

Оценка финансовых элементов капитала

Ю.А. Кичигин

практикующий оценщик ООО «Экспертно-технического бюро «Проект»,
кандидат технических наук

Сквозные показатели, присутствующие при оценке финансовых элементов капитала

Направления поиска оценки стоимости

Оценочная деятельность построена на базовых концепциях, представляемых как подходы к оценке для выявления денежной величины стоимости как функции полезности возможного целесообразного (в представлении собственника) использования имущества, включая имущественные права. Различают три основных подхода: **доходный, затратный** и **сравнительный**, которые применяются ко всему объекту оценки в целом.

Особенность методологии оценки бизнеса состоит в том, что доходный и сравнительный подходы построены на концепции восприятия бизнеса как целостной системы, с одной стороны, удовлетворяющей интересы его собственников по созданию дохода, с другой стороны – позволяющей проводить сопоставления с другими подобными системами, имеющими аналогичное назначение.

Вместе с тем в рамках **затратного** подхода бизнес представляется как актив, состоящий из совокупности элементов, каждый из которых имеет собственную ценность и в связи с этим оценивается по отдельности. Поэтому в рамках затратного подхода каждый элемент актива оценивается на основе применения к нему всех трех названных подходов, при этом финансовые активы бизнеса не составляют исключения.

Применение при оценке бизнеса всех трех подходов имеет ряд особенностей. Первая состоит в том, что в отношении финансовых активов доходный, сравнительный и затратный подходы имеют несколько иную значимость.

Доходный подход при оценке финансовых активов является наиболее распространенным и предпочтительным, так как любого потенциального инвестора прежде всего интересует возможность получения дохода на свои вложения.

Применение сравнительного подхода осложняется дефицитом имеющихся аналогов, а также качеством рыночной среды, наличие которого возможно только на сформировавшемся и стабильном рынке. На несформировавшемся рынке интересы участников представлены слабо, а на нестабильном рынке интересы одной группы доминируют над интересами другой, что в целом искажает ситуацию.

Затратный подход для оценки ценных бумаг является наименее эффективным и нецелесообразным, поскольку базируется на оценке реальных затрат (услуги посредников, транзакционные затраты с учетом регионального рынка), которые требует рынок для приобретения оцениваемых активов (цена капитала), а это не полностью информирует инвестора о его перспективах. Вторая особенность применения затратного подхода при оценке бизнеса состоит в том, что к отдельным элементам объекта оценки не применяется принцип наилучшего и наиболее эффективного использования, как это де-

ляется при оценке различного рода имущества. А это значит, что получаемый результат уже не полностью соответствует определению рыночной стоимости.

Третье. К финансовым активам компании относятся различные виды ценных бумаг, отражающие те или иные имущественные права его собственника. В оценочной практике не существует единого универсального метода оценки финансовых активов как строки в балансе в виде финансовых активов вообще, поскольку они могут быть представлены в виде многоэлементной структуры, и для каждого из этих элементов должны применяться свои показатели и методы расчетов, различающиеся по своей сущности, имеющие свою специфику и ограничения.

Следует отметить, что принципиальной особенностью оценки финансовых активов компании является тот фундаментальный факт, что доходы на них создаются не их собственником (в частности конкретным предприятием), а вне этой компании: там, где находятся и используются ресурсы (материальные или финансовые), вложенные в права-обязательства. Поэтому зачастую при оценке бизнеса в рамках затратного подхода для оценки стоимости финансовых активов приходится исследовать хозяйственную деятельность и состояние эмитента этих ценных бумаг (ЦБ).

В структуре финансовых активов различаются ценные бумаги, стоимость которых определяется *результатами деятельности* эмитента и зависит от его финансового состояния (акции, облигации, векселя) и ценные бумаги, стоимость которых определяется *стоимостью имущества*, удостоверенного документами, указанными в самой ЦБ (складские свидетельства, коносаменты, чеки). Определение рыночной стоимости последних осуществляется на основе корректировки номинальной стоимости, указанной в документе, в соответствии с возможным изменением цен и стоимости этого имущества за время с момента выдачи документа и до момента оценки. Но оценка подобных финансовых активов выходит за рамки нашей статьи, поэтому мы не будем рассматривать этот вопрос.

Для оценщика существенное значение имеет и процедура поиска величины рыночной стоимости, а именно разделение ценных бумаг на котируемые на рынке и не котируемые, поскольку расширяет или ограничивает возможности реализации оценщиком существующих подходов.

Итак, темой настоящей статьи являются представления о **долевых** и **долговых ценных бумагах**, а также особенности их оценки при наличии и отсутствии рыночных котировок таких ценных бумаг.

Ценностные представления о ценных бумагах

Алгоритм оценки включает в себя определенную последовательность действий, состоящих из конкретных процедур и правил, и основывается на определении качеств объекта, характеризующих его ценность для конкретного субъекта. Для конкретного субъекта ценность ценных бумаг определяют их инвестиционные качества и управленческие возможности: чем больше управленческие возможности ценных бумаг и выше инвестиционные качества, тем выше их стоимость.

Управленческие возможности характеризуются мерой контроля, набором определенных прав, с одной стороны, предоставляемых конкретной ценной бумагой по отношению к активам, которые лежат в ее основе, с другой стороны – прав по владению, пользованию, управлению этой ценной бумагой, поэтому их влияние на стоимость должно устанавливаться на основе правового анализа, что также выходит за рамки настоящей статьи.

Инвестиционные качества, учитываемые при оценке ЦБ, характеризуются доходностью, надежностью, ликвидностью, степенью инвестиционного риска. При этом особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации, инвестиционному климату, потенциалу его месторасположения, перспективам бизнеса, которым он занимается. В этом случае оценка может быть построена либо на основе реальной способности создавать доход, что реализуется методами фундаментального анализа, либо на основе конъюнктурных рыночных факторов, которые выявляются с применением методов технического анализа.

И в том и в другом случае оценщик опирается на ряд показателей, характеризующих оцениваемый актив как на основе его свойств, так и на основе его положения на рынке.

При определении внутренней (фундаментальной) стоимости ценной бумаги основными ее характеристиками будут служить уровень доходов бизнеса, его эффективность, отражающая эффективность вложений в данный бизнес, а также состояние, отражающее его возможности по привлечению кредитов и самофинансированию деятельности.

При определении текущей рыночной стоимости акции ее основными характеристиками будут служить уровень доходов, получаемый на нее в результате рыночных операций, доходность вложений, а также ее ликвидность на рынке.

Рассмотрим более подробно показатели, применяемые при оценке финансовых элементов капитала, в частности долевых и долговых ценных бумаг.

Показатели оценки стоимости ценных бумаг

Первым показателем является доход.

1. **Доход** – один из основных показателей, используемых при оценке ЦБ. Он может быть получен:

- как выплаченный или начисленный дивиденд;
- как начисляемый процент;
- как курсовой доход;
- как формируемая прибыль.

Дивидендный доход применяется при оценке долевых ценных бумаг. Этот показатель формируется в результате распределения созданной бизнесом прибыли, поэтому он отражает ценностные качества самого бизнеса, и на его основе определяется внутренняя стоимость объекта оценки. Одновременно на его основе формируется другой рыночный показатель – **курс**, который служит основанием для сравнения с другими объектами инвестирования на рынке и, таким образом, формирует представления о ценностных качествах самой ценной бумаги.

Дивидендный доход может изменяться от 0 до некоторой положительной величины, но его получения приходится долго ждать (до очередного собрания акционеров). Получение стоимости на основе дивиденда может быть осуществлено как методом капитализации, так и методом дисконтирования.

При определении стоимости акции методом капитализации дивидендного дохода, ее величина рассчитывается в соответствии с выражением, представляющим собой модель Гордона, где в качестве ставки капитализации используется разность между рыночным процентом и темпом роста дивидендных выплат:

$$P_i^D = \frac{D_{t-1} \times (1+g)}{r_t - g},$$

где D_{t-1} – дивиденд в абсолютной сумме (рубли) для года, предшествующего началу прогнозного периода;

t – год существования акции;

r_t – рыночный процент в десятичных величинах для любого года t ;

g – ежегодный темп прироста дивиденда.

При определении стоимости на основании модели Гордона предполагается, что величина темпа прироста дивидендов g из года в год остается неизменной и, кроме того, она меньше ставки банковского процента. В случае отсутствия этих условий от метода капитализации следует отказаться.

При определении стоимости акции методом дисконтирования потока дивидендов ее величина рассчитывается в соответствии с выражением, где в качестве ставки дисконтирования используется рыночный процент:

$$P_i^D = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_t)^t},$$

где D_t – дивиденд в абсолютной сумме (рубли) для каждого года существования акции.

При замене бесконечности на конечное число лет к дисконтированному потоку дивидендов прибавляется дисконтированная прогнозируемая цена акции. Следует заметить, что при отсутствии дивидендов расчет стоимости по приведенным выражениям становится невозможным.

Процентный доход получается на твердопроцентные ценные бумаги (облигации, векселя). Он может формироваться как единовременно – в конце срока действия облигации (дисконтные облигации), так и периодически – в течение срока ее действия (купонные облигации), в связи с чем процентный доход удобно представлять в виде потока доходов. При этом особенностью является то, что величина процентного дохода гарантируется эмитентом вне зависимости от размера создаваемой им прибыли, поэтому на ее основе получается текущая рыночная стоимость объекта оценки.

Цена дисконтных облигаций (облигаций с нулевым купоном) определяется по формуле, где в качестве ставки дисконтирования используется **спот-ставка**:

$$P_z = \frac{CF_T}{(1 + r_t) \times T},$$

где CF_T – денежный поток через время T (выкупная цена);

T – время до погашения облигации в годах (в долях года);

r_t – спот-ставка для платежей, причитающихся через время T (в расчете на год).

Цена облигаций, имеющих твердый процент (купон), также определяется с использованием спот-ставки:

$$P_z = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + r_t)^t},$$

где CF_t – периодические платежи (купон), а также выкупная (нарицательная) стоимость облигации в конце срока:

r_t – спот-ставка для платежа каждого периода выплаты (в расчете на год).

Курсовой доход формируется на основе рыночного курса как разность между текущей рыночной ценой (текущим курсом) и ценой покупки. Несмотря на то, что на курсовом доходе отражается влияние величины дивидендных выплат, он в большей степени формируется исходя из представлений рынка о таких ценностях ценной бумаги, как спрос и предложение, состояние самого рынка и прочее, поэтому отражает ее текущую рыночную стоимость. Он может быть получен немедленно, но при этом он может быть как положительным, так и отрицательным.

Стоимость, определяемая на основании курсового дохода, обычно рассчитывается на основании рыночной капитализации, потому что построить прогноз рыночных цен методами фундаментального анализа невозможно. Вместе с тем эта проблема неплохо решается методами технического анализа, причем ставка капитализации берется та же, что и в случае с дивидендным доходом:

$$P_i^E = \frac{E_{t-1} \times (1 + g)}{r_t - g},$$

где E_{t-1} – курсовой доход в абсолютной сумме (рубли) для года, предшествующего началу прогнозного периода.

Прибыль – это показатель, который формируется в результате деятельности бизнеса и представляет собой подлежащий распределению результат этой деятельности. Он позволяет определить рыночную стоимость бизнеса практически с теми же свойствами и возможностями, что и определение стоимости на основании дивидендов, то есть фундаментальную внутреннюю стоимость. Отличие получаемых величин состоит в том, что в результате определения стоимости на основании дивидендов получается стоимость бизнеса, а на основе прибыли – стоимость действующего предприятия. Второе отличие носит чисто технический характер для расчета стоимости на основе прибыли необходимо располагать данными бухгалтерского учета эмитента оцениваемой акции. Третье отличие состоит в том, что для расчета ставки дисконтирования применяются совсем другие методы – модель оценки капитальных активов (МОКА) или кумулятивная модель.

В отличие от показателя прибыли, характеризующего результат деятельности бизнеса, оценщики наиболее часто обращаются к показателю **«денежный поток»**, который более подробно раскрывает внутренние принципы функционирования бизнеса, а именно то, что прибыль является не только источником удовлетворения потребностей собственников, но и одним из источников финансирования жизнедеятельности бизнеса. То есть в этом показателе учитывается возможность решения за счет прибыли таких проблем, как восполнение недостатка средств, направляемых на капитальные вложения с целью обновления основных фондов или развитие бизнеса, а также финансирование дополнительного роста объема выпуска продукции (расширение бизнеса). При этом имеется возможность одновременного учета других возможностей финансирования, таких как накопленная амортизация и привлечение внешних источников на основе займов или кредитов.

Денежный поток, генерируемый бизнесом, является синтетическим показателем и может быть представлен в двух видах – денежный поток на собственный капитал и денежный поток на инвестированный капитал (бездолговой денежный поток). Отличия состоят в источниках, генерирующих соответствующий поток. В первом случае (табл. 1) источниками денежного потока являются активы, сформированные за счет собственных средств компании, при этом заемные средства, на основе которых профинансирована оставшаяся часть активов, рассматриваются как приобретенные на рынке по рыночной цене. Этот денежный поток позволяет определить стоимость собственных средств эмитента.

Во втором случае (табл. 2) источником денежного потока являются все инвестиции в бизнес (собственные и заемные), которые присутствуют в достатке, чтобы профинансиро-

Таблица 1

Денежный поток на собственный капитал

Исходное:	прибыль до выплаты налогов и процентов	
	минус	налог на прибыль
	плюс	амортизационные отчисления
	плюс	прирост долгосрочной задолженности
	минус	проценты по долгосрочным обязательствам
	минус	капитальные вложения
	минус	прирост собственных оборотных средств
Итого	денежный поток	

Таблица 2

Денежный поток на инвестируемый капитал

Исходное:	прибыль после налогообложения	
	плюс	амортизационные отчисления
	минус	капитальные вложения
	минус	прирост собственных оборотных средств
Итого	денежный поток	

вать весь объем активов. Таким образом, привлекать дополнительные займы нет нужды. Это денежный поток позволяет определить стоимость всего инвестированного капитала. В этом случае стоимость собственного капитала определяется методом вычитания стоимости заемных средств из полученной стоимости.

Для денежного потока на инвестированный капитал применяется ставка дисконтирования, рассчитанная на основе модели средневзвешенной стоимости капитала, основой которой является ставка дисконтирования для собственного капитала, определенная на основе модели МОКА, и цена заемных средств.

2. Показателями, используемыми при оценке финансовых элементов капитала, также являются показатели эффективности вложений, к которым относятся **доходность и рентабельность**.

Доходность – это отношение дохода, полученного от ценных бумаг (дивиденды, проценты, премии), к инвестициям в нее. При этом различают понятия «доходность ценной бумаги» и «доходность по операциям с ценной бумагой». В первом случае речь идет о доходности, связанной с использованием ценной бумагой (получение дивидендов, процентов) и отражает внутреннюю стоимость объекта оценки. Во втором случае – о доходности, связанной с распоряжением ценной бумагой (купля-продажа, залог и прочее), которая основана на рыночном обороте ценной бумаги и отражает рыночные представления о ее стоимости. Доходность характеризует саму ценную бумагу как объект инвестирования и может варьироваться от 0 до нескольких сот процентов. Она меньше у надежных ЦБ и выше у рискованных, спекулятивных.

Показатели доходности используются при расчете элементов ставок дисконтирования при определении стоимости финансовых активов. Этот элемент используется в МОКА или в кумулятивной модели как риск на недостаточную доходность и рентабельность.

Доходность акций используется для расчета их рыночной стоимости с использованием показателей дохода. Доходность акций определяется доходностью инвестиций и уровнем выплачиваемых дивидендов. Факторами, определяющими доходность инвестиций, являются рентабельность производства и перспективы роста объема продаж:

$$D_t = D + D_k,$$

где $D = D_b / H$ – ставка дивиденда, которая зависит от суммы выплаченного по итогам года дивиденда (D_b) и номинала акции (H);

$D_k = (K_2 - K_1) / H$ – изменение курсовой стоимости на текущий момент (K_2) относительно цены покупки (K_1).

Рентабельность – адресное понятие, которое может относиться к деятельности, активам или капиталу. В применении к указанному понятию рентабельность отражает эффективность бизнеса. Доходность и рентабельность – близкие понятия. Если доходность характеризует эффективность ЦБ как товара, обращающегося на рынке, то рентабельность характеризует эффективность бизнеса, то есть она характеризует сам бизнес как источник создания прибыли и может изменяться от 0 до 100 процентов.

В качестве показателя эффективности вложений рассматривается рентабельность собственного капитала (ROE), которая построена на рентабельности активов и цене привлекаемого капитала. Показатель рентабельности применяется при определении фундаментальной внутренней стоимости бизнеса, на его основе рассчитывается такой элемент ставки дисконтирования, как риск на недостаточную доходность и рентабельность. Этот показатель хорошо представляется на основе расширенной модели Дюпона:

$$ROE = ROA + (ROA - \%) \times F_p,$$

где ROE – рентабельность СК;

ROA – рентабельность активов;
 % – цена привлекаемого капитала;
 F_p – финансовый рычаг.

Экономическая сущность этой модели отражает двоякий аспект влияния уровня эффективности вложений на величину стоимости бизнеса. Он основан на ожиданиях инвестора, осуществляющего вложения, при этом одновременно сохраняющего возможность альтернативных вложений на рынке. В случае, если цена капитала на рынке ниже рентабельности активов, то эффективность вложений будет выше, чем на рынке, и это будет способствовать росту стоимости бизнеса. Если же рентабельность активов ниже уровня банковского процента, то инвестор недополучает доход. В этом случае растут его риски (в частности риск недополучения доходов), что приводит к снижению стоимости капитала за счет роста рискованности вложений.

3. Показатели процентной ставки применяются при оценке твердопроцентных ценных бумаг. В случае оценки облигаций для этих целей используют так называемую спот-ставку (точечную ставку). Экспертная оценка спот-ставки опирается на устойчивые рыночные уровни ссудных процентных ставок и тенденции в их переменах, при этом базовыми показателями становятся ставки рефинансирования, действующие во время выполнения оценки.

При оценке векселей в случае отсутствия соответствующей рыночной информации расчет цены векселя ведется по правилам банковского дисконтирования, в котором роль ставки дисконтирования играет учетная банковская ставка:

$$\begin{aligned} C_B^T &= H_B(1 - mC_y) \text{ – при простых процентах;} \\ C_B^T &= H_B(1 - C_y)^m \text{ – при сложных процентах,} \end{aligned}$$

где C_B^T – текущая (приведенная) стоимость векселя в момент T ;

H_B – номинал векселя;

C_y – учетная ставка, принятая в момент T (в десятичных долях);

m – срок, оставшийся до погашения векселя от момента T (в годах, долях года).

4. Надежность ценных бумаг – это устойчивость их курсов к изменениям рыночной конъюнктуры. В более широком смысле надежность – это способность выполнять возложенные на ЦБ функции в течение определенного промежутка времени в условиях равновесного рынка. Надежность относится к синтетическим показателям, вбирающим в себя массу факторов, от состояния которых он и зависит.

В наибольшей степени надежность ценной бумаги зависит от надежности ее эмитента. Кроме того, надежность ЦБ связана с такими функциями, как ликвидность и доходность. Помимо экономических, на надежность ЦБ могут влиять политические, социальные, научно-технические и другие факторы. Точность оценки надежности ЦБ связана с объемом и качеством полученной информации о состоянии дел эмитента – его финансовой устойчивости, деловой активности, кредитоспособности, перспектив положения отрасли на рынке и т. д.

В качестве показателей надежности акций используются показатели платежеспособности их эмитентов, в частности модель Альтмана, модель надзора за ссудами Чессера, показатель Бивера, их также дополняют коэффициенты платежеспособности эмитента.

Модель Альтмана – это многофакторная дискриминантная модель. Она характеризует степень близости предприятия к банкротству:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5,$$

$$\text{где } X_1 = \frac{\text{Собственные обороты}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_2 = \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_3 = \frac{\text{Прибыль до выплаты налогов и процентов}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_4 = \frac{\text{Рыночная (балансовая) оценка собственного капитала}}{\text{Обязательства (балансовая оценка)}};$$

$$X_5 = \frac{\text{Объем реализации (продаж)}}{\text{Совокупные активы}}.$$

Значение коэффициента $Z > 2,99$ говорит о том, что финансовое состояние устойчиво и вероятность банкротства очень низка. При $Z < 1,8$ финансовое состояние неудовлетворительное и вероятность банкротства очень велика.

Модель Чессера – многофакторная дискриминантная модель. Она позволяет определить уровень кредитоспособности заемщика:

$$P = 1 / (1 + e^y);$$

$$Y = - 2,0434 - 5,24X_1 + 0,0053X_2 - 6,6507X_3 + 4,4009X_4 - 0,0791X_5 - 0,102X_6,$$

$$\text{где } X_1 = \frac{\text{Денежные средства и краткосрочные ЦБ}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_2 = \frac{\text{Продажи - нетто}}{\text{Денежные средства и краткосрочные ЦБ}};$$

$$X_3 = \frac{\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_4 = \frac{\text{Совокупная задолженность}}{\text{Совокупные активы}};$$

$$X_5 = \frac{\text{Основной капитал}}{\text{Чистые активы}};$$

$$X_6 = \frac{\text{Оборотный капитал}}{\text{Продажи - нетто}}.$$

Если $P > 0,5$, то заемщик относится к группе лиц, не способных выполнить договор, если $P < 0,5$, то заемщик является надежным участником договора.

Коэффициент Бивера характеризует способность бизнеса выполнять свои обязательства исходя из результатов деятельности. Он равен отношению притока денежных средств (амортизация плюс чистая прибыль) к общей сумме задолженности:

$$\text{Коэффициент Бивера} = \frac{\text{Амортизация} + \text{чистая прибыль}}{\text{Совокупная задолженность}}.$$

Рекомендуемое международными стандартами значение этого показателя (годовое) находится в интервале $0,17 \div 0,4$. Выполнение требований норматива свидетельствует о том, что уровень платежеспособности предприятия является высоким, невыполнение – о том, что он является низким.

Коэффициенты платежеспособности характеризуют финансовое состояние исследуемого бизнеса как с точки зрения самого бизнеса, так и с точки зрения субъектов, находящихся с ним в экономических отношениях:

$$\text{Коэффициент автономии} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Активы}} > 0,5$$

$$\text{Коэффициент обеспеченности СОС} = \frac{\text{Собственный капитал} - \text{внеоборотные активы}}{\text{Текущие активы}} > 0,1$$

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}} > 2,0$$

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент срочной ликвидности} &= \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие пассивы}} + \\ &+ \frac{\text{краткосрочные финансовые вложения} + \text{краткосрочная дебиторская задолженность}}{\text{Текущие пассивы}} > 0,1 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент абсолютной ликвидности} &= \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие пассивы}} + \\ &+ \frac{\text{краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Текущие пассивы}} > 0,3 \end{aligned}$$

$$\text{Соотношение задолженностей} = \frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Кредиторская задолженность}} = 1.$$

5. Корректирующие показатели. При оценке финансовых активов, кроме сквозных, также используются вспомогательные показатели, с помощью которых корректируется полученный результат. К ним относятся показатели ликвидности и ранжирования.

Ликвидность ценной бумаги – это способность ценной бумаги к реализации, степень ее обратимости в денежные средства. Эта величина – обратно пропорциональна времени, которое требуется для превращения ценной бумаги в деньги, и отражает возможность быстро и без потерь продать ценные бумаги по разумной, реальной рыночной цене, что является показателем ее качества. Ликвидность акций зависит от объема контроля, инвестиционных качеств, управленческих возможностей ценных бумаг и вероятности роста курсовой стоимости и получения дивидендов. Наличие какого-либо ограничения снижает стоимость акции.

Основой определения скидки за низкую ликвидность котированных акций может служить рыночная стоимость, скорость и уровень издержек реализации сопоставимых акций.

Ликвидность и величина скидки на недостаточную ликвидность некотируемым акциям обычно определяется экспертно и составляет 30÷50 процентов.

На величину скидки на недостаточную ликвидность могут влиять различные факторы, в частности статус эмитента. Акции закрытого акционерного общества (ЗАО), как правило, ценятся ниже акций открытого акционерного общества (ОАО) из-за дополнительных возможностей контроля за переходом акций в собственность новых акционеров в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Кроме этого, важным фактором является состояние рынка, на котором происходит обращение акций. Если это первичный рынок, то эмитируемые акции в основном оцениваются по общепринятым критериям, если это вторичный рынок, то цена акции во многом зависит от целей приобретения. Если продается малый пакет с ограниченными возможностями контроля или полным их отсутствием, то такой пакет, скорее всего, будет пользоваться малым спросом и его цена упадет. Если приобретаемый малый пакет с ограниченными возможностями контроля дополняет имеющийся до блокирующего или контрольного, то цена входящих в него акций будет находиться на уровне блокирующего или контрольного.

Ранжирование облигаций в портфеле между собой позволяет приблизить их стоимость к рыночной. Ранжирование осуществляется по двум показателям – дюрации и реально накопленной доходности.

Дюрация – это способ выявления срока, в течение которого можно возместить вложения в облигацию при условии, что рынок дает более высокую цену. Она является показателем числа лет, в течение которых окупаются вложения в облигацию в существующих рыночных условиях.

Дюрация используется для оценки эффективности вложения в твердопроцентные инструменты. Этот способ основан на сравнении эффективности двух и более инструментов с последующей корректировкой их стоимости. Сам по себе показатель не может превышать срок погашения облигации, но может быть меньше:

$$dur = \sum_{t=1}^N t \times \frac{C_t}{(1+r)^t p},$$

где dur – средневзвешенное время до погашения облигации;

t – срок наступления времени выплаты по каждому из периодов (последовательно 1, 2, 3 года и т. д.);

C_t – выплаты в % за период t ;

N – число лет;

r – текущая доходность до погашения (сумма купонных платежей к номинальной стоимости актива);

p – рыночная цена инструмента.

Реально накопленная доходность (RCY) – это показатель для сравнения активов, приносящих доход с учетом влияния процента на процент. Имеется в виду, что доходы от облигаций помещаются в другие источники доходов, что позволяет увеличить массу дохода. Реально накопленная доходность также используется для оценки эффективности вложения в твердопроцентные инструменты и применяется после корректировки на основе дюрации. Для расчета используются ставки наращивания по сложным процентам:

$$RCY = \left(\frac{TV}{p} \right)^{1/n},$$

где TV – конечная стоимость инвестиций;

P – цена приобретения облигации;

n – срок до погашения (общий с момента выпуска), представляемый количеством периодов выплаты купонов.

Достоинства и недостатки стандартов и методов оценки

Общие проблемы

В своей профессиональной деятельности оценщики применяют общепринятые и общепризнанные подходы и методы оценки, а также установленные стандарты оценки. Эти

методы и стандарты имеют под собой научную основу и являются продуктом научных изысканий как в области экономики вообще, так и в области экономической оценки, в частности.

Специфика российской экономической оценки состоит в том, что в России соответствующая научная база находится в стадии формирования, поэтому она преимущественно основывается на достижениях зарубежной экономической оценки, в частности американской. В связи с этим в оценочных кругах до сих пор идут достаточно серьезные споры относительно следующих положений:

- о сущности и источниках рисков, методах их оценки;
- об условиях применения тех или иных оценочных методов и предпочтительности одних перед другими для решения конкретных задач;
- о порядке согласования результатов, полученных на основании различных подходов, особенно при существенных разбросах их значений.

Большие разногласия вызывает порядок учета текущей инфляции, особенно в связи с тем, что представительные и полные данные относительно этого показателя малодоступны, и оценщики в своей работе используют усредненные показатели инфляции как по году, так и по всем продуктам, товарам, услугам, а также по всем регионам Российской Федерации, что очень напоминает ситуацию, когда средней температурой всех больных в палате руководствуются для лечения конкретного больного.

Специфической особенностью отечественной оценки является тот факт, что оценочные методы и принципы, применяемые в зарубежной экономической и рыночной среде и основанные на иностранном менталитете, легли на отечественную правовую базу, основанную на российских представлениях о собственности и других вещных правах и их экономическом наполнении. В связи с этим правовой анализ объекта оценки выполняется на достаточно упрощенном уровне, хотя Федеральным законом Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ст. 5) права собственности и иные вещные права прямо названы объектами оценки. Эта особенность проявляется в том, что такой важный элемент объекта оценки бизнеса, как стоимость права контроля, имеющий решающее значение при определении рыночной стоимости пакетов долевых ценных бумаг, до сих пор не имеет надежной методической базы и устанавливается при помощи примитивного метода пропорции.

Серьезную проблему представляет отсутствие убедительных методик корректировки стоимости компаний-аналогов при применении методов сравнительного подхода. Поскольку компании различаются между собой по большому количеству характеристик, учесть которые при отсутствии корректирующих методик практически невозможно, применение сравнительного подхода сводится к простому подбору наиболее полного аналога. Однако в условиях российской действительности, характеризуемой чрезвычайно малым количеством данных о сделках купли-продажи, вероятность такого подбора настолько мала, что делает практически невозможным применение сравнительного подхода.

Оценочные концепции

В оценке теоретически выделяют две концепции оценки ценных бумаг – концепция оценочной деятельности и концепция ценообразования на фондовом рынке. Первая концепция опирается на методы, в основном используемые независимыми оценщиками, вторая – биржевыми операторами.

Независимые оценщики формируют свое мнение относительно рыночной стоимости ЦБ для принятия решений, связанных с возможностью отчуждения ценных бумаг в широком смысле (купля-продажа на бирже или на рынке, залог, дарение и прочее), пользования (обеспечение нового выпуска, выкуп, дробление, объединение и прочее) или владения ими (уплата налогов, пошлин и прочее). Для свершения гражданских актов мнение независимого оценщика официально используется как основное, так как подкрепляется отчетом об оценке, являющимся официальным документом, поступающим в гражданский оборот.

База оценки, основанная на теориях ценообразования на фондовом рынке, как правило, используется биржевыми операторами при принятии оперативных решений во время торгов, связанных с текущей продажей или приобретением на бирже ценных бумаг. Концепция рыночного ценообразования имеет ряд существенных ограничений:

- основной задачей ее применения является определение предсказания будущих цен для формирования сегодняшних решений по конкретным финансовым инструментам;
- мнение фондового оператора не может быть использовано для свершения гражданских актов, поскольку не подкрепляется соответствующим документом;
- концепция рыночного ценообразования касается только финансовых инструментов, имеющих хождение на рынке.

Оценщик может обращаться к этим методам, рассматривая их в качестве дополнительных к основным. В гораздо большей степени оценщик нуждается в результатах торгов или хотя бы в котировках, нежели в биржевых оценках.

Оценочная деятельность опирается на ряд стандартных положений (правил), к которым относятся:

- стандарты оценки,
- стандарты стоимости,
- стандартные подходы и методы оценки.

Стандарты:

- единым образом истолковывают понятия, определения и термины, используемые в оценке;
- обеспечивают объективность в процессе осуществления оценочных работ;
- устанавливают ответственность оценщика перед клиентом, перед другими оценщиками;
- дают общие указания о применении разных оценочных методов в практической деятельности;
- квалифицируют неэтичные и непрофессиональные действия в оценочной практике.

Стандарты оценки представляют собой базовые принципы оценки, которые играют роль критериев для формирования тех или иных оценочных решений. Они объединены между собой в 4 группы:

1) принципы, отражающие интерес пользователя (принцип полезности, принцип замещения, принцип ожидания);

2) принципы, отражающие стоимостные свойства имущества (принцип остаточной продуктивности земли, принцип вклада, принцип возрастающей или убывающей отдачи, принцип сбалансированности, принцип экономического разделения (соединения) имущественных прав);

3) принципы, отражающие свойства окружающей (рыночной) среды (принцип зависимости, принцип соответствия, принцип соответствия спроса и предложения, принцип конкуренции, принцип изменения);

4) принципы, отражающие свойства использования объекта оценки (принцип наилучшего, наиболее эффективного использования).

Стандарт стоимости (иначе база стоимости) – это вид стоимости имущества, в значении которой реализуется цель и метод оценки. Стоимость относится к числу фундаментальных экономических категорий. Она имеет следующие наиболее очевидные свойства:

- мера полезности, способствующая удовлетворению потребностей или приносящая его;
- мера затрат, которые необходимо понести для создания вещи аналогичной полезности;
- мера доступности, которая со своим ростом снижает стоимость;
- мера способности к обмену на другие вещи;
- способность быть измеренной, в частности в денежных единицах.

Существует ряд понятий стоимости, отражающих ее суть в том или ином виде. В пер-

вую очередь следует упомянуть рыночную стоимость, поскольку ее определение дано в законе об оценочной деятельности.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект может быть продан на основании сделки в условиях конкуренции, когда продавец и покупатель действуют, располагая всей доступной информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- продавец не обязан продавать объект оценки, а покупатель не обязан его приобретать;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект сделки представлен на продажу в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Данное определение стоимости соответствует развитому, сбалансированному рынку. На рынках, не соответствующих этим требованиям необходимо вносить соответствующие корректировки в получаемый результат.

Кроме упомянутого определения стоимости, также используются ряд других, наиболее точно соответствующих выбираемым целям оценки:

- инвестиционная стоимость;
- стоимость действующего предприятия;
- балансовая стоимость;
- стоимость чистых активов;
- ликвидационная стоимость (стоимость при упорядоченной ликвидации, стоимость при вынужденной ликвидации);
- страховая стоимость;
- себестоимость.

Стандартные подходы

В оценочной деятельности используются три подхода к определению стоимости, закрепленные Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»: затратный, доходный и сравнительный. При этом закон требует обязательного применения всех трех подходов или обоснованный отказ от применения какого-либо из них.

Затратный подход отражает представления текущего собственника, чья позиция сводится к тому, что акция стоит столько, сколько стоит соответствующая доля действующего предприятия (бизнес-эмитента), и определяется как стоимость замещения или воспроизводства активов. Этот подход основан на исторической стоимости имущества, его содержанием являются следующие утверждения:

- стоимость акций определяется на основании величины затрат на создание аналогичного предприятия;
- стоимость акции является производной от стоимости активной части капитала;
- стоимость акций зависит от общей величины рыночной стоимости каждого элемента актива, скорректированной с учетом времени и затрат на их реализацию за вычетом стоимости обязательств.

Доходный подход. Потенциального инвестора обычно мало интересует стоимость основных фондов предприятия, его имущественного комплекса в целом. Главным образом его интересует, какую прибыль будет приносить предприятие и за какую сумму инвестор сможет продать свою долю в этом предприятии через определенное время. Доходный подход основан на перспективных доходах (результатах деятельности), создаваемых на перспективной стоимости имущества (в том числе того, которое еще будет приобретено). Его содержанием являются следующие утверждения:

- стоимость акций зависит от величины будущей прибыли и размера рисков вложений;

- стоимость акций определяется способностью предприятия генерировать прибыль и сопутствующими этому рисками.

Сравнительный подход основан на том, что стоимость оцениваемых ценных бумаг равна цене акций аналогичного предприятия, недавно проданного на рынке. Этот подход базируется на исторических результатах деятельности, осуществляемой на имеющихся активах (имуществе). Его содержанием являются следующие утверждения:

- акция имеет стоимость, сопоставимую со стоимостью продаж акций, аналогичных по виду деятельности, профилю, объему капитала, коэффициентам и иным параметрам;
- стоимость акций зависит от размера прибыли;
- стоимость акций определяется сложившимся соотношением спроса и предложения, а также конкуренцией на рынке.

Основные характеристики подходов

Затратный подход

При использовании затратного подхода ожидаемый результат характеризуется следующим:

- подход позволяет определить стоимость акций из контрольного пакета;
- подход позволяет определить рыночную стоимость компании, основанную на активах.

Ограничения – подход ограничивает оценку снизу, т. е. определяет нижнюю границу значения стоимости имущества.

Достоинства:

- основан на рыночной стоимости реально существующих активов;
- особенно пригоден для некоторых видов компаний и целей оценки (холдингов, инвестиционных фондов и т. д.);
- всегда реализуем.

Недостатки:

- часто не учитывает стоимость нематериальных активов и гудвилла;
- статичен, не предусматривает учет будущих ожиданий;
- не рассматривает уровни прибыльности или убыточности;
- учитывает не риски, источниками которых являются сам бизнес и фондовый рынок, а риски, источниками которых являются рынки активов;
- не учитывает этап жизненного цикла предприятия;
- не учитывает соотношение спроса и предложения на производимую продукцию.

Проблемы, связанные с применением подхода. При применении затратного подхода не возможна точная оценка рыночной стоимости нематериальных активов, поскольку метод избыточной прибыли опирается не на рыночные, а на среднеотраслевые показатели, которые не всегда адекватны рыночным представлениям (касается отраслей, предприятия которых не котируются на рынках и биржах).

Доходный подход

При использовании доходного подхода ожидаемый результат характеризуется следующим:

- подход позволяет определить стоимость акций из контрольного пакета;
- подход позволяет определить фундаментальную стоимость компании.

Ограничения:

- подход не применим к убыточным компаниям;
- подход ограничивает оценку сверху.

Достоинства:

- единственный метод, учитывающий будущие ожидания;
- учитывает рыночный аспект (рыночный дисконт);
- учитывает экономическое устаревание.

Недостатки:

- трудоемкость прогноза;
- носит частично вероятностный характер;
- не всегда реализуем (не применим к убыточным компаниям).

Проблемы, связанные с применением подхода. Возникают сложности с определением ставки дисконтирования, поскольку МОКА имеет ограниченную область применения в связи с жесткими требованиями, предъявляемыми ею к качеству рынка, не говоря о размере выборки данных для обеспечения требуемой точности статистических оценок. Расчеты на основе кумулятивной модели существенно формализованы, что существенно снижает ее достоверность.

Сравнительный подход

При использовании сравнительного подхода ожидаемый результат характеризуется следующим:

- подход позволяет определить стоимость акций как из контрольного, так и неконтрольного пакета, в зависимости от применяемых методов;
- подход позволяет определить рыночную стоимость компании, основанную на результатах торгов, что может не совпадать с внутренней стоимостью компании.

Ограничения:

- подход позволяет определить компромиссную оценку между участниками торгов при условии, что торги состоялись;
- результат применения подхода будет состоятельным при условии сформировавшегося и стабильного рынка. Выполнение этих условий и предполагает баланс интересов участников.

Достоинства:

- полностью рыночный метод;
- отражает существующую реальную практику продаж;
- доступен для всех компаний.

Недостатки:

- основан на исторических итогах деятельности;
- требует целого ряда поправок и корректировок;
- данные труднодоступны, в связи с чем не всегда реализуем.

Проблемы, связанные с применением подхода. Практически полностью отсутствует методическая база корректировки цены компаний-аналогов, что существенно сужает область применения подхода, а в российских условиях практически лишает оценщиков возможности воспользоваться им.

Проблемы согласования результатов

Кроме перечисленных особенностей, касающихся непосредственно применяемых подходов, в оценочной практике имеется и ряд методологических проблем. Среди них можно отметить проблему, возникающую при согласовании полученных результатов. Суть этой проблемы состоит в сложности получения итоговой оценки в случае, когда стоимость, определенная с применением затратного подхода, получается выше стоимости, определенной с применением доходного подхода. Дело в том, что в подобной ситуации рыночной цены не существует, поскольку торги не проводятся. А оценщик должен дать оценку, так как его мнение необходимо для принятия решения. Получается, что в этой ситуации оценщик будет формировать свое мнение, опираясь на нерыночные принципы, поскольку должен дать заключение о результатах сделки, невыгодной для обеих ее участников.

В заключение следует вернуться к роли оценки в процессе управления имуществом. Она состоит в том, что оценка является основой принятия решения, поэтому зависит в том числе и от качества оценки принимаемых решений. Устранение упомянутых проблем позволит обеспечить повышение качества и эффективности оценки.