционеров и на выдвижение кандидатов в совет директоров и ревизионную комиссию имеют акционеры, являющиеся владельцами не менее чем 2% голосующих акций общества. Решение об учреждении акционерного общества, утверждении его устава и утверждении денежной оценки ценных бумаг (других вещей или имущественных либо иных прав, имеющих денежную оценку), вносимых учредителем в оплату акций общества, принимается учредителями единогласно. В этом случае любой учредитель-акционер имеет право противостать данному решению. Избрание органов управления обществом осуществляется учредителями, располагающими большинством в  $\frac{3}{4}$  голосующих акций общества. Таким образом, располагая 25% акций плюс одна акция, можно заблокировать избрание органов управления акционерного общества.

К имущественным правам акционеров относятся права собственности (владения, распоряжения и управления), на получение дивиденда, на часть имущества при ликвидации акционерного общества (при наличии имущества после удовлетворения требований кредиторов), на приобретение нового выпуска акций при увеличении размера уставного капитала. Порядок обеспечения прав владельцев акций представлен в табл. 1.3.

Основаниями для возникновения прав акционера являются подписка на акции, аукцион, конкурс, безвозмездная поставка акций, их конвертация, дарение, наследование и др. Ограничения прав инвестора-акционера могут быть отражены в уставе общества. Уставом могут быть установлены ограничения числа акций, принадлежащих одному акционеру, и их суммарной номинальной стоимости, а также максимального числа голосов, предоставляемых одному акционеру. Отметим, что при достаточно большом объеме прав главная обязанность акционера (юридического или физического лица) — оплатить часть уставного капитала в размере акций, на которые он подписался и по мере возможности участвовать в управлении акционерным обществом.

Таблица 1.3

## Права владельцев акций и обеспечение этих прав

<i>Права и гарантии прав владельца акции</i>	<i>Обеспечение прав и гарантий</i>
<i>Обыкновенные акции</i>	
Право участия в акционерном капитале	Уставный капитал акционерного общества разделен на определенное число акций в соответствии с долей совладения предприятием, выраженной стоимостью акций
Право на участие в управлении акционерным обществом	Данное право реализуется при участии владельца акций в общем собрании акционеров. Влияние акционера прямо пропорционально размеру средств, вложенных им в уставный капитал, что обеспечивает каждому акционеру равные права (одна акция = один голос). Каждый акционер может быть избран в органы управления обществом
Право на получение дивидендов	В уставе общества и положении о выплате дивидендов определен порядок начисления и выплаты дивидендов за счет чистой прибыли
Право на получение части имущества	Данное право реализуется при ликвидации общества после удовлетворения требований кредиторов и при отсутствии иной задолженности общества
Выдача ценных бумаг или их сертификатов	При документарной форме эмиссии акционеру выдаются на руки бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При бездокументарной эмиссии акции существуют как бы условно – в памяти ЭВМ и в реестре. На руки акционеру выдается выписка со счетов или сертификат акций – документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций
<i>Привилегированные акции</i>	
Твердая фиксация размера дивиденда и части ликвидационной стоимости	Размер дивиденда и части ликвидационной стоимости определяется в уставе в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости акции
Преимущественное право на получение дивидендов	Выплата и начисление дивидендов производятся в первую очередь по отношению к держателям обыкновенных акций
Преимущественное право на получение части имущества общества при его ликвидации	Выдача имущества общества при его ликвидации осуществляется в первую очередь по отношению к держателям обыкновенных акций
Право участия в голосовании	Данное право реализуется при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества, а также в случаях, когда от итогов голосования зависит возможность, сроки и размер получения дивидендов, если уставом общества предусмотрена возможность конвертации акций этого типа. Действие этого права прекращается с момента первой выплаты по указанным акциям дивидендов в полном объеме

Права и гарантии прав владельца акции	Обеспечение прав и гарантий
<i>«Золотая акция»</i>	
Право приостанавливать исполнение решений общего собрания акционеров на срок до 6 месяцев	«Золотая акция» обычно выпускается на срок 3 года
Право снимать вопросы с повестки дня общего собрания акционеров	Как правило, «золотая акция» принадлежит Мингосимуществу России, его территориальным структурам при наличии доли государственной собственности в акционерном капитале
<i>Ванкулированные акции</i>	
Право на отчуждение акций	Ванкулированные акции отчуждаются только с согласия эмитента

Права инвесторов-облигационеров несколько отличны от прав инвесторов-акционеров. Процедура обеспечения прав владельцев корпоративных облигаций отражена в табл. 1.4.

Права инвесторов закреплены в Федеральном законе «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг». В частности, любой потенциальный инвестор имеет право на получение информации о деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг, может ознакомиться с его учредительными документами и отчетностью.

Права эмитентов, закрепляемые ценными бумагами, и их обеспечение определены не в полном объеме. Установлено, что эмитент обязан выпускать эмиссионные ценные бумаги в соответствии с действующим законодательством, т. е. на основании решения общего собрания акционеров или облигационеров разработать проспект эмиссии, пройти государственную регистрацию проспекта эмиссии, выпустить ценные бумаги, опубликовать отчет о выпуске, вести реестр владельцев ценных бумаг, осуществлять различные фондовые операции. Эмитенты акций имеют право:

- 1) привлекать инвестиции путем выпуска ценных бумаг. Право на выпуск ценных бумаг возникает с момента регистрации акционерного общества. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% уставного капитала общества. При учреждении общества все акции должны быть размещены среди учредителей. Все акции общества являются именованными. Уставом общества должны быть определены количество и номинальная сто-

Таблица 1.4

**Права владельцев корпоративных облигаций и обеспечение этих прав**

<i>Права и гарантии прав владельца облигации</i>	<i>Обеспечение прав и гарантий</i>
Погашение облигации в срок	Выплата номинальной стоимости облигации или номинальной стоимости и процентов по облигации
Досрочное погашение облигации	Отражение в решении о выпуске стоимости погашения и срока, не ранее которого облигации могут быть предъявлены к погашению
Знание условий погашения облигаций	Установление сроков погашения (единовременное или по сериям в разные сроки) и его формы (денежная или имуществом на основании условий выпуска)
Получение выписки из реестра	При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев и предоставлять выписки из него облигационерам
Ограничения (условия) выпуска	Полная оплата уставного капитала для облигаций с обеспечением и на третий год после утверждения двух годовых балансов для облигаций без обеспечения
Право на индексацию облигаций	У индексированных облигаций купоны и номиналы привязываются к некоторому показателю в целях страхования инвестора от обесценения его финансовых ресурсов. Таким показателем может быть индекс потребительских цен или цена какого-то товара, стоимость которого меняется в соответствии с темпами инфляции, т. е. по содержанию индексированные облигации – это облигации с плавающим (колеблющимся) доходом
Право на конвертацию облигаций	Облигации выпускаются под заемный капитал с правом конвертации через определенный срок по заранее установленной цене в обычные или привилегированные акции
Право на получение дохода	Доход выплачивается в виде заранее установленного процента от нарицательной стоимости (номинала) облигации, в форме купонных выплат, дисконта
Право на обеспечение облигаций	Обеспеченные облигации выпускаются под залог и обеспечиваются недвижимостью эмитента или доверительной собственностью других компаний (притязания владельцев таких облигаций как кредиторов подлежат первоочередному удовлетворению, в том числе и по сравнению с держателями других разновидностей облигаций)

имость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции), а также количество и номинальная стоимость акций, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции);

- 2) использовать акции для управления деятельностью общества путем принятия решений на общих собраниях акционеров по принципу «одна акция = один голос». Акция не предоставляет права голоса до момента ее полной оплаты (за исключением акций, приобретаемых учредителями при создании общества);
- 3) формировать, увеличивать и уменьшать уставный капитал общества посредством выпуска, погашения, увеличения или уменьшения номинальной стоимости акций. Общество не вправе уменьшать уставный капитал менее установленно-го минимального уровня;
- 4) выкупать и погашать ценные бумаги;
- 5) хранить ценные бумаги;
- 6) конвертировать (обменивать) ценные бумаги;
- 7) дробить и консолидировать ценные бумаги;
- 8) вести реестр и раскрывать информацию;
- 9) начислять и выплачивать дивиденды по акциям, проценты по облигациям.

Для реализации прав, закрепленных ценными бумагами, эмитент может в соответствии с уставом акционерного общества вести коммерческую деятельность, от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде, иметь дочерние и зависимые общества с правами юридического лица, участвовать в уставном капитале других обществ. К обязанностям эмитента относятся выкуп и погашение ценных бумаг, обеспечение прав инвесторов.

Права посредников определены фрагментарно по отдельным видам деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг. Отметим, что большая часть посредников имеет права инвесторов (дилеры и брокеры). Отдельные посредники (трейдеры) при размещении ценных бумаг частично обладают правами эмитентов. Специализированные регистраторы, выполняя промежуточную посредническую функцию между эмитентом и инвестором, располагают некоторыми правами и эмитентов, и инвесторов.

Конкретные права неразрывно связаны с конкретными типами и видами ценных бумаг. Например, акции отражают право управления производительным капиталом. Это право реализуется посредством конкретных действий с основными производственными фондами, купля, продажа, аренда, залог, мена которых осуществляются в зависимости от размера сделки либо



по решению общего собрания акционеров (в случае крупной сделки) либо по решению совета директоров или генерального директора (в других случаях). Складские товарные свидетельства (варранты) показывают наличие и возможность распоряжения товарно-материальными ценностями, находящимися на складах предприятия. Коносамент удостоверяет сдачу товара для перевозки. Облигации показывают величину заемного капитала. Чеки выписываются при расходовании части денежного капитала для оплаты платежей за необходимые для деятельности материальные, трудовые ресурсы. Депозитные и сберегательные сертификаты отражают сохраняемый капитал. Векселя выражают как товарную, так и денежную форму капитала, так как могут иметь и товарную, и денежную форму.

### **1.3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КАЧЕСТВА И УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

При оценке стоимости ценных бумаг учитываются такие инвестиционные качества, как надежность, безопасность, ликвидность, доходность, степень инвестиционного риска. Особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации, инвестиционному климату и потенциалу его месторасположения, перспективности бизнеса, которым он занимается. Управленческие возможности ценных бумаг характеризуются мерой контроля, набором определенных прав по владению, распоряжению, управлению активами, которые лежат в основе конкретной ценной бумаги. Чем больше управленческие возможности и выше инвестиционные качества, тем выше стоимость ценной бумаги. Сравнительная характеристика инвестиционных качеств и управленческих возможностей является одной из основ оценки стоимости ценных бумаг. Общая характеристика управленческих возможностей и инвестиционных качеств отдельных ценных бумаг приведена в табл. 1.5.

Таблица 1.5

#### **Управленческие возможности и инвестиционные качества ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке**

<i>Ценные бумаги</i>	<i>Управленческие возможности</i>	<i>Инвестиционные качества</i>
Государственные казначейские обязательства	Управление налоговой задолженностью	Налоговое освобождение на сумму обязательства, государственная гарантия вложений

<i>Ценные бумаги</i>	<i>Управленческие возможности</i>	<i>Инвестиционные качества</i>
Государственные краткосрочные облигации	Сохранение и приращение капитала	Низкий риск, устойчивая доходность, обеспечение надежности и безопасности вложений государством, высокая ликвидность
Субфедеральные облигации	Сохранение и приращение капитала	Средний риск, средняя доходность, обеспечение надежности и безопасности вложений субъектом Федерации, средняя ликвидность
Муниципальные облигации	Участие в инвестиционных проектах города (района, поселка, сельского округа), сохранение капитала, получение дохода	Гарантированная доходность и ликвидность, обеспечение надежности и безопасности вложений муниципалитетом
Обыкновенные акции	Участие в управлении обществом через процедуру голосования на общем собрании акционеров, право владельца на участие в распределении прибыли и на получение дивиденда, право на требование доли собственности предприятия в случае его ликвидации	Надежность, малый риск при экономической состоятельности, финансовой устойчивости, платежеспособности и ликвидности акционерного общества. Безопасность при хорошей деловой репутации эмитента, ликвидность при устойчивом спросе. Доходность при значительной величине собственных средств и устойчивом росте объема реализации товаров и услуг, высоких показателях эффективности использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов. Конвертируемость при определенных условиях
Привилегированные акции	Первоочередное право по сравнению с владельцами обыкновенных акций на получение дивиденда и части имущества при ликвидации общества. Право на участие в голосовании на общем собрании акционеров, если решаются вопросы, имеющие отношение к выплате дивидендов. Кумулятивность дает возможность накапливать начисляемые дивиденды при отсутствии прибыли с последующим их получением	

Ценные бумаги	Управленческие возможности	Инвестиционные качества
Корпоративные облигации	Предоставление займа в целях сохранения капитала, получения дохода для облигационера. Кредитование, привлечение инвестиций и управление задолженностью при досрочном погашении для эмитента	Средний риск, гарантированная доходность, высокая ликвидность, надежность и безопасность за счет формирования страхового и выкупного фондов при эмиссии облигаций. Срочность (исполнение обязательств по облигации предусматривается в определенный срок; в конце срока производится ее погашение)
Депозитные сертификаты	Размещение временно свободных финансовых ресурсов на основе специальных депозитных договоров, право требования по которым может передаваться от одного лица к другому	Строго определенные условия доходности, срочности, возвратности. Высокая ликвидность на основе свободного обращения. Устойчивая доходность, банковские гарантии безопасности вложений
Векселя	«Расшивка» неплатежей, возможность организации непрерывного товарного оборота, производственного процесса при отсутствии финансовых ресурсов. Свободный выпуск и погашение как неэмиссионных ценных бумаг, не требующих государственной регистрации	Высокая ликвидность (особенно у переводных и предъявительских векселей), малая доходность, ограниченный риск, степень надежности и безопасности прямо пропорциональны финансовой состоятельности эмитента. Корпоративные векселя кроме денежного имеют (подразумевают) товарное обеспечение. Банковские векселя гарантируют обязательство векселедателя выплатить векселедержателю указанную в векселе сумму. Высокий уровень конвертируемости в сделках по обмену векселей одних эмитентов на векселя других эмитентов или на иные ценные бумаги и имущество
Чеки	Повышение скорости денежного и товарного оборота на основе оплаты предъявителю указанной на чеке денежной суммы без личного участия чекодателя	Абсолютная ликвидность, нулевая доходность, гарантированное обеспечение средствами на банковском счете, ограниченность срока использования (обычно 10 суток)
Коносаменты	Право держателя распоряжаться указанным в коносаменте грузом и получить его после завершения перевозки	Товарное обеспечение, ограниченная ликвидность, зависимость доходности, безопасности, надежности от конкретных потребительских качеств груза

<i>Ценные бумаги</i>	<i>Управленческие возможности</i>	<i>Инвестиционные качества</i>
Варранты	Управление денежным и товарным оборотом и повышение их скорости	Высокая ликвидность, низкий риск, так как предусмотрено обязательное страхование товара. Высокий уровень конвертируемости, безопасности и надежности, низкая доходность
Фьючерсные контракты	Управление товарным и валютным оборотом, фиксирование базисных цен и прогнозирование дохода	Высокие доходность и риск, средняя ликвидность, достаточная надежность и безопасность, слабый уровень конвертируемости
Опционы	Прогнозирование и управление фондовым, денежным и товарным оборотом	Право владельца опциона на покупку или продажу акций, облигаций и других ценных бумаг

Инвестиционные качества и управленческие возможности различаются по видам ценных бумаг. Они зависят от конкретных характеристик ценных бумаг, основными из которых являются финансовое состояние эмитента, надежность и безопасность, ликвидность ценной бумаги, ее доходность и возможности конвертации. Инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг тесно связаны с инвестиционным риском, который отражает вероятность получения доходов или убытков от фондовых операций (табл. 1.6).

На практике оценка инвестиционных качеств и управленческих возможностей осуществляется путем сравнительного анализа инвестиционного риска ценных бумаг, который, в свою очередь, проводится путем оценки надежности данных бумаг. На-

Таблица 1.6

**Факторный анализ инвестиционного риска вложений в ценные бумаги**

<i>Фактор</i>	<i>Удельный вес, %</i>
Вид ценной бумаги	20
Срок действия ценной бумаги	5
Эмитент	20
Форма выпуска (документарная или бездокументарная)	5
Обеспеченность, гарантии выпуска	10
Конвертируемость	5
Размер учетной ставки Центрального банка РФ	15
Общая экономическая ситуация в стране	10
Инфляция	10

дежность ценных бумаг определяется после анализа и диагностики финансово-хозяйственной деятельности эмитента, уровня его экономической состоятельности, платежеспособности, ликвидности баланса, рентабельности, финансовой устойчивости\*. К положительным факторам при оценке инвестиционных качеств ценных бумаг относятся значительная величина собственных средств и сумма стоимости имущества. Показатели эффективности характеризуют способность предприятия извлекать максимум прибыли от произведенной и реализованной продукции. Структурный анализ изменения финансового положения предприятия позволяет оценить степень воздействия отдельных факторов (возрастания величины заемных средств) на финансовое положение. Важным методом оценки инвестиционного риска является комплексный анализ финансового состояния предприятия, диагностика его финансовой устойчивости и платежеспособности.

В последнее время большое распространение получил экспресс-анализ финансового состояния предприятия. Его цель — оценить в целом финансовое благополучие и динамику, тенденции развития эмитента. В этом случае финансовое состояние предприятия оценивается на основе баланса предприятия (форма 1) и отчета о финансовых результатах и их использовании (форма 2). Прежде всего обращается внимание на размещение и использование средств (активов), источники их формирования (собственный капитал и обязательства, т. е. пассивы). Однако бухгалтерская отчетность отражает финансовое состояние предприятия только на фактическую дату ее составления, представляет используемую учетную политику, но не позволяет представить полную картину условий, факторов, причин, обусловивших это состояние. Поэтому для уточнения реального состояния предприятия используется факторный анализ, исследуется финансовая устойчивость предприятия. Широко применяется моделирование.

Каждый специалист может выполнить экспертную оценку финансового риска предприятия и на основе общераспространенных показателей эффективности, таких, как рентабельность, оборачиваемость, фондоотдача, затраты на рубль произведенной продукции (услуг, работ). Далее необходимо выполнить комплексный анализ инвестиционных качеств и управленческих возможностей.

---

\* См.: Бердникова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 2001.

## Тема 2

# НОРМАТИВНО-ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Нормативно-правовая база оценки ценных бумаг.
2. Обязательная и инициативная оценка ценных бумаг.
3. Формы регулирования оценки ценных бумаг.

### 2.1. НОРМАТИВНО-ПРАВОВАЯ БАЗА ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Нормативно-правовой основой оценки стоимости ценных бумаг являются действующее законодательство, и прежде всего Гражданский кодекс РФ, Арбитражно-процессуальный кодекс, Налоговый кодекс РФ, Федеральные законы «О рынке ценных бумаг», «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», «Об акционерных обществах» и «О несостоятельности (банкротстве)», соответствующие Постановления Правительства РФ. Оценка ценных бумаг также регламентируется специальными нормативно-правовыми актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), Министерства финансов РФ, Министерства по налогам и сборам, Центрального банка РФ, Министерства по поддержке предпринимательства и несостоятельности (банкротству), законодательных и исполнительных органов субъектов Федерации и органов местного самоуправления по отдельным вопросам оценки, а также государственными стандартами РФ и международными стандартами оценочной деятельности, уставами и положениями об оценке стоимости ценных бумаг профессиональных организаций оценщиков (аудиторов).

Правовая основа деятельности оценщика определена в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. Данный закон является основным документом, который регламентирует оценочную деятельность в России. Он определяет понятие оценочной деятельности, ры-

ночную стоимость объекта оценки, субъекты оценочной деятельности, объекты оценки, обязательность оценки с привлечением профессиональных оценщиков.

В соответствии с этим законом оценщик имеет право: применять самостоятельно методы проведения оценки в соответствии со стандартами оценки; требовать от заказчика при проведении обязательной оценки обеспечения доступа в полном объеме к документации, необходимой для осуществления оценки; получать разъяснения и дополнительные сведения, необходимые для осуществления оценки; запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки (за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной; в случае, если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки, оценщик указывает это в отчете); привлекать по мере необходимости на договорной основе к участию в проведении оценки иных оценщиков либо других специалистов; отказаться от проведения оценки в случаях, если заказчик нарушил условия договора, не предоставил необходимую информацию либо не обеспечил соответствующие договору условия работы. В основные обязанности оценщика входит:

- соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», а также принятых на его основе нормативно-правовых актов государства и субъектов Федерации;
- быть независимым в оценке, т. е. оценка не может проводиться оценщиком, если он является учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица либо заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки, либо состоит с указанными лицами в близком родстве или свойстве, либо имеет вещные или обязательственные права в отношении оцениваемой ценной бумаги;
- сообщать заказчику о невозможности своего участия в проведении оценки вследствие возникновения обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки;
- обеспечивать сохранность документов, получаемых от заказчика и третьих лиц в ходе проведения оценки.

В соответствии с квалификационной характеристикой, утвержденной Постановлением Министерства труда и социального

развития РФ от 27 ноября 1996 г., оценщик обязан устанавливать рыночную или иную стоимость; выявлять потребности в услугах по оценке объектов; устанавливать деловые контакты и проводить переговоры с заказчиками; заключать и оформлять договоры по установленной форме; составлять отчет о выполненной работе в письменной форме; обеспечивать сохранность составленного отчета в течение трех лет; предоставлять по требованию правоохранительных органов информацию из своего отчета об оценке; использовать все известные методы оценки.

На основе Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» разработаны Постановления Правительства РФ, содержащие механизм его выполнения: «Об уполномоченном органе по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации» от 20 августа 1999 г. и «О лицензировании оценочной деятельности» от 11 апреля 2001 г. Органом, уполномоченным Правительством РФ и субъектами Федерации для регулирования оценочной деятельности со стороны государства, установлено Министерство имущественных отношений РФ. Правительство РФ утвердило «Положение о лицензировании оценочной деятельности». В нем предусмотрены основные направления лицензирования профессиональной оценочной деятельности, в том числе оценка стоимости права собственности, иных прав, обязательств, долгов и работ (услуг) в отношении ценных бумаг, паев и долей (вкладов) в уставном (складочном) капитале, а также оценка предприятий как имущественных комплексов (оценка стоимости предприятия, бизнеса). Данное направление лицензируется с участием ФКЦБ России. Основным условием лицензирования профессиональной деятельности оценщиков является специальное образование по программам Минимущества России в вузах, прошедших согласование образовательных программ в области оценочной деятельности в Минимуществе России.

В соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и Постановлением Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 г. были приняты «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности». Эти стандарты регламентируют определение видов стоимости объекта оценки, подходы к оценке и методы оценки. Они содержат требования к проведению оценки.

Общее понятие ценных бумаг, их классификация, порядок обращения и возможные операции с ними даны в Гражданском



кодексе РФ. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. регулирует основные процессы профессиональной деятельности, формулирует понятия, дает характеристику роли, значения и механизма действия фондовых бирж, ФКЦБ России и ее региональных представительств, а также характеризует понятие раскрытия информации и ответственности на рынке ценных бумаг. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 24 ноября 1995 г. регламентирует действия акционерного общества на рынке ценных бумаг. Он дает характеристику возможного содержания ряда фондовых операций акционерного общества, определяет права и обязанности владельцев акций и облигаций, правила регистрации ценных бумаг и некоторые вопросы определения рыночной стоимости акций. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 15 марта 1999 г. регламентирует вопросы раскрытия информации и порядок защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.

Большое число нормативных актов, выпущенных ФКЦБ России, регулирует ряд отдельных процедур. Например, «Стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций», утвержденные Постановлением ФКЦБ России от 11 ноября 1998 г., детально описывают порядок выпуска акций акционерных обществ и облигаций акционерных обществ и иных коммерческих организаций, размещаемых при их реорганизации, вопросы определения номинальной стоимости ценных бумаг.

В настоящее время в практике оценки широко используются требования международных стандартов оценки Международного комитета по стандартам оценки, предлагаются к использованию общепризнанные за рубежом методики. Однако использование мирового опыта оценки стоимости ценных бумаг требует учета специфики российского фондового рынка.

Особые сложности здесь связаны с проблемой правовой нерегулированности большого числа практических вопросов. В результате этого многие процедуры оценки ценных бумаг, регламент, механизм, методики ее проведения четко не определены. Пробелы в законодательстве, недостаточная проработанность отдельных методических и организационных вопросов затрудняют развитие отдельных сегментов рынка ценных бумаг и оказывают общее негативное влияние на экономику.

Многообразие вариантов закрепления определенных прав свидетельствует о необходимости создания специальных пра-

вовых режимов, отражающих особенности оценки тех или иных ценных бумаг с учетом типов, видов, разновидностей, форм выпуска, условий обращения, особенностей фондовых операций.

## 2.2. ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ И ИНИЦИАТИВНАЯ ОЦЕНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В рамках действующего законодательства в ряде случаев предполагается обязательная оценка ценных бумаг (табл. 2.1). Федеральным законом «Об акционерных обществах» право определения рыночной стоимости ценных бумаг в составе имущества акционерного общества предоставлено совету директоров (наблюдательному совету) общества, за исключением

Таблица 2.1

**Обязательная оценка стоимости ценных бумаг**

<i>Случаи обязательной оценки</i>	<i>Законодательные основы необходимости оценки</i>
Решения об утверждении денежной оценки ценных бумаг, других вещей или имущественных прав либо иных прав, имеющих денежную оценку, вносимых учредителями в оплату акций общества, принимаются учредителями единогласно на общем собрании акционеров	Федеральный закон «Об акционерных обществах»
Изменение номинальной стоимости акций	Федеральный закон «Об акционерных обществах»
Приватизация, национализация, муниципализация, реорганизация и банкротство (несостоятельность)	Федеральный закон «О приватизации государственных и муниципальных предприятий» Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» (при продаже пакета акций на аукционе или по конкурсу) Федеральный закон «Об акционерных обществах» (при продаже акций)
Залог при предоставлении организациям средств федерального бюджета на возвратной и платной основе для финансирования инвестиционных программ оборонной промышленности	Федеральный закон «О залоге» Постановление Правительства РФ от 2 февраля 1998 г.
Залог при реструктуризации задолженности перед федеральным бюджетом	Постановление Правительства РФ от 14 апреля 1998 г.

Продолжение табл. 2.1

Случаи обязательной оценки	Законодательные основы необходимости оценки
Оценка для целей судопроизводства в судах общей юрисдикции	Гражданско-процессуальный кодекс РСФСР (ст. 74) и Арбитражно-процессуальный кодекс РФ (ст. 66) предусматривают возможность участия в судопроизводстве оценщика как эксперта, т.е. лица, обладающего специальными познаниями. Суд может назначить экспертизу лишь по ходатайству сторон, участвующих в деле, так как бремя доказывания лежит на сторонах (Гражданско-процессуальный кодекс РСФСР, ст. 50; Арбитражно-процессуальный кодекс РФ, ст. 53, 66)
Определение цены иска	Согласно Арбитражно-процессуальному кодексу РФ (ст. 92) цена иска определяется исходя из рыночной стоимости имущества при отсутствии установленной цены (стоимости)
Оценка для целей исполнительного судопроизводства, при передаче ценных бумаг по решению суда	При присуждении имущества на основании Арбитражно-процессуального кодекса РФ (ст. 128), Гражданско-процессуального кодекса РСФСР (ст. 200) арбитражный суд в своем решении обязан указать стоимость подлежащего передаче имущества
Вовлечение в сделку ценных бумаг, принадлежащих полностью или частично государству, субъектам Федерации либо муниципальным образованиям, а также при возникновении спора о стоимости ценных бумаг	Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
Проведение конкурсов на право заключения договоров доверительного управления акциями, закрепленными в федеральной собственности	Постановление Правительства РФ от 11 декабря 1996 г.
Выработка рекомендаций в отношении изменения структуры приватизируемого имущества при реализации индивидуальных проектов приватизации федерального имущества	Постановление Правительства РФ от 1 января 1997 г.
Привлечение инвестиций	Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»
Выкуп у акционеров принадлежащих им акций в случае их несогласия с реорганизацией или совершением крупной сделки, внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава в новой редакции	Федеральный закон «Об акционерных обществах»
Ликвидация предприятия	Федеральные законы «О несостоятельности (банкротстве)» и «Об акционерных обществах»

случаев заинтересованности членов совета директоров в сделках с ценными бумагами или их аффилированности. Для определения рыночной стоимости ценных бумаг акционерного общества обязательно привлечение независимого оценщика (аудитора):

- 1) при выкупе обществом у акционеров принадлежащих им акций в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» (при реорганизации общества, совершении крупной сделки, голосовании против внесения дополнений в его устав). При наличии биржевых котировок или информации в газетах по итогам прошедших в течение последнего месяца торгов цену выкупа может определить совет директоров. При отсутствии вышеназванной информации произвести расчет выкупной цены акций может аудитор или сертифицированный эксперт – специалист по оценке стоимости ценных бумаг. В ходе оценки учитывается размер чистых активов акционерного общества, цена, которую может заплатить покупатель, другие факторы, влияющие на стоимость акций. Отметим, что если владелец акций – государство или муниципальное юридическое лицо, то для проведения оценки нужно обязательно привлечь соответствующий государственный финансовый контрольный орган. Для расчета выкупной цены согласно Гражданскому кодексу РФ акционеры могут обратиться в совет директоров со встречной офертой обоснованной цены выкупа;
- 2) при оплате дополнительно выпускаемых акционерным обществом акций и других ценных бумаг неденежными средствами, если их номинальная стоимость составляет более 200 минимальных размеров месячной оплаты труда;
- 3) в случаях, если не менее 25% голосующих акций общества находится в государственной или муниципальной собственности;
- 4) при определении рыночной стоимости акций, находящихся в государственной собственности, для их дальнейшей продажи;
- 5) при проведении конкурсов на право заключения договоров доверительного управления акциями, закрепленными в федеральной собственности;
- 6) для оценки рыночной стоимости имущества, передаваемого в залог, при реструктуризации задолженности перед федеральным бюджетом;
- 7) по решению общего собрания акционеров.

При конкурсном производстве необходимо выполнить оценку стоимости определенного пакета акций в рамках предусмотренной Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» процедуры достижения мирового соглашения путем «обмена требований на акции».

При оценке отдельных видов стоимости ценных бумаг акционерного общества проводится государственное регулирование. Например, рыночная цена эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению через организатора торговли, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и «О внесении дополнений в ст. 2 Закона Российской Федерации «О налоге на прибыль предприятий и организаций» должна была быть определена в следующей последовательности. Вначале следует установить предельную границу колебаний рыночной цены для определения финансового результата от реализации (выбытия) эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовой бирже или через организатора торговли на рынке ценных бумаг, имеющих соответствующую лицензию ФКЦБ России, в размере 19,5%.

Далее, если в течение торгового дня (на дату расчета рыночной цены) по ценной бумаге было совершено 10 и более сделок через организатора торговли, то рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена (курс) одной ценной бумаги по сделкам, совершенным в течение торгового дня через организатора торговли. Если в течение торгового дня (на дату расчета рыночной цены) по ценной бумаге было совершено менее 10 сделок через организатора торговли, то рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена (курс) одной ценной бумаги по последним 10 сделкам, совершенным в течение последних 90 торговых дней через организатора торговли. В случае если по ценной бумаге в течение последних 90 торговых дней через организатора торговли было совершено менее 10 сделок, то рыночная цена не рассчитывается.

Если по одной и той же ценной бумаге на дату расчета рыночной цены сделки совершались через двух или более организаторов торговли, то предприятие (организация) вправе самостоятельно выбрать организатора торговли для расчета рыночной цены с целью определения финансового результата от реализации (выбытия) ценных бумаг. В Федеральном законе «Об акционерных обществах» определено, что общество не вправе осуществлять размещение акций или конвертируемых в них ценных бумаг по цене ниже 90% от их рыночной стоимости при реали-

зации акционерами преимущественного права приобретения дополнительных обыкновенных акций или конвертируемых ценных бумаг.

Являясь объектом гражданского права, ценные бумаги причисляются к вещам с точки зрения обращения их как объекта фондовых операций, различных сделок. В этой связи их инициативная оценка имеет особо важное значение (табл. 2.2).

Отметим, что оценка ценных бумаг включает не только определение их стоимости, но и оценку их легитимности, объема закрепляемых прав собственности, правомочности владения и правомерности использования. Ценность ценных бумаг состоит в фиксации определенного права или совокупности прав, универсальности их правопреемства, отсутствии ограничений их оборота, конкретном объеме и спектре их инвестиционных качеств и управленческих возможностей.

Таблица 2.2

**Инициативная оценка стоимости ценных бумаг**

<i>Цель оценки</i>	<i>Необходимость оценки</i>
Налогообложение	Уточнение налогооблагаемой стоимости
Экспертиза	Установление действительной рыночной стоимости в спорной ситуации и при судебном дознании
Купля-продажа	Определение рыночной стоимости
Маркетинг	Определение рыночной цены как наиболее вероятной средней цены, по которой данный объект может быть продан на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны располагают полной, достоверной информацией и действуют в своих интересах
Расчет выкупной цены	Согласно Гражданскому кодексу РФ акционеры могут обратиться в совет директоров компании со встречной офертой обоснованной цены выкупа
Определение рыночной стоимости при оплате дополнительных акций и иных ценных бумаг общества неденежными средствами	Федеральный закон «Об акционерных обществах»
Определение рыночной стоимости при конвертации, дроблении, консолидации, реструктуризации и др.	Федеральный закон «Об акционерных обществах»

### **2.3. ФОРМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ**

К формам регулирования оценки ценных бумаг относятся контроль за соблюдением требований к обязательной и инициативной оценке ценных бумаг, надзор за соблюдением законности при проведении оценки, пресечение случаев манипулирования ее результатами, раскрытие информации.

Наиболее массовой и действенной формой регулирования оценки ценных бумаг является раскрытие информации, осуществляемое в соответствии с требованиями действующего законодательства. В общем виде требования о необходимости раскрытия информации на рынке ценных бумаг законодательно закреплены в Федеральных законах «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. и «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 15 марта 1999 г. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» содержит требования о необходимости раскрытия всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии и отчете об итогах выпуска, обеспечении любым потенциальным владельцам (инвесторам) возможного доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг, полном раскрытии общедоступной информации на рынке ценных бумаг, а также отдельные статьи об использовании служебной информации на рынке ценных бумаг, оценке достоверности и добросовестности рекламы ценных бумаг, в том числе это касается и информации об оценке ценных бумаг.

В соответствии с государственным «Стандартом эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии», утвержденным Постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 г., необходимо раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска или конвертации дополнительных акций, облигаций (в случае, если их государственная регистрация сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии), а также обязательно раскрытие эмитентом информации при публичном объявлении цен покупки и продажи ценных бумаг, государственная регистрация выпуска которых не сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии, а также информации об обязательном заключении независимого аудитора, осуществившего проверку финансового положения эмитента. Кроме того, действует Постановление ФКЦБ России от 20 апреля 1998 г. «Об утверждении Положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционер-

ными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки и о внесении изменений и дополнений в Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные Постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 года».

Вопросы оценки ценных бумаг регламентируются нормативно-правовыми документами ФКЦБ России. Например, установлено, что профессиональные участники рынка ценных бумаг (инвестиционные институты), осуществляющие операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счет, обязаны до совершения сделки публично объявить твердые цены покупки и продажи и производить сделки по объявленной цене. Отметим, что несмотря на большое число нормативно-правовых актов об обязательности раскрытия информации, необходимой для оценки ценных бумаг с позиций их легитимности, практически отсутствует реальный механизм надзора за их соблюдением и не работает система контроля за выполнением данных требований.

В интересах всех участников рынка ценных бумаг данный рынок должен иметь репутацию справедливого и хорошо организованного с юридической точки зрения. Инвесторы должны безусловно полагаться на то, что профессиональные участники рынка подчиняются соответствующим правилам и положениям законодательства. Таким образом, они могут принимать решения на основе предоставленной им информации без опасения обмана или злоупотребления со стороны других инвесторов. Соответственно механизм рынка ценных бумаг и его правовое регулирование должны быть разработаны таким образом, чтобы гарантировать инвесторам доступ к надежной информации по вопросам оценки ценных бумаг.

Правовые последствия использования искаженной информации об оценке ценных бумаг предусмотрены в Уголовном кодексе РФ. Например, внесение в проспект эмиссии ценных бумаг заведомо недостоверной информации, а равно утверждение проспекта эмиссии, содержащего заведомо недостоверную информацию, если эти деяния повлекли причинение крупного ущерба, наказываются штрафом от 200 до 500 минимальных размеров оплаты труда или в размере иного дохода осужденного за период от 2 до 5 месяцев, либо обязательными работами на срок от 180 до 240 часов, либо исправительными работами на срок от 1 года до 2 лет. По оценке аналитического управления Совета Федерации РФ, в противозаконных операциях с денежными ре-



сурсами и ценными бумагами в течение нескольких последних лет перераспределялось до 14% ежегодного ВВП России, что эквивалентно половине фонда накопления в экономике. При этом, по оценке исследования, проведенного РАН, 60% обращающихся в финансовом секторе ресурсов – это спекулятивный капитал, функционирующий автономно от товарного производства. Заниженная оценка ценных бумаг является основой незаконного передела собственности.

В странах с развитой рыночной экономикой вопросам надзора на рынке ценных бумаг уделяется серьезное внимание. Для этих целей в рамках саморегулируемых организаций и бирж создаются специализированные подразделения надзора. В среднем штатная численность таких подразделений составляет 5–7% от общего числа сотрудников биржи, а бюджет – от 5 до 50 млн. долл. в год. Системы надзора функционируют на Нью-Йоркской, Лондонской, Стокгольмской, Джакартской, Австралийской фондовых биржах, на NASDAQ и других крупных торговых площадках мира. В области надзора на рынке ценных бумаг деятельность бирж и ассоциаций профессиональных участников рынка тесно координируется с деятельностью национальных комиссий по ценным бумагам. В России надзор за оценкой ценных бумаг возложен на ФКЦБ России, которая совместно с Министерством имущественных отношений РФ осуществляет лицензирование профессиональных оценщиков ценных бумаг и контроль за их деятельностью. Функции общественного контроля выполняют саморегулируемые организации в рамках выработки определенных стандартов (РОО) и кодексов (дисциплинарный кодекс НАУФОР).

Системы надзора должны решать задачи по трем основным направлениям:

- обнаружение фактов необычного поведения участников торгов, действия которых могут быть расценены как запрещенное манипулирование ценами и/или инсайдерская торговля;
- автоматизированный контроль исполнения участниками установленных правил торгов;
- формирование базы данных о торгах и их первичная обработка для решения прикладных аналитических задач.

В повседневной работе встречаются следующие наиболее типичные нарушения, связанные с оценкой ценных бумаг:

- искусственное завышение уставного капитала за счет завышенной оценки стоимости ценных бумаг или вследствие

завышенной оценки имущества, вносимого в оплату уставного капитала акционерного общества;

- заключение мнимых сделок на фондовых биржах с единственной целью – искусственно повысить или понизить цены и получить вследствие этого прибыль. На развитых рынках такое нарушение трактуется как манипулирование ценами;
- фактическое разворовывание имущества акционерного общества путем «уценки» имущественного комплекса, уменьшения на этой основе уставного капитала и дальнейшей скупки, перепродажи предприятия;
- вексельные махинации (скупка по низкой цене товарных векселей, многочисленные случаи перепродажи по различным схемам и т. д.);
- списание ценных бумаг в реестре по поддельным документам (подделка выписок из реестра, передаточных распоряжений и др.).

При определенных условиях введение надзора на рынке может вызвать снижение ликвидности ценных бумаг и стать сдерживающим фактором. Снижение ликвидности может последовать, например, при введении необоснованно жестких ограничений на ценовые колебания; при запрещении любых типов сделок между брокерами/дилерами и их клиентами; при введении негибких условий и громоздких правил раскрытия брокерами информации перед организатором торговли о совершенных сделках и т. п. Совместная деятельность органов, регулирующих рынок ценных бумаг, и правоохранительных органов позволит обеспечить обязательность, достоверность и информационную открытость оценки ценных бумаг.

## Тема 3

# СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ И ФАКТОРЫ, ЕЕ ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ

### План занятия:

1. Понятие и виды стоимости ценных бумаг.
2. Рыночная стоимость ценных бумаг.
3. Основные факторы, влияющие на стоимость ценных бумаг.

### 3.1. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ СТОИМОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Понятие стоимости ценных бумаг тесно связано с их юридической спецификой и экономической сущностью. С юридической точки зрения чем больше прав имеет владелец той или иной ценной бумаги, тем выше должна быть ее стоимость. С позиций экономической теории стоимость ценной бумаги тесно связана с ее востребованностью в реальных условиях конкретной экономики, с соотношением спроса и предложения на нее.

Стоимость ценной бумаги, как правило, отличается от ее цены, так как стоимость фиксирует определенное мнение профессионального оценщика, покупателя, продавца, потенциального инвестора или эмитента, посредника, а цена отражает условия состоявшейся сделки. Стоимость ценной бумаги таким образом субъективно определена, установлена, а цена – объективно материализована, зафиксирована. Стоимость ценной бумаги рассчитывается, а цена оплачивается. В большинстве случаев вначале определяется стоимость ценной бумаги в зависимости от целей оценки, а далее в процессе сделки устанавливается та или иная цена. Стоимость и цена тесно связаны. Общеизвестно классическое определение, что цена является денежным выражением стоимости. Стоимость ценной бумаги рассматривается:

- 1) при эмиссии – как величина затрат на выпуск, размещение;
- 2) при приобретении – как возможный доход, получаемый в результате будущего обращения ценной бумаги;
- 3) при конвертации – как стоимость замещения обмениваемого финансового актива.

Стоимость ценной бумаги – это денежный эквивалент ее определенных инвестиционных качеств и управленческих возможностей, зависящий от конкретных целей и методов оценки. Существует большое число разновидностей стоимости ценных бумаг (табл. 3.1). Различные виды стоимости ценных бумаг необходимы для проведения разных фондовых операций. При определении каждого вида стоимости ценной бумаги применяется

Таблица 3.1

**Классификация видов стоимости ценных бумаг**

<i>Вид стоимости</i>	<i>Методика определения</i>	<i>Варианты использования</i>
Номинальная стоимость	Устанавливается по решению совета учредителей (акционеров, облигационеров), эмитента, условиям договора, срочного контракта	Определение дивидендов по акциям, процентов при определении дохода по другим ценным бумагам
Эмиссионная стоимость	Устанавливается по решению учредителей	Размещение выпуска
Дисконтированная стоимость	Определяется на основе дисконтирования денежных потоков с использованием коэффициента дисконтирования: $K = 1 / (1 + I)^n$ , где $I$ – норма инвестирования, обычно равная ставке рефинансирования Банка России или ставке депозитного сертификата Сбербанка России	Прогнозирование будущей цены текущей стоимости ценных бумаг в условиях нестабильной экономики, подверженной инфляции, колебаниям валютного курса, кризисным явлениям
Учетная стоимость	Определяется как сумма фактических затрат на приобретение или выпуск	Постановка на учет
Балансовая стоимость	Определяется по балансу предприятия как первоначальная восстановительная стоимость	Переоценка, выделение, разделение, объединение
Курсовая стоимость	Рассчитывается как стоимость, отражающая в конкретный момент времени определенное соотношение (курс) спроса и предложения на ценные бумаги	Подготовка сделок
Средняя аукционная стоимость	Определяется как среднеарифметическая взвешенная	Определение средней цены купли-продажи
Внутренняя владельческая стоимость	Определяется как реальная стоимость материальных и нематериальных активов, лежащих в основе ценной бумаги	Определение действительной стоимости владения

Вид стоимости	Методика определения	Варианты использования
Инфляционная стоимость	Определяется по формуле Фишера: $Z + r = (I + P) \times (I + a),$ где $Z$ – ставка рефинансирования Банка России; $a$ – темп инфляции; $r$ – номинальная ставка доходности; $P$ – реальная ставка доходности (рентбельность)	Прогнозная оценка
Инвестиционная стоимость	Определяется как потенциальный доход от инвестиций в ценную бумагу в рамках индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором с учетом его целей	Инвестиционное проектирование
Страховая стоимость	Рассчитывается как величина страхового возмещения стоимости ценной бумаги в случае ее утраты	Страхование
Залоговая стоимость	Определяется как возможная стоимость реального обеспечения залога в случае экстренной продажи ценной бумаги	Залог
Биржевая (котировочная) стоимость	Определяется как средняя цена биржевых сделок за определенный период	Биржевые торги
Конвертационная стоимость	Рассчитывается как меновая стоимость, определяемая реальными условиями обмена	Конвертация
Базисная стоимость	Определяется как средняя сложившаяся цена	Заключение срочных контрактов
Рыночная стоимость	Определяется соотношением спроса и предложения	Купля-продажа
Ликвидационная стоимость	Определяется как стоимость ликвидации материальных и нематериальных активов, лежащих в основе ценной бумаги	Выкуп и погашение

специальная методика. В результате одна и та же ценная бумага может иметь одновременно несколько видов стоимости, которые могут существенно различаться по величине. Например, ликвидационная стоимость может быть в несколько раз ниже инвестиционной, а биржевая — во много раз превышать номинальную.

Оценка стоимости ценных бумаг является одной из сложных проблем современного фондового рынка России. Это связано с рядом факторов, основными из которых являются следующие:

- разнообразие различных видов стоимости ценных бумаг;

- наличие ряда альтернативных концепций определения стоимости ценных бумаг;
- альтернативность методов расчета стоимости ценных бумаг;
- большая специфика модификаций корпоративных ценных бумаг;
- одновременное влияние на стоимость ценных бумаг различных факторов;
- недостаток специально подготовленных кадров;
- отсутствие специализированных организационных структур.

### **3.2. РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Под *рыночной стоимостью* в Международных стандартах оценки понимается стоимость имущества, переходящего от одного владельца к другому на дату оценки в результате коммерческой сделки между покупателем и продавцом. Рыночная стоимость складывается в условиях свободного соотношения спроса и предложения, отражает реальную ситуацию на фондовом рынке, конкурентоспособность, инвестиционную привлекательность ценной бумаги. Рыночная стоимость ценной бумаги зависит от соотношения спроса и предложения, которое определяется уровнем доходности, темпами прироста стоимости, конъюнктурой и общим состоянием фондового рынка, а также от отраслевой принадлежности эмитента, территории его местонахождения и обращения ценных бумаг, уровня инвестиционного риска, мотивов поведения типичного покупателя и продавца.

В практике мировых фондовых рынков различают две основные категории стоимости ценных бумаг — рыночную стоимость (*market value, MV*) и справедливую рыночную стоимость (*fair market value, FMV*). Рыночная стоимость выступает при этом в качестве нижнего уровня, а справедливая рыночная стоимость отражает верхний максимально возможный уровень стоимости. Справедливая рыночная стоимость определяется как цена, по которой активы компании могут быть проданы в результате добровольного соглашения покупателя и продавца при условии, что обе стороны сделки купли-продажи полностью владеют достаточной и достоверной информацией, не подвержены какому бы то ни было влиянию и не испытывают ограничений времени.

Рыночная стоимость (действительная рыночная стоимость) ценных бумаг на фондовом рынке России определяется как стоимость, по которой определенная ценная бумага в данный момент времени может быть продана (куплена). Действительная рыночная стоимость рассматривается как денежное выражение стоимости ценной бумаги при возможной купле-продаже на дату оценки с учетом полной информации о потребительских и иных свойствах, а также свободы выбора продавца и покупателя. При оценке определяется базовая (действительная внутренняя), теоретическая рыночная стоимость, а при различных сделках является текущая рыночная стоимость (цена) ценной бумаги. Если спрос равен предложению, то эти две стоимости совпадают, при превышении спроса над предложением текущая рыночная стоимость превышает базовую, а при превышении предложения над спросом, наоборот, текущая рыночная стоимость меньше базовой. Текущая рыночная стоимость ценной бумаги может рассматриваться как объективная цена при определенном соотношении спроса и предложения на конкретную дату.

В практике оценки под рыночной стоимостью ценной бумаги понимается наиболее вероятная цена, по которой данная ценная бумага может быть отчуждена на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на объеме сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т.е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать ценные бумаги, а другая сторона не обязана их приобретать;
- стороны хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- ценные бумаги представлены на открытом рынке в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за переход права собственности на ценные бумаги и не было принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны;
- цена сделки выражена в денежной форме.

Оценка рыночной стоимости ценной бумаги может быть использована при подготовке различных сделок с ценными бумагами. Выбор методики определения рыночной стоимости ценных бумаг зависит от характера ценной бумаги (котируемая и некотируемая, высоколиквидная, среднеликвидная, малоликвидная и неликвидная, эмиссионная и неэмиссионная), количества цен-

ных бумаг, времени, вида, формы и условий оплаты и регистрации сделок.

Если средняя фактическая цена ценных бумаг по различным сделкам за определенный анализируемый период превышает их оценочную рыночную стоимость, то можно сделать вывод о недооценке рыночной стоимости данных ценных бумаг. При обратной ситуации, когда фактическая цена ценных бумаг на реальном рынке ниже их оценочной рыночной стоимости, наблюдается завышение, или переоценка, рыночной стоимости. Как показывает практика фондового рынка в России и за рубежом, в отдельных случаях недооценка или завышение рыночной стоимости ценных бумаг широко используются финансовыми спекулянтами для скупки или перепродажи фондовых активов.

### **3.3. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ**

На оценку стоимости ценных бумаг влияет целый ряд факторов (табл. 3.2). Среди них основными являются следующие: соотношение спроса и предложения; конкуренция; возможность замещения ценной бумаги альтернативными финансовыми инструментами; тенденции изменения спроса и предложения; котировки аналогичных и иных ценных бумаг; местонахождение эмитента; его отраслевая принадлежность и территориальные особенности размещения (страна, республика, область, город, район); организационно-правовые характеристики эмитента; ликвидность ценной бумаги; ее доходность или текущая ценность

Таблица 3.2

**Зависимость стоимости ценных бумаг от основных факторов**

<i>Вид стоимости ценной бумаги</i>	<i>Факторы, оказывающие определяющее влияние на стоимость</i>
Номинальная стоимость	Тип, вид, разновидность ценной бумаги и срок ее обращения
Эмиссионная стоимость	Инвестиционные качества и управленческие возможности ценной бумаги
Инвестиционная стоимость	Рейтинг, деловая репутация, отраслевая принадлежность и территориальное местонахождение эмитента
Рыночная стоимость	Вид ценной бумаги, статус эмитента, конъюнктура рынка, инвестиционный климат и инвестиционная емкость рынка региона
Биржевая стоимость	Конъюнктура рынка, вид фондовой операции, место, время и вид сделок



будущего дохода; безопасность и надежность ценной бумаги; политическая, экономическая и социальная стабильность; степень финансового риска инвестиций в данный вид имущества. Данные факторы можно классифицировать характеризующие как потребительские свойства ценной бумаги, так и физические, юридические условия рынка, среды или области размещения эмитента.

В целом факторы, влияющие на стоимость ценных бумаг, можно подразделить на внешние и внутренние, макроэкономические и микроэкономические, объективные и субъективные, вероятные (ожидаемые), маловероятные (возможные) и случайные (неизвестные и неожиданные).

К внешним факторам относятся факторы, не зависящие непосредственно от фондового рынка (инфляция, конкуренция, политический и экономические кризисы). Внутренние факторы тесно связаны с развитием фондового рынка, его конъюнктурой, уровнем экономической состоятельности эмитентов. Определяющее воздействие на уровень стоимости любой ценной бумаги оказывают конъюнктура рынка (соотношение спроса и предложения) и конкуренция. Наиболее важным фактором ценообразования на фондовом рынке является *соотношение спроса и предложения*. Для развития рынка ценных бумаг необходимо наличие их предложения, с одной стороны, и реального спроса на них — с другой. Баланс спроса и предложения достигается при равновесии рыночных цен биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами. Он характеризуется таким уровнем рыночных цен на ценные бумаги, при котором полностью удовлетворяется спрос и реализуется предложение. Неудовлетворенный спрос ведет к повышению, а избыточное предложение — к снижению цен на ценные бумаги.

Особое значение в процессе ценообразования на рынке ценных бумаг имеет *конкуренция*, которая влияет на уровень цен понижательно при монопольном развитии рынка ценных бумаг или повышательно при наличии монополии на данном рынке. Монопольное развитие рынка ценных бумаг при этом характеризуется преобладанием на нем отдельных эмитентов. Монополия рынка ценных бумаг означает господство на фондовом рынке определенных инвесторов. В настоящее время рынок ценных бумаг России характеризуется одновременным наличием и монополии эмитентов, и монополии инвесторов.

К макроэкономическим факторам относятся общие тенденции развития переходной экономики, выбор модели разви-

тия фондового рынка, политика государства и конкретные действия его институтов. Например, участие государства в биржевых торгах как крупного инвестора способно резко изменить ход биржевой игры. Микроэкономическими факторами являются уровень и направления развития регионального фондового рынка или отдельного отраслевого сегмента рынка ценных бумаг. К объективным факторам можно отнести влияние изменения фондовых индексов, изменения курса ценной бумаги из-за повышения или уменьшения инвестиционной привлекательности. Субъективные факторы связаны с деятельностью эмитента или его контрагентов.

Вероятные (ожидаемые), маловероятные (возможные) и случайные (неизвестные и неожиданные) факторы зависят от уровня инвестиционного риска вложений в ценные бумаги, который связан с возможностью неполучения прибыли и потери вложенных средств. Это может быть связано с вложениями в рискованные ценные бумаги, полнотой и достоверностью информации, общим финансовым кризисом, обесценением вложений,

Таблица 3.3

**Основные параметры инвестиционного риска на рынке ценных бумаг**

<i>Вид риска</i>	<i>Основные параметры риска</i>
Политический риск	Изменение политической системы и расстановки политических сил в обществе, политическая нестабильность
Общэкономический риск	Неустойчивость социального и экономического положения, вероятность падения рынка ценных бумаг
Законодательный риск	Появление новых или изменение существующих нормативно-правовых документов
Инфляционный риск	Обесценение доходов, получаемых от ценных бумаг, с точки зрения их реальной покупательной способности
Процентный риск	Изменение процентных ставок доходности, учетной ставки Банка России, ставок депозитных банковских сертификатов
Селективный риск	Неверная оценка инвестиционных качеств конкретных видов ценных бумаг и их ошибочный выбор
Отраслевой риск	Зависимость инвестиционных качеств и курсовой стоимости ценных бумаг от отраслевой принадлежности эмитента
Региональный риск	Влияние на инвестиционные качества, доходность ценных бумаг инвестиционного климата региона
Операционный риск	Низкое качество работы технического персонала, нарушения в технологии операций по ценным бумагам, инсайдерство
Технический риск	Неполадки в работе компьютерных систем по обработке информации, нарушения в процедуре расчетов по ценным бумагам, неполная и некомплектная поставка ценных бумаг, сбои при переводе средств

появлением более эффективных альтернативных финансовых инструментов. Конкретная величина инвестиционного риска на рынке ценных бумаг может быть определена на основе комплексного анализа его основных параметров (табл. 3.3).

Существенное влияние на стоимость ценных бумаг оказывают также затраты (издержки), связанные с их выпуском, размещением, обращением, сменой собственника, образованием инвестиционной прибыли или убытков, которые строго индивидуальны и требуют специальных технологий отдельного учета финансовых вложений в ценные бумаги.

## Тема 4

# МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Цели, принципы, функции и критерии оценки ценных бумаг.
2. Основные концептуальные подходы к оценке ценных бумаг.
3. Основные виды и методы оценки ценных бумаг.

### 4.1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ, ФУНКЦИИ И КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Цели оценки ценных бумаг связаны с различными задачами эмитентов, инвесторов, профессиональных участников рынка в процессе принятия управленческих и экономических решений на рынке ценных бумаг. Основными целями оценки ценных бумаг являются:

- определение стоимости права собственности, иных прав, обязательств, долгов и работ (услуг) в отношении ценных бумаг;
- оценка стоимости долей (пакетов) ценных бумаг в уставном капитале;
- установление стоимости 100-процентного пакета ценных бумаг;
- расчет стоимости ценных бумаг в составе стоимости предприятия как имущественного комплекса (бизнеса);
- определение стоимости ценных бумаг как обеспечения ломбардного кредита и залога;
- сравнение стоимости ценных бумаг с другими инвестиционными альтернативами финансовых вложений;
- переоценка финансовых активов.

Принципы оценки ценных бумаг включают общепринятые правила оценочной деятельности в целом и специальные принципы оценки ценных бумаг. Общепринятые правила оценки или общие принципы оценочной деятельности включают принципы независимости, профессионализма, объективности, добросовестности, беспристрастности оценщика. Независимость оцен-

щика определяется отсутствием материальных, родственных и иных аффилированных связей с собственником, также объективностью, самостоятельностью и профессионализмом (профессиональная подготовка, квалификация, опыт работы, наличие лицензии). Специальные принципы оценки ценных бумаг представляют собой выражение базовых концепций и теорий оценки, требований общеэкономических законов и призваны учесть основные особенности оценки ценных бумаг. Реализация данных принципов способствует определению действительной стоимости ценных бумаг. К специальным принципам оценки ценных бумаг относят принципы учета сбалансированности спроса и предложения, отражения балансовой стоимости и накопления активов, комплексности, замещения, инвестиционных ожиданий, аналогии или сопоставления, сравнения, соответствия условиям и требованиям рынка по уровню доходности, ликвидности, конкурентоспособности и др.

Основными функциями оценки ценных бумаг являются информационно-справочная и управленческая. Результаты оценки ценных бумаг являются главной информацией при принятии инвестиционных и управленческих решений. Стимулирующая функция оценки ценных бумаг реализуется при выборе инвестиционных приоритетов на фондовом рынке. Учетная и контрольная функции оценки ценных бумаг востребованы при учете и контроле за собственностью.

Критериями, на основании которых производится оценка ценных бумаг, считаются вид, тип, разновидность ценной бумаги; вид определяемой стоимости; дата, на которую выполняется оценка; инвестиционные характеристики (доходность, ликвидность, надежность, безопасность) ценных бумаг; цели оценки, субъект оценки (государственный, профессиональный или институциональный инвестор, эмитент, посредник); период фондовой операции (приобретение, постановка на учет, нахождение в портфеле ценных бумаг, списание, погашение).

#### **4.2. ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Концептуальные подходы отражают различные системы взглядов, основных идей оценки ценных бумаг, которые образуют базовые теории. Базовыми теориями оценки ценных бумаг, представляющими собой совокупность научных положений, логическое обобщение опыта, общественной практики, считают теории

стоимости (чистой приведенной стоимости, сохранения стоимости), рыночной эффективности, асимметричности информации, честной игры. Концептуальные подходы к оценке ценных бумаг базируются на основных теориях финансов (табл. 4.1).

Используя положения теорий финансов применительно к условиям российской переходной экономики, необходимо учиты-

Таблица 4.1

**Основные теории финансов, используемые при оценке ценных бумаг**

<i>Название теории</i>	<i>Содержание теории*</i>	<i>Практическое использование при оценке ценных бумаг</i>
Теория чистой приведенной стоимости	Дисконтирование потоков денежных средств по ставке, равной альтернативным издержкам инвестирования, т.е. ожидаемой норме доходности ценных бумаг, имеющих аналогичный уровень инвестиционного риска	Определение будущей стоимости текущих вложений в ценные бумаги с учетом коэффициента дисконтирования, рассчитанного на основе норма инвестирования, равной учетной ставке Банка России или годовой процентной ставке депозитного сертификата Сбербанка России
Теория инвестиционного риска (модель оценки долгосрочных активов)	Рыночный недиверсифицируемый риск инвестиций прямо пропорционален степени зависимости стоимости инвестиций от изменений совокупной стоимости активов компании (коэффициента бета). Он характеризует неустойчивость (изменчивость) доходов по данному виду ценных бумаг относительно доходов по «среднему» диверсифицированному рыночному портфелю ценных бумаг. Норма доходности прямо пропорциональна коэффициенту бета	Зависимость оценки ценных бумаг от величины коэффициента бета. Чем выше коэффициент бета, тем ниже стоимость ценной бумаги, так как тем выше зависимость стоимости инвестиций от изменений совокупной стоимости всех активов, и наоборот. Коэффициент бета связывает доходность ценной бумаги с доходностью рынка. Для оптимального портфеля ценных бумаг коэффициент бета для так называемой «средней» акции (акции, изменение цены которой совпадает с общей динамикой цен фондового рынка, отражаемой изменениями какого-либо биржевого индекса) равен единице. Это означает, что если, например, на рынке произойдет изменение курсов акций в среднем на 10 процентных пунктов, таким же образом изменится курс «средней» акции. Если, например, коэффициент бета равен 0,5, то неустойчивость доходов по данной акции составит лишь половину рыночной, т.е. курс будет расти и снижаться наполовину по сравнению с рыночным

Название теории	Содержание теории*	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Теория эффективности рынков капитала	Курсы ценных бумаг в условиях жесткой конкуренции на рынке капитала точно отражают информацию об эмитентах. Три аспекта теории в связи с определением доступности информации: 1) низкая эффективность или теория случайного блуждания (цены отражают информацию в установленных в прошлом курсах ценных бумаг); 2) средняя эффективность (цены отражают опубликованную информацию); 3) высокая эффективность (цены отражают всю информацию, которую можно получить)	Курсы ценных бумаг, котируемых на конкурентном фондовом рынке, отражают действительную стоимость лежащих в их основе активов
Теория слагаемости стоимостей, или закон сохранения стоимости	Стоимость целостной единицы равна сумме стоимостей ее частей. Нельзя увеличить рыночную стоимость компании, объединив две разные компании, если при этом не увеличить их совокупный поток денежных средств	При дроблении и консолидации, конвертации ценных бумаг необходимо учитывать слагаемость стоимостей
Теория асимметричности информации	Неравный доступ к информации эмитента и инвестора	Использование комплексного подхода к конъюнктурному анализу при определении соотношения спроса и предложения
Теория рефлексивности	Взаимодействие когнитивной (оценка состояния рынка ценных бумаг) и бездействующей (действия участников рынка) функций, характеризующих влияние участников рынка на состояние финансового инструмента	Основа фундаментального подхода к оценке ценных бумаг
Теория честной игры	Ожидаемая доходность в конце периода соответствует фактически достигнутой доходности	Определение стоимости ценных бумаг на основе доходного подхода

\* *Примечание.* См.: Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/ Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1997; Ди Ч. Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика/ Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000.

вать ее особенности, связанные со спецификой социально-экономических отношений, условий обращения ценных бумаг. Например, классические принципы рыночной экономики (равен-

ство эмитентов и инвесторов перед внешними факторами, равновесие цен при сбалансированности спроса и предложения, экономическое регулирование поведения субъектов рыночных отношений, использование юридических законов для экономического регулирования, наличие конкуренции) реализуются с определенными ограничениями переходной экономики.

К концептуальным подходам оценки ценных бумаг можно отнести: 1) учет действия экономических законов; 2) использование базовых подходов к оценочной деятельности; 3) применение фундаментального и технического анализа.

**Учет действия экономических законов.** Оценка ценных бумаг с позиций различных экономических законов опирается на реальную зависимость стоимости ценных бумаг от конкретных экономических закономерностей. Общая характеристика влияния отдельных экономических законов на стоимость ценных бумаг показана в табл. 4.2.

Категория стоимости, как ценности, выраженной в деньгах, является базовой при оценке ценных бумаг. Между тем закон стоимости на рынке ценных бумаг в чистом виде не работает, так как трудно выделить общественный труд, затраченный на производство ценной бумаги как товара и овеществленный в данном то-

Таблица 4.2

**Экономические законы, учитываемые при оценке ценных бумаг**

<i>Экономические законы</i>	<i>Основное содержание закона</i>	<i>Практическое использование при оценке ценных бумаг</i>
Закон спроса	<p>Величина спроса возрастает при снижении цены товара и уменьшается при ее повышении</p> <p>Стоимость есть равновесие интересов эмитентов и инвесторов, т. е. равновесие цены спроса</p>	<p>Чем больше количество ценных бумаг, которое необходимо продать, тем ниже должна быть назначаемая на них цена</p> <p>Спрос на ценную бумагу определяется постоянными (доходность, ликвидность, налогообложение) и переменными факторами (изменение вкусов и предпочтений инвесторов, эффект ожидаемой динамики цен. Объем спроса – количество ценных бумаг, которое инвестор готов приобрести по данной цене в течение определенного промежутка времени. Цена спроса – это максимальная цена приобретения ценных бумаг</p>



Экономические законы	Основное содержание закона	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Закон предложения	Объем предложения товара увеличивается при увеличении цены и уменьшается при ее снижении	<p>Чем меньше цена, тем меньше предлагается ценных бумаг и, наоборот, объем предложения меняется с изменением цен.</p> <p>Предложение зависит от таких факторов, как цены привлечения иных инвестиционных ресурсов, налогообложение</p>
Закон предельной полезности	<p>Предельная полезность ценных бумаг убывает с приростом их количества, которое имеется в данный период времени</p> <p>Предельная полезность ценных бумаг – это полезность единицы (наименьшая польза) из имеющегося запаса данного вида ценных бумаг</p>	<p>Чем больше предлагается ценных бумаг, тем меньше будет их стоимость на рынке</p> <p>Ценность (стоимость) ценной бумаги зависит от ее конкретной полезности</p>
Закон конкуренции, или факторов производства	Борьба между эмитентами за инвестиции и между инвесторами за более эффективное, доходное вложение капитала на фондовом рынке. Внутренний аспект конкуренции отражает конкуренцию между ценными бумагами, находящуюся под воздействием таких факторов, как число и разнообразие эмитентов, количество аналогичных ценных бумаг, знание цен конкурентов. Во внешнем аспекте конкуренция рассматривается как конкуренция между различными рынками для привлечения инвестиций (например, конкуренция между бюджетом, кредитным рынком и рынком ценных бумаг)	<p>Функциональный подход к определению конкурентоспособности ценной бумаги основан на анализе показателей состояния и эффективности финансово-хозяйственной деятельности эмитента</p> <p>Структурный подход предполагает оценку конкурентоспособности ценной бумаги исходя из уровня монополизации эмитента, т.е. концентрации производства и капитала, и наличия барьеров для других эмитентов</p>

варе. Овеществленный, а вернее, отраженный в ценной бумаге труд по созданию базисных материальных и нематериальных активов теоретически можно измерить через оценку стоимости бизнеса (для корпоративных ценных бумаг) или конкретное обеспечение (для

государственных и целевых ценных бумаг). Для того чтобы определить, какая стоимость интеллектуального труда эмитента, финансового аналитика, эксперта, брокера или дилера, организаторов биржевых и внебиржевых торгов затрачена и воплощена в таком специфическом товаре, как ценная бумага, требуются разработка специальных методик и длительное время для их реализации и оценки полученных результатов.

Законы спроса и предложения на рынке ценных бумаг отражают результаты эмиссионной, коммерческой и инвестиционной деятельности в форме реализации возможностей потенциальных инвесторов купить и желаний эмитентов (посредников) продать ценные бумаги или передать право распоряжения, владения ими на определенных условиях. На совпадение этих возможностей и желаний оказывает прямое воздействие эластичность фондового рынка в целом и рынка конкретных ценных бумаг, в частности. Эластичность измеряет степень чувствительности спроса и предложения к различным факторам. Прямая эластичность спроса по цене показывает, на сколько процентов увеличится (уменьшится) спрос при уменьшении (увеличении) цены на данный товар на 1%. Единичный (унитарный) спрос имеет место, когда при увеличении (уменьшении) цены товара на 1% спрос уменьшится (увеличится) ровно на 1%. Спрос эластичен, если при увеличении (уменьшении) цены товара на 1% объем спроса уменьшится (увеличится) более чем на 1%. Спрос неэластичен, если при увеличении (уменьшении) цены товара на 1% объем спроса уменьшится (увеличится) более чем на 1%. Отношение относительного изменения объема спроса к относительному изменению цены определяет при этом коэффициент эластичности\*.

Ограничения спроса и предложения капитала на фондовом рынке — инвестиционные возможности и бюджетные ограничения предприятий. Равновесная цена на инвестиции образуется при равенстве спроса и предложения, но цена здесь выражена доходом от инвестиций (процент по облигации, дивиденд по акции). Отметим, что существуют две модели взаимодействия спроса и предложения на финансовом рынке — кейнсианская и неоклассическая. Их отличие выражается в том, что в кейнсианской модели функция сбережений постоянна, а в неоклассической — отражает прямо пропорциональную зависимость. При достижении равновесия на конкурентном рынке ценных бумаг важно учи-

---

\* См.: *Едронова В.Н., Мизиковский Е.А.* Учет и анализ финансовых активов: акции, облигации, векселя. — М.: Финансы и статистика, 1995.

тывать фактор риска. При этом по закону, установленному У. Шарпом и др., инвестор приобретет ценные бумаги соответственно их рискованности на рынке ценных бумаг, т. е. инвесторы будут иметь одну и ту же структуру рискованности части портфеля. Этот совокупный спрос инвесторов будет предъявлен рынку, и если предложение ценных бумаг корпораций не будет совпадать с ним, то баланс будет достигнут в силу действия законов спроса и предложения. Другими словами, на идеальном конкурентном рынке, т. е. когда инвесторы располагают одинаковой доступной и достоверной информацией, при покупке ценных бумаг следует выбирать структуру портфеля компании такой же, что и структура портфеля рынка. Теория эффективного портфеля Марковица основана на оценке риска с учетом доходности и ликвидности вложений, а также выгод диверсификации распределения средств по классам активов. При оценке ценных бумаг должна учитываться иерархия предпочтений. В соответствии с аксиомой предпочтений большее количество товаров, входящих в набор, всегда предпочтительнее меньшему их количеству, т. е. существует определенная иерархия предпочтений.

**Базовые подходы к оценочной деятельности.** Использование базовых подходов оценочной деятельности (табл. 4.3) основано на требованиях Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и «Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности».

Доходный подход при оценке ценных бумаг является наиболее распространенным, так как любого потенциального инвестора прежде всего интересует возможность получения дохода. Естественно, учитывается изменение в будущем текущей стоимости денежных средств, т. е. используется дисконтирование. Коэффициент дисконтирования при этом учитывает в качестве нормы инвестирования или учетную ставку Банка России, или

Таблица 4.3

**Базовые концепции и подходы к оценке ценных бумаг**

<i>Концепции</i>	<i>Подходы</i>	<i>Методы</i>
Концепция стоимости	Доходный	Капитализация прибыли, дисконтирование денежных доходов
Концепция накопления активов	Затратный	Имущественный подход
Концепция замещения	Сравнительный	Аналогии рыночных продаж

ставку доходности по ГКО, депозитным сберегательным сертификатам Сбербанка России, которые, в свою очередь, зависят от учетной ставки рефинансирования Банка России. Затратный подход отражает текущее фактическое состояние материального и нематериального обеспечения ценной бумаги (бизнеса эмитента).

Сравнительный подход предполагает наличие аналогов для оценки ценных бумаг. При этом аналоги по большинству оценочных признаков, параметров и характеристик должны быть сходны (сопоставимы, сравнимы) с оцениваемыми ценными бумагами при минимальном числе реально обоснованных корректировок, цены по аналогам должны быть фактическими, а число ценных бумаг-аналогов должно быть достаточным. Особое внимание в рамках данного подхода необходимо уделять определению единиц и основных показателей (элементов) сравнения, существенно влияющих на стоимость ценной бумаги. Стандартные размеры сопоставимых единиц сравнения (доходность, ликвидность, рискованность и др.) на основании их конкретных показателей (характеристик) или элементов сравнения сопоставляются со средней или базисной величиной, а далее можно моделировать стоимость оцениваемой ценной бумаги посредством необходимых корректировок в стоимостном или процентном выражении. После каждой корректировки цена продажи сравнимой ценной бумаги пересчитывается заново.

При наличии достаточного объема рыночной информации для оценки ценных бумаг рекомендуется применять все три подхода, используя как можно большее число методов оценки. Тогда при согласовании результатов оценки, полученных различными методами, вероятность получить более точное значение стоимости ценной бумаги значительно возрастает. Приемлемость (целесообразность) использования каждого метода оценки определяется следующими критериями: достаточностью исходной информации, возможностью отражения конъюнктуры рынка и текущей стоимости денежных средств, способностью учета специфических особенностей объекта.

Отметим, что оценочная деятельность является экспертной оценкой, основанной на профессиональных знаниях, опыте и интуиции эксперта-оценщика. Эта деятельность, с одной стороны, составляет основу интуитивного (экспертного) подхода, а с другой — базируется на теориях оценки, фундаментальном и техническом анализе (табл. 4.4).

**Содержание интуитивного (экспертного) подхода, фундаментального и технического анализа**

<i>Интуитивный подход</i>	<i>Фундаментальный анализ</i>	<i>Технический анализ</i>
Определение возможной динамики стоимости ценных бумаг на основании экспертных оценок профессиональных оценщиков	Изучение макроэкономических тенденций, движения цен и их влияния на динамику стоимости ценных бумаг. Изучение деятельности эмитентов и причин изменения ее рентабельности. Прогнозирование будущей доходности ценных бумаг на основании тенденций движения цен	Изучение данных о ценах в прошлом и выявление тенденций для определения динамики цен, их цикличности в настоящем и будущем, установление трендов (основных направлений динамики рыночной цены)

**Фундаментальный и технический анализ.** Использование общепризнанных методических подходов фундаментального и технического анализа также относится к основным концептуальным подходам оценки ценных бумаг.

Методы *фундаментального анализа* основываются на изучении показателей деятельности компании-эмитента и учитывают множество факторов. Фундаментальный анализ обычно состоит из двух стадий. Первая стадия включает анализ положения в отрасли, к которой принадлежит эмитент, с учетом политической и экономической ситуации в стране и международной обстановки. Вторая (основная) стадия предполагает собственно анализ и диагностику финансово-хозяйственной деятельности эмитента\*. Фундаментальный анализ используется для определения реальной стоимости акций на основе прогнозирования будущей доходности, дивидендов и прибыли и базируется на последовательном изучении деятельности конкретного эмитента, отрасли и региона его месторасположения и экономики в целом. Основным недостатком фундаментального анализа заключается в том, что он не учитывает реальных изменений, колебаний цен и предполагает, что стоимость ценных бумаг стабильная или равномерно изменяющаяся.

Фундаментальный анализ дополняет *теория рефлексивности*, которая уточняет его результаты, учитывает воздействие котировок ценных бумаг на общее экономическое развитие и зависимость развития фондового рынка от субъективных представлений его участников о возможных изменениях стоимости цен-

\* См.: Бердникова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия. — М.: ИНФРА-М, 2001.

ных бумаг. Основные положения теории рефлексивности сводятся к следующему.

1. Состояние финансового рынка представляет собой процесс, на который влияют как объективные, так и субъективные факторы. К объективным факторам относят необходимость совершения операций участниками финансового рынка по размещению свободных денежных средств, а также исполнения денежных обязательств перед клиентами и контрагентами. Субъективные факторы включают оценку текущего состояния финансового рынка и тенденций его развития самими участниками рынка. Действие этих факторов взаимосвязано, причем действие одной группы факторов усиливает влияние другой их группы. Это означает, что если участники рынка считают наиболее привлекательным какой-то финансовый инструмент, то увеличивается приток денежных средств на рынок этого инструмента. Усиление влияния субъективного фактора (оценка состояния и тенденций доходности финансового инструмента) приводит к увеличению размера денежных средств, направленных в сегмент финансового рынка (объективный фактор). С другой стороны, возникновение свободных денежных средств требует их оперативного размещения на финансовом рынке, что отразится на ценах продажи таких финансовых инструментов. Влияние притока денежных средств (объективный фактор) приводит к изменению оценок параметров доходности финансовых инструментов (субъективный фактор). Таким образом, теория рефлексивности финансового рынка основана на рассмотрении взаимосвязанных рыночных факторов и эффекта их взаимоусиления.

2. Описание динамического процесса изменения параметров финансового инструмента должно учитывать взаимодействие объективных и субъективных факторов. Такое взаимодействие может быть названо рефлексивностью и, следовательно, характеризуется определенной функцией, которая зависит от когнитивной функции (оценка состояния) и бездействующей функции (действия участников рынка). Когнитивная функция — это пассивная функция, которая характеризует восприятие участниками рынка привлекательности финансового инструмента как возможного финансового актива. Бездействующая функция — активная и определяется конкретными действиями участников рынка.

3. Состояние равновесия, характеризующееся балансом спроса и предложения, редко наблюдается на финансовом рынке. При этом принятие решений по управлению ресурсами на финансо-

вом рынке чаще всего не учитывает рыночное соотношение спроса и предложения.

Теория рефлексивности лежит в основе *инструментального анализа* оценки ценных бумаг. Инструментальный анализ фондового рынка построен на анализе рынков отдельных финансовых инструментов, взаимозависимости их при оценке ценных бумаг. Фундаментальный анализ финансового инструмента на фондовом рынке включает анализ его эмитента и характеристики обращения этого инструмента. Такого рода анализ проводит каждый инвестор на основе предоставляемой информации, при этом его результаты не зависят от личной оценки инвестора. Вместе с тем любой участник финансового рынка (потенциальный инвестор) проводит собственный анализ, в котором устанавливает субъективную сравнительную оценку привлекательности финансового инструмента, учитывая имеющиеся возможности и обязательства. На практике полный анализ состояния финансового инструмента требует обязательного использования фундаментального анализа. Основные методы и приемы данного вида анализа рассматриваются в темах 5–8.

*Технический анализ* основан на изучении значительных массивов информации. Он дает возможность определить ряд стандартных повторяющихся закономерностей, характеризующихся определенными признаками. Технический анализ основан на том, что изменения, например рыночной стоимости ценных бумаг, в будущем можно прогнозировать на основе анализа изменений рыночной стоимости в прошлом и настоящем, установив тенденции этих изменений. Методы технического анализа фондового рынка детально разработаны и используются профессиональными участниками рынка ценных бумаг для прогнозирования уровня цен. Для оценки рыночной стоимости ценных бумаг в рамках технического анализа применяются следующие методы: метод, основанный на предположении об относительной устойчивости роста стоимости ценных бумаг; метод Хетча, т. е. метод определения отличий краткосрочных колебаний стоимости от изменения тенденции долгосрочного развития; метод графического и фактографического анализа. К основным показателям фондового рынка, используемым в техническом анализе, относятся стоимость, доходность, рискованность и ликвидность отдельных видов ценных бумаг, средние цены продажи и покупки и др.

### 4.3. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Виды оценки разнятся в зависимости от ее целей и методов и видов определяемой стоимости. Различают следующие виды оценки ценных бумаг:

- оценка инвестора при выборе объекта инвестиций, формировании, оптимизации и управлении портфелем ценных бумаг с учетом риска, доходности и ликвидности, возможности диверсификации вложений;
- оценка эмитента при определении номинальной, эмиссионной стоимости, стоимости размещения, рыночной стоимости при продаже, конвертации, консолидации и дроблении;
- оценка профессионального участника рынка при подготовке и проведении фондовых операций. Профессиональным участникам рынка и инвестиционным фондам разрешается производить переоценку вложений в ценные бумаги, котировки которых регулярно публикуются. Причем затраты профессиональных участников и инвестиционных фондов, связанные с образованием юридического лица, такие, как плата за регистрацию проспекта эмиссии, государственная пошлина за регистрацию, единовременный сбор за выдачу долгосрочных лицензий, стоимость приобретения бланков (сертификатов) акций при их выпуске включается в состав нематериальных активов;
- оценка по сегментам рынка ценных бумаг;
- оценка по видам ценных бумаг;
- оценка, использующая комбинацию различных методов и др.

Большому числу разнообразных видов ценных бумаг соответствуют различные методические подходы к их оценке. Оценка акций, облигаций, векселей, товарных складских свидетельств и других видов ценных бумаг отличаются как по методике, так и по целям. Биржевое ценообразование отличается от эмиссионного. Ценообразование на активно котируемые ценные бумаги типа «голубых фишек», «второго эшелона» и некотируемые ценные бумаги имеет различные базовые подходы. При оценке целесообразно комплексное использование таких методов, как экспертный, аналитический, статистический, индексный, нормативно-параметрический (балльный), балансовый, моделирование и прогнозирование. Общая характеристика этих методов приведена в табл. 4.5.



Рассмотрим более подробно такой перспективный метод оценки ценных бумаг, как *моделирование*. Экономико-математическое моделирование основано на построении различных моделей. Под моделью понимается математическая или иная схема, отображающая процесс формирования стоимости. На рынке ценных бумаг могут использоваться концептуальные, математические, трендовые, компонентного анализа, структурные, статистические, факторные, графические, логические и имитационные модели.

*Концептуальные модели* учитывают определенные подходы, концепции (систему взглядов на процесс формирования цены на

Таблица 4.5

**Методы оценки ценных бумаг**

<i>Метод</i>	<i>Содержание метода</i>	<i>Особенности метода</i>
Экспертный метод	Экспертные оценки специалистов по имеющимся тенденциям и возможным направлениям изменения стоимости ценных бумаг и их обобщение	Необходимость тщательного подбора экспертов и детального отбора анализируемых состояний
Аналитический метод	Системный анализ составных элементов стоимости ценной бумаги и разнонаправленных факторов, одновременно влияющих на уровень каждого элемента	Учет большого числа разнообразных источников информации
Статистический метод	Статистический анализ с применением средних величин, индексов, дисперсии, вариации, корреляции, регрессии и дюрации	Необходимость правильно определить вид статистической зависимости
Индексный метод	Определение общей тенденции изменения конъюнктуры рынка определенных видов ценных бумаг	Трудность выбора фондового индекса для неконвертируемых ценных бумаг
Нормативно-параметрический метод	По параметрам (инвестиционным характеристикам) ценной бумаги задается диапазон нормативных значений, которые оцениваются определенным количеством баллов. Стоимостная оценка суммы баллов определяет уровень цены	Неравноценность отдельных параметров, большой диапазон нормативных значений, субъективность балльной оценки
Балансовый метод	По балансу определяют номинальную стоимость акций (уставный капитал) и облигаций (краткосрочные и долгосрочные займы), рыночную стоимость (эмиссионный доход) и цену выкупа (чистые активы)	Невозможность учесть различные факторы ценообразования
Моделирование	Схематичное отражение влияния различных факторов на уровень цены	Трудность выбора наилучшей модели для конкретного вида ценной бумаги

рынке ценных бумаг). Например, по стоимостной концепции цена моделируется как денежное выражение действительной рыночной стоимости ценных бумаг. Концепция равновесия исходит из того, что цена на фондовом рынке отражает равновесие спроса и предложения определенной ценной бумаги в момент совершения фондовой операции. *Математические модели* исходят из строго определенных математических зависимостей, характеризующих процесс оценки стоимости. *Трендовые модели* строятся на основе зависимости стоимости от ряда величин, характеризующих устойчивые тенденции и колебания на фондовом рынке.

*Модели компонентного анализа* определяют зависимость уровня стоимости от определенных компонентов (составных частей) рынка ценных бумаг. *Структурные модели* включают анализ составляющих структурных элементов определенной стоимости, взаимосвязей между ними и их влияние на изменение уровня цен. *Статистические модели* основаны на отражении статистических закономерностей и отклонений от них. При этом сначала теоретически обосновывается выбор вида зависимости и оцениваются параметры модели на основе построения динамических рядов статистических наблюдений, проверки соответствия выбранного типа модели конкретным условиям оценки.

*Факторные модели* основаны на факторном анализе определения степени зависимости уровня стоимости от ряда конкретных факторов. *Графические модели* являются основой технического анализа и отражают в виде графиков определенные тенденции динамики изменения стоимости ценных бумаг. *Имитационные модели* строятся в форме перебора вариантов различных уровней стоимости при благоприятной, неблагоприятной и средней конъюнктуре рынка ценных бумаг при различном наборе факторов. Модели могут иметь статический и динамический характер, быть линейными и многомерными, разрабатываться с использованием компьютерных технологий.

Особое место среди методов оценки стоимости ценных бумаг занимает *рейтинг*. Многие институциональные и частные инвесторы находят систему рейтинга полезной. Банки (особенно мелкие) учитывают рейтинг ценных бумаг при формировании своих портфелей инвестиций; крупные банки также обращаются к рейтингу, проверяя правильность результатов собственных исследований. Брокеры обычно изучают рейтинги в процессе принятия инвестиционных решений, а также информируют о них своих клиентов. Страховые компании, даже несмотря на то, что их собственные сотрудники занимаются инвестиционным

анализом, принимают рейтинг во внимание, когда покупают облигации. Рейтинг считается весьма важным для управления портфелями инвестиций. Рейтинговые исследования фондового рынка проводят как профессиональные участники рынка ценных бумаг, так и отдельные аналитики.

Все рейтинговые компании пользуются почти одинаковыми символами. Каждый символ обозначает приблизительно то же самое, что и инвестиционный рейтинг:

- высший уровень — *AAA*;
- высокий уровень — *AA*;
- уровень выше среднего, инвестиции надежны — *A*;
- средний уровень, некоторая неопределенность — *BBB+*, *BBB-*;
- посредственный уровень, высокая неопределенность — *BB*;
- спекулятивные — *B*;
- спекулятивные, высокий риск невыполнения обязательств — *CCC*;
- спекулятивные, весьма вероятно невыполнение обязательств — *CC*, *C*;
- просрочены, очевидной стоимости не имеют — *DDD*, *DD*.

Ранжирование, присвоение в рейтинге определенного места не всегда объективно. Целесообразнее их результаты рассматривать как вероятные, но не абсолютные.

Требует тщательного изучения и такой метод оценки стоимости ценных бумаг, как мультипликативный на основании различных мультипликаторов (коэффициентов). В условиях переходной экономики России усредненные средненормативные значения коэффициентов (мультипликаторов) без привязки к отраслевой специфике, без учета особенностей территориального обращения ценных бумаг малопоказательны.

В целом итоговая величина стоимости ценной бумаги должна определяться путем расчета среднеарифметической взвешенной значений стоимости или их удельных весов, определенных различными методами. Выбор методов оценки зависит от вида ценной бумаги, статуса, отраслевой и территориальной принадлежности эмитента, инвестиционных характеристик (доходности, ликвидности, надежности и безопасности) ценных бумаг, вида стоимости ценной бумаги и цели оценки.

## Тема 5

# ОЦЕНКА ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Подходы к оценке долговых ценных бумаг.
2. Оценка государственных долговых обязательств.
3. Оценка корпоративных облигаций.
4. Оценка векселей.
5. Оценка депозитных и сберегательных сертификатов.

### 5.1. ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок долговых обязательств в настоящее время становится достаточно важным сегментом финансовой системы России. *Долговые ценные бумаги* – это обязательства, размещенные эмитентами на фондовом рынке для заимствования денежных средств. Долговые ценные бумаги составляют (наряду с кредитами) основу заемного капитала. Концептуально обоснование оценки долговых ценных бумаг дают различные теории (табл. 5.1). В отечественной практике к долговым ценным бумагам относят облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и векселя.

*Облигация* – ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в обусловленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено правилами выпуска). Облигация – это ценная бумага, которая:

- выражает заемные, долговые отношения между облигационером и эмитентом;
- самостоятельно обращается на фондовом рынке вплоть до ее погашения эмитентом и имеет собственный курс;
- обладает свойствами ликвидности, надежности, доходности и другими инвестиционными качествами.

Облигация имеет базовые характеристики – номинал, курс, пункт (сотая часть процента), купон (купонный процент), дата

## Теории, используемые при оценке долговых ценных бумаг

Название теории	Основное содержание теории	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Теория иерархии	Собственный капитал иерархичен. Верхнюю часть иерархии занимает внутренний капитал, а нижнюю – внешний, привлекаемый предпочтительно в форме выпуска облигаций. Коэффициент долговой нагрузки отражает кумулятивные потребности во внешнем финансировании	Определение стоимости долговых ценных бумаг по сравнению с долевыми с учетом того, что расходы на эмиссию облигаций меньше расходов на эмиссию акций
Теория компромисса	Высокотехнологичные растущие компании с рисковыми, как правило, нематериальными активами имеют относительно небольшую величину долга. Высокие коэффициенты долговой нагрузки имеют компании с хорошо развитыми рынками продукции, но с небольшой чистой приведенной стоимостью перспектив роста. Такие компании должны выпускать акции, ограничивать размер дивидендов или распродавать активы, чтобы получить возможности для погашения долгов	Конкретная структура капитала (доля заемных средств) является ориентиром для инвестора о риске вложений в акции. Чем выше доля заемных средств, тем выше долговая нагрузка и больше инвестиционный риск вложений в данные ценные бумаги
Теория предпочтения ликвидности	Наградой за предоставление денег на длительный срок является премия за ликвидность в форме более высоких долгосрочных ставок процента	Долговые долгосрочные ценные бумаги имеют более высокую доходность

погашения, дисконт и др. *Курс облигации* определяется в процентах к номиналу. *Дисконт* (как и премия) – это разница между продажной ценой и номиналом облигации, но в случае с премией эта разница положительна, а в случае с дисконтом – отрицательна. Другое название дисконта – скидка. *Купон* (купонный процент) – это фиксированный процент, который устанавливается в момент эмиссии облигации. Исходя из этого процента облигационер получает регулярные платежи по облигации. Купон оформляется обычно как отрывная часть облигации. Чем выше размер купонного процента, тем выше ее инвестиционная привлекательность. Величина купона зависит от имиджа, надежности эмитента. На него влияет также и срок обращения облигации. Чем он больше, тем и купон больше, так

как рыночный риск прямо пропорционален времени обращения облигации.

Облигации бывают следующих видов:

- государственные, муниципальные и частные (выпускаемые коммерческими банками, акционерными обществами и др.);
- именные и на предъявителя;
- процентные и беспроцентные;
- свободно обращающиеся и с ограниченным кругом обращения (облигации государственного валютного займа, некоторые корпоративные облигации и др.);
- с фиксированным и плавающим доходом;
- обеспеченные и не обеспеченные;
- котируемые и некотируемые на бирже;
- конвертируемые и не конвертируемые.

Именные (зарегистрированные) облигации подлежат регистрации. Их владельцам выдается сертификат, свидетельствующий о праве лица на обладание ими и долговых обязательствах эмитента. Облигации на предъявителя специально не учитываются, проценты по ним получают по купонному листу, от которого отрезается соответствующий купон. По процентным облигациям выплачивается доход в форме процента, владельцу беспроцентных облигаций предоставляется право на приобретение соответствующих товаров или услуг. Обеспечением долговых ценных бумаг может быть недвижимое и движимое имущество, нематериальные активы и деньги. Конвертация облигаций осуществляется на основании специального положения.

Оценка стоимости долговых обязательств ведется по их видам, эмитентам, срокам погашения, с выделением долговых обязательств на территории России и за ее пределами. Фактические затраты на приобретение долговых обязательств (первоначальная или балансовая стоимость) состоят из покупной цены и расходов по приобретению ценных бумаг. Покупная стоимость долговых ценных бумаг, как и акций, может отличаться от номинальной, или нарицательной, стоимости на сумму премии, выплаченной продавцу, или скидки, предоставленной покупателю. Факт перехода собственности на долговые ценные бумаги удостоверяется выпиской со счетов при бездокументарной форме их выпуска или иным свидетельством перехода прав.

При продаже облигаций с нарастающими процентами в дни, не совпадающие с днями выплаты процентов, покупатель и продавец разделяют соответствующие суммы. В этом случае поку-

патель уплачивает продавцу помимо рыночной стоимости облигации проценты, причитающиеся за период, прошедший с момента последней их выплаты. При этом сумму процентов учитывают в составе расходов будущих периодов. При приобретении долговых ценных бумаг иностранных эмитентов затраты по их приобретению пересчитывают в рубли по валютному курсу Банка России на день совершения операции. Учет таких ценных бумаг ведут в двух валютах: в рублях и в валюте, в которой выражена номинальная цена долгового обязательства.

Порядок выплаты доходов по ценным бумагам определяется условиями их выпуска. По облигациям с фиксированным доходом выплата процентов осуществляется, как правило, два раза в год или один раз в квартал в определенном размере от их номинальной стоимости (с отделением соответствующего купона от облигации). По выигрышным облигациям предусмотрена выплата выигрышей. По депозитным сертификатам проценты выплачиваются при предъявлении сертификатов к оплате. По краткосрочным банковским векселям эмиссионного синдиката доход образуется при их выкупе членами синдиката как разница между ценой выкупа и ценой размещения. Таким же образом образуется доход по государственным краткосрочным облигациям. Определение дохода может осуществляться по фиксированной или плавающей ставке. Плавающая ставка дохода по долговым обязательствам определяется обычно как процент от учетной ставки Банка России либо ставки депозитного или сберегательного сертификата.

Анализ стоимости долговых ценных бумаг выполняется по их видам. В процессе анализа рассматривают динамику стоимости, доходности, ликвидности, объемы погашения и обращения, размещение выпусков и отдельных серий (траншей). Основными методами оценки долговых ценных бумаг являются экспертный, статистический, аналитический, факторный, рейтинговый и метод дисконтирования.

## **5.2. ОЦЕНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ**

Государственные ценные бумаги выпускаются и обеспечиваются государством. Различают государственные ценные бумаги следующих видов: наличные и безналичные, документарные и бездокументарные, гарантированные и доходные, рыночные и нерыночные, именные и на предъявителя. Государственные цен-

ные бумаги могут выполнять следующие функции: 1) налогового освобождения; 2) обслуживания государственного долга; 3) финансирования непредвиденных государственных расходов. Основные виды государственных ценных бумаг представлены в табл. 5.2.

Технология выпуска и размещения государственных ценных бумаг имеет строго определенный порядок. Министерство финансов РФ принимает решения о выпуске государственных ценных бумаг, готовит специальный закон по каждому выпуску этих бумаг, который далее рассматривает и утверждает Государственная Дума и ратифицирует Совет Федерации. Банк России осуществляет размещение государственных ценных бумаг, подготовку и проведение аукционов с участием в них банков в качестве дилеров, погашение ГКО, перечисление денежных средств в государственный бюджет и т.д. Государственные ценные бумаги остаются одним из самых надежных и гарантированных способов вложения средств. Это объясняется тем, что среди иных финансовых инструментов государственные ценные бумаги характеризуются как наиболее защищенные, ликвидные и безопасные.

*Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО)*, выпускаемые с 1993 г., – один из самых надежных, ликвидных и доходных инструментов российского финансово-кредитного рынка. Важным плюсом ГКО (а с 1995 г. – и облигаций феде-

Таблица 5.2

**Основные виды государственных ценных бумаг**

<i>Эмитент</i>	<i>Краткосрочные ценные бумаги</i>	<i>Среднесрочные ценные бумаги</i>	<i>Долгосрочные ценные бумаги</i>
Федеральные органы власти	Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО) Казначейские обязательства (КО) Облигации Банка России (ОБР)	Облигации федерального займа (ОФЗ) Облигации золотого федерального займа (ОЗФЗ) Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)	Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)
Муниципальные органы власти	Муниципальные краткосрочные бескупонные облигации (МКО) Муниципальные векселя	Муниципальные среднесрочные облигации Муниципальные жилищные сертификаты	



рального займа) является развитая инфраструктура торговли этими бумагами, с минимальными издержками обеспечивающая твердые гарантии выполнения всех сделок, сохранности депонированных бумаг и перечисленных в расчетную систему денег. Длительное время доходы от операций с государственными ценными бумагами освобождались от налогообложения. В настоящее время ставка налога на доходы от ГКО существенно ниже ставки налога на прибыль. Это способствует стабильному уровню доходности по государственным долговым бумагам. Изменение котировок государственных облигаций связано с изменениями учетной ставки Банка России. В целом ГКО являются базовыми государственными облигациями (*benchmark government bonds*), имеющими среднюю для страны ставку процента (доходность). Это наиболее ходовые ценные бумаги, которые служат индикатором изменения цен на облигации на национальном фондовом рынке.

*Казначейские обязательства* (КО), выпускаемые в 1994–1995 гг., в основном использовались для зачета налогов предприятий. С помощью казначейских обязательств были решены многие проблемы бюджета и неплатежей. Эти ценные бумаги фактически могли бесконтрольно перепродаваться. Рынок казначейских обязательств был несбалансированный, ажиотажный. Наблюдалась высокая спекулятивная доходность. Денег на этом рынке было гораздо больше, чем обязательств. Это было связано, с одной стороны, с тем, что, купив казначейские обязательства, можно было получить налоговое освобождение, а с другой стороны, объяснялось тем, что номинал казначейского обязательства (государственная цена реализации) был примерно в 5 раз меньше его рыночной стоимости. В настоящее время практикуется выпуск казначейских налоговых освобождений в отдельных случаях по специальным решениям территориальных финансовых и налоговых органов.

Указы Президента РФ «О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала» от 12 ноября 1997 г. и «О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области» от 8 апреля 1997 г. регламентируют выпуск внешних облигационных займов, обращение *евробондов* — государственных облигаций отдельных субъектов Федерации. Оценка данных ценных бумаг осуществляется в основном на основании их биржевых котировок.

*Муниципальные ценные бумаги* имеют более низкий статус. Они выпускаются органами местного самоуправления для покрытия дефицита местных бюджетов и для целевого финансирования территориальных программ. Наиболее распространены облигации жилищного, телефонного займов, инвестиционных проектов. Такие облигации могут обеспечиваться доходом от проекта. Облигации, обеспеченные доходом от проекта, обычно имеют фиксированные сроки погашения (единый срок погашения для всей эмиссии). Обычно облигации являются отзывными. Это означает, что по истечении определенного периода времени эмитент может погасить облигации до наступления срока погашения. Облигации, обеспеченные доходом от проекта, часто имеют длительные сроки погашения с момента эмиссии, выпускаются сериями (траншами), и их стоимость выше обычных.

При оценке государственных ценных бумаг РФ нужно учитывать, что они как наиболее надежные, приносящие в целом устойчивый доход, и простые в переоформлении прав собственности привлекают значительные средства инвесторов, в том числе иностранных. Оценка государственных долговых обязательств имеет определенные особенности. Во-первых, рассматривается нормативно-правовая база выпуска государственных долговых обязательств (законы, постановления правительства), условия выпуска и обращения, порядок погашения и выплаты дохода, форма и вид обеспечения. Во-вторых, определяется статус эмитента, его финансовая устойчивость и надежность, гарантии выпуска. В-третьих, оцениваются конкретные характеристики самого долгового обязательства, его инвестиционные качества. В-четвертых, учитывается динамика котировок, результатов аукционных торгов. В-пятых, изучается динамика рейтинговых оценок. В-шестых, производится оценка с использованием различных методов. В-седьмых, корректируются результаты оценки и определяется окончательная стоимость долгового обязательства.

### **5.3. ОЦЕНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ**

Корпоративные облигации выпускаются хозяйственными обществами и товариществами. Инвестиционная надежность корпоративных облигаций прежде всего связана с возможностью получать доход от инвестиций в их покупку. Нарицательная, или номинальная, цена облигации служит базой при дальнейших пересчетах и начислении процентов. Кроме того, облигации име-

ют выкупную цену, которая может совпадать, а может и отличаться от номинальной в зависимости от условий займа. По ней облигация выкупается (погашается) эмитентом по истечении срока займа. Облигации также имеют рыночную цену, определяемую условиями займа и текущей ситуацией на рынке облигаций.

**Доходный подход к оценке облигаций.** При оценке корпоративных облигаций наиболее часто используется доходный подход. Доход по корпоративным облигациям включает приращение курсовой стоимости, купонные выплаты и дисконтные скидки.

*Курс облигации* – это отношение рыночной цены к номиналу (в процентах). Если облигации продаются ниже номинала, а погашаются по номиналу, то говорят, что продажа производится «с дисконтом». Если облигации продаются по номиналу, а погашаются с начислением дополнительных процентов, то говорят, что облигации погашаются «с премией». Иногда ежегодное начисление процентов комбинируется с дисконтом или премией. Если по облигации предполагается периодическая выплата доходов, то она обычно производится по купонам. Купонный доход может выплачиваться ежеквартально, один раз в полгода или ежегодно. Чем чаще выплачивается купонный доход, тем большую выгоду получает инвестор. Поэтому облигации с поквартальной выплатой при равном годовом дивиденде всегда котируются выше, чем облигации, выплаты по которым проводятся только один раз в год.

Текущая доходность облигации ( $D_{то}$ ) рассчитывается по формуле:

$$D_{то} = (K/C_0) \times 100\%,$$

где  $K$  – ставка купона;  $C_0$  – курсовая цена облигации.

Конечная доходность облигации ( $D_{ко}$ ) определяется следующим образом:

$$D_{ко} = D_{то} + [(N - C_0)/(C_0 \times n)] \times 100\%,$$

где  $N$  – цена погашения облигации, равная номиналу;  $n$  – количество лет до погашения.

Средний курс облигаций зависит и от нормы ссудного процента: чем больший процент в текущий момент гарантируют своим вкладчикам банки, тем ниже цена облигации с фиксированным процентом. Курс облигации (цена на текущий момент) рассчитывается по формуле:

$$K = \frac{N (C_k \times T_0 + 100\%)}{C_0 \times T_0 + 100\%},$$

где  $C_k$  – годовой процент по облигации (купонный процент);  $C_6$  – ссудный (банковский) процент;  $T_0$  – срок, на который выпущена облигация (число лет);  $N$  – номинал облигации, руб.

Приведенные выше формулы применимы для выплат с периодичностью один раз в год. В иных случаях (например, при выплатах один раз в квартал) следует учитывать возможность реинвестирования (нового вложения) полученных доходов, что увеличивает доходность в пересчете на год. Формула текущей доходности в этом случае видоизменяется следующим образом:

$$D_{\text{то}} = [(1 + K_r / C_0)^n - 1] \times 100\%,$$

где  $K_r$  – годовая купонная ставка;  $n$  – количество выплат в год.

При оценке корпоративных облигаций большие проблемы связаны с определением степени их ликвидности. Ликвидность, как известно, характеризуется возможностью продажи ценных бумаг в течение короткого времени и без значительных убытков. Значительное влияние на уровень ликвидности оказывает неустойчивость рынка корпоративных ценных бумаг и концентрация основных сделок данного сектора фондового рынка в финансовых центрах, а также отсутствие торговых площадок в регионах, затрудняющее участие в торгах банков с периферии и существенно увеличивающее риск ликвидности. Неликвидность данного сектора фондового рынка поддерживается отсутствием постоянных котировок по широкому кругу долговых обязательств, неразвитостью инфраструктуры рынка, недостаточным информационным обеспечением.

Сравнительный анализ финансовых возможностей корпоративных облигаций показан в табл. 5.3. Облигации обеспечивают сохранность сбережений и фиксированный дополнительный доход и поэтому представляют интерес для осторожных инвесторов, стремящихся сохранить свой капитал и иметь на него пусть небольшой, но гарантированный доход. Осуществляя финансовые инвестиции, держатель ценных бумаг преследует одну цель – получить доход, преумножить капитал или хотя бы сохранить его на прежнем уровне, что особенно актуально в условиях инфляции. Инвестируя сбережения, покупатель финансового актива отказывается от какой-то части материальных благ в надежде укрепить благополучие в будущем. В то же время всегда существует вероятность того, что эмитент не сможет выкупить облигации, когда наступает срок погашения займа, а акционерное общество обанкротится или не сможет выплатить дивиденды. Важнейшее

## Оценка финансовых возможностей корпоративных облигаций

<i>Эмитент</i>	<i>Инвестор</i>
<i>Преимущества</i>	
Привлечение заемных средств Гибкость сроков и условий погашения Благоприятная возможность размещения Достаточно высокая ликвидность Возможность регулярной выплаты процентов Невысокие ставки налогообложения Небольшие затраты на выпуск	Получение фиксированного дохода в определенный срок Гарантированный выкуп (погашение) Возможность перепродажи Достаточная степень безопасности Стабильное получение прибыли Первоочередное получение процентов по сравнению с акциями Обязательное взыскание долга
<i>Недостатки</i>	
Постоянная выплата процентов Необходимость оплаты облигаций досрочного отзыва Риск обесценения займа активами Установление фиксированной цены выпуска Строго установленные сроки погашения Возможность потерь в случае досрочного отзыва облигаций	Изъятие финансовых ресурсов из наличного оборота Обесценение вложенных денег Потери части дохода в случае досрочного выкупа Регулирование прав облигационера условиями займа Увеличение удельного веса заемных средств в структуре капитала Трудность прогнозирования достаточности дохода по сравнению с другими финансовыми инструментами

правило инвестирования заключается в том, что прибыль от вложений в ценные бумаги прямо пропорциональна риску, на который готов идти инвестор.

Основные отличия облигации от акции:

- облигация приносит доход только в течение указанного на ней срока;
- в отличие от ничем не гарантированного дивиденда по обыкновенной акции облигация обычно приносит ее владельцу доход в виде заранее установленного процента от ее нарицательной стоимости (номинала облигации, указанного на ней самой);
- облигация акционерного общества не дает права выступать ее владельцу в качестве акционера данного общества, т. е. не дает права голоса на собраниях акционеров.

Доход по облигациям обычно ниже, чем по акциям, но он более надежен, так как в меньшей степени зависит от ситуации на рынке и циклических колебаний в экономике. Облига-

ции выпускаются с целью привлечения дополнительных средств для проведения каких-либо мероприятий, способствующих увеличению доходов и прибыли или объема производства товаров.

Корпоративные облигации бывают следующих типов:

- именные – владельцы этих облигаций регистрируются в особой книге, поэтому такие облигации обычно бескупонные;
- на предъявителя – имеет специальный купон, являющийся свидетельством права держателя облигации на получение процентов по наступлении соответствующих сроков;
- обычные (неконвертируемые) – часто предусматривают возможность досрочного погашения посредством выпуска или с помощью выкупного фонда;
- конвертируемые – выпускаются под заемный капитал с правом конверсии через определенный срок по заранее установленной цене в обыкновенные или привилегированные акции;
- обеспеченные (запасом) – выпускаются под залог и обеспечиваются недвижимостью эмитента или доверительной собственностью других компаний. Притязания владельцев таких облигаций как кредиторов подлежат первоначальному удовлетворению, в том числе и по сравнению с держателями других разновидностей облигаций;
- необеспеченные – не обеспечиваются недвижимостью, поэтому владельцам таких облигаций не предоставляются преимущества по сравнению с другими кредиторами. Вследствие этого они имеют действительную ценность только в том случае, если эмитент имеет прочное финансовое положение и высокий облигационный рейтинг;
- «с полным купоном» – продаются по номиналу, характеризуются доходом по купону, равным текущей рыночной ставке;
- «с нулевым купоном» – доход по ним выплачивается при погашении путем начисления процентов к номиналу без ежегодных выплат.

Кроме того, облигации могут свободно обращаться или иметь ограниченный круг обращения.

Отметим, что проценты по облигациям, как и сумма погашений, могут выплачиваться ценными бумагами, деньгами или иным имуществом, если это предусмотрено условиями выпуска займа, что также должно быть учтено при оценке их стоимости. Определение рыночной стоимости корпоративных облигаций за-

висит в основном от вида облигации, от вида, целей и условий выпуска, формы размещения, статуса и эффективности финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

**Рейтинговая оценка облигаций.** При оценке корпоративных облигаций важное значение имеет их рейтинг. Наиболее известна методика рейтинговой оценки корпоративных облигаций американской компании *Moody's Investors Service*, которая присваивает рейтинги более чем 5000 выпусков облигаций корпораций\*. *Рейтинг* представляет собой долгосрочные оценки, показывающие надежность облигаций в низшей точке экономического цикла, и не меняется в зависимости от изменений экономической ситуации. Рейтинг подлежит корректировке только в тех случаях, когда изменяются фундаментальные факторы, его определяющие, например, когда коренным образом улучшается или ухудшается положение заемщика в сравнении с другими компаниями отрасли либо его общая сумма долга существенно уменьшается или возрастает.

Облигации класса *A* имеют высший инвестиционный уровень. Они характеризуются максимальной надежностью как с точки зрения вложенного капитала, так и получаемого дохода. Надежность этих облигаций обеспечивается достаточно крупными активами эмитента; кроме того, маржа прибыли эмитента достаточно велика для того, чтобы обеспечить своевременную выплату процентов. Изменения в экономике мало отражаются на ценных бумагах данной группы, к которой относят «золотообрезные» облигации проверенных временем компаний. Однако доходность этих облигаций невысока. На их курсе в большей мере отражаются изменения процентных ставок, нежели циклические изменения в экономике.

Облигации группы *B* могут быть названы «инвестициями деловых людей». Эти облигации привлекательны для инвесторов имеющих опыт покупки ценных бумаг, т. е. готовых взять на себя некоторый дополнительный риск в обмен на более высокую доходность по сравнению с облигациями группы *A*. Для этих облигаций характерна некоторая неопределенность в отношении процентных платежей, основного долга и стабильности курса. Их стоимость подвержена серьезным колебаниям в зависимости от экономической ситуации.

Группы *C* и *D* объединяют спекулятивные выпуски, облигации с очень высокой степенью неопределенности в отношении

\* Подробнее см.: *Брэйли Д.* Фондовый рынок: Университетский учебник. — М.: ИНФРА-М, 1996.

процентного дохода и основной суммы долга, а также полностью обесценившиеся облигации.

При проведении рейтинга облигаций оценивается ряд факторов. Прежде всего изучаются доходы эмитента, обеспеченность облигаций основным капиталом, чистыми ликвидными (оборотными) активами, наличными средствами и достаточность собственного оборотного капитала. Кроме того, эксперты детально изучают характер отрасли, в которой действует заемщик, и положение в ней заемщика. Большое значение придается правовому оформлению займа. Изучаются отношение объема продаж к объему товарных запасов, коэффициент издержек, амортизационные отчисления и сумма накопленной амортизации относительно всего инвестированного капитала, маржа прибыли, отношение прибыли к стоимости имущества и отношение рыночной цены акции эмитента к чистой прибыли в расчете на одну акцию.

При оценке рыночной стоимости различных видов облигаций наиболее распространено использование метода дисконтированных денежных доходов. Будущая стоимость (*future value*) при этом определяется как ожидаемая в будущем стоимость активов, в которые при покупке облигации инвестирована определенная сумма денег.

#### **5.4. ОЦЕНКА ВЕКСЕЛЕЙ**

*Вексель* – это ценная бумага, удостоверяющая безусловное денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег владельцу векселя. Общая классификация векселей дана в табл. 5.4.

Векселя используются как наиболее гибкий инструмент для оформления задолженности любого вида на различных уровнях экономики. Финансовые и товарные векселя, векселя юридических лиц и отдельных субъектов исполнительной власти, процентные и дисконтные векселя, простые и переводные векселя широко применяются на практике. Однако, являясь неэмиссионными ценными бумагами, векселя трудно поддаются учету и контролю, а также оценке. Векселями могут пользоваться все юридические и физические лица. Среди множества операций, совершаемых банками, в настоящее время операции с векселями имеют важное значение. Этот вид банковских операций получил интенсивное развитие в 1990-е годы в связи с дефицитом денег на счетах хозяйствующих субъектов.



**Классификация векселей**

<i>Название векселя</i>	<i>Характеристика векселя</i>
Простой вексель (соло-вексель)	Ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить до наступления срока определенную сумму денег держателю векселя с указанием срока платежа, места, в котором совершается платеж, наименования того, кому или по приказу кого платеж совершается, даты и места составления векселя
Переводный вексель (тратта)	Письменный приказ векселедержателя (трассанта) плательщику (трассату) об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу (первому держателю векселя – ремитенту)
Товарный (коммерческий) вексель	Используется во взаимоотношениях сторон в реальных сделках с поставкой продукции (выполнением работ, оказанием услуг)
Финансовый вексель	В основе имеет ссуду (заем, кредит), выдаваемую хозяйствующим субъектом за счет собственных средств, и приобретает с целью получения прибыли от роста рыночной стоимости или процента
Бронзовый вексель	Выписан на вымышленное лицо
Дружеский вексель	Основан на выписке векселей друг на друга
Дисконтный вексель	Продается по цене ниже номинала со скидкой (дисконтом)
Эмиссионный вексель	Широко используется в расчетах и поэтому характеризуется низким уровнем инвестиционного риска

Рыночная стоимость векселей определяется в зависимости от их вида, надежности эмитента, срока обращения, условий погашения, ликвидности, доходности. Векселя первоклассных эмитентов котируются на биржах. Котировка векселей определяет цену спроса и предложения и одновременно отражает наивысшую цену покупателя и наименьшую цену продавца в момент купли-продажи. Акционерное общество может выпускать товарные и финансовые векселя. Курсовая стоимость товарных векселей обычно ниже их номинальной стоимости, так как такие векселя используются в малоэффективных товарообменных схемах и выпускаются в качестве заменителей денег. Финансовые векселя, как правило, размещаются с дисконтом, погашаются строго в срок и имеют значительную курсовую доходность. Это связано с тем, что финансовые векселя являются одним из основных финансовых инструментов современного фондового рынка России и активным платежным средством. Особенностью вексельного

обращения в России стало широкое применение собственных векселей коммерческих банков.

Система оценки векселей включает оценку выполнения определенных правил и норм организации вексельного рынка, обязательную котировку векселей, оценку их ликвидности и надежности. Так, для кредитных организаций установлены ограничения выпуска собственных векселей и принятия вексельных обязательств через нормативы ликвидности кредитной организации, которые определяют ее способность обеспечивать своевременное выполнение обязательств.

Наиболее существенная проблема, связанная с оценкой векселей, — отсутствие возможностей для оперативного получения текущей информации как о состоянии вексельного рынка в целом и его отдельных сегментов, так и о его участниках, фактах неисполнения вексельных обязательств. В таких условиях важной становится роль профессиональных специализированных организаций, устанавливающих стандарты деятельности участников рынка ценных бумаг, основные принципы оценки, обобщающие опыт оценки векселей. В России в 1996 г. создана Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР). Другой важный вопрос — создание технологической инфраструктуры вексельного рынка, которая позволит цивилизованно торговать векселями, осуществлять по ним расчеты, организовывать их поставку и оценку. Первым шагом на пути формирования цивилизованного вексельного рынка является создание вексельного депозитария. Он позволит наладить оперативный контроль за вексельными потоками, перейти к технологичным современным способам поставки и оценки векселей.

В настоящее время основными действующими нормативными актами в сфере вексельного обращения являются Письма Центрального банка РФ «О банковских операциях с векселями» от 9 сентября 1991 г. и «Об операциях коммерческих банков с векселями и изменениях в порядке бухгалтерского учета банковских операций с векселями» от 23 февраля 1995 г. (с изменениями от 21 февраля 1997 г.).

Ликвидность векселей намного выше иных ценных бумаг. Повышенная доходность векселей обусловлена их достаточно высокой ликвидностью. Высокая конвертируемость, возможность передаваться по индоссаменту, отсутствие государственной регистрации и необходимости разработки проспекта эмиссии повышают уровень стоимости векселей. Высокую оценку при небольшом объеме торгов на рынке имеют элитные банковские векселя. Причиной является устойчивый спрос и малое предло-

жение для свободного обращения векселей банков высокой категории надежности (типа Сбербанка России).

Оценка в секторе корпоративных векселей связана с имиджем, деловой репутацией, экономической состоятельностью эмитента. По векселям финансово устойчивых предприятий спрос заметно превышает предложение. Оценка векселей зависит и от срока их обращения. Обычно оценка векселей при отсутствии их котировок выполняется на основе оценки уровня спроса и предложения. Например, в связи с большой эмиссией «длинных» векселей, произведенной корпорацией X в конце 2001 г., цена на его долговые обязательства снижается. Реальная цена спроса на них составляет 67–68%. При оценке векселей также учитываются и издержки, уровень стоимости обслуживания вексельного обращения, которые, в свою очередь, связаны с масштабами обращения. Высокая рентабельность данной операции предопределяется низким уровнем затрат на ее проведение. По существу, они сводятся к затратам на оформление векселей и отвлечение средств на создание обязательных резервов.

## **5.5. ОЦЕНКА ДЕПОЗИТНЫХ И СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ СЕРТИФИКАТОВ**

Эмиссия краткосрочных долговых инструментов — депозитных и сберегательных сертификатов, инвестиционные свойства которых позволяют совместить достаточную ликвидность, невысокий риск и многофункциональность в решении тех или иных финансовых задач, отвечает интересам многих участников фондового рынка.

*Депозитный сертификат* — это письменное свидетельство кредитного учреждения о депонировании денежных сумм, удостоверяющее право владельца на получение по истечении срока суммы депозита и установленных процентов по нему. Депозит (от лат. *depositum* — вещь, отданная на хранение) — это экономические отношения по поводу передачи средств клиента во временное пользование банка. Депозитные счета классифицируются по таким критериям, как источники вкладов, их целевое назначение, степень доходности и т. д. Однако наиболее часто в качестве критерия выступают категория вкладчика и формы изъятия вклада. Исходя из категории вкладчиков различают:

- депозиты юридических лиц (предприятий, организаций, других банков);
- депозиты физических лиц.

По форме изъятия средств депозиты подразделяются на:

- депозиты до востребования (обязательства, не имеющие конкретного срока);
- срочные депозиты (обязательства, имеющие определенный срок);
- условные депозиты (средства, подлежащие изъятию при наступлении заранее оговоренных условий).

В основе оценки депозитных сертификатов лежат общепринятые теории (табл. 5.5). Оценка депозитных и сберегательных сертификатов зависит от их сроков и видов, формы и размера предполагаемого дохода. Депозиты до востребования представляют собой средства, которые могут быть востребованы в любой момент без предварительного уведомления банка со стороны клиента. По ним начисляются незначительные годовые проценты, вследствие чего они не являются доходными инвестиционными инструментами.

Срочные вклады – это депозиты, привлекаемые банками на определенный срок. Различают собственно срочные депозиты и срочные депозиты с предварительным уведомлением об изъятии. Как правило, они оформляются на срок не менее одного месяца. Размер вклада на такой депозит устанавливается в круглой сумме и должен быть неизменным в течение всего срока действия договора. Если вкладчик желает изменить сумму вклада (уменьшить ее или увеличить), то он может расторгнуть действующий договор, изъять и переоформить вклад на новых условиях. Однако при досрочном изъятии вкладчиком средств по вкладу он может лишиться предусмотренных договором процентов частично или полностью. Как правило, в этих случаях проценты снижа-

Таблица 5.5

**Базовые теории оценки депозитных сертификатов**

<i>Название теории</i>	<i>Характеристика теории</i>	<i>Практическое использование при оценке</i>
Теория паритета процентных ставок	Соблюдается паритет процентных ставок евро- и долларовых депозитов	Использование метода сравнения (аналогий) при оценке депозитных и сберегательных сертификатов
Теория равновесия рынка капитала	Существует зависимость средних процентных ставок от реального уровня инфляции	Средние процентные ставки по депозитным сертификатам и срочным контрактам прямо пропорциональны уровню инфляции

ются до размера процентов, уплачиваемых по вкладам до востребования.

Собственно срочные вклады возвращаются владельцу в заранее установленный день, до этого момента они «заблокированы» и банк может полностью распоряжаться ими. Сроки, на которые принимаются такие вклады, подразделяются на четыре группы: от 30 до 89 дней, от 90 до 179 дней, от 180 до 359 дней и более 360 дней. Соответственно изменяется уровень процента. Как правило, по вкладу с большим сроком выплачивается более высокий процент и они, следовательно, имеют более высокую стоимость на фондовом рынке.

Срочные вклады с предварительным уведомлением требуют поступления в банк специального заявления вкладчика. Срок подачи такого уведомления об изъятии вклада заранее оговаривается и в соответствии с ним устанавливается величина процентов по вкладу. Обычно сроки уведомления следующие: от 1 до 3 месяцев, от 3 до 6 месяцев, от 6 до 12 месяцев, более 12 месяцев. Для каждой из этих групп вкладов устанавливаются соответствующие проценты. Если клиент хочет изъять вклад, то он должен своевременно известить об этом банк согласно указанным в договоре срокам оповещения. Банк, учитывая предстоящее изменение, рефинансирует свои активные операции из других источников, например, используя учетный кредит или операции на открытом рынке с ценными бумагами. На практике срочные вклады большей частью представлены как вклады с предварительным уведомлением. Величина процентов по вкладам определяется, как правило, по договоренности между банком и вкладчиком. Доля срочных депозитов в балансе коммерческих банков в целом довольно значительна, однако у различных банковских учреждений она неодинакова.

Накопительные депозиты занимают промежуточное положение между бессрочными и сберегательными вкладами. Они отличаются от сберегательных депозитов тем, что имеют относительно небольшой, строго определенный срок, хотя он и больше, чем у депозитов до востребования. Если фирма знает, что, например, через 8 месяцев ей потребуется большая сумма денег для приобретения оборудования, которая уже сейчас имеется в наличии, то для предприятия становится невыгодным держать эти средства на текущем счете за относительно небольшой процент или даже без выплаты такового. В этом случае для компании было бы прибыльнее поместить эти средства на соответствующее время на срочный счет. Для сберегательных вкладов, на-

против, типичным являются их медленный рост и то, что использование средств часто происходит только через несколько лет. Тот факт, что владелец срочного вклада может распоряжаться им лишь по прошествии установленного срока, вовсе не исключает, что клиент в случае необходимости может досрочно получить у банка свои средства. Но такие случаи являются обычно исключительными. В этой ситуации банк, например, может предоставить клиенту кредит, погашение которого происходит по истечении срока данного вклада. Банк может также вернуть денежную сумму, помещенную на срочный счет, но при этом существенно снижаются проценты. Операции по сберегательным депозитам раньше традиционно осуществлял Сбербанк России, однако в настоящее время в ходе конкурентной борьбы за ресурсы коммерческие банки стали активно осваивать этот сектор рынка ссудного капитала.

Уровень процентных ставок устанавливается каждым коммерческим банком самостоятельно, ориентируясь на учетную ставку Банка России, состояние денежного рынка и исходя из собственной депозитной политики. По отдельным видам депозитных счетов величина дохода определяется сроком вклада, его суммой, спецификой функционирования счета, объемом и характером сопутствующих услуг и, наконец, зависит от соблюдения клиентом условий вклада. Определяющим фактором при установлении размера процентной ставки является срок, на который размещены средства: чем длительнее срок, тем выше уровень процента. Существенным моментом является и частота выплаты дохода: чем реже осуществляются выплаты, тем выше уровень процентной ставки.

Банковские сертификаты выпускаются как в разовом порядке, так и сериями. Они могут быть именованными и на предъявителя. Сертификаты могут быть срочными или до востребования. Срок обращения депозитных сертификатов ограничивается 1 годом, сберегательных — 3 годами. Если сертификат просрочен, то он считается документом до востребования, по которому банк должен оплатить обозначенную сумму по первому требованию владельца. При досрочном предъявлении депозитного сертификата к оплате банк не обязан возвращать деньги, если иное не предусмотрено условиями его выпуска.

Процентная ставка по сертификату фиксируется при его выпуске. В ходе последующего обращения сертификата эта ставка не меняется. Юридические лица не вправе перечислять находящиеся во вкладах (депозитах) денежные средства другим лицам.

Проценты (доход) по депозиту обычно начисляются по формуле сложных процентов (процент на процент) со дня, следующего за днем поступления денег в банк, до дня, предшествующего их возврату вкладчику либо их списанию со счета вкладчика по иным основаниям. При возврате вклада выплачиваются все начисленные к этому моменту проценты.

Банки обязаны обеспечивать возврат и сохранность вкладов граждан путем обязательного страхования и своевременность исполнения принятых перед гражданами обязательств. По истечении срока обращения депозитных и сберегательных сертификатов коммерческий банк погашает их по номинальной стоимости. Котировка депозитных и сберегательных сертификатов, как правило, не проводится.

## Тема 6

# ОЦЕНКА ДОЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Основные критерии оценки долевых ценных бумаг.
2. Основные подходы и методы оценки акций.
3. Факторы, влияющие на стоимость акций.
4. Особенности оценки различных видов акций.
5. Специфика оценки пакетов акций.

### 6.1. ОСНОВНЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ДОЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Долевая собственность отражает совместное коллективное финансирование акционерных обществ и других форм хозяйственных товариществ, а также различных корпоративных инвестиционных проектов. Использование долевых ценных бумаг становится альтернативным источником развития реального сектора переходной экономики, когда за счет ограниченных бюджетных средств осуществляется только целевое финансирование социально значимых и стратегически важных направлений. Долевые ценные бумаги удостоверяют участие их владельца в акционерном (складочном) капитале и его конкретные права на участие в управлении, получении доходов и части имущества при ликвидации общества. К долевым ценным бумагам относятся акции, сертификаты владельцев паев и долей.

Основными критериями оценки долевых ценных бумаг являются цели оценки, вид стоимости, статус эмитента, инвестиционные качества и управленческие возможности. *Цели оценки* тесно связаны с мотивами владения и приобретения ценных бумаг. Преобладающими мотивами владения и приобретения долевых ценных бумаг (акций) являются:

- 1) контроль над собственностью, участие в капитале;
- 2) выгодное размещение средств путем вложения в высокодоходные и ликвидные, а также в недооцененные акции, т.е. сбережение и накопление капитала;



- 3) приращение капитала за счет получения дохода как регулярного (дивиденд), так и спекулятивного от последующей продажи по более высокой цене (кратковременные спекуляции на изменении рыночной стоимости, арбитражные сделки и сделки репо);
  - 4) избежание и уменьшение инвестиционного риска путем вложений в малорисковые акции, конвертации акций, диверсификации;
  - 5) иные цели, связанные с долевой природой ценных бумаг.
- Цели оценки зависят и от того, какой *вид стоимости* акций определяется. Классификация основных видов стоимости акций приведена в табл. 6.1.

Таблица 6.1

**Основные виды стоимости акций**

<i>Вид стоимости</i>	<i>Способ определения</i>	<i>Практика применения</i>
Номинальная стоимость	Уставный капитал/Число выпущенных акций	Отражение величины уставного капитала организации в проспекте эмиссии как суммы стоимости всех акций по номинальной стоимости. Определение нарицательной стоимости, обозначенной на бланке ценной бумаги, олицетворяющей долю акционерного капитала, принадлежащую на одну акцию. Расчет дивидендов и определение стоимости выплат акционерам при ликвидации общества
Эмиссионная стоимость*	Определяется на основании решения совета директоров. При размещении среди акционеров дополнительных акций (или эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции) может быть меньше цены размещения среди иных лиц, но не более чем на 10%	При размещении выпуска
Сбалансированная стоимость	Отражает сбалансированный уровень цен продажи (предложения) и цен покупки (спроса) в данный момент времени	Обращение и выкуп акций
Базисная стоимость	Фиксируется на определенную дату	Фьючерсные и форвардные контракты
Дисконтированная стоимость	Рассчитывается по формуле дисконтирования с учетом дисконтных множителей, норм инвестирования	Прогнозирование

<i>Вид стоимости</i>	<i>Способ определения</i>	<i>Практика применения</i>
Учетная стоимость	Определяется как фактическая цена сделок	Регистрация (учет) сделок с ценными бумагами на вторичном рынке ценных бумаг
Внутренняя владельческая стоимость	Определяется как отношение суммы дивидендов к величине чистой прибыли	Принятие решений об альтернативных финансовых вложениях
Реальная внутренняя стоимость	Сравнительная цена, определяемая путем умножения внутренней владельческой стоимости на коэффициент соотношения средневзвешенных результатов финансово-хозяйственной деятельности общества и аналогичных среднеотраслевых средневзвешенных показателей	Прогнозирование, купля-продажа и обмен акций
Балансовая стоимость	Определяется путем деления общей стоимости имущества предприятия (по балансу) на число акций	Страхование, залог, погашение и аннулирование ценных бумаг
Базовая чистая стоимость	Определяется путем деления стоимости чистых активов общества на число выпущенных акций	Купля-продажа, конвертация ценных бумаг
Биржевая стоимость	Рассчитывается как минимальная, максимальная и средняя цена биржевых сделок	Анализ конъюнктуры биржевого рынка
Котировочная стоимость	Определяется как отношение рыночной стоимости акций к учетной стоимости предыдущих сделок	Котировка
Курсовая стоимость	Определяется как отношение текущей цены, или цены возможного приобретения, на данный момент времени к номиналу	Определение текущего рыночного курса
Рыночная стоимость	Определяется как стоимость в текущий момент времени, отражающая действительную конъюнктуру рынка при полной и достоверной информации о спросе и предложении, а также должном маркетинге	Определение цены торгов, курсов и других форм свободного рыночного обращения или средней цены спроса (предложения)
Инвестиционная стоимость	Определяется как ожидаемая стоимость акций к концу инвестиционного периода с учетом их ликвидности и доходности	Инвестиционный конкурс, реструктуризация и бизнес-планирование

Вид стоимости	Способ определения	Практика применения
Выкупная стоимость	Определяется как стоимость приобретения собственных акций по решению совета директоров	Выкуп акций
Ликвидационная стоимость	Определяется как стоимость реализуемого имущества ликвидируемой организации (в фактических ценах), выплачиваемая на одну акцию	Ликвидация

*Примечание.\** Эмиссионную стоимость не следует путать с эмиссионным доходом, который образуется как разница между фактической ценой размещения ценной бумаги и ее номинальной стоимостью и отражается в бухгалтерской отчетности на специальном субсчете счета 83 «Добавочный капитал».

Используется ряд концепций определения стоимости корпоративных ценных бумаг. Одни базируются на изменении активов, а другие — на изучении прогнозируемых доходов. Балансовая стоимость определяется на основе чистой стоимости активов и рассчитывается как отношение чистой стоимости активов к числу ценных бумаг. Чистые активы определяются по балансу предприятия следующим образом:

$$\begin{array}{cccccc} \text{Раздел 1} & + & \text{Раздел 2} & + & \text{Раздел 3} & - & \text{Раздел 5} & - & \text{Раздел 6} \\ \text{актива} & & \text{актива} & & \text{актива} & & \text{пассива} & & \text{пассива} \end{array}$$

На мировых фондовых рынках балансовая стоимость является своего рода базисным критерием по отношению к рыночной стоимости. Последняя может быть меньше, больше или равна балансовой стоимости.

*Статус эмитента* как критерий оценки долевых ценных бумаг определяется на основании соответствия его деятельности принципам корпоративных финансов. Эти принципы в целом таковы: основная цель деятельности корпорации — получение дохода, корпорация действует в определенном временном финансовом пространстве; для сопоставимой оценки инвестиций в различные финансовые инструменты необходимо рассчитывать и применять чистую приведенную стоимость; риск является величиной, зависимой от дохода и альтернативных издержек; для определения эффективности инвестиционных вложений необходимо использовать моделирование; требуется выполнять сравнительный анализ альтернативных источников финансирования; дивидендная политика должна быть взаимосвязана с динамикой

структуры капитала; долговая стратегия финансирования при определенных условиях может быть весьма эффективной; рациональное управление кредиторской задолженностью и денежными средствами с использованием операций фондового рынка является важным фактором предупреждения банкротства; реорганизация корпорации путем слияния или деления с использованием ценных бумаг может быть весьма эффективной; успех ценных бумаг корпорации зависит от востребованности ее товаров и признания на мировом рынке; соотношение собственного (долевых ценных бумаг) и заемного капитала (долговых ценных бумаг) должно быть прогнозируемой величиной\*.

*Инвестиционные качества и управленческие возможности* акций относятся к весьма распространенным критериям оценки (см. раздел 1.3). Выбор критериев и их приоритетности индивидуален и зависит от того, с каких позиций выполняется оценка. Оценка с позиций диалектики основана на том, что внутренним источником развития любой деятельности на рынке ценных бумаг является единство и борьба противоположностей. Например, в процессе подготовки эмиссии (выпуска) ценных бумаг интересы администрации и миноритарных акционеров, с одной стороны, едины (желание привлечь новые инвестиции), а другой — противоположны, так как в качестве потенциальных инвесторов каждая сторона видит разных юридических и физических лиц. В этом случае очевидно, что инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг являются главными критериями оценки. В последнее время интересы акционеров и менеджеров весьма разнятся, что подтверждается многочисленными разбирательствами по фактам занижения стоимости акций при их скупке менеджерами. Данная позиция ориентирована прежде всего на конкретные цели оценки и виды стоимости.

Оценка с позиций фиксации состояния рынка построена на сравнении, установлении соотношений между различными явлениями путем их сопоставления. Эта позиция эффективна при определении приоритетов инвестирования на фондовом рынке среди прочих других и основана на таких критериях, как статус эмитента, инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг.

---

\* См.: Бредли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/ Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 1997; Ли Ч. Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпорации: теория, методы, практика/ Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.

## 6.2. ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ АКЦИЙ

Большому числу разнообразных видов стоимости акций соответствуют различные подходы и методы оценки, которые базируются на определенных концепциях. Отметим, что выбор подходов и конкретных методов оценки определяется профессионализмом и квалификацией, теоретическими и методологическими предпочтениями оценщика. Теоретически выделяют две базы оценки акций, в основе которых лежат концепции оценочной деятельности и теории ценообразования на фондовом рынке.

**База оценки, основанная на концепциях оценочной деятельности.** В оценочной деятельности используются разнообразные концепции стоимости (табл. 6.2).

*Затратный подход.* Наиболее применим затратный (замещения) или имущественный подход (накопления активов), который основан на позиции, что акция стоит столько, сколько стоит действующее предприятие (бизнес эмитента). По концепции замещения рыночная стоимость акций берется равной рыночной стоимости акций «замещаемого предприятия». Обычно стоимость замещения используется как верхний предел стоимости компании. Стоимость замещения определяется как затраты на создание аналогичного производства. Концепции, построенные на

Таблица 6.2

**Концепции стоимости, используемые для оценки акций**

<i>Подходы к оценке</i>	<i>Содержание концепции</i>
Затратный (замещения) или имущественный подход (накопления активов)	Стоимость акции определяется на основании стоимости замещения действующего акционерного общества (величина затрат на создание аналогичного предприятия) Стоимость акции является производной от стоимости действующего предприятия (бизнеса) Стоимость акции определяется на основе активной части капитала (чистая стоимость активов) или пассивной его части (нераспределенная прибыль) Стоимость акции зависит от общей величины рыночной стоимости каждого элемента активов, скорректированной с учетом времени и затрат на их реализацию
Доходный подход	Стоимость акции определяется на основе: 1) дисконтирования текущей стоимости; 2) капитализации чистой прибыли (денежного потока)
Сравнительный подход (аналогии, сопоставления или рынка капитала)	Акция имеет стоимость, сопоставимую со стоимостью рыночных продаж акций, аналогичных по виду деятельности, профилю, объему капитала, коэффициентам (мультипликаторам) и иным характерным признакам (параметрам) акционерных обществ

балансовой стоимости активов, весьма зависимы от достоверности баланса, т. е. реальности отражения в отчетности действительного финансово-хозяйственного состояния эмитента. Балансовая стоимость активов, в свою очередь, может быть использована как база цены продажи акций или как основа сравнения. Для оценки стоимости активов используют различные подходы. Наиболее распространенной является оценка акций на основе стоимости чистых активов.

Преимущества затратного подхода состоят в том, что он базируется на рыночной стоимости реальных активов, а его недостатки связаны со статичностью и невозможностью учесть перспективы развития эмитента. Этот подход тесно связан с оценкой стоимости различных составных частей бизнеса (недвижимого и движимого имущества, нематериальных активов и др.) и определением уровня экономической состоятельности эмитента. Он основан на зависимости востребованности, ликвидности, конкурентоспособности ценных бумаг от эффективности бизнеса корпорации, ее финансовой независимости, платежеспособности, деловой активности, рентабельности и т. п.

Основным является положение о том, что оценка акций тесно взаимосвязана с производственно-технологической, экономической, экологической, научно-технической или инновационной, коммерческой, социальной результативностью деятельности эмитента. Деятельность акционерного общества имеет отправную точку на рынке ценных бумаг, где берет начало эмиссионная и инвестиционная деятельность и где фокусируется спрос и предложение. Акции успешно функционирующего акционерного общества имеют устойчивый спрос на рынке ценных бумаг, т. е. это общество имеет постоянные инвестиции и может активно развивать деятельность. На рынке ценных бумаг акционерное общество осуществляет различные фондовые операции. Эффективность этих операций фактически означает постоянный спрос на ценные бумаги, а значит, возможность дальнейшей финансово-хозяйственной деятельности. Взаимозависимость фондовых операций и финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества показана на рис. 6.1.

Отметим, что анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности эмитента при этом являются лишь базой оценки. Сама оценка выполняется по общепринятой комплексной методике (см. раздел 4.3) с обязательным использованием трех подходов.

*Фондовые операции*

*Основные виды финансово-хозяйственной деятельности*



**Рис. 6.1. Взаимозависимость фондовых операций и финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества**

*Доходный подход.* При оценке акций в ряде случаев необходима оценка их доходности (прибыльности). Серьезного инвестора обычно мало интересует стоимость основных фондов предприятия, стоимость имущественного комплекса в целом. Его главным образом интересует, какую чистую прибыль будет приносить предприятие и за какую сумму он сможет продать свою долю в этом предприятии (в форме пакета акций) через определенное число лет. Размер предоставляемых инвестиций при этом определяется как некая средняя величина между объемом чистой прибыли предприятия за последние 4–5 лет для средних предприятий (7–8 лет для высокоустойчивых предприятий) и ожидаемой чистой прибылью с учетом инвестиций в течение будущих 4–5 лет.

Отдельные крупнейшие эмитенты России осуществляют программы по повышению прибыльности предприятий и курсовой стоимости акций на основе роста их доходности. Однако высокий уровень риска, характеризующий российский рынок инвестиций, делает неоправданным рассмотрение длительного периода в качестве прогнозного, так как суммы прироста стоимости с течением времени стремятся к нулю. С другой стороны, прогнозный период должен продолжаться, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). Для проведения расчетов ожидаемый темп инфляции не учитывается как в доходах, так и в расходах, поскольку они, как правило, совпадают.

Чистые денежные потоки определяются как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период времени. Денежный поток для собственного капитала (бездолговой денежный поток) указывает на то, сколько и на каких условиях будет привлекаться заемных средств для финансирования инвестиционного процесса с учетом амортизационных отчислений (компенсация учтенных затрат на амортизацию, которые фактически остаются на предприятии и тратятся на восстановление основных фондов) и увеличения долгосрочной задолженности собственного оборотного капитала (увеличение запасов сырья и материалов, незавершенного производства, а также запаса готовой, но не реализованной или не оплаченной продукции). Движение краткосрочной задолженности не учитывается, так как считается, что ее оборот включается в оборот средств предприятия в соответствующем отчетном периоде.

Концепция стоимости, определяемой на основе капитализации чистой прибыли, является базисной. Отношение рыночной капитализации компании к чистой прибыли (отношение «цена — прибыль»,  $P/E$ ) считается основной статистической характеристикой акций. Самой надежной считается концепция стоимости, определяемая на основе дисконтирования денежного потока, учитывающая изменение в будущем текущей стоимости денежных средств. Коэффициент дисконтирования при этом учитывает в качестве нормы инвестирования учетную ставку Банка России или среднюю ставку банковских депозитов. Трудность использования дисконтирования связана с необходимостью прогнозирования денежных потоков.



Концепция стоимости, определяемая на основе капитализации денежного потока, используется для экспресс-анализа или получения первого приближения при определении рыночной стоимости более точным методом. Расчет основан на применении усредненного по отрасли соотношения между рыночной стоимостью предприятия (бизнеса) и денежным потоком. Данный метод часто используется для оценки остаточной стоимости акционерного общества.

Использование доходного подхода имеет некоторые особенности. Прежде всего необходимо рассчитать денежные доходы предприятия, т. е. узнать реальные доходы и расходы, цену реализации, стоимость приобретаемых сырья и энергоресурсов, а также реальную заработную плату.

*Сравнительный подход.* Сравнительный подход к оценке акций основан на методе рынка капитала (стоимости акционерного общества, аналогичного по величине и структуре акционерного капитала), методе сделок (аналогичных по характеристикам и стоимости пакетов акций), методе мультипликаторов (использовании отраслевых финансовых и фондовых коэффициентов). Финансовые коэффициенты включают пять групп: ликвидности, деловой активности, финансовой зависимости (рычага), прибыльности и ликвидности обыкновенных акций.

Фондовые коэффициенты основаны на соотношениях цены и определенных параметров пакетов акций или дохода на одну акцию. В качестве базы сравнения берется цена одной акции, определенного пакета или 100% акций. Коэффициенты сравнивают со средними показателями других сопоставимых предприятий аналогичной отрасли. Существует ряд коэффициентов, характеризующих ликвидность обыкновенных акций, к ним относятся так называемые коэффициенты состояния рынка акций, которые преобразовывают ключевую информацию о предприятии, выражая ее в расчете на одну акцию. Эти коэффициенты позволяют инвестору определить, какая доля совокупной прибыли, дивидендов и собственного капитала предприятия приходится на каждую акцию:

- *отношение цены обыкновенной акции к чистой прибыли на акцию* (в последнем отчетном году или к прогнозному значению в текущем году) —  $P/E$ . Чистая прибыль на акцию рассчитывается как отношение чистой прибыли предприятия за вычетом дивидендов на привилегированные акции, начисленных за отчетный год, к числу обыкновенных акций. Однако данный показатель можно использовать для

определения стоимости акций лишь в том случае, если рост прибыли в расчете на акцию стабилен. Если этот рост колеблется из года в год, то стоимость акции нельзя определить на основе прибыли на акцию лишь за последний год;

- *отношение рыночной капитализации к выручке от реализации* (в последнем отчетном году или к прогнозному значению в текущем году) — *PSR*. В российских условиях этот показатель может наиболее репрезентативно отражать оцененность акций, так как выручка, рассчитанная по российским бухгалтерским стандартам, близка по величине к выручке, рассчитанной по методике IAS (US GAAP). Чем ниже данный показатель, тем менее вероятно, что акции будут переоценены;
- *отношение рыночной капитализации к результату движения денежных средств предприятия* (в последнем отчетном году или к прогнозному значению в текущем году) — *P/CF*. Это важный показатель, так как именно движение денежных средств наиболее полно характеризует финансовую результативность деятельности предприятия;
- *соотношение рыночной и балансовой стоимости акций*, сопоставляющее рыночную капитализацию предприятия и размер его собственного капитала. Данный показатель особенно важен для так называемых «инвесторов, ориентирующихся на активы», при принятии управленческих решений в отношении финансовых вложений;
- *отношение размера полученных дивидендов к текущей котировке акций (дивидендная доходность)* и др.

В качестве базового коэффициента можно использовать отношение «цена/прибыль», которое представляет собой отношение цены акции к чистой прибыли аналогичного предприятия, акции которого имеют рыночную котировку. В качестве базы для расчета данного коэффициента может быть выбран агрегированный показатель по группе однородных предприятий:

$$\frac{\text{Общая рыночная стоимость акций}}{\text{Общая чистая прибыль}} = \frac{\text{Рыночная стоимость одной акции}}{\text{Чистая прибыль на одну акцию}}$$

Это отношение показывает, какую часть дохода инвесторы могут заплатить за акцию. При этом значительное влияние на величину коэффициента оказывает мнение инвесторов о перспективах роста доходов и дивидендных выплат, рыночное вос-

приятие уровня риска. Если на рынке имеются перспективы роста дохода и конъюнктура улучшается, то показатель «цена/прибыль» обычно возрастает. Например, если акционерное общество увеличивает капитал за счет резервов, то инвесторы воспринимают это как признак процветания и расширения рынка акций. Аналогично воспринимается увеличение капитала за счет поглощения другого общества. Повышение курса акций может последовать и за выпуском облигаций. Инвесторы считают, что эффективное использование инвестиций, привлеченных выпуском облигационного займа, способствует улучшению финансового состояния акционерного общества.

Методы рыночной аналогии (рынка капитала, сравнения)необходимы при оценке акций эмитентов одной и той же отраслевой принадлежности, одинаковой производительности и профиля деятельности. Данный подход связан с подбором предприятий-аналогов, сравнимых по анализу финансового состояния, ликвидности, структуре капитала, оборачиваемости и рентабельности, с проведением сравнения по периодам между показателями эмитента и среднеотраслевыми показателями предприятий-аналогов. Высокого профессионализма требует проведение корректировки влияния изменения показателей на оценку акций. При сравнении анализируют ценность активов, которая определяется вероятной ценой, по которой они могут быть проданы при наличии сформированного рынка. Наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичного акционерного общества или цена на аналогичные акции, зафиксированные рынком.

Сравнение предполагает реализацию принципа альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Стремление получить максимальный доход от инвестиций при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен. Вероятная цена купли-продажи акционерного общества отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, использование сравнительного подхода предполагает следующие итерации:

- 1) обоснование выбора коэффициентов (мультипликаторов) и их расчет;
- 2) расчет соотношения между ценой и важнейшими финансовыми параметрами – коэффициентами (мультипликаторами) аналогичного предприятия;

- 3) расчет соотношения между конкретной ценой продажи и финансовыми показателями сравниваемого проданного предприятия со среднеотраслевыми (среднетерриториальными);
- 4) умножение на коэффициенты (мультипликаторы) финансовых показателей предприятия-эмитента и получение стоимости оцениваемых акций;
- 5) проведение корректировок, обеспечивающих сопоставимость базы сравнения (аналога) с оцениваемыми акциями предприятия-эмитента;
- 6) корректировка стоимости акций с учетом влияния конкретных факторов, реального соотношения спроса и предложения, т. е. конъюнктуры рынка;
- 7) окончательное определение стоимости акций.

Недостаток данного подхода состоит в использовании ретроспективной оценки, сложности подбора предприятий-аналогов, наличии большого числа особенностей, которые требуется выявить и количественно измерить, а также в отсутствии репрезентативной информационной базы.

В целом различные концепции оценки ценных бумаг базируются на анализе активов или изучении динамики доходов. В различных ситуациях фондовый рынок по-разному реагирует на изменение стоимости активов или прогнозируемых доходов. Поэтому, например, методика определения стоимости акций при ликвидации основана на оценке остаточной стоимости активов. Оценка акций действующего производства в большей степени предполагает изучение доходов.

**База оценки, основанная на теориях ценообразования на фондовом рынке.** Многочисленные теории ценообразования отражают различные подходы к определению стоимости ценных бумаг. Основными теориями, используемыми в оценочной деятельности, являются теории портфеля, функционального анализа, рефлексивности, конъюнктурного анализа и прогнозов, циклов, агентских отношений и др. (табл. 6.3).

Вышеназванные теории используются в практике оценки акций в зависимости от общей концепции ценообразования на фондовом рынке, с учетом модели развития рынка, а также национальных, региональных и отраслевых особенностей. Различные теории лежат в основе определения и отдельных видов стоимости акций. В качестве примера рассмотрим основные теории формирования курсовой стоимости (курса акции), которая показывает, во сколько раз текущая цена акции (цена,

## Теории ценообразования, используемые при оценке акций

Название теории	Основное содержание теории	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Теория случайных блужданий	Движение цен акций представляет собой случайное блуждание. Цены изменяются случайным, независимым образом. Колебания курсовой стоимости акций носят такой характер, что математические ожидания этих колебаний равняются нулю	Равновесная цена отражает всю имеющуюся в распоряжении инвесторов в данное время информацию, т. е. истинную стоимость акций. Изменения цен на акции должны быть непредсказуемыми. Предсказуемые циклы цен на акции саморазрушаются инвесторами, стремящимися купить при прогнозе роста цен и продать при прогнозе их падения. Изменения цен на акции случайны, потому что инвесторы рациональны и оперируют на конкурентных рынках. Математически теория случайных блужданий может быть представлена формулой: $K_{t+1} = K_t + e_t,$ где $K_t$ и $K_{t+1}$ , курсы акций соответственно в моменты $t$ и $t + 1$ ; $e_t$ – случайная величина, которая распределена по закону нормального распределения, имеет математическое ожидание, равное нулю, и не зависит от предыдущих значений
Теория рыночной эффективности, или эффективного рынка капитала	Эффективным называется рынок, цены на котором в любой момент времени отражают всю имеющуюся информацию	Имеются три уровня эффективности рынка: 1) низкая эффективность, когда текущие цены отражают информацию о ценах в прошлом; 2) средняя эффективность, когда цены отражают не только информацию о ценах в прошлом, но и другую опубликованную информацию о прибылях, дивидендах, слияниях и т. д.; 3) высокая эффективность, когда цены отражают всю информацию, которая может быть получена в ходе фундаментального анализа деятельности компаний
Теория портфеля	Портфели обыкновенных акций, которые обеспечивают наиболее высокую ожидаемую доходность при данном стандартном отклонении, называются эффективными портфелями	Отдельная ценная бумага должна быть оценена ниже, чем та же самая ценная бумага в портфеле. Благодаря диверсификации портфельный риск ниже, чем средняя величина рисков отдельных акций

Название теории	Основное содержание теории	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Теория честной игры	Имеет две модификации. Первая модель предполагает независимость математических ожиданий изменения курса, т. е. допускается существование трендов, но ожидаемая доходность равна нулю. Во второй модели математические ожидания изменения курсовой стоимости больше нуля, т. е. положительные числа. Тогда $K_{t+1} = K_t + E + e_t$ , где $E$ – математическое ожидание изменения курса, которое зависит от инвестиций в данные акции; $e_t$ – случайная переменная	Курс акции – результат определенных математических ожиданий его изменения
Традиционная или классическая (ортодоксальная) теория фондовых цен	Основной причиной движения цен акций является ожидание изменений в доходах корпораций. Цена акций является текущей стоимостью ожидаемых будущих дивидендов	Использование при оценке акций акционерных обществ, имеющих стабильный доход (дивиденды)
Теория фундаментального анализа	Рыночная цена акции колеблется и произвольно отклоняется от ее внутренней стоимости, но средние значения фактической цены акций и внутренней стоимости за длительный период времени должны быть близки	Определение внутренней стоимости акций на основе относительной стабильности цен спроса и предложения или их незначительного равномерного изменения
Теория рефлексивности	Дополнение фундаментального анализа новыми факторами, оказывающими воздействие на развитие фондового рынка	Определение зависимости внутренней стоимости акций от их котировок
Теория конъюнктурного анализа и прогноза	Изучение и определение фактического соотношения спроса и предложения в текущий момент времени, анализ текущего состояния и установление основных тенденций развития, разработка прогноза (сценариев) будущего состояния рынка ценных бумаг на основе обоснования фазы цикла и (или) анализа взаимосвязи и взаимозависимости различных условий, оказывающих в данный момент определяющее влияние на рынок	Оценка акций на основе совокупности признаков, характеризующих состояние рынка ценных бумаг (объем и структура обращающихся ценных бумаг, скорость обращения, движение цен, курс ценных бумаг, степень инвестиционного риска, мера информационной открытости, число и объем совершаемых фондовых операций, уровень доходности ценных бумаг и операций с ними)

Название теории	Основное содержание теории	Практическое использование при оценке ценных бумаг
Теория уверенности инвесторов	Основной фактор, определяющий движение цен акций, — это уверенность инвестора в будущих ценах на акции, доходах и дивидендах	Мотивация деятельности потенциальных инвесторов на рынке ценных бумаг
Структурная теория сезонных изменений	Существуют сезонные колебания цен акций на фондовом рынке	Учет ценовых сезонных колебаний при определении рыночной стоимости акций
Структурная теория временных циклов	Имеют место периодический рост и падение стоимости акций	Наличие корреляции между ценами фондового рынка и общими экономическими условиями. Целесообразно прогнозировать хозяйственную конъюнктуру на основе движения фондовых цен, а не наоборот
Структурная теория волн	Динамика цен акций характеризуется пятью волнами, совпадающими с направлением общей тенденции движения цен и тремя волнами контртенденции, корректирующими движение цен	При определении стоимости акций можно выделить «субволны» малой продолжительности, а также «длинные волны» с периодичностью 100 и более лет
Агентская теория, или теория агентских отношений	Собственность на капитал акционерного общества не всегда тождественна рыночной стоимости акций и контролю за процессом принятия решений	Стоимость акций зависит от степени контроля за процессом принятия решений
Теория арбитражного ценообразования	Доходность зависит от макроэкономических условий или факторов, а также «помех», касающихся определенной компании. Технический смысл арбитража означает деятельность по закупке товара на одном рынке и его перепродаже (одновременной или через какой-то срок) по более высокой цене — на другом	Цена акций зависит от общеэкономических факторов: уровня промышленного развития, темпа инфляции, разницы между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, разницы в доходности высококорисковых и низкокорисковых облигаций. Премия за ожидаемый риск (разница между ожидаемой доходностью инвестиций и безрисковой ставкой) равна сумме премий за ожидаемый риск по каждому фактору
Теория конкурентного преимущества	Уровень конкуренции в определенном сегменте (на ограниченном рынке) зависит от барьеров входа и выхода с рынка	Сравнительная характеристика ограничений конкуренции и стоимости затрат на их преодоление

по которой ее можно приобрести в настоящее время на рынке) больше номинала (рис. 6.2).

Теория рыночной эффективности основана на эффективности (прибыльности) экономических отношений между инвесторами и эмитентами на фондовом рынке. Прибыльность инвестора при этом равна доходу от вложений в ценные бумаги. Прибыльность эмитента измеряется разностью между затратами на эмиссию ценных бумаг и доходов от их размещения.

Теории ограниченной рыночной эффективности трактуют механизм формирования курсовой стоимости акций в зависимости от ожиданий инвесторов и трансформации этих ожиданий в инвестиции при покупке ценных бумаг. В данных теориях курсовая стоимость акций – это сумма привлеченных эмитентом инвестиций.

В теориях финансов и практике доминирующее положение долгое время занимает теория внутренней стоимости. Стоимость акций определяется имуществом, прибылью, дивидендами, качеством управления компанией и перспективами ее развития, зависит от внутренней стоимости и (или) колеблется вокруг нее под влиянием различных факторов. Сравнение курсовой стоимости акций с фактической ценой определяет переоцененность или недооцененность акций.

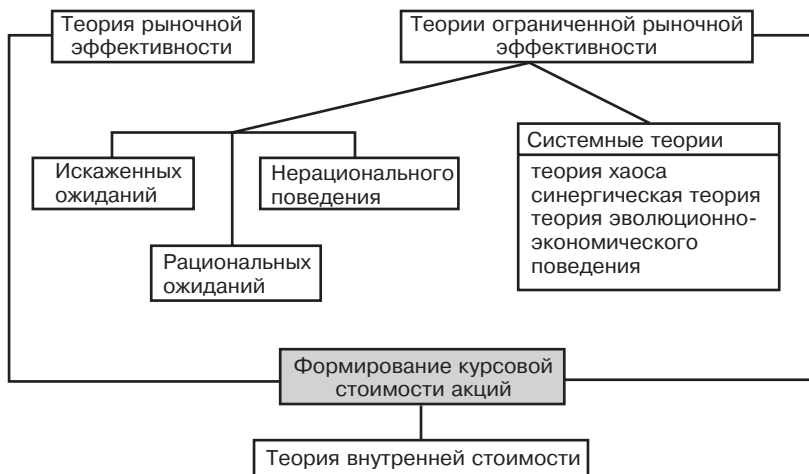


Рис. 6.2. Основные теории, лежащие в основе формирования курсовой стоимости акций



**Методы оценки акций.** Для определения конкретных видов стоимости акций традиционно используются те или иные подходы и методы (табл. 6.4). Основными из них общепризнаны следующие: имущественный (затратный), доходный и сравнительный, или рыночных продаж (метод капитала). Данные подходы и методы, в свою очередь, базируются на мониторинге, статистическом, факторном, техническом, фундаментальном, фактографическом, рейтинговом, нормативно-параметрическом, экспертном анализе, экономико-математическом моделировании и прогнозировании.

*Текущее наблюдение (мониторинг)* основано на фиксации любых сведений о рынке ценных бумаг. Аналитик изучает сообщения средств массовой информации, мнения специалистов, биржевые бюллетени, события экономической и политической жизни, которые имеют отношение или могут оказать какое-либо воздействие на развитие рынка ценных бумаг.

Таблица 6.4

**Подходы и методы оценки акций**

<i>Вид стоимости акций</i>	<i>Название подхода или метода</i>	<i>Применение подхода или метода</i>
Балансовая стоимость	Имущественный подход (методы накопления активов или чистых активов)	Реорганизация, страхование, ликвидация, реструктуризация и залог
Ликвидационная стоимость	Имущественный подход (метод накопления активов)	Уменьшение уставного капитала, ликвидация акционерного общества. Погашение, ликвидация и аннулирование акций
Рыночная стоимость	Доходный подход (методы дисконтирования будущих ожиданий инвесторов и капитализации чистой прибыли)	Формирование портфелей ценных бумаг, прогнозирование доходности и определение эффективности инвестиций Инвестиционные проекты, анализ соотношения капитализации и чистой прибыли
Номинальная стоимость	Затратный подход	Создание акционерного общества
Эмиссионная стоимость	Затратный подход	Размещение эмиссии
Конвертационная стоимость	Сравнительный подход	Обмен акций
Курсовая стоимость	Сравнительный подход	Различные сделки

*Статистический анализ* предполагает изучение средних цен, минимальных и максимальных цен покупки и продажи, числа сделок по видам ценных бумаг, средних объемов сделок, фондовых индексов. *Средние показатели* курса акций отражают изменения уровня цен. Расчет средней (нормальной или центральной) стоимости акций основан на методах скользящей средней или линии тренда. Общепринят подход, что скользящую среднюю необходимо рассчитывать за долгосрочный период. В этом случае очевидна тенденция изменения цены. Линии тренда могут быть среднеарифметическими или среднегеометрическими. После определения линии тренда необходимо установить выше и ниже этой линии (нормальной стоимости) так называемые точки реагирования. Когда курс акций достигает этих точек, ценные бумаги следует продавать или покупать. Обычный метод расчета средних заключается в сложении дневных курсов акций и делении суммы на тот или иной выбранный делитель.

Хотя термины «средний показатель» (*average*) и «индекс» (*index*) иногда употребляются как синонимы, с технической точки зрения *фондовые индексы* представляют собой более чистые методы измерения изменений уровня цен на акции по сравнению со средними показателями. Это особенно проявляется, если наблюдение за фондовыми рынками ведется в течение длительного времени. Каждый из индексов имеет свой базовый период, в то время как средние показатели представляют собой взвешенное или невзвешенное средне арифметическое значение курсов группы акций. Индексы обычно взвешиваются одним из нескольких методов; наиболее распространенным методом является умножение числа выпущенных акций каждой компании на их цену. При расчете индекса неизменно учитываются акции многих компаний, причем с помощью использования точных математических формул устраняются статистические погрешности, присущие средним показателям.

Фондовые индексы справедливо считают основными индикаторами российского финансового рынка. Наиболее значимыми из них являются фондовые индексы «Интерфакс-РТС» и сводный фондовый индекс ММВБ. Развитие сводных фондовых индикаторов (*bench marks*) создает дополнительные экономические ориентиры для участников финансового рынка, способствует эффективному ценообразованию на этом рынке. Рассматриваются взаимосвязи между курсами акций и изменениями в экономической активности.

*Рейтинговый анализ* предполагает составление рейтинга (ранжированных по определенным признакам рядов) и определение на его основе места эмитента, инвестора, ценной бумаги, отрасли и региона на рынке ценных бумаг.

*Нормативно-параметрический анализ* исходит из положения о том, что оценку акций можно разложить на ряд параметров, имеющих нормативное значение. Например, выделяются отдельные параметры (факторы) и каждый параметр оценивается определенным количеством баллов. Сумма баллов по всем параметрам сравнивается со средним нормативным значением. По результатам сравнения дается оценка акций.

*Экспертный анализ* выполняется высококвалифицированными специалистами на основе комплексного использования профессиональных знаний. Естественно, что эта оценка имеет определенную степень погрешности. Эксперты могут сопровождать свои оценки данными о вероятности возникновения тех или иных факторов, определенным образом влияющих на стоимость акций. Можно ограничиться получением экспертных оценок либо оценить наиболее вероятные варианты. Отметим, что экспертная оценка – это своего рода искусство, основанное на сочетании научных методик и интуиции экспертов-аналитиков. Оценка основана на одновременном учете большого числа противоречивых факторов, использовании всевозможных теоретических подходов и знании практики.

*Экономико-математическое моделирование* основано на построении различных моделей, представляющих собой определенные схемы изменения оценки акций при заданных условиях и обстоятельствах. При оценке акций используют однопродуктовые и многопродуктовые, статические и динамические, натуральные и стоимостные, микроэкономические и макроэкономические, линейные и нелинейные, глобальные и локальные, отраслевые и территориальные, дескриптивные и оптимизационные модели. Модели оценки определяют либо ожидаемую доходность, либо внутреннюю стоимость акций, которая в действительности представляет собой «справедливую, действительную рыночную стоимость». Внутренняя стоимость акций равна текущей или приведенной стоимости потоков денежных средств, включающих дивиденды и доходы от повышения курсовой стоимости акций.

На практике наиболее часто используются трендовые модели. Трендовые модели основаны на разложении показателей, представленных временным рядом на три компоненты: тренд,

годовую (волновую) и остаточную. Тренд рассматривается здесь как непрерывная функция от времени, годовая компонента является периодической функцией от времени, которая накладывается на тренд, остаточная компонента по гипотезе является случайным стационарным процессом. Таким образом, трендовые модели отражают математические зависимости, определяющие коридор значений, в котором через некий промежуток времени с определенной вероятностью будет находиться рыночная цена акций. Решение задачи оценки акций можно подразделить на следующие основные этапы: анализ временных рядов изменения стоимости акций, выбор соответствующих методов и формулирование предпосылок для выделения функции тренда, прогнозирование трендов, анализ остаточной компоненты.

*Прогнозирование* обычно осуществляется с учетом реальной вероятности наступления тех или иных событий на фондовом рынке. Один путь сводится к определению вероятностной общей экономической перспективы и степени ее влияния на оценку акций. Другой путь включает изучение конкретных отраслей и регионов для выяснения того, как их ожидаемые изменения повлияют на оценку акций. Основным методом прогнозирования является разработка трех вариантов сценариев развития оценки акций – пессимистического, наиболее вероятного и оптимистического – с учетом количественной оценки влияния на результаты расчетов изменений экономической и социальной среды существования эмитента, различных рисков. Для каждого варианта определяется вероятность их осуществления (40, 30 и 10%) в зависимости от прогнозируемых тенденций изменения ситуации на рынке. Затем на основе анализа динамики независимых переменных величин прогнозируют стоимость акций при реализации каждого сценария. Получают результаты по вариантам. В предположении нормального распределения конечного результата определяют доверительный интервал, рассчитав среднеквадратическое отклонение и вариацию (табл. 6.5).

Прогнозирование должно дополняться качественным анализом перспектив развития эмитента. Важен прогноз важнейших будущих финансовых показателей, а значит, и доходности акций. Проводится опрос менеджеров с целью выяснения их мнений о сильных (слабых) сторонах эмитента, об открывающихся возможностях конкуренции и угрозах снижения рентабельности бизнеса, доходности и ликвидности акций. При анализе возможностей следует уделять внимание развитию тесных взаимоотношений с клиентами и поставщиками, заключению стратегических союзов

**Прогнозируемые сценарии оценки акций**  
(рублей)

<i>Показатель</i>	<i>Пессимистический сценарий</i>	<i>Наиболее вероятный сценарий</i>	<i>Оптимистический сценарий</i>	<i>Среднее ожидаемое значение</i>	<i>Доверительный интервал</i>
Объем производства	10 000	20 000	30 000	19 000	2000
Стоимость бизнеса	1 000 000	2 000 000	3 000 000	1 900 000	200 000
Деловая репутация	100 000	200 000	300 000	190 000	20 000
Доходность акций, %	10	30	50	—	—
Ликвидность акций, %	25	50	80	—	—
Рыночная стоимость акций	40 000	55 000	70 000	61 541	12 410

с конкурентами, расширению производственной кооперации, специфическим рыночным и товарным инициативам, повышению уровня деловой репутации, развитию корпоративной стратегии, основанной на допущении, что цель компании заключается в максимизации долгосрочной прибыли (нормы отдачи инвестиций).

Из-за большого числа методов прогнозирования, возможности разных вариантов прогноза рынка ценных бумаг, существования различных критериев выбора оптимального прогноза возникает необходимость комбинации прогнозов, учитывающих специфику различных методов прогнозирования оценки акций. На качество прогнозов оценки акций влияет большое число факторов, основными из которых являются: 1) связанные с подготовкой, обработкой и анализом информации; 2) обусловленные качеством построения модели, ее соответствием прогнозируемому процессу. Кроме того, при прогнозировании необходимо учитывать ошибки. Ошибки в прогнозировании – это ошибки исходных данных, модели прогноза, согласования и стратегии, которые заключаются в расхождении между данными прогноза и фактическими данными. Ошибки исходных данных связаны главным образом с неточностью измерений, некачественностью выборки, недостоверностью показателей. Ошибки модели возникают из-за несоответствия реальной ситуации как целевой функции, так и системы ограничений.

Конкретный выбор метода оценки является результатом профессиональных предпочтений оценщика. Участие независимо оценщика обязательно при выкупе акций у акционеров общества. Однако если котировки акций опубликованы в печати, то они должны учитываться при проведении оценки.

### **6.3. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ**

На стоимость акций влияют макроэкономические и микроэкономические, первичные и вторичные, внешние (экзогенные) и внутренние (эндогенные), объективные и субъективные, организационные и экономические, системные и вероятностные факторы (табл. 6.6). Факторы, влияющие на стоимость акций, рассматриваются как причины, определяющие ее величину, отдельные слагаемые и тенденции изменения. Данные факторы могут иметь общий (фундаментальный) и специальный (технический и функциональный) характер.

**Общие (фундаментальные) факторы.** Влияние общих (фундаментальных) факторов не зависит от вида и конкретных характеристик акций, статуса эмитента. Эти факторы фиксируют общее состояние макро- и микроэкономической среды корпоративного рынка. К ним относятся глобальные, политические, циклические, системные, синергические и отраслевые факторы, инвестиционные характеристики региона расположения эмитента.

*Глобальные факторы* обусловлены изменением политической и общеэкономической ситуации. Среди глобальных факторов наибольшее влияние имеют общее состояние мирового финансового рынка, инфляционные процессы, порождающие процентный и валютный риски, что проявляется в изменении ставок ссудного процента и колебаниях курса валют. *Политические факторы* включают характеристики общего состояния общества, его стабильность или подверженность кризисам. Политическая воля, решение вопросов о собственности, четкое оформление правил деятельности способствуют активизации фондового рынка, непредсказуемость или слабая прогнозируемость государственной политики препятствуют формированию капиталов и не позволяют осуществлять большие вложения в акции.

*Циклические факторы* отражают фазы развития фондового рынка. При экономическом подъеме наблюдается движение акционерных обществ в сторону интеграции и укрупнения, а при рецессии – наоборот. Деловой цикл, описывающий периоды подъема или упадка экономики в целом, оказывает существен-

ное влияние на оценку акций большинства эмитентов. Он характеризуется следующими факторами: тенденциями потребительских ожиданий и потребительских расходов; действиями, предприняемыми правительством по сокращению или увеличению

Таблица 6.6

**Факторы, влияющие на стоимость акций**

<i>Факторы</i>	<i>Характеристика факторов</i>
Макроэкономические факторы	Развитие конкуренции, ограничение монополизма, обеспечение возможности прибыльного вложения капитала в ценные бумаги, его свободного перелива и привлечения на фондом рынке Инвестиционный климат Инфляционная составляющая
Микроэкономические факторы	Фаза развития цикла сегмента фондового рынка, к которому относится акция
Базовые, или первичные, факторы	Вид акции, ее потребительские свойства как товара Стоимость прав собственности, удостоверяемых акцией
Вторичные факторы	Инвестиционные качества (доходность, ликвидность, надежность, безопасность и рискованность) и управленческие возможности акции
Внешние факторы	Отраслевая принадлежность и территориальное местоположение эмитента
Внутренние факторы	Экономическая состоятельность эмитента, уровень его финансово-хозяйственной деятельности, характеристика эффективности производственной деятельности Деловая репутация и статус эмитента
Организационные факторы	Уровень развития инфраструктуры фондового рынка Информационная открытость эмитентов, степень прозрачности рынка, надежность депозитарного и кастодиального сервиса, соблюдение прав инвесторов и т. д.
Экономические факторы	Эффективность использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов эмитента Конкурентоспособность эмитента на основе реализации новейших технологий, методы организации труда и производства, сбыта и продвижения продукции на рынок, наличия лицензий и патентов, эффективного использования нематериальных активов
Объективные факторы	Способность удовлетворять материальные потребности, реализовать финансовые ожидания
Субъективные факторы	Формирование устойчивых мотиваций и управление ими
Системные факторы	Общие тенденции изменения структуры фондового рынка
Вероятностные факторы	Ожидаемые и случайные события вызывают колебания фондового рынка. Любое непредвиденное обстоятельство может привести к «падению» рынка. На открытых рынках за счет перетока инвестиций устраняются кризисные ситуации и дисбаланс интересов

денежной массы; траекторией движения процентных ставок (ставки рефинансирования Банка России и ставок доходности по государственным ценным бумагам); изменением инфляции и индекса цен, налогового бремени; накоплением или ликвидацией товарно-материальных запасов; развитием или сокращением инвестиций в новые производственные мощности и оборудование; уровнем социального обеспечения и степенью государственной поддержки частного бизнеса; состоянием экономики в целом.

Деловой цикл формируется под влиянием международной торговли, межгосударственных валютных курсов, а также конкуренции со стороны зарубежных товаров и услуг и, в свою очередь, зависит от отдельных разнонаправленных факторов. Например, снижение доходности государственных ценных бумаг является в целом положительным фактором для притока инвестиций в сектор корпоративных акций. С другой стороны, низкие ставки доходности по государственным ценным бумагам могут свидетельствовать о недостаточно устойчивой экономике и соответственно негативно влиять на деловой цикл.

*Системными факторами* являются системные характеристики рынка акций. К таким факторам относятся система нормативно-правового обеспечения, система управления и регулирования, система информационных и финансовых потоков, общеэкономические показатели государств, используемые с целью принятия оперативных решений о переориентировке потоков капитала с рынков одних стран на рынки других.

*Синергические факторы* связаны с влиянием эффекта масштаба обращения акций на их оценку. Синергический эффект возникает и в связи с трансформацией собственности с использованием акций. В условиях переходной экономики образование вертикально-интегрированных холдингов, укрупнение бизнеса на основе объединения, слияний и поглощений компаний сопровождается синергическим эффектом экономии на масштабе, обусловленным снижением издержек на единицу выпускаемой продукции. *Отраслевые факторы* включают перспективы развития отрасли, степень отраслевого риска, отраслевую рентабельность и среднюю текущую доходность акций стабильных предприятий.

*Инвестиционные характеристики региона расположения эмитента* включают инвестиционный климат и инвестиционную емкость рынка, которые, в свою очередь, определяются эффективностью привлечения инвестиций, природно-климатическими, историческими и отраслевыми особенностями территории.



Конъюнктура рынка зависит от роста потенциальной инвестиционной базы, которая включает, в свою очередь, нераспределенную прибыль организаций и сбережения населения.

В ходе оценки учитываются и другие фундаментальные факторы, влияющие на стоимость акций, относящиеся непосредственно к *базовым характеристикам эмитента*. К таким характеристикам относятся размер чистых активов акционерного общества, конкретные условия финансово-хозяйственной деятельности общества и его потенциал, определение положения предприятия — эмитента акций на фондовом рынке, наличие или возможность биржевого или внебиржевого обращения акций, востребованность выпуска, условия конкуренции (защищенность от проникновения новых конкурентов, отношения между конкурентами, возможность появления более инвестиционно привлекательных акций или других альтернативных финансовых инструментов, уровень деловой активности и эффективность финансово-хозяйственной деятельности, конкурентоспособность, положение на рынке, наличие земли, капитала, рабочей силы и перспективы развития эмитента. При оценке акций большое внимание в последнее время уделяется такому фактору, как конкурентоспособность. Конкурентоспособное предприятие обладает факторами производства, которые могут быть использованы лучшим, чем у других производителей, образом, или же у предприятия есть активы, которые доступны только ему. Например, существуют такие нематериальные активы, как патенты, торговые марки, авторские права, «гудвилл» (стоимость деловых связей), контракты на работу крупных специалистов (особенно ведущих отраслей, связанных с новейшими технологиями), права на разведку природных ресурсов, лицензии и т.п.

**Специальные функциональные факторы.** К ним относятся управленческие возможности принятия решений, организационные, объективные и субъективные факторы. Они отражают отдельные функциональные характеристики, влияющие на уровень оценки акций в конкретный момент времени. Такими характеристиками являются функции владения, пользования, контроля, распоряжения акциями как товаром, фиктивным капиталом, документами, удостоверяющими определенные права (табл. 6.7).

Оценка акции как товара осуществляется с учетом ее полезности, затрат по организации выпуска (эмиссии) или приобретения, доходности, перспективности, престижности обладания. Оценка акции как фиктивного капитала производится с учетом стоимости данного капитала. Оценка акции как документа, удо-

## Характеристики и основные параметры акций

Формы использования акций	Характеристики акций	Основные параметры акций
Акция как товар	Полезность (польза от использования)	Дивидендный доход Доход от изменения курсовой стоимости Участие в управлении Возможность залога Вклад в уставный капитал
	Затраты на приобретение	Стоимость покупки и оформления прав собственности Стоимость доставки Оплата услуг посредников, консалтинга
	Затраты на хранение	Стоимость оплаты услуг по хранению и учету
Акция как документ	Затраты на регистрацию и перерегистрацию права собственности	Стоимость оплаты услуг по регистрации и учету
	Стоимость организации выпуска для эмитента	Затраты на оплату объявлений в средствах массовой информации Затраты на разработку и государственную регистрацию проспекта эмиссии Организационные расходы на проведение общих собраний акционеров по принятию решений и разработке и утверждению проспекта эмиссии Затраты на публикацию отчета о размещении акций
Акция как фиктивный капитал	Затраты на оценку	Стоимость оплаты услуг по определению рыночной стоимости удостоверяемых прав и их правомочности
	Затраты на хранение	Стоимость оплаты услуг по хранению и учету

стоверяющего определенные права, выполняется на основе установления совокупности прав, которые неотъемлемы от нее, и определения стоимости данных прав. Отдельно оценивается стоимость передачи прав собственности по акции в зависимости от объема и характера передачи этих прав (передача в траст, сдача на хранение, залог). При этом осуществляется корректировка стоимости акции на величину стоимости дополнительных прав.

К специальным факторам, влияющим на уровень оценки акции, относятся *управленческие возможности принятия решений*,

т.е. конкретные управляющие действия, которые может совершить владелец данной ценной бумаги. *Организационные факторы* связаны с организационными аспектами деятельности эмитента, т. е. прежде всего с менеджментом эмитента. Неэффективный менеджмент способен негативно влиять на оценку акций. Организационные решения должны быть эффективными и четко целенаправленными. Например, если с целью повысить ликвидность акций на рынке и снизить их среднюю цену на каждую акцию выпускается одна дополнительная и при этом цена акций уменьшается в два раза, то оценка данных акций может возрасти (с позиций ликвидности) или упасть (с позиций уровня цен). Рассмотренный пример свидетельствует о неоднозначности результата эмиссии акций. Возникающие организационные проблемы связаны с недостатком специально подготовленных кадров и отсутствием специализированных организационных структур (отдельных специалистов) во многих акционерных обществах, а также недостатком достоверной информации, которая имеет решающее значение для принятия правильных инвестиционных решений.

*Объективные факторы* отражают независимое от желания индивидов влияние на оценку акций. К такого рода факторам можно отнести объективные экономические законы. *Субъективные факторы* связаны с мотивацией поведения потенциальных инвесторов, предпочтения которых во многом определяют уровень оценки акций через возможную цену покупки. С одной стороны, на фондовом рынке всегда есть предпочтения того или иного направления, что отражается в диверсификации активов и позволяет уменьшить неблагоприятные последствия неожиданных событий. С другой стороны, рынок может воздействовать на ход предвосхищаемых им событий. Сочетание этих двух подходов объясняет, почему так часто рынок верно предвосхищает события. Анализ осложняется тем, что взгляды участников рынка являются частью ситуации, к которой они относятся. Например, определение рыночной стоимости акций на основе оценки стоимости чистых активов имеет цель — определение базовой чистой стоимости акционерного общества на одну акцию, как если бы активы общества были проданы за наличные и могли быть распределены между акционерами.

**Специальные технические факторы.** Они отражают конкретные технические характеристики акций (инвестиционные качества) и фондового рынка (конъюнктура), а также отдельные качественные и количественные параметры (табл. 6.8).

**Технические факторы, влияющие на оценку акций**

<i>Факторы</i>	<i>Характеристика</i>
Тенденции изменения цен	Общее направление изменения цен с учетом разницы между ценами спроса и предложения, приращения средней, минимальной и максимальной цен
Тенденции развития емкости рынка	Оценка потребности рынка в инвестициях
Динамика развития спроса и предложения	Объем предыдущих биржевых и внебиржевых торгов
Условия продаж (чистота сделок)	Выявление нетипичной исключительной мотивации продавца (скрытый дефект объекта, неблагоприятный прогноз по недвижимости или месту расположения, отрасли, срочная потребность в деньгах) и покупателя (монопольные, аффилированные, родственные интересы)
Форма и условия оплаты, виды сделок	Предварительная полная оплата по срочной сделке положительно влияет на уровень оценки, противоположное влияние имеют пролонгационные сделки с отсрочкой платежа
Динамика сделок на рынке (дата продажи)	Анализ влияния фактора времени на динамику уровня цен по объектам
Средняя цена предложения	Рассчитывается как средняя арифметическая по всем предложениям на определенный момент времени
Средняя цена спроса	Рассчитывается как средняя арифметическая по всем заявкам на определенный момент времени
Средняя цена сделок	Рассчитывается как средняя арифметическая по всем сделкам на определенный момент времени
Время	Дата оценки имеет большое значение для фиксации состояния бизнеса эмитента, который динамичен и изменчив во времени
Риск	Вероятность, уровень непостоянства, мера неопределенности получения доходов от ценной бумаги
Конъюнктура рынка	Соотношение спроса и предложения в определенный момент времени

Наиболее важным специальным техническим фактором является *конъюнктура рынка*. Для развития рынка ценных бумаг необходимо наличие предложения ценных бумаг, с одной стороны, и реального спроса на них – с другой. Взаимодействие спроса и предложения приводит к равновесию рыночных цен биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами. Равновесие спроса и предложения характеризуется таким уровнем

рыночных цен на ценные бумаги, при котором полностью удовлетворяется спрос и реализуется предложение. Неудовлетворенный спрос ведет к повышению, а избыточное предложение — к снижению цен на ценные бумаги. Конъюнктура зависит от фазы экономического цикла (оживление, подъем, кризис, депрессия), статуса и финансовой устойчивости эмитента, объема эмиссии и условий размещения, конкурентоспособности ценной бумаги по сравнению с аналогичными объектами инвестирования, инвестиционных возможностей ценной бумаги, общего инвестиционного потенциала рынка. Она определяется также размером получаемых по акциям дивидендов, темпами изменения прироста рыночной стоимости акций.

*Количественные факторы* являются количественными параметрами, влияющими на уровень оценки акций. К таким факторам относятся объем эмиссии, средняя цена спроса и предложения акций, дивиденды, объем биржевого и внебиржевого оборота. *Качественные факторы* отражают качественные параметры акций: прирост дивиденда, темпы изменения цен и объема сделок.

*Инвестиционные качества акций* зависят от вида и типа ценных бумаг, включают потенциальную и (или) их реальную доходность, ликвидность, надежность, безопасность и рискованность. Доходность акций зависит от величины дивидендов и приращения их рыночной стоимости. Акционеры фактически владеют предприятием, и цена их доли акций, как правило, растет или падает в зависимости от того, какую прибыль приносит его деятельность. Ликвидность определяется возможностью свободной продажи акций или в целом бизнеса эмитента. Надежность вложений в акции связана со стабильными высокими показателями доходности и ликвидности акций, а безопасность — с положительными характеристиками финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Инвестиционный риск вложений в акции означает вероятность потерять прибыль (доход) или сами инвестиции.

Разнонаправленно влияющие факторы оказывают одновременное влияние на стоимость акций, и на практике сложно определить реальную меру (вес) каждого фактора.

#### **6.4. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ АКЦИЙ**

**Виды акций.** Оценка акций имеет свою специфику в связи с особенностями различных видов акций. По видам различают обыкновенные и привилегированные акции, а по разновидностям — котироваемые и неkotироваемые, обращааемые и необрачааемые.

Все акционерные общества выпускают *обыкновенные акции*. Обыкновенные акции представляют собой собственность акционеров и являются важнейшим средством управления и контроля. Они имеют последнюю очередность в требованиях к активам в случае ликвидации. Обыкновенные акции удостоверяют участие в акционерном капитале, предоставляют возможность управления акционерным обществом, дают право голоса (одна акция = = один голос), право на получение дивидендов, части имущества акционерного общества при его ликвидации (после удовлетворения требований кредиторов и при отсутствии иной задолженности). Важным свойством акции, отличающим ее от других ценных бумаг, является то, что акция дает ее владельцу право на управление, которое реализуется на общем собрании акционеров. Влияние акционера прямо пропорционально размеру средств, вложенных им в уставный капитал.

Обыкновенная акция может иметь номинальную или иную установленную стоимость. Так, в США есть акции без объявленной номинальной стоимости (*no par value shares*). Основной характеристикой акции является ее курсовая стоимость (курс акции), а также рыночная стоимость, показывающая действительную востребованность акции на фондовом рынке. Значение балансовой стоимости состоит в фиксации стоимости чистых активов акционерного общества, приходящихся на одну акцию.

По статусу выделяют следующие разновидности обыкновенных акций: акции класса *A* и *B*, «золотая акция», свободно обращающаяся и ограниченная в обращении. Владелец *акции класса A* может быть ограничен в праве голоса на собрании акционеров. Владельцы *акций класса B* наделены непропорционально большими правами на собрании акционеров. Например, компания *Ford Motor Company* имеет 470 980 835 обыкновенных акций, находящихся в обращении. Примерно 35,4 млн. акций являются акциями класса *B*, принадлежащими высшим должностным лицам, директорам и членам семейства Форд. Конкретные права акций классов *A* и *B* отражаются в проспекте эмиссии.

«*Золотая акция*», или «акция вето», обычно выпускается на срок три года и дает право приостановить действие и решения общего собрания акционеров на 6 месяцев. Она дает право снимать вопросы с повестки дня общего собрания акционеров. Как правило, «золотая акция» принадлежит Мингосимуществу России, его территориальным структурам при наличии доли государственной собственности в акционером капитале.

*Свободно обращающиеся акции* открытых акционерных обществ не имеют ограничений в процессе обращения. К *ограниченным в обращении* можно отнести ванкулированные акции закрытых акционерных обществ, т.е. те, которые можно отчуждать только с согласия эмитента. Отметим, что мера ограничений регламентируется действующим законодательством и уставом акционерного общества. Федеральный закон «Об акционерных обществах» предусматривает, что если в течение месяца никто из акционеров не пожелал приобрести акции по заявленной цене, то их владелец может их продавать иным покупателям.

По качеству акции делятся на высококачественные, средние и низкокачественные. К высококачественным акциям относятся «голубые фишки», акции «первого и второго эшелонов», котированные на биржах и имеющие постоянный устойчивый спрос. К средним акциям относятся акции стабильно работающих акционерных обществ. В Великобритании «голубые фишки» — акции крупных компаний, с которыми ежедневно совершается большой объем сделок, называются альфа-акциями (*alpha stock*).

По характеристикам различают циклические акции, акции роста и спада, активные и пассивные, конвертируемые и неконвертируемые акции. У *циклических акций* курс растет при подъеме и снижается при спаде экономики. *Акции роста* — это акции, имеющие общую тенденцию к повышению курса. *Акции спада*, наоборот, имеют тенденцию к понижению курса. *Активные акции* — акции, по которым проводятся ежедневные сделки, с регулярной публикацией котировок в периодических изданиях.

По срокам обращения различают бессрочные и казначейские акции. *Казначейские акции* (обращаются в развитых странах мира), как правило, не дают права голоса или получения дивидендов и могут быть выкуплены акционерным обществом у владельцев по текущей рыночной цене. Казначейские акции могут со скидкой против покупной цены продаваться сотрудникам акционерного общества.

*Привилегированные акции*, как и обыкновенные, представляют собой ценные бумаги, указывающие на долю участия их держателей в корпорации. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% уставного капитала акционерного общества. Возможность выпуска одной или нескольких разновидностей привилегированных акций, размер дивиденда и (или) ликвидационная стоимость по каждому из этих типов, объем прав, предоставляемый ими, оп-

ределяется уставом организации. Привилегированные акции одной разновидности предоставляют их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость. Разновидности привилегированных акции представлены в табл. 6.9.

Приведенные выше характеристики привилегированных акций могут комбинироваться. При этом если общество выпускает несколько классов привилегированных акций, то они получают название привилегированных акций категории *A*, категории *B* и т. д. Причем акции категории *A* дают их держателям большие привилегии при выплате дивидендов и при погашении обязательств в случае ликвидации акционерного общества. Привилегированные акции различаются по вариантам выплаты дивидендов: по фиксированной ставке, с плавающим курсом, с участием (участие в прибыли сверх установленного дивиденда), гарантированная выплата, экс-дивидендная выплата (когда акция куплена в срок, например, меньше 10 дней до официального объявления даты выплаты дивидендов). Привилегированная акция может стоить дороже обыкновенной с учетом премии за преимущественный характер выплаты дивидендов или, наоборот, дешевле из-за отсутствия голоса. «Неголосующие» привилегированные (особенно кумулятивные) акции привлекают инвесторов гарантией получения дивидендов.

**Статус эмитента.** Статус эмитента характеризуется видом акционерного общества, его деловой репутацией, специализацией, а также отраслевой и территориальной принадлежностью.

Таблица 6.9

**Разновидности привилегированных акций**

<i>Тип акций</i>	<i>Основные свойства акций</i>
Кумулятивные акции	Причитающиеся, но не объявленные дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям в первую очередь
Некумулятивные акции	Держатели этих акций теряют дивиденды за период, за который совет директоров не объявил их выплату
Акции с долей участия	Дают их держателям право на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы, если дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную сумму
Конвертируемые акции	Могут быть обменены на установленное число обыкновенных акций по оговоренной ставке
Акции с корректируемой ставкой дивидендов	Дивиденды по этим акциям корректируются на основе учета динамики процентных ставок по краткосрочным государственным ценным бумагам или курса некоторых других инструментов рынка краткосрочных капиталов
Отзывные акции	Общество оставляет за собой право отзыва этих акций, т. е. выкупа их по цене с надбавкой к номиналу



Можно выделить акции бурно, устойчиво, сезонно и циклически развивающихся отраслей. Бурно развивающиеся отрасли имеют более высокие темпы роста по сравнению с динамикой валового внутреннего продукта. В их число входят отрасли на начальном этапе становления, ряд наукоемких отраслей, а также традиционные отрасли, переживающие период подъема при внедрении новых технологий. Акции бурно развивающихся отраслей на основе внедрения новейших технологий (телекоммуникации, производство программного обеспечения, издательский бизнес) являются одними из наиболее доходных вложений капитала. Акции устойчиво развивающихся отраслей отличаются высокой стабильностью оценочных значений и в гораздо меньшей степени, чем другие, поддаются влиянию макроэкономической ситуации (например, отрасли, связанные с производством продовольствия, отрасли инфраструктуры и т. д.). Оценка акций циклически развивающихся отраслей тесно связана с фазой делового цикла. К таким отраслям относят, например, отрасли, производящие средства производства и товары длительного пользования.

Оценка акций циклически развивающихся отраслей (рост при подъеме экономики и снижение объема производства при экономическом спаде) определяется фактором выбора времени покупки и продажи акций (покупка в низшей точке и продажа на пике деловой активности). Оценка акций сезонно развивающихся отраслей (сельское хозяйство, туризм) зависит от конкретных условий каждой отрасли и близости периода самого высокого спроса на их продукцию (работы, услуги).

Территориальная принадлежность эмитента многое значит при оценке акций добывающих предприятий. Конкретное территориальное месторасположение играет существенную роль и является важным инвестиционным фактором при оценке акций предприятий сервисного, бытового обслуживания, торговли и общественного питания. Деловая репутация во многих случаях является доминирующим фактором оценки акций предприятий. В отдельных случаях устойчивая деловая репутация повышает уровень оценки акций в 2–3 раза. Необходимо учитывать особенности оценки акций открытых и закрытых акционерных обществ. В зависимости от целей оценки, интересов инвестора может преобладать уровень стоимости акций или закрытого, или открытого акционерного общества.

**Инвестиционные качества и управленческие возможности акций.** Это характеристика ликвидности, доходности, степени рис-

ка, безопасности и надежности вложений, а также возможности участвовать в управлении предприятием, обладая определенными акциями. Данные характеристики разнятся по отдельным видам акций (табл. 6.10).

Главная проблема в оценке акций заключается в правильном определении их доходности. Инвестиционная стоимость бизнеса эмитента является, очевидно, наиболее важным показателем для акционера, так как она указывает на ценность, которую инвестор приписывает ценной бумаге, но фактически представляет собой стоимость, по которой данная ценная бумага должна быть реализована на фондовом рынке. Факторами, определяющими доходность инвестиций, являются рентабельность производства и перспективы роста объема продаж. Высокорентабельный бизнес обеспечивает наименьший срок окупаемости и создает предпосылки для скорейшего инвестирования прибылей в развитие производства. Конкретная величина инвестиционного риска деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг может быть определена на основе комплексного анализа внешних и внутренних факторов.

Доходность акций определяется и уровнем выплачиваемых дивидендов. Дивиденды выплачиваются акционерам по итогам деятельности акционерного общества за квартал или год. Дивидендом является часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров. Фиксированный дивиденд по привилегированным акциям устанавливается обществом при их выпуске. Привилегированные акции дают акционерам преимущественное право на получение дивидендов, а также на приоритетное участие в распределении имущества общества в случае его ликвидации. Выплаты дивидендов по таким акциям производятся в размере не меньше, чем заранее установленный твердый процент к их номиналу, независимо от полученной прибыли в соответствующем году. При недостаточности прибыли выплата дивидендов по этим акциям производится из резервного фонда. В случаях выплаты дивидендов по обыкновенным акциям в большем размере, чем оговорено для привилегированных, по последним производится доплата.

Основной характеристикой инвестиционной ценности акции является ее совокупная доходность в рублях:

$$ДХ = Д + ДК,$$

где  $Д$  – ставка дивиденда, которая зависит от суммы выплаченного по итогам года дивиденда ( $ДВ$ );  $Д = ДВ/Н \times 100\%$ ;  $ДК$  – изменение курсовой стоимости (разница между курсом

Таблица 6.10

**Инвестиционные качества и управленческие возможности  
отдельных видов акций**

<i>Виды акций</i>	<i>Инвестиционные качества</i>	<i>Управленческие возможности</i>
Первоклассные акции известных акционерных обществ («голубые фишки»)	Высокая ликвидность в связи с безупречной финансовой репутацией эмитентов, занимающих ведущие отраслевые позиции, гарантированный высокий дивидендный доход, небольшой потенциал роста	Объекты долгосрочного инвестирования из-за достаточно низкой степени риска и как средство получения умеренной, но постоянной прибыли на вложенный капитал
Доходные акции	Высокие выплаты дивидендов, низкий потенциал роста	Объекты для инвесторов, стремящихся к относительно безопасному и вместе с тем высокому уровню текущего дохода
Акции роста	Высокие, продолжительные и стабильные темпы роста ликвидности и доходности, малые дивиденды или их отсутствие, высокий уровень риска и неопределенность окупаемости инвестиций	Прирост капитала за счет увеличения курса акций. Инвестирование всей или большей части прибыли в развитие, ее использование для финансирования быстрого роста
Циклические акции	Ликвидность и доходность тесно связаны с общим уровнем экономической активности, отражают общее состояние экономики. Курс акций растет и падает в соответствии с развитием экономического цикла	Привлекательны при экономическом росте и неперспективны при экономическом спаде
Устойчивые акции	Устойчивая ликвидность и доходность, стабильность текущего дохода и прироста капитала	Курс акций во времени имеет тенденцию к росту
Оборонительные акции предприятий массового спроса	Устойчивая ликвидность, средняя доходность и низкий уровень риска	Инвестиционно привлекательные, так как всегда имеют спрос
Спекулятивные (рискованные) акции	Потенциал роста курса акций неопределен и нестабилен. Курс акций подвержен большим колебаниям. Дивиденды малы или не выплачиваются	Привлекательны, когда на рынке наблюдается тенденция к повышению курса акций

на текущий момент  $K_2$  и курсом, по которому акция была приобретена  $K_1$ , в долях единицы;  $DK = [(K_2 - K_1)/H] \times 100\%$ ;  $H$  – номинал акции, руб.

Иногда доходность рассчитывается для конкретного года. В этом случае изменение курсовой стоимости определяют по формуле:

$$ДК = PC_2 - PC_1 / (PC_1 \times 100\%),$$

где  $PC_1$  – рыночная стоимость на начало года;  $PC_2$  – рыночная стоимость на конец года.

Доходность служит исходной величиной для расчета более общей характеристики акции – чистой прибыли приобретения:

$$ЧП = ДХ / (PC \times 100\%),$$

где  $PC$  – рыночная стоимость на момент приобретения акции.

Курс акции – это капитализированный дивиденд, он равняется сумме денежного капитала, которая, будучи вложенной в банк или отданной в долг, даст доход, равный дивиденду, полученному по акции. Поэтому действительная стоимость акции (курс) может быть найдена по формуле:

$$K = D / R \times 100\%,$$

где  $D$  – дивиденд по акции, %;  $R$  – ставка банковского процента.

Однако реальный курс акций различных эмитентов в каждый момент времени обычно отличается от действительной стоимости акций, так как курс складывается в зависимости от соотношения спроса и предложения акций на фондовом рынке. Для оценки инвестиционной ценности акций используются и другие показатели, например соотношение курса акций и чистой прибыли ( $K/P$ ), дивиденды на акцию ( $D/A$ ), прибыль на акцию ( $P/A$ ).

Курс акций зависит от целого ряда финансовых показателей акционерного общества. Прежде всего на курс акций влияет соотношение уровня дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям, и ставки банковского процента по депозитам. Курс акций равен произведению этого соотношения на номинальную цену акции. Однако такой подход к оценке курса акций не дает представления о перспективности вложения средств в данное акционерное общество. Более правильно определять курс акций исходя из возможностей общества по выплате дивидендов. Для этого надо рассчитать чистую прибыль на одну обыкновенную акцию, но не на какую-то дату, а в течение нескольких анализируемых периодов (кварталов, а если возможно – лет). Вместе с тем этот подход не приемлем для нерентабельных, убыточных предприятий.

Управленческие возможности акции зависят от ее принадлежности к контрольному или миноритарному пакетам и возможностей реализации прав собственника. Оценить степень ликвид-

ности акций можно на основе проведения рейтинга и анализа числа сделок за период. По степени ликвидности различают высоколиквидные, среднеликвидные, малоликвидные и неликвидные акции.

**Место и время обращения.** Место и время обращения характеризуются тем, где и когда обращаются оцениваемые акции. При постоянном обращении акций на биржевом рынке их оценка будет очевидно выше, чем у тех акций, которые не обращаются вообще. Различается оценка акций на первичном и вторичном рынках. На первичном рынке оценка акций связана в основном с ожиданиями эмитента и основывается на балансовой стоимости акций. Курс акций на вторичном рынке в основном зависит от его конъюнктуры и того, к какому пакету ценных бумаг относится акция.

Рынок ценных бумаг является наиболее активной частью современного финансового рынка России и позволяет реализовать разнообразные интересы эмитентов, инвесторов и посредников, многие из которых связаны с приобретением или продажей ценных бумаг, а значит, и их оценкой. В этой связи наблюдается специфика оценки акций при создании и реорганизации акционерного общества и выкупе (выбытии) акций.

Вновь созданное акционерное общество выпускает акции впервые. При создании акционерного общества начальная оценка акций может быть минимальной и максимальной в зависимости от амбиций учредителей. Акционерное общество, образованное путем реорганизации (слияния, присоединения, разделения, выделения, преобразования), на основании решения общего собрания акционеров либо использует прежние акции в неизменном количестве, либо проводит дополнительную эмиссию, либо конвертирует старые акции в новые, либо выпускает новые акции. В этом случае оценка акций зависит от истории цен, вида и условий конкретных операций. При выкупе (выбытии) акций определяется их балансовая стоимость. Во всех случаях оценка акций на вторичном рынке тесно связана с реальной или ожидаемой эффективностью финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

## **6.5. СПЕЦИФИКА ОЦЕНКИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ**

Оценка стоимости пакетов акций в настоящее время требует особого внимания. Массовые случаи неравнозначной оценки стоимости аналогичных пакетов ценных бумаг во многом

связаны с общей неурегулированностью методических подходов, неотработанностью процедур оценки их стоимости. Отсутствие необходимого опыта оценочной деятельности, недостаточная проработанность отдельных методических вопросов оценки затрудняют развитие профессиональной оценки пакетов акций и в целом негативно влияют на объективность результатов оценки.

При оценке различают контрольные и неконтрольные (миноритарные) пакеты акций. *Контрольным (мажоритарным) пакетом* является такой пакет акций, величина которого позволяет собственнику влиять на управление. *Неконтрольный (миноритарный) пакет* не обеспечивает контроля за деятельностью акционерного общества (табл. 6.11). Объем контроля определяет фактически стоимость контроля, доля владения – стоимость владения, а степень ликвидности – возможность быстрой реализации данного пакета ценных бумаг. Чем меньше эти величины, тем выше скидка, а значит, меньше стоимость пакетов. Различают полный, большой, средний и малый объем контроля, а также его размер – в процентах.

*Премия за контроль* – это процент повышения рыночной цены акций в результате положительного влияния отдельных факторов или наличия определенных дополнительных свойств оцениваемого пакета. Скидка, наоборот, означает относительное уменьшение стоимости пакета акций из-за отрицательного влияния отдельных факторов или отсутствия необходимых свойств и качеств. За рубежом средняя премия за контроль составляет 30–40%, а скидка со стоимости за меньшую долю – 20–25%\*. Премии и скидки в мировой практике определяются к стоимости сопоставимого пакета по котируемым акциям, а по некотируемым акциям к средней стоимости предыдущих сделок (при их наличии) или к рыночной стоимости пакета, определенной независимым оценщиком.

Объем корпоративного контроля зависит от формы, вида, содержания, характера контроля, целей, методов, субъектов, а также структуры его основных элементов (табл. 6.12). Достаточно проблематичной в настоящей момент является оценка доли собственности, составляющей либо контрольный пакет акций, либо такую долю (неконтрольный пакет), которая представляет интерес для потенциальных инвесторов (рис. 6.3).

---

\* См.: Материалы семинара института экономического развития Всемирного банка «Основы анализа и оценки бизнеса». – М., май 1994.

Таблица 6.11

**Параметры контрольного и неконтрольного пакетов акций**

Основные параметры	Контрольный пакет	Неконтрольный пакет	Размер корректировки стоимости (премия или скидка), %
Объем контроля	Полный (абсолютный) контроль $\frac{3}{4}$ контроля $\frac{1}{2}$ контроля Блокировка	Элементы управления	+100
			+75 +50 +25 от -75 до -5
Доля владения, %	100		+100
	75% + 1 акция 50% + 1 акция 25% + 1 акция		+75 +50 +25
	10	менее 2	+10
	2		+2 от -98 до -25
Степень ликвидности, %	100		+100
	90 80 70 60 50		+90 +80 +70 +60 +50
		40 30 20 10 от менее 10 до нуля	-60 -70 -80 -90 от -90 до -100%

*Примечание.* Скидка (-), премия (+).

Дробная часть акции дает ее владельцу права, предоставляемые акцией соответствующей категории (типа) в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет. Владелец любого числа акций или их дробной части вправе отчуждать принадлежащие ему акции без согласия других акционеров и общества. Он должен в случае неучастия или голосования против реорганизации общества получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения или выделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества. При увеличении уставного капитала общества за счет его имущества путем размещения до-

## Основные параметры контроля в акционерном обществе

Параметры контроля	Характеристика параметров контроля
Содержание контроля	Процесс регулирования механизма деятельности акционерного общества
Аспекты контроля	Регламентированная деятельность специальных органов и неотъемлемый элемент управления акционерным обществом
Форма контроля	Сплошной и выборочный контроль
Вид (регламент осуществления)	Обязательный и инициативный контроль
Характер контроля	Полный комплексный, специализированный и частичный контроль
Цели контроля	Управление, распоряжение, владение и трансформация собственности
Методы контроля	Принятие решений, блокировка решений, текущее управление, надзор, наблюдение и ревизии
Субъекты контроля	Общее собрание акционеров, ревизионная комиссия, совет директоров, отдельные акционеры или юридические и физические лица, действующие по их доверенности
Элементы контроля	Созыв внеочередного собрания, выборы совета директоров, ревизионной комиссии, определение повестки дня собрания, выдвижение кандидатур в совет директоров, определение стратегии и тактики деятельности, принятие решений о реструктуризации, реорганизации и ликвидации акционерного общества, крупных сделках, эмиссии, выкупе и конвертации ценных бумаг, изменении устава, распределении прибыли, начислении и выплате дивидендов

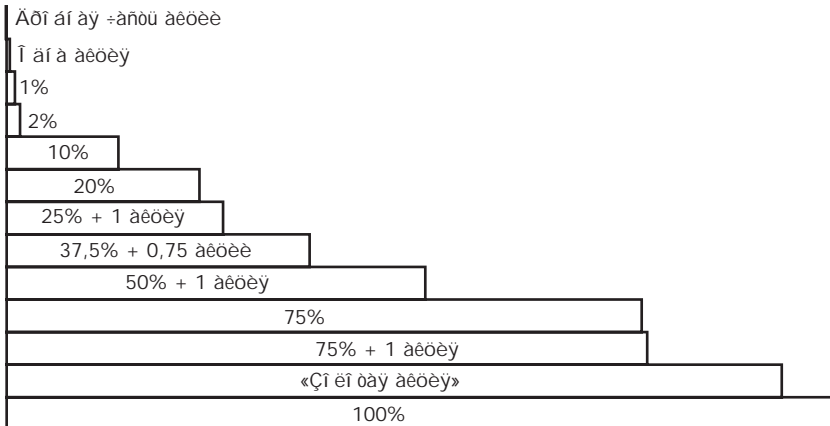


Рис. 6.3. Схема расширения степени контроля владельцев «голосующих» акций



полнительных акций эти акции распределяются среди всех акционеров пропорционально числу принадлежащих им акций. Такой акционер имеет право на участие в общем собрании акционеров и на ознакомление (копии) годовой бухгалтерской отчетности, заключения аудитора, заключения ревизионной комиссии, сведений о кандидатах в исполнительные органы власти, совет директоров, ревизионную комиссию, счетную комиссию, проекты изменений и дополнений в устав общества и внутренних документов общества, проекты решений общего собрания.

Обладание 1% акций дает право на ознакомление с наименованием лиц, включенных в список участвующих в общем собрании акционеров, данных о количестве и категории (типе) акций, которыми эти лица обладают. Владельцы 1% размещенных обыкновенных акций вправе обратиться в суд с иском к членам совета директоров, исполнительного органа, управляющей организации или управляющему о возмещении убытков, причиненных обществу их действиями (бездействием). Владельцы в совокупности 2% «голосующих» акций вправе внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров, исполнительный орган, ревизионную и счетную комиссии.

Владельцы 10% «голосующих» акций вправе инициировать проведение внеочередного общего собрания акционеров с определением его повестки дня. Если 20% «голосующих» акций акционерного общества принадлежит другому предприятию, то это позволяет признать данное общество зависимым.

37,5% + 0,75 «голосующей» акции (75% кворума) необходимо для избрания органов управления обществом, принятия решений о размещении акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством подписки; внесении изменений и дополнений в устав общества или утверждении устава общества в новой редакции; реорганизации и ликвидации общества; определении количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями; дроблении и консолидации акций; одобрении крупных сделок и сделок, в отношении которых имеется заинтересованность; приобретении обществом размещенных акций, участия в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций; утверждении внутренних документов, регулирующих деятельность органов общества.

50% + 1 «голосующая» акция составляет кворум общего собрания акционеров. Тогда с учетом того что многие решения требуют простого большинства, 25% + 1 акция достаточны для того, чтобы были приняты решения о:

- внесении изменений и дополнений в устав общества или утверждении устава общества в новой редакции;
- слиянии, присоединении, разделении и выделении, если в договорах об этих формах реорганизации не предусмотрен иной порядок голосования;
- ликвидации общества;
- прекращении полномочий любого члена совета директоров и досрочном прекращении полномочий исполнительных органов общества и его членов;
- уменьшении уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций или путем приобретения части акций в целях сокращения их общего количества;
- размещении обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции;
- определении размера вознаграждения (компенсационной выплаты) членам совета директоров;
- выплате годовых дивидендов, сроке, размере годового дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа);
- консолидации и дроблении размещенных и объявленных акций и др.

«Золотая акция» дает право наложить вето на любое решение общего собрания акционеров на срок до 6 месяцев. 100% голосов (единогласное решение) необходимы при решении об учреждении общества, утверждении его устава и денежной оценки ценных бумаг, других вещей или имущественных прав, вносимых учредителем в оплату акций общества, а также решении о преобразовании общества.

На практике права владельцев пакетов ценных бумаг ограничиваются степенью их информированности, возможностями консолидации прав других владельцев, уровнем «распыленности» акций. Определение 100-процентного пакета акций стандартно осуществляется на основе оценки стоимости бизнеса.

При продаже действующего предприятия (бизнеса) используют два варианта оценки. Первый и наиболее часто используемый вариант основан на реализации 100-процентного пакета акций с регистрацией в ФКЦБ России перехода прав собственности. В этом случае важно оценить действительную рыночную

стоимость пакета акций на основе достоверного баланса, полной комплексной аудиторской проверки отчетности предприятия. Второй вариант предполагает дробление имущественного комплекса действующего предприятия на движимое и недвижимое имущество, интеллектуальную собственность и нематериальные активы, их реализацию и государственную регистрацию смены собственника по каждому объекту в составе имущественного комплекса через органы государственной регистрации Министерства юстиции РФ.

Ликвидность пакета акций зависит от объема контроля, инвестиционных качеств и управленческих возможностей ценных бумаг и вероятности получения дохода. Вероятность получения дохода зависит от возможности роста курсовой стоимости пакета акций и получения дивидендов. Совокупность инвестиционных качеств и управленческих возможностей акций определяет их инвестиционную привлекательность, а значит, прямо влияет на их ликвидность. Инвестиционная привлекательность акций, в свою очередь, напрямую зависит от статуса эмитента, его деловой репутации, экономической состоятельности и доходности его финансово-хозяйственной деятельности. По котируемым акциям основой определения скидки (премии) за ликвидность могут служить рыночная стоимость, скорость и уровень издержек реализации сопоставимых пакетов. По некотируемым акциям определение ликвидности, скидок и премий за ликвидность обычно осуществляется экспертами. И по котируемым, и по некотируемым акциям контрольные пакеты акций чаще всего более ликвидны. Скидки за недостаточную ликвидность составляют в среднем 50%.

Пакет акций закрытого акционерного общества, как правило, ценится ниже пакета акций открытого акционерного общества из-за дополнительных возможностей контроля за переходом акций в собственность новых акционеров в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах». Различается оценка пакетов акций, эмитированных или приобретенных предприятием. Если пакеты эмитированных акций в основном оцениваются по общепринятым критериям, то пакеты приобретенных акций оцениваются в зависимости от складывающихся обстоятельств. Эти обстоятельства во многом зависят от целей приобретения. Например, оценка при приобретении пакетов акций в целях блокировки действий конкурентов зависит прежде всего от срочности и необходимости данных приобретений.

Если выполняется оценка пакетов ценных бумаг поставщиков, то главным определяющим фактором является степень зависимости бизнеса от данных хозяйствующих субъектов. При оценке пакетов акций посредников по сбыту, реализации продукции (товаров, услуг) основное внимание уделяется мере (доле) влияния их деятельности на экономическую состоятельность предприятия. Имеются отличия оценки пакетов акций в целях купли, продажи, ликвидации, реструктуризации и залога. Эти отличия связаны с конкретными условиями использования результатов оценки и предполагают дополнительные скидки или премии.

Закрепление в государственной или муниципальной собственности более 25% акций или использование специального права на участие государства, субъектов Федерации или муниципальных образований в управлении («золотая акция»), а также требование обязательного сохранения размера доли государства или муниципального образования при увеличении уставного капитала общества путем выпуска дополнительных акций может оказывать одновременное разнонаправленное влияние на оценку пакетов акций. С одной стороны, наличие акций в государственной (муниципальной) собственности означает признание социальной значимости или стратегического значения деятельности акционерного общества, что безусловно повышает стоимость пакета акций. С другой стороны, участие государства (муниципального образования) означает определенное ограничение, государственный контроль за свободой предпринимательской деятельности, что может отрицательно повлиять на оценку пакета акций.

## Тема 7

# ОЦЕНКА ПРОИЗВОДНЫХ И ЦЕЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Основы оценки производных и целевых ценных бумаг.
2. Оценка целевых ценных бумаг.
3. Оценка опционных контрактов.
4. Оценка фьючерсных контрактов.

### 7.1. ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ПРОИЗВОДНЫХ И ЦЕЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Оценка производных и целевых ценных бумаг основана на учете их специфики и особенностей. *Производные ценные бумаги* – это любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу акций, облигаций и других фондовых ценностей (опционы, фьючерсы и т. д.). Производные ценные бумаги (производные финансовые инструменты, или срочные контракты) – весьма специфический вид ценных бумаг. Они появились в результате развития фондового рынка, расширения и усложнения операций с ценными бумагами для формализации торговых сделок в договорные сроки. Для производных финансовых инструментов актуально понятие базового актива – актива, на будущее изменение цены которого заключается срочный контракт. В качестве базового актива могут выступать акции, индексы, различные материальные и нематериальные активы, определенные имущественные права.

*Целевые ценные бумаги* – это ценные бумаги, выпускаемые в определенных целях (залога, удостоверения нахождения товара на складе, подтверждения приемки груза для перевозки и др.). Среди целевых ценных бумаг различают закладные, коносаменты, warrants, или товарные складские свидетельства, ваучеры.

Оценка производных и целевых ценных бумаг включает следующие этапы:

- определение цели оценки, вида стоимости, методического подхода и методов оценки;

- оценка влияния на уровень рыночной стоимости ценных бумаг тенденций фондового рынка, изменения стоимости базового актива, а также динамики цен на альтернативные финансовые инструменты;
- определение положения эмитента на фондовом рынке и результатов фондовых операций;
- расчет рыночной стоимости ценных бумаг.

## 7.2. ОЦЕНКА ЦЕЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рыночная стоимость *коносамента* (товарораспорядительной транспортной ценной бумаги), удостоверяющего передачу товара перевозчику для его доставки покупателю, зависит от вида груза, расстояния и условий перевозки. Коносамент — ценная бумага, выдаваемая перевозчиком морского груза либо его полномочным представителем (собственнику груза или его представителю). Это морской товарораспорядительный документ, удостоверяющий:

- а) факт заключения договора перевозки;
- б) факт приемки груза к отправке;
- в) право распоряжаться и право собственности держателя коносамента на груз;
- г) право держателя владеть и распоряжаться коносаментом.

Коносамент — это безусловное обязательство морского перевозчика доставить по назначению утвержденный условиями договора перевозки груз. Отсутствие сведений о перевозимом грузе лишает коносамент статуса ценной бумаги. Коносамент может быть предъявительским, ордерным или именным.

Рыночная стоимость *складских свидетельств*, являющихся предъявительскими товарораспорядительными ценными бумагами с правом передачи (цессией), зависит от товара и цели использования. Они выдаются на конкретную продукцию (товар), размещенную для хранения на товарном складе. К целям использования этих ценных бумаг относятся залоговое обеспечение займов, реструктуризация кредиторской задолженности, расчеты по долгам, взаиморасчеты, товарные операции. Простые и двойные складские свидетельства являются видом складских документов и одновременно ценными бумагами. Двойное складское свидетельство имеет более высокую рыночную стоимость по сравнению с простым.

Двойное складское свидетельство включает две части – варрант (залоговая часть), которую можно передавать и отдавать в залог, и складская, товарораспорядительная часть. Складская часть свидетельства является ордером, который может самостоятельно обращаться. Варрант дает право распоряжаться предметом залога. Если залоговая стоимость товара превышает сумму кредита, то можно продать складскую часть по цене, равной разнице между стоимостью товара и размером кредита. Сами варранты можно переуступить вместе с переуступкой прав требования по кредитному договору до наступления срока возврата кредита. В основе отделения варранта лежит отношение залога, а не сделка купли-продажи ценной бумаги. Варрант как самостоятельная ценная бумага без связи с двойным складским свидетельством продаваться не может.

При реструктуризации задолженности предприятия неисполненное денежное обязательство по договоренности сторон обеспечивается залогом товара, что сопровождается вручением кредитору варранта (залогового свидетельства), отделенного от двойного складского свидетельства. Остающаяся в распоряжении должника складская часть может быть отчуждена по остаточной стоимости, равной разнице между суммой реструктурированной задолженности и ценой товара, права на который удостоверены свидетельством. Чтобы складская часть не потеряла своей стоимости, необходимо, чтобы стоимостная оценка товара, помещенного на хранение, была выше, чем сумма обязательств (задолженности), обеспеченная залогом товара. Так, Гохран России организует складское хранение ценностей с выдачей двойных складских свидетельств, рыночная стоимость которых напрямую связана со стоимостью хранения и уровнем цены охраняемых ценностей.

Особую специфику имеет определение рыночной стоимости таких целевых ценных бумаг, как *закладные*. Их обращение регулируется Гражданским кодексом РФ, Законами «О залоге» от 29 мая 1992 г. и «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. Закладная – это именная ценная бумага, которая удостоверяет право на получение обеспеченного ипотекой имущества после исполнения денежного обязательства, право залога на имущество, указанное в договоре об ипотеке.

*Ваучеры* являются специфической ценной бумагой, используемой в процессе приватизации. Их рыночная стоимость зависит от конкретных условий трансформации отношений собственности.

### 7.3. ОЦЕНКА ОПЦИОННЫХ КОНТРАКТОВ

*Опцион* – это контракт, дающий право на покупку или продажу определенного количества ценных бумаг по заранее установленной цене в течение определенного срока. Покупатель опциона получает право совершить сделку, операцию. Действие опционного контракта для него превращается при реализации данного права или по истечении срока данного контракта. Продавец опционного контракта обязан совершить сделку по требованию покупателя. Покупатель опциона получает перед продавцом определенное преимущество, которое необходимо компенсировать. Для этого существует *премия опциона* – определенная сумма, выплачиваемая покупателем контракта продавцу обычно в момент заключения сделки. Другое название этой премии – *цена опциона*. Рыночная стоимость опционов как срочных контрактов на поставку ценных бумаг зависит от соглашения продавца и покупателя опциона по размеру премии, или цены опциона. Рыночная стоимость опциона тем выше, чем выше степень неопределенности ожидаемого результата, и наоборот.

Рыночная стоимость опционов зависит от их вида (*call* или *put*), позиции (открытая или закрытая) и цены базового актива. Опционы *call* дают право купить актив в определенный момент в будущем по заранее оговоренной цене, опционы *put* – право продать актив. Покупка опциона *put* и продажа опциона *call* приводит к возникновению неравноценных позиций. Покупатель опциона *put* платит премию за возможность выбора совершать сделку в будущем и не обязан продавать базовый актив. Продавец опциона *call*, наоборот, получает премию за обязательство продать базовый актив. Таким образом, покупатель опциона *put* в момент заключения контракта уплачивает премию, рассчитывая взамен выгодно совершить сделку в будущем. Продавец же опциона *call*, наоборот, получает премию, рассчитывая, что в будущем сделку исполнять не придется. Хотя и продавец опциона *call*, и покупатель опциона *put* рассчитывают на будущее понижение цены базового актива.

Важное понятие опционного контракта – цена исполнения. Это фиксированная цена базового актива, относительно которой заключается контракт между продавцом и покупателем. Обычно цены исполнения стандартизованы и устанавливаются в определенных интервалах в зависимости от цены базового актива.



Ключевой вопрос, возникающий при заключении опционного контракта, – определение цены (премии) опциона. Существует большое число моделей определения цены (премии) опционного контракта. Наиболее известной из них является модель Блэка–Шоулза. В структуре цены опциона различают внутреннюю и временную стоимость. *Внутренняя стоимость* – это разница между ценой исполнения опциона и текущей ценой базового актива. Для покупателя опциона *call* предпочтительнее, если текущая цена актива выше, чем цена исполнения, так как он обладает правом купить в будущем этот актив по более низкой цене. Для продавца опциона *call* ситуация обратная. Таким образом, опцион обладает внутренней стоимостью, только когда он «с выигрышем» (*in the money*). Во всех остальных случаях внутренняя стоимость опциона равна нулю.

*Временная стоимость* – это премия, которую покупатель опциона выплачивает, а продавец получает в дополнение к внутренней стоимости за возможность распоряжаться правом исполнения контракта. Ее называют также ценой ожидания, или ценой шансов. Чем больше период до дня исполнения опциона, тем больше его внутренняя стоимость. На временную стоимость влияет также волатильность цены базового актива. Размах курсовых колебаний рассчитывается на основании исторических изменений котировок. Чем выше цена базового актива, тем больше временная стоимость опциона, а также возрастает вероятность того, что при исполнении опцион окажется «с выигрышем». Соответственно продавец опциона запрашивает большую цену, поскольку должен компенсировать более высокую степень риска. Еще одним фактором, воздействующим на внутреннюю стоимость опциона, является процентная ставка. Высокие процентные ставки приводят к повышению стоимости опциона *call* и к снижению стоимости опциона *put*. Это происходит вследствие роста доходности альтернативного размещения средств.

Для опционов, базовыми активами которых являются акции, на размер премии влияет величина дивидендов. Каждая выплата дивидендов понижает рыночную стоимость акций. Но цена исполнения стандартизована и, следовательно, неизменна. Поэтому цена опционов *call* будет снижаться, а опционов *put* – наоборот, расти. Оценка стоимости опциона может осуществляться на основе нескольких относительных переменных (цены исполнения опциона, срока исполнения, риска активов, на которые заключен данный контракт) с учетом темпов инфляции или изменения валютного курса.

#### 7.4. ОЦЕНКА ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

*Фьючерсный контракт (фьючерс)* – это контракт, по которому инвестор берет на себя обязательство по истечении оговоренного срока продать или купить определенное количество акций, облигаций и других фондовых, материальных ценностей (валюта, депозиты, межбанковские кредиты, товары и т. д.) по фиксированной базисной цене. Фьючерс отличается от опциона тем, что его исполнение обязательно. Различают товарные, валютные, процентные, индексные и другие фьючерсные контракты. Рыночная стоимость фьючерсных контрактов на ценные бумаги акционерного общества в основном связана с финансовым положением эмитента, уровнем базисной цены поставки ценных бумаг, оговоренным сроком до поставки ценных бумаг.

Фьючерсные контракты строго стандартизованы и отражают конкретные требования продавцов и покупателей ценных бумаг. Стандартные срочные контракты (фьючерсы) на осуществление купли-продажи определенного вида ценных бумаг содержат основные позиции:

- вид ценной бумаги;
- фиксированная цена продажи;
- количество ценных бумаг;
- сумма сделки, дата исполнения контракта;
- условия расчетов.

Эти позиции являются базовыми при определении рыночной стоимости фьючерсов.

## Тема 8

# ЭКСПЕРТНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ (ОТЧЕТ) ОБ ОЦЕНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

### План занятия:

1. Нормативно-правовые основы составления экспертного заключения (отчета).
2. Общие требования к содержанию экспертного заключения (отчета).
3. Задачи и структура экспертного заключения (отчета).

### 8.1. НОРМАТИВНО-ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ СОСТАВЛЕНИЯ ЭКСПЕРТНОГО ЗАКЛЮЧЕНИЯ (ОТЧЕТА)

Основные обязанности оценщика определены Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», а также принятыми на его основе нормативно-правовыми актами. Данный закон определяет, что основанием возникновения отношений между участниками операции по оценке имущества является договор, который заключается в письменной форме и фиксирует условия проведения оценки. Завершается оценка отчетом профессионального оценщика об оценке объекта.

В соответствии с квалификационной характеристикой, утвержденной Постановлением Министерства труда и социального развития РФ от 27 ноября 1996 г., оценщик обязан устанавливать рыночную или иную стоимость, выявлять потребности в услугах по оценке объектов, устанавливать деловые контакты и проводить переговоры с заказчиками, заключать и оформлять договоры по установленной форме, составлять отчет о выполненной работе в письменной форме, обеспечивать сохранность составленного отчета в течение трех лет, предоставлять по требованию правоохранительных органов информацию из своего отчета об оценке, использовать все известные методы оценки.

Постановлением Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 г. были приняты «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной де-

тельности». Эти стандарты регламентируют определение видов стоимости объекта оценки, подходы к оценке и ее методы. Они содержат требования к проведению оценки. В соответствии со стандартами проведение оценки включает следующие этапы:

- заключение с заказчиком договора об оценке;
- установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- анализ рынка, к которому относится объект оценки;
- выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов;
- обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- составление и передача заказчику отчета об оценке.

## **8.2. ОБЩИЕ ТРЕБОВАНИЯ К СОДЕРЖАНИЮ ЭКСПЕРТНОГО ЗАКЛЮЧЕНИЯ (ОТЧЕТА)**

Согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» надлежащим исполнением оценщиком своих обязанностей является своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта. Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете указываются дата оценки, используемые стандарты оценки, ее цели и задачи, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования ее результатов. Описание имущества предприятия или его отдельного элемента должно быть полным и подробным с указанием характерных особенностей, которые позволяют фактически идентифицировать объект оценки.

Дата оценки с учетом «Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности» должна быть четко определена, так как экспертное заключение о стоимости может быть использовано только в течение шести месяцев. *Дата оценки* – это определенный день, в который определяется стоимость имущества. *Время проведения оценки* – это срок, в течение которого осуществляется сам процесс оценки. Дата оценки может не совпадать со временем проведения оценки. Оценщик может определить стоимость на любую дату с учетом определенных ограничений, которые должны быть указаны в отчете и обоснованы. Кроме того, в отчете должно быть указано, в каких целях может быть использовано экспертное заключение. Если при

проведении оценки определяется не рыночная, а иная стоимость, то в отчете полагается указать критерии установления стоимости объекта оценки и причины отступления от возможности определения его рыночной стоимости.

В отчете должны быть указаны дата составления и порядковый номер отчета, основание для проведения оценки, юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества. Следует дать точное описание объекта оценки, а в отношении объекта, принадлежащего юридическому лицу, – реквизиты юридического лица и указать балансовую стоимость данного объекта. Указываются стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости, обоснование их использования, перечень использованных при проведении оценки данных с указанием источников их получения, документов, устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки, а также принятые при проведении оценки допущения. Отчет должен отражать последовательность определения стоимости объекта оценки и обосновывать ее итоговую величину. Отчет может содержать иные сведения, являющиеся существенными для полноты отражения примененного метода расчета стоимости объекта оценки.

Отчет подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Если оценка производилась разными специалистами, то отчет подписывается каждым оценщиком с указанием объектов, по которым он производил оценку. Отчет представляет собой исследовательскую, доказательную часть заключения эксперта-оценщика.

### **8.3. ЗАДАЧИ И СТРУКТУРА ЭКСПЕРТНОГО ЗАКЛЮЧЕНИЯ (ОТЧЕТА)**

К задачам экспертного заключения (отчета) об оценке ценных бумаг относятся выполнение требований действующего законодательства по определению действительной стоимости ценных бумаг, фиксация всех важных моментов оценки, обеспечение четкой доказательственной базы и аргументированности, применение системного подхода. Структура (состав) отчета может включать следующие разделы.

*Введение или определение задания на оценку.* В данном разделе указываются суть задания оценки, ее цели и задачи, характеристика особенностей ценных бумаг, наименование и юридичес-

кий адрес эмитента, обоснование оцениваемого вида стоимости, дата оценки. Примерный текст раздела приводится ниже.

На основании договора № 9 от 19 марта 2002 г. ЗАО «Факел» поручает, а ЗАО «Эксперт» производит оценку рыночной стоимости обыкновенных именных бездокументарных акций в целях реализации. Реализация акций может быть осуществлена в рамках обеспечения прав владельцев ценных бумаг при соблюдении ими установленного законодательством Российской Федерации порядка осуществления этих прав. Акции прошли государственную регистрацию в территориальном отделении ФКЦБ России 20 мая 2002 г. под номером 120771. Дата определения рыночной стоимости акций – 30 марта 2002 г.

Оцениваемые акции принадлежат на праве собственности ЗАО «Факел», расположенного по адресу г. Борисовск, ул. Береговая, 13, что зафиксировано в Уставе ЗАО «Факел», зарегистрированного Борисовской регистрационной палатой 8 января 1998 г. (свидетельство о регистрации № 5827), а также решением о выпуске ценных бумаг ЗАО «Факел» (государственный регистрационный номер 1-01-9267-Ј), отчетом об итогах выпуска ценных бумаг (зарегистрирован 20 мая 2002 г. территориальным отделением ФКЦБ России). Цель оценки – определение рыночной стоимости обыкновенных именных бездокументарных акций ЗАО «Факел» в целях реализации в соответствии с Федеральными законами «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июня 1998 г. и «Об акционерных обществах» от 24 ноября 1995 г. (с последующими изменениями и дополнениями).

*Определение (установление) прав собственности и форм (характера) их закрепления.* Этот раздел посвящен изучению организационно-правовых документов (устав, свидетельство о регистрации) или проведению специальной юридической экспертизы.

*Применяемые стандарты оценки.* Здесь приводится перечень используемых в соответствии с действующим законодательством стандартов оценки. Примерный текст данного раздела представлен ниже.

Для определения рыночной стоимости акций использовались стандарты Международного комитета по стандартам оценки имущества, «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденные Постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. № 519, имеющаяся законодательная база, нормативные документы ФКЦБ России, а также сложившиеся в оценочной практике фондового рынка методические подходы. В соответствии со стандартами процесс оценки – это логически обоснованная и систематизированная процедура последова-

тельного решения проблем с использованием известных подходов и методов оценки для вынесения окончательного суждения о стоимости с выделением определенных этапов и обязательных процедур. Проведение оценки в рамках действующих стандартов включает следующие этапы:

- заключение с заказчиком договора об оценке;
- установление правовых и качественных характеристик объекта оценки;
- анализ рынка, к которому относится объект оценки, его истории, текущей конъюнктуры и тенденций, поиск аналогов объекта оценки;
- выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и обоснования отказа от применения отдельных подходов с учетом конкретных обстоятельств или особенностей объекта оценки;
- определение конъюнктуры рынка, т. е. соотношения спроса и предложения и факторов, оказывающих на них влияние;
- определение итоговой величины стоимости объекта оценки на основе учета полученных количественных и качественных характеристик, результатов анализа рынка, к которому относится объект оценки, а также обстоятельств, уменьшающих вероятность получения доходов от объекта оценки в будущем (рисков) и другой информации;
- составление и передача заказчику отчета об оценке.

Основными критериями оценки акций являются цели оценки, вид стоимости, статус эмитента, инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг. Процедура оценки включает следующие шаги:

- интервью с руководителями предприятия и собственниками;
- сбор и обработка правоустанавливающих документов, сведений об обременении объекта оценки правами третьих лиц, данных бухгалтерского учета и отчетности, относящихся к объекту оценки, маркетинговой информации о характеристиках объекта оценки, а также информации, связанной с объектом оценки;
- работа эксперта по определению стоимости различными методами;
- подготовка отчета (экспертного заключения) о рыночной стоимости акций;
- предоставление отчета (экспертного заключения) о рыночной стоимости акций заказчику.

Форма отчета – письменная.

*Информационный раздел.* В разделе даются перечень и общая характеристика всех имеющихся информационных источников (отчеты, контракты, договоры, аудиторские и другие заключения, справки, результаты обследования, осмотра, интервью, анкетирования).

*Общэкономический раздел.* Здесь отражается общэкономическая ситуация в стране или регионе, базовые характеристики финансового рынка, имеющие отношение к оцениваемым бумагам.

*Конъюнктурный анализ фондового рынка.* В разделе приводятся краткое описание рынка ценных бумаг, краткая характеристика сегмента фондового рынка, отрасли и территории расположения эмитента (особенности, ретро- и современное состояние, рынки сбыта, динамика спроса и предложения, факторы, влияющие на спрос и предложение, конкуренция и положение данного предприятия по сравнению с конкурентами, оценка положения дел в отрасли).

*Технико-экономическое описание эмитента.* Раздел включает следующие позиции:

- краткая характеристика предприятия-эмитента; местоположение и направления деятельности; организационная структура предприятия и структура имущества; наличие дочерних компаний и филиалов, арендованного имущества; особенности финансово-хозяйственной деятельности и их влияние на рыночную стоимость ценных бумаг, стратегия предприятия и история его развития; структура производства (работа, услуг); ассортимент, условия сбыта и наличие поставщиков; система менеджмента и маркетинга, анализ финансово-хозяйственной деятельности и диагностика банкротства; рынки сбыта, потребители и их финансовое положение; система снабжения и характеристика основных поставщиков; численность персонала и его структура (профессиональная, квалификационная и социальная), текучесть кадров; состояние управления (с указанием послужного списка руководителей и высшего менеджмента); диверсификация (производственная и отраслевая) и риски; факторы, влияющие на развитие эмитента;
- данные по ценным бумагам-аналогам; анализ состояния фондового рынка в целом; сравнительный анализ сегментов фондового рынка и аналогичных рынков ценных бумаг различных территорий (аналитическая информация для всех трех подходов; отражение информации об управленческих возможностях и инвестиционных качествах ценных бумаг, характере и объеме обращения; оценка их ликвидности и доходности; анализ и оценка факторов, влияющих на уровень оценки; рентабельность инвестиций в аналогичные ценные бумаги; сравнение по периодам показателей эмитента и среднеотраслевых показателей оценки ценных



бумаг-аналогов; комментариев, как влияет динамика и уровень изменения основных индикаторов финансового рынка на величину рыночной стоимости оцениваемых ценных бумаг);

- анализ социально-экономического развития России и области (района); анализ экономического состояния отрасли и конъюнктуры рынка с использованием отраслевого обзора по миру, СНГ, России и области (району);
- оценка экономического и финансового состояния предприятия, исходя из имеющихся в распоряжении документов и материалов, результатов встреч с его руководителями и посещения объектов; анализ и оценка активов и пассивов предприятия с целью определения чистой стоимости активов; прогнозирование будущих денежных потоков, которое основывается на прогнозах доходов, расходов и инвестиций, рассчитанных на базе сложившихся тенденций, а также учет ожиданий.

*Методы оценки.* Раздел посвящен обоснованию выбора методов оценки, описанию сущности выбранных методов и последовательности оценки, источникам по ставкам капитализации и ставке дисконта, обоснованию выбора и определению оптимальных размеров мультипликатора, поправок на величину пакета, ликвидности, доходности, надежности, безопасности ценных бумаг.

*Расчеты рыночной стоимости.* Здесь приводится расчет рыночной стоимости ценных бумаг на основе затратного, доходного и сравнительного подходов.

*Экспертное заключение о рыночной стоимости.* В разделе дается обоснование удельного веса методов оценки, определение рыночной стоимости ценных бумаг на основании взвешивания результатов расчетов по каждому методу с учетом его удельного веса, итоговое заключение о величине стоимости.

*Сертификат качества оценки.* Раздел обычно содержит информацию о принципиальных подходах к оценке. Примерный текст данного раздела представлен ниже.

У подписавших данный отчет не было личной заинтересованности или предвзятости в подходе к оценке объекта, рассматриваемого в настоящем отчете или в отношении сторон, имеющих к нему отношение. Достоверность исходной информации, представленной для оценки рыночной стоимости акций, оценщиками не удостоверялась. Ответственность за достоверность и полноту представленной информации несет заказчик. Оценка рыночной стоимости составных частей имущественного комплекса предприятия не выпол-

нялась. Проверка обременения объекта оценки правами третьих лиц не производилась.

Оценщики выступали в качестве независимых экспертов. Они удостоверяют, что изложенные в отчете факты, на основе которых проводился анализ, делались выводы и заключения, достоверны и не содержат ошибок. Оценка произведена с учетом всех ограничительных условий и предпосылок, наложенных условиями исходной задачи, согласно договору, на основе комплексного изучения объекта, проведенных специальных экспертиз и выполненных расчетов. Методика оценки является интеллектуальной собственностью экспертов. Текст отчета не допускается использовать сторонним организациям (кроме случаев, предусмотренных действующим законодательством).

При составлении отчета об оценке использовалась информация собственника, обеспечивающая достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения. Состав выполненных работ был определен договором. Полномочия работников, участвовавших в данной работе, подтверждаются дипломами о профессиональной переподготовке БУПК, аккредитованного Минимуществом России, квалификационными свидетельствами Российского и Московского обществ оценщиков.

*Система ограничений.* Раздел включает основные предложения и ограничивающие условия отчета об оценке ценных бумаг. Примерный текст этого раздела приведен ниже.

Следующие допущения, ограничивающие условия, являются неотъемлемой частью настоящего отчета. Настоящий отчет достоверен лишь в полном объеме и лишь в указанных в нем целях. Заказчик гарантирует, что любая информация, суждения, аналитические разработки оценщиков и другие материалы настоящего отчета будут использованы им исключительно в соответствии с целями и задачами, функциями, указанными в задании на оценку. Мнение оценщика относительно рыночной стоимости действительно только на дату оценки. Оценщик не принимает на себя ответственности за изменение экономических, юридических и иных факторов, которые могут возникать после этой даты и повлиять на рыночную ситуацию, а следовательно, и на рыночную стоимость объекта. Любые расчеты стоимости, приведенные в отчете, относятся к стоимости всего объекта оценки. Любое его разделение на отдельные части и установление их стоимости с последующим суммированием ведет к неверному определению стоимости частей.

При подготовке отчета об оценке используются прогнозные данные о будущих прибылях и амортизационных отчислениях, а также другие данные, полученные в законном порядке. Финансо-

вые и технико-экономические характеристики, используемые в оценке, берутся или рассчитываются на основе бухгалтерской отчетности без проведения специальной аудиторской проверки ее достоверности и инвентаризации. В процессе оценки не проводится специальная юридическая экспертиза документов, касающихся прав собственности на оцениваемое предприятие и учредительных документов. Прогнозы, содержащиеся в отчете, основываются на текущих рыночных условиях и предполагаемых краткосрочных факторах, влияющих на изменение конъюнктуры фондового рынка. Эти прогнозы подвержены изменениям и зависят от ситуации, складывающейся на рынке ценных бумаг и финансовом рынке в целом.

Заключение и отчет представляют собой точку зрения оценщика без каких-либо гарантий с его стороны в отношении условий последующей реализации ценных бумаг. От оценщика не требуется появляться в суде или свидетельствовать иным способом по поводу произведенной оценки иначе как по официальному вызову суда. Оценщики не принимают на себя ответственности за правовые аспекты, включая какие-либо права удержания или обременения, которые могут существовать в отношении оцениваемого имущества, если в отчете не указано иное. В процессе анализа и прогнозе деятельности эмитента оценщики полагаются на представленные руководством эмитента отчетность и документацию.

Рыночная стоимость ценной бумаги подразумевает, что совершение продажи на определенную дату и передача юридических прав (титула) от продавца к покупателю происходят при соблюдении следующих условий:

- взаимная готовность купить-продать;
- продавец и покупатель действуют в рамках закона на основе типичных мотивировок;
- обе стороны хорошо информированы о предмете сделки и действуют в целях наилучшего удовлетворения собственных интересов;
- объект выставлен на торги достаточное время;
- цена не является следствием специального кредитования или уступки прав какой-либо из сторон, участвующих в сделке;
- оплата производится в денежной форме и не сопровождается дополнительными условиями.

Итоговая величина рыночной или иной стоимости объекта, отраженная в отчете, является достоверной, если судом не доказано обратное. Предположение о достоверности и величине стоимости объекта оценки согласно отчету профессионального оценщика может использоваться судами во всех случаях рассмотрения споров по оценке, в том числе служить основанием для изменения решения о неправильном налогообложении.

*Удостоверение отчета.* В разделе приводятся перечень экспертов и специалистов, принимавших участие в оценке; подписи всех участников оценки, свидетельствующие об их согласии с ее результатами.

*Справочный раздел.* Здесь дается характеристика основных понятий.

*Приложения.* В качестве приложений выступают копия лицензии, копии дипломов о профессиональной переподготовке оценщиков, иная документация.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие ..... 3

## Тема 1

**Ценные бумаги как объект оценки ..... 4**

1.1. Классификация ценных бумаг, их виды и типы ..... 4

1.2. Экономическая сущность и юридическое содержание ценных бумаг ..... 7

1.3. Инвестиционные качества и управленческие возможности ценных бумаг ..... 17

## Тема 2

**Нормативно-правовые основы оценки ценных бумаг ..... 22**

2.1. Нормативно-правовая база оценки ценных бумаг ..... 22

2.2. Обязательная и инициативная оценка ценных бумаг ..... 26

2.3. Формы регулирования оценки ценных бумаг ..... 31

## Тема 3

**Стоимость ценных бумаг и факторы, ее определяющие ..... 35**

3.1. Понятие и виды стоимости ценных бумаг ..... 35

3.2. Рыночная стоимость ценных бумаг ..... 38

3.3. Основные факторы, влияющие на стоимость ценных бумаг ..... 40

## Тема 4

**Методологические основы оценки ценных бумаг ..... 44**

4.1. Цели, принципы, функции и критерии оценки ценных бумаг ..... 44

4.2. Основные концептуальные подходы к оценке ценных бумаг ..... 45

4.3. Основные виды и методы оценки ценных бумаг ..... 56

## Тема 5

**Оценка долговых ценных бумаг ..... 60**

5.1. Подходы к оценке долговых ценных бумаг ..... 60

5.2. Оценка государственных долговых обязательств ..... 63

5.3. Оценка корпоративных облигаций ..... 66

5.4. Оценка векселей ..... 72

5.5. Оценка депозитных и сберегательных сертификатов ..... 75

<b>Тема 6</b>	
<b>Оценка долевых ценных бумаг .....</b>	<b>80</b>
6.1. Основные критерии оценки долевых ценных бумаг .....	80
6.2. Основные подходы и методы оценки акций .....	85
6.3. Факторы, влияющие на стоимость акций .....	102
6.4. Особенности оценки различных видов акций .....	109
6.5. Специфика оценки пакетов акций .....	117
<b>Тема 7</b>	
<b>Оценка производных и целевых ценных бумаг .....</b>	<b>125</b>
7.1. Основы оценки производных и целевых ценных бумаг .....	125
7.2. Оценка целевых ценных бумаг .....	126
7.3. Оценка опционных контрактов .....	128
7.4. Оценка фьючерсных контрактов .....	130
<b>Тема 8</b>	
<b>Экспертное заключение (отчет)</b>	
<b>об оценке ценных бумаг .....</b>	<b>131</b>
8.1. Нормативно-правовые основы составления экспертного заключения (отчета) .....	131
8.2. Общие требования к содержанию экспертного заключения (отчета) .....	132
8.3. Задачи и структура экспертного заключения (отчета) .....	133
Литература .....	143

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Бергер Ф.* Что Вам надо знать об анализе акций: Пер. с нем. — М.: Интерэксперт, Финстатинформ, 1998.
2. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
3. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум: Учеб. пособие / Под общ. ред. Е.Ф. Жукова. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
4. *Кукукина И.Г.* Управление финансами: Учеб. пособие. — М.: Юристь, 2001.
5. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М., 1995.
6. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И. Кошкина. — М.: Экмос, 2002.
7. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 1999.
8. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.
9. *Семенкова Е.В.* Операции с ценными бумагами: российская практика: Учебник. — М.: Перспектива: ИНФРА-М, 1997.
10. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова и А.И. Басова.— М.: Финансы и статистика, 1998.
11. *Фельдмен А.Б.* Управление корпоративным капиталом. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999.

*Учебное издание*

*Бердникова Татьяна Борисовна*

## **Оценка ценных бумаг**

Учебное пособие

Редактор *С.М. Рыловский*  
Корректор *М.В. Литвинова*  
Компьютерная верстка *С.М. Майоров*  
Оформление серии *Е.А. Доний*

ЛР № 070824 от 21.01.93.

Сдано в набор 10.11.2002. Подписано в печать 20.12.2002.  
Формат 60×88/16. Бумага типографская № 2. Гарнитура «Newton».  
Печать офсетная. Усл. печ. л. 8,82. Уч.-изд. л. 8,49.  
Тираж 100 000 экз. (1 — 4000 экз.). Заказ №  
Цена свободная.

Издательский Дом «ИНФРА-М»  
127214, Москва, Дмитровское ш., 107.  
Тел.: (095) 485-71-77.  
Факс: (095) 485-53-18. Робофакс: (095) 485-54-44.  
E-mail: books@infra-m.ru  
<http://www.infra-m.ru>