

3.2 Основы оценки стоимости финансовых активов

Под комплексной оценкой финансового актива понимают определение его основных характеристик. При этом, прежде всего, подлежат оценке рыночная стоимость актива и реальная ставка дохода, которую он обеспечивает инвестору, или необходимая ставка дохода, которую финансовый актив должен обеспечить инвестору в соответствии с уровнем его риска и ликвидности.

Оценка финансовых активов осуществляется как на первичном, так и на вторичном рынке. На первичном рынке она заключается в установлении такой ставки дохода по финансовому активу, которая бы отвечала степени его риска, рыночным процентным ставкам, кредитному рейтингу эмитента. На вторичном рынке – это переоценка финансового актива, корректировки его рыночной цены таким образом, чтобы финансовый актив определённого уровня риска обеспечивал определённый уровень дохода.

Текущая рыночная стоимость финансового актива определяется суммой будущих платежей по активу, дисконтированных через текущую структуру рыночных процентных ставок. Часто эту величину называют расчетной рыночной стоимостью, так как она может быть не равной текущей рыночной стоимости актива, устанавливаемой на рынке в результате уравнивания спроса и предложения на данный актив. Соответствие текущей рыночной стоимости и расчётной рыночной стоимости зависит от выбора ставки дисконтирования и точности определения ожидаемых денежных потоков по каждому конкретному финансовому активу.

Расчётная рыночная стоимость финансового любого финансового актива может быть определена как настоящая стоимость ожидаемых денежных потоков по активу. Дисконтированных по процентной ставке, определённой уровнем риска данного финансового актива и текущими рыночными процентными ставками.

В целом оценка рыночной стоимости состоит из трёх этапов:

1. Расчет определённого или оценка неопределённого ожидаемого денежного потока и оценка вероятности получения этого денежного потока инвестором;
2. Определение процентной ставки для дисконтирования ожидаемого денежного потока;

3. Непосредственный расчет настоящей стоимости денежного потока с использованием величины денежного потока и процентной ставки.

К специальным принципам оценки финансовых активов относятся:

- принципы учета сбалансированности спроса и предложения,
- отражения балансовой стоимости и накопления активов,
- комплексности,
- замещения,
- инвестиционных ожиданий,
- аналогии или сопоставления,
- соответствия условиям и требованиям рынка по уровню доходности, ликвидности, конкурентоспособности и др.

Основными функциями оценки финансовых активов являются информационно-справочная и управленческая. Выбор методики определения их рыночной стоимости зависит от характера ценной бумаги, количества ценных бумаг, времени, вида, формы и условий оплаты и регистрации сделок.

Понятие стоимости финансовых активов тесно связано с их юридической спецификой и экономической сущностью.

Соответственно, при оценке, необходимо сначала определить правомочие финансового актива как документа, а затем определять стоимость его инвестиционных качеств и управленческих возможностей, которые в первую очередь будут связаны с правами, удостоверяемыми оцениваемым активом (в законодательном, нормативном документе, уставе общества, внутреннем документе общества и т.д.)

Отдельно хотелось бы остановиться на экономической сущности ценных бумаг. Ценная бумага есть одна из форм существования стоимости наряду с другими формами ее существования в качестве товара, денег или капитала, но уже в качестве невещественной, или фиктивной формы стоимости.

У владельца ценной бумаги сам капитал отсутствует, но имеются права на него, которые зафиксированы в форме ценной бумаги как специфического финансового актива.

Вместе с тем, ценная бумага – это товар с конкретным набором товарных характеристик, правда этот товар особого рода, который выступает как титул собственности или долговое обязательство, дающий право на получение дохода и имеющий хождение на рынке.

В процессе товарного обмена у ценной бумаги проявляются два свойства:

- потребительская стоимость (общественная полезность);
- меновая стоимость (свойство обмениваться на другие ценные бумаги, товары, деньги в определенных количественных пропорциях).

К экономическим свойствам ценной бумаги, как и других видов финансовых активов, следует отнести: стоимость, доходность, ликвидность, наличие самостоятельного оборота, скорость обращения, инвестиционный потенциал.

Особое внимание при оценке стоимости финансовых активов следует уделить деловым качествам, репутации эмитента, его специализации, инвестиционному климату и потенциалу его месторасположения, перспективности бизнеса, которым он занимается.

Финансовые активы оцениваются в целях: купли-продажи; внесения в уставный капитал, залога, страхования, в случаях ликвидации компании-эмитента или компании-инвестора, в случаях реструктуризации (слияния, выделения, разделения, присоединения, поглощения и др.), банкротства, первоначальное публичное размещение акций (ИРО).

Цели оценки ценных бумаг определяют используемые стандарты стоимости. В результате одна и та же ценная бумага может иметь одновременно несколько видов стоимости, которые могут существенно различаться по величине.

При определении каждого вида стоимости ценной бумаги применяется специальная методика. В результате одна и та же ценная бумага может иметь одновременно несколько видов стоимости, которые могут существенно отличаться по величине.

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, то есть 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.

В соответствии с Федеральными стандартами оценки (ФСОН^{№2}), утвержденными приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года 50^{№255} при осуществлении оценочной деятельности используются различные виды стоимости.

Применительно к оценке ценных бумаг можно использовать: рыночную, инвестиционную, ликвидационную стоимость.

Однако стоимостная характеристика ценных бумаг отражается в таких показателях как, курс, процентная ставка, цена и, следовательно, при инвестиционном анализе используются другие терминологические виды стоимости.

Существует большое число разновидностей стоимости, которое не ограничено перечнем, указанным в таблице.

Эмиссионная стоимость – это стоимость первичного размещения акций, которая может отличаться от номинальной как в меньшую, так и в большую сторону.

В статье 12 Закона «О приватизации» вводится новый термин для измерения стоимости – нормативная цена. В основе ее определения должна лежать уточненная в ходе инвентаризации активов и обязательств информация бухгалтерского баланса приватизируемого предприятия.

Нормативная цена – это минимальная цена, по которой возможно определение приватизируемого имущества. Рассчитывается на основе

Постановления Правительства Российской Федерации от 14 февраля 2006 г. № 87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» Закон «О приватизации» вводит еще один термин – начальная цена приватизируемого государственного и муниципального имущества. По существу начальная цена представляет собой аналог обоснованной рыночной стоимости.

Различные виды стоимости ценных бумаг необходимы для разных операций с ними.

При проведении оценки ценных особое внимание следует обратить на внутреннюю, теоретическую или фундаментальную стоимость, рыночную стоимость, как наиболее часто применяемый при оценке стандарт стоимости, и инвестиционную стоимость.

Внутренняя или фундаментальная стоимость отражает финансовое состояние эмитента на момент оценки и является потенциальной величиной, которая может быть адекватно воспринята рынком, недооценена или переоценена, в зависимости от рыночных ожиданий инвесторов и конъюнктуры рынка в целом.

Рыночная, или справедливая, стоимость – это сумма денежных средств, достаточная для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку независимыми друг от друга сторонами.

Инвестиционная стоимость отражает конкретного инвестора, причем ее величина может изменяться с изменением инвестиционных целей одного и того же инвестора. Инвестиционной целью может быть:

- доходность, в этом случае инвестор отдает предпочтение рискованным, но доходным бумагам;
- надежность, в этом случае выбор инвестора падет на низкодоходные, но надежные ценные бумаги, например, государственные облигации;
- ликвидность – инвестор заинтересован в приобретении ценных бумаг, которые легко и быстро могут быть проданы на бирже с минимальной потерей стоимости.

В конкретный момент времени для конкретного инвестора наибольшую ценность представляют те ценные бумаги, которые в наибольшей степени отвечают его инвестиционным целям.

Ликвидационная стоимость - это расчетная величина, отражающая

наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

При определении ликвидационной стоимости в отличие от определения рыночной стоимости учитывается влияние чрезвычай-

ных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

При оценке стоимости ценных бумаг оценщик руководствуется практически теми же принципами, что и при оценке бизнеса, при этом ведущую роль играют принципы наилучшего и наиболее эффективного использования; принцип зависимости от фондового рынка, принцип изменения стоимости и принцип экономического разделения и соединения прав.

Руководствуясь данными принципами, оценщик проводит оценку ценных бумаг с позиций всех трех подходов: доходного, затратного и сравнительного.

При этом особое значение имеет доходный подход, так как именно величина, способ и время получения дохода и выгод от владения ценными бумагами интересуют инвестора прежде всего.

Потому можно сказать, что базовая формула доходного подхода является основной формулой для расчета стоимости ценных бумаг. Эта формула может претерпевать изменения и модификации, в зависимости от конкретных характеристик и параметров той или иной ценной бумаги.

Факторы, определяющие стоимость ценных бумаг.

Оценка стоимости ценных бумаг – это определение рыночной стоимости ценной бумаги на конкретную дату с учетом влияния рыночной конъюнктуры, систематических и несистематических рисков, факторов времени и ожидания дохода.

К основным показателям, влияющим на оценку стоимости ценных бумаг следует отнести:

- разнообразие различных видов стоимости ценных бумаг;
- наличие ряда альтернативных концепций определения стоимости ценных бумаг;
- альтернативность методов расчета стоимости ценных бумаг;
- специфика модификаций ценных бумаг;
- одновременное влияние на стоимость ценных бумаг различных факторов;
- недостаток специалистов;
- отсутствие специализированных структур.

Особое значение при оценке стоимости ценных бумаг имеет формирование информационной базы, которая включает в себя блок внутренней информации (финансовое состояние эмитента, объем выпуска, условия выпуска, срок обращения) и блок внешней информа-

ции (результаты фундаментального и технического анализа фондового рынка, финансовые и общеэкономические характеристики участников рынка ценных бумаг).

Основные факторы, влияющие на стоимость ценных бумаг:

Спрос, определяемый предпочтениями потребителей, предпочтения зависят от того, какие доходы приносит объект или вид деятельности собственнику, в какое время, с какими рисками это связано, каковы возможности контроля и перепродажи объекта;

Доход (прибыль), который может получить собственник объекта. Доход зависит от характера хозяйственной деятельности и возможности получить прибыль от продажи объекта после его использования. Прибыль от хозяйственной деятельности определяется соотношением доходов и расходов;

Время. Оно рассматривается в нескольких измерениях: как текущее время при дисконтировании финансовых потоков и как конечные отрезки времени, например для сроков окупаемости затрат

Риск, под которым понимается вероятность того, что фактически полученный доход будет отличаться от ожидаемого.

Степень контроля, который получает новый собственник (инвестор).

Она непосредственно зависит от объема прав, обусловленных финансовым инструментом.

Ликвидность: рынок готов выплатить дополнительную премию за активы, которые могут быть обращены в деньги с минимальными потерями части стоимости;

Ограничения: стоимость компании реагирует на любые ограничения, которые могут возникнуть впоследствии (например, государство ограничивает цены на продукцию);

Спрос и предложение, их соотношение. Спрос на активы наряду с их полезностью зависит от платежеспособности потенциальных инвесторов и др.

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, политические и экономические кризисы);

К внутренним факторам относятся факторы, тесно связанные с развитием фондового рынка (уровень экономической состоятельности эмитента, соотношение спроса и предложения).

К макроэкономическим факторам относятся общие тенденции развития переходной экономики (политика государства и конкретные действия его института).

К микроэкономическим факторам относятся направление развития регионального рынка и отдельного отраслевого сегмента рынка ценных бумаг.

К объективным факторам можно отнести влияние изменений фондовых индексов, изменение курса ценных бумаг из-за повышения или уменьшения инвестиционной привлекательности.

Субъективные факторы, связанные с деятельностью эмитента и его контрагентов:

- Вероятные (ожидаемые).
- Маловероятные (возможные).
- Случайные (неизвестные и неожиданные).

Существенное влияние на стоимость ценных бумаг оказывают также затраты (издержки) связанные с выпуском, размещением, обращением, сменой собственника ценных бумаг.

3.3 Практические задания

Задача 1

Определите стоимость одной акции предприятия. Информация для расчета, руб.

1. Чистая прибыль	450 000
2. Чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию	4 500
3. Балансовая стоимость чистых активов компании	6 000 000
4. Мультипликатор цена/балансовая стоимость	3

Задача 2

Оцениваемый объект недвижимости будет приносить чистый операционный доход в 12 000 долл. в течение следующих 5 лет. Предположительно, что через 5 лет объект будет продан за 120 000 долл. Какова текущая стоимость оцениваемого объекта при рыночной ставке дохода 8%?