Оценка стоимости ценных бумаг

Основные виды стоимости ценных бумаг

- номинальная
- балансовая (бухгалтерская)
- рыночная (курсовая)
- действительная (внутренняя)
- ликвидационная

Номинальная стоимость или просто номинал ценной бумаги (N)

- денежная сумма, которая при документарной форме выпуска указывается непосредственно в сертификате ценной бумаги и в проспекте эмиссии, а при бездокументарной форме выпуска - только в проспекте эмиссии ценных бумаг.
- Номинальная стоимость - это постоянная величина, которая устанавливается в процессе принятия решения об эмиссии и может быть изменена эмитентом только после проведения предусмотренной законодательством процедуры внесения изменений в проспект эмиссии.
- Номинальная стоимость играет важную роль при первичном размещении ценных бумаг (при продаже ценных бумаг эмитентом первым держателям). Например, законодательство запрещает размещать акции компаний по цене ниже номинальной стоимости. При размещении облигаций номинальная стоимость служит ориентиром, относительно которого (в процентах) устанавливается цена размещения.

Балансовая (или бухгалтерская) стоимость ценной бумаги (B)

- представляет собой стоимость этого актива по данным бухгалтерского баланса организации-инвестора. Это наиболее стабильный во времени вид переменной стоимости ценных бумаг, так как износ на них не начисляется.

Рыночная стоимость или курсовая стоимость ценной бумаги (Р)

- соответствует той цене, которая складывается в результате баланса спроса и предложения, и по которой ее можно продать на конкурентном рынке.
- Поскольку рыночная стоимость не основывается на данных бухгалтерского баланса, она может быть лишь в незначительной степени связана с балансовой стоимостью соответствующей ценной бумаги.
- Текущие рыночные котировки ценных бумаг являются непосредственным отражением рыночной стоимости. Действующее законодательство требует размещения дополнительных выпусков акций и привилегированных акций, конвертируемых в акции других типов, по рыночной стоимости.

Действительная (внутренняя) стоимость ценной бумаги (S)

- представляет собой цену, которую эта ценная бумага должна была бы иметь, если учесть все факторы, влияющих на формирование ее стоимости: состояние активов, наличие прибыли, перспектив на будущее и уровня руководства компании-эмитента и т. п. Иначе говоря, действительная стоимость ценной бумаги - это ее истинная стоимость, отражающая действие целого ряда экономических факторов. Иногда ее еще называют справедливой рыночной стоимостью. Если инвесторы на рынке ценных бумаг действуют достаточно эффективно и обладают необходимым объемом информации, то текущая рыночная стоимость любой ценной бумаги должна колебаться около значения, близкого к ее действительной стоимости.

Для оценки действительной стоимости ценной бумаги могут быть использованы два подхода:

- статистический подход основан на обработке (взвешивании и усреднении) большого массива информации о рыночной стоимости оцениваемой бумаги или аналогичных ей ценных бумаг.
- При этом действительная стоимость ценной бумаги определяется как цена, по которой она может быть продана в результате добровольного соглашения между покупателем и продавцом при условиях, что сделка не должна осуществляться в срочном порядке, а обе стороны (покупатель и продавец) компетентны в вопросах оценки стоимости, не подвергаются давлению и имеют достаточно полную и достоверную информацию об объекте купли-продажи.

Для оценки действительной стоимости ценной бумаги могут быть использованы два подхода:

- детерминированный подход предполагает вычисление действительной стоимости ценной бумаги как приведенной стоимости получаемого инвестором денежного потока, дисконтированного по требуемой им ставке доходности, которая учитывает риск, связанный с данной инвестицией.

Ликвидационная стоимость ценной бумаги (L)

- определяется размером денежной компенсации, которую должен получить ее владелец в случае ликвидации компании эмитента.
- Ликвидационная стоимость ценной бумаги может, вообще говоря, оказаться выше ее рыночной или действительной стоимостей. Это характерно для ситуации, когда совокупные чистые активы компании стоят дороже, чем весь реально функционирующий бизнес этой компании, т. е. ликвидационная стоимость компании выше ее коммерческой стоимости (или стоимости действующей компании).

Оценка облигаций
Общие положения

- облигация - это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

- Любая облигация, в соответствии с действующим законодательством, должна иметь номинал Nобл, устанавливаемый явным образом при эмиссии. В мировой и отечественной практике отсутствуют примеры изменения номинала облигаций после их размещения.

- У облигации почти всегда имеется установленный срок погашения - дата, когда компания обязана выплатить держателю облигации номинальную стоимость данного финансового инструмента.

- Решением о выпуске облигаций должен быть определен размер (порядок определения размера) доходов по облигациям, в том числе размер Sкуп или порядок определения размера каждого купона в случае установления купонного дохода по облигациям выпуска. Порядок определения размера дохода по облигациям должен позволять определять размер дохода владельцев облигаций в зависимости от изменения указанных в таком порядке показателей (факторов), которые не могут изменяться в зависимости от желания эмитента. Например, порядок определения размера купонного дохода может определяться формулой с переменными (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли на рынке ценных бумаг и т. п.), значения которых не могут изменяться в зависимости от усмотрения эмитента.

- В большинстве случаев каждая эмиссия (или транш) облигаций характеризуется определенной купонной ставкой или номинальной годовой процентной ставкой r. Установленная эмитентом процентная ставка по облигации - это ежегодная величина процентных платежей, деленная на номинальную стоимость соответствующей облигации. Если, например, купонная ставка процента по облигации номинальной стоимостью 1000 руб. равняется 20%, тогда компания должна ежегодно (вплоть до наступления срока погашения) выплачивать держателю такой облигации 200 руб.

- Термин «купонная ставка» происходит от отрывных купонов, которые прикреплялись к сертификатам облигаций на предъявителя (были очень распространены в России до революции 1917 года) и которые в момент предъявления агенту, выполняющему платежи, или эмитенту дают право держателю облигации получить проценты, начисленные ему на соответствующую дату. В наши дни облигации, право собственности на которые регистрируется в реестре у эмитента, позволяют их зарегистрированному владельцу получать причитающиеся ему проценты без предъявления купона.

- Как правило, владельцу облигации периодически, до тех пор, пока она не будет полностью погашена компанией-эмитентом, выплачиваются заранее объявленные проценты (процентный доход). Поэтому, при определении действительной стоимости облигации следует выполнить дисконтирование, которое заключается в капитализации соответствующего денежного потока, который должен получить держатель этой ценной бумаги в течение всего срока ее выпуска. Обычно по условиям облигационного займа эмитент обязуется выплатить держателю облигации объявленные проценты (процентный доход) в течение указанного количества лет и окончательный платеж, равный номиналу облигации, при наступлении срока ее погашения.

- Ставки дисконтирования (дисконта), или капитализации, применяемые к оценке соответствующих денежных потоков (от эмитента к держателю облигации), различаются для разных облигаций. Это обусловлено неодинаковым уровнем риска инвестирования в разные облигации. В общем случае принято считать, что ставка доходности, которую желает получить держатель облигации, состоит из так назы- ваемой безрисковой ставки доходности (определяемой государственными долговыми инструментами с предельно низким риском) и дополнительной премии за риск

Бессрочные облигации

- К уяснению процедуры определения действительной стоимости облигаций удобнее всего приступить с особого их класса, не имеющего конкретного конечного срока погашения: так называемая бессрочная рента в форме облигации. Вообще говоря, в российской практике последних десятилетий такого рода облигации не встречались, но на их примере можно проиллюстрировать простейшую методику оценки облигаций. В международной практике примером таких облигаций являются английские «консоли», впервые выпушенные правительством Великобританией после наполеоновских войн с целью консолидации предыдущих займов.

- В данном случае действительная стоимость облигации находится как приведенная стоимость бессрочной облигации и равняется капитализированной стоимости бесконечного потока процентных платежей. Если какая-то облигация предусматривает для ее владельца фиксированные ежегодные бессрочные выплаты, то ее приведенная стоимость Sобл при требуемой инвестором годовой ставке доходности этого долгового обязательства rt, равняется:

$$S_{обл} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{S_{куп}}{(1+r_t)^t}, \qquad (1)$$

где:

$S_{куп}$ – бессрочные ежегодные купонные выплаты.

При небольшой ставке доходности ее можно считать одинаковой из года в год. В этом случае уравнение (1) можно упростить:

$$S_{обл} = \frac{S_{куп}}{r}, \qquad (2)$$

- Например, инвестор приобрел облигацию, которая в течение неограниченного времени может приносить ему ежегодно 50 руб. Предположим, что требуемая инвестором годовая ставка доходности для этого типа облигаций составляет 16%. Приведенная стоимость такой ценной бумаги будет равняться:
- Sобл = 50/0,16 = 312,5 руб.
- Это именно та сумма, которую инвестор обычно готов заплатить за такую облигацию при условиях, что покупка не производится в срочном порядке, он достаточно компетентен в вопросах оценки стоимости и не подвергаются давлению. Если рыночная цена этой облигации Робл оказывается выше ее действительной стоимости Sобл, инвестор, как правило, отказывается от покупки данной облигации.

Облигации с конечным сроком погашения

Купонные облигации

- Уравнение для оценки действительной стоимости купонной облигации с конечным сроком погашения, проценты по которой выплачиваются в конце каждого года, имеет следующий вид:

$$S_{обл} = \sum_{t=1}^{T} \frac{S_{куп}}{(1+r_t)^t} + \frac{N_{обл}}{(1+r_T)^T}, \qquad (3)$$

где:

T – количество лет до наступления срока погашения облигации;

r_t – требуемая инвестором ставка доходности в соответствующем году;

$N_{обл}$ – номинальная стоимость (номинал) облигации.

Принимая требуемую инвестором ставку доходности постоянной из года в год, уравнение (3) можно упростить:

$$S_{обл} = \frac{S_{куп}}{r} + \frac{N_{обл}}{(1+r)^T}, \qquad (4)$$

- Например, инвестор приобрел облигацию номиналом 1000 руб. с купонной ставкой 10%, которая соответствует ежегодной выплате 100 руб. Предположим, что требуемая в данный момент инвестором ставка доходности для этого типа облигаций составляет 20%, а срок до погашения - 3 года. Приведенная стоимость такой ценной бумаги будет равняться:

- Sобл = 100/1,2 + 100/1,2^2 + 100/1,2^3 + 1000/1,2^3 ≈ 789,35 руб.

- Так как действительная стоимость облигации Sобл в данном случае меньше номинальной Nобл, то при нормальной рыночной ситуации такая облигация должна продаваться с дисконтом относительно номинала. Это является следствием того, что требуемая ставка доходности оказалась больше, чем купонная ставка облигации.

- Предположим теперь, что вместо ставки дисконтирования 20% для некоторой облигации используется ставка 8% (т. е. новая облигация характеризуется значительно меньшим риском, чем прежняя). Значение приведенной стоимости в данном случае будет иным:

- Sобл = 100/1,08 + 100/1,08^2 + 100/1,08^3 + 1000/1,08^3 ≈ 1051,54 руб.

- В этом случае действительная стоимость новой облигации Sобл превышает ее номинальную стоимость Nобл, равную 1000 руб., поскольку требуемая ставка доходности оказывается меньше купонной ставки этой облигации. Чтобы купить эту облигацию, в нормальной рыночной ситуации инвесторы готовы платить премию (надбавку к номинальной стоимости). Если требуемая ставка доходности равняется купонной ставке облигации (что случается довольно редко и, как правило, в момент первичного размещения облигаций), приведенная стоимость облигации обычно равняется ее номинальной стоимости.

Бескупонные облигации

- Бескупонная облигация не предусматривает периодических выплат процентов, зато продается со значительным дисконтом относительно своего номинала. Покупатель такой облигации получает доход, который образуется за счет постепенного увеличения действительной стоимости Sобл относительно ее первоначальной покупной цены (цены ниже ее номинальной стоимости), пока облигация не будет выкуплена по своей номинальной стоимости в день ее погашения.

- Уравнение определения действительной стоимости бескупонной облигации представляет собой усеченный вариант уравнения (4), применяемого для обычной облигации (т. е. облигации, по которой выплачиваются проценты). Компонент «приведенная стоимость процентных платежей» исключается из уравнения, и приведенная стоимость облигации оценивается лишь «приведенной стоимостью основного платежа в момент погашения облигации»:

$$S_{обл} = \frac{N_{обл}}{(1+r)^T}; \qquad (5)$$

Процентный риск

- Купонные облигации (предусматривающие промежуточные платежи инвесторам до срока погашения), как правило, выпускаются эмитентом по номинальной стоимости. Купонные платежи, а также выплата основной суммы долга при погашении облигации относятся к будущему. Поэтому действительная цена облигаций (которую инвестор готов заплатить за право получения этих выплат) Sобл зависит от стоимости тех денег, которые он получит в будущем. В результате значение будущей стоимости зависит от рыночных процентных ставок.

- Номинальная безрисковая процентная ставка равняется сумме реальной безрисковой ставки доходности и премии, начисляемой сверх реальной ставки для компенсации ожидаемой инфляции. Кроме того, поскольку большинство облигаций не являются безрисковыми, ставка дисконтирования включает в себя дополнительную премию, которая отражает характеристики, специфические для отдельной облигации, главным образом - риск дефолта.

- Для денежных потоков, возникающих в разные периоды времени, как правило, предусматриваются разные ставки дисконтирования. Для того чтобы определить действительную стоимость облигации, следует дисконтировать ожидаемые ее владельцем денежные потоки с помощью соответствующих ставок дисконтирования. Денежные потоки от облигации включают купонные платежи (до наступления даты погашения облигации) и конечную выплату номинальной стоимости облигации. Если дату погашения облигации обозначить T, а ставку дисконтирования принять одинаковой для всех интервалов и обозначить r, то для определения действительной стоимости облигации используется модифицированное уравнение (10):

$$S_{обл} = \sum_{t=1}^{T} \frac{S_{куп}}{(1+r)^t} + \frac{N_{обл}}{(1+r)^T}. \qquad (10)$$

- При более высокой процентной ставке приведенная стоимость выплат, причитающихся держателю облигаций, оказывается ниже. Таким образом, когда рыночные процентные ставки повышаются, цена облигации снижается. Это иллюстрирует важнейшее общее правило определения действительной стоимости облигаций. **Когда процентные ставки повышаются, цены облигаций должны падать**, поскольку приведенная стоимость выплат по облигациям определяется путем дисконтирования при более высокой процентной ставке.

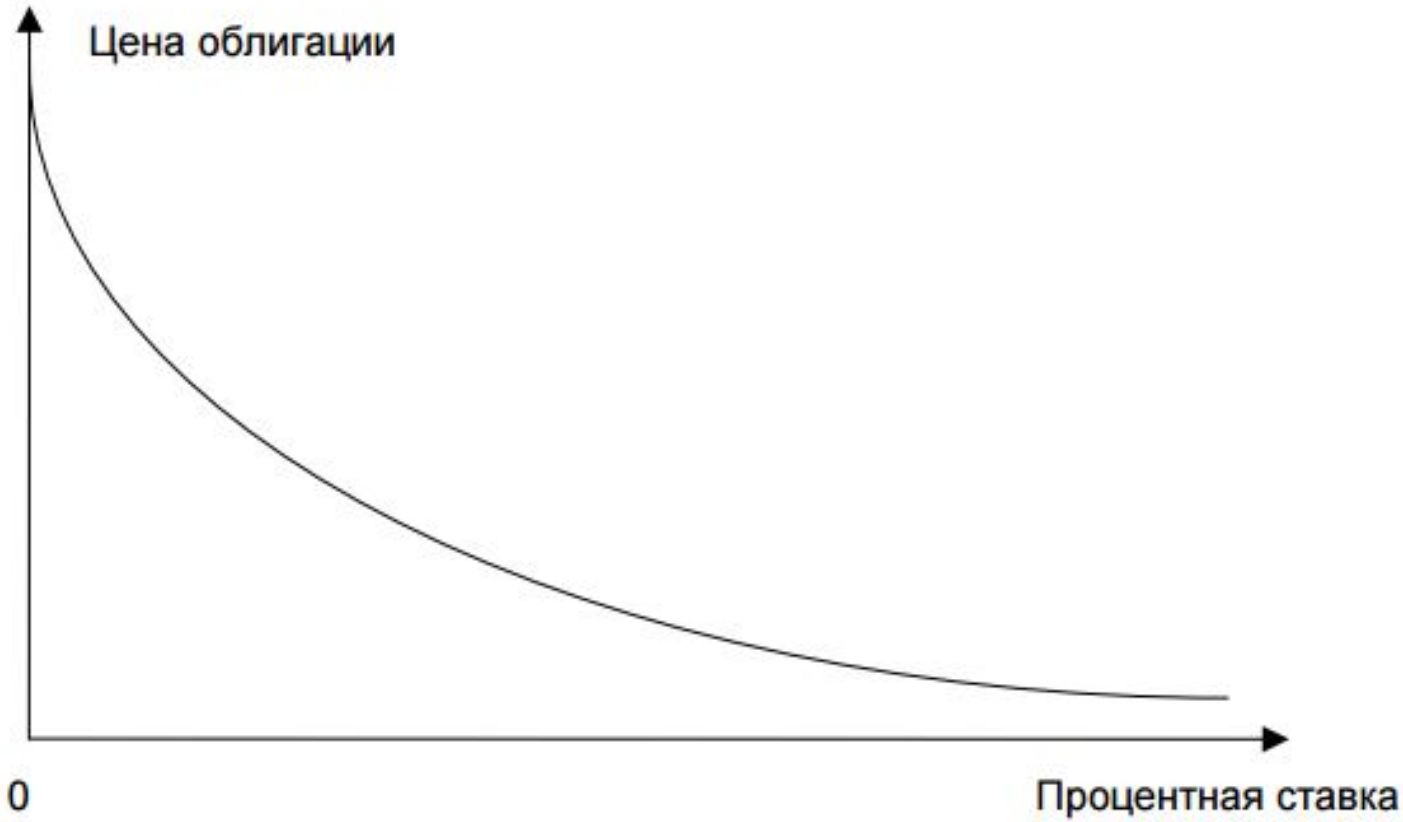


Рис. 1. Обратная зависимость между ценой облигации и процентной ставкой

- Обратная взаимосвязь между ценами облигации и процентными ставками является главной особенностью ценных бумаг с фиксированным доходом. Поэтому колебания процентной ставки является основным источником риска на этом рынке. **Финансовый риск владельца облигаций, связанный с колебаниями процентной ставки, называют процентным риском**.

- **Чем продолжительнее срок погашения облигации, тем чувствительнее ее цена к колебаниям процентной ставки**. Это обусловлено тем, что чем продолжительнее период, в течение которого процентная ставка может случайно изменяться, тем значительнее могут быть фактические изменения цены облигации. Поэтому государственные краткосрочные облигации (со сроком погашения от 3-х месяцев) считаются самыми надежными. Они практически лишены ценового риска, связанного с изменчивостью процентной ставки, и подвержены только риску общего дефолта.

Можно отметить 6 особенностей поведения рыночной цены облигации, вызванных процентным риском:

- 1. Когда рыночная ставка доходности (ставка дисконтирования) оказывается больше, чем купонная ставка облигации, цена этой облигации будет меньше, чем ее номинальная стоимость. Таким образом, эта облигация продается с дисконтом от ее номинальной стоимости. Величина, на которую номинальная стоимость превышает текущую цену, называется дисконтом по облигации.

- 2. Когда рыночная ставка доходности (ставка дисконтирования) оказывается меньше, чем купонная ставка облигации, цена этой облигации будет больше, чем ее номинальная стоимость. Таким образом, эта облигация продается с премией к ее номинальной стоимости. Величина, на которую текущая цена превышает номинальную стоимость, называется премией по облигации.

- 3. Когда рыночная ставка доходности (ставка дисконтирования) равняется купонной ставке облигации, цена этой облигации будет равняться ее номинальной стоимости. Говорят, что такая облигация продается по своей номинальной стоимости.

- 4. Наличие зависимости между процентными ставками и ценой облигации ведет к тому, что колебания процентных ставок порождают колебания цен облигаций. Однако важно отметить, что инвестор подвергается риску возможных убытков, связанному с процентным риском, лишь в том случае, если ценная бумага продается до наступления срока ее погашения и с момента ее покупки уровень процентных ставок повысился.

- 5. При заданном изменении рыночной доходности цена облигации будет изменяться на тем большую величину, чем больше времени остается до срока ее погашения. Чем больше времени остается до срока погашения облигации, тем большими могут оказаться флуктуации цены, связанные с заданным изменением рыночной ставки доходности. Чем ближе по времени инвестор оказывается к этой относительно большой стоимости погашения, тем меньше сказываются на определении рыночной цены соответствующей ценной бумаги выплаты процентов по ней и тем менее важными для рыночной цены этой облигации будут изменения рыночной ставки доходности.

- 6. При заданном изменении рыночной ставки доходности цена облигации будет изменяться тем больше, чем ниже ее купонная ставка. Иными словами, изменчивость цены облигации связана с изменением купонной ставки обратно пропорциональной зависимостью. Этот эффект вызван тем, что чем ниже купонная ставка облигации, тем большая величина дохода инвестора связана с основной выплатой при погашении облигации (в противоположность промежуточным выплатам процентов).

Премия и дисконт в процессе размещения облигации

- Бескупонные облигации, как правило, изначально выпускаются с дисконтом. Цена таких облигаций при неизменной процентной ставке монотонно растет, приближаясь к номинальной цене в момент погашения. На рис. 2 представлена примерная функция изменения цены бескупонной облигации с течением времени.

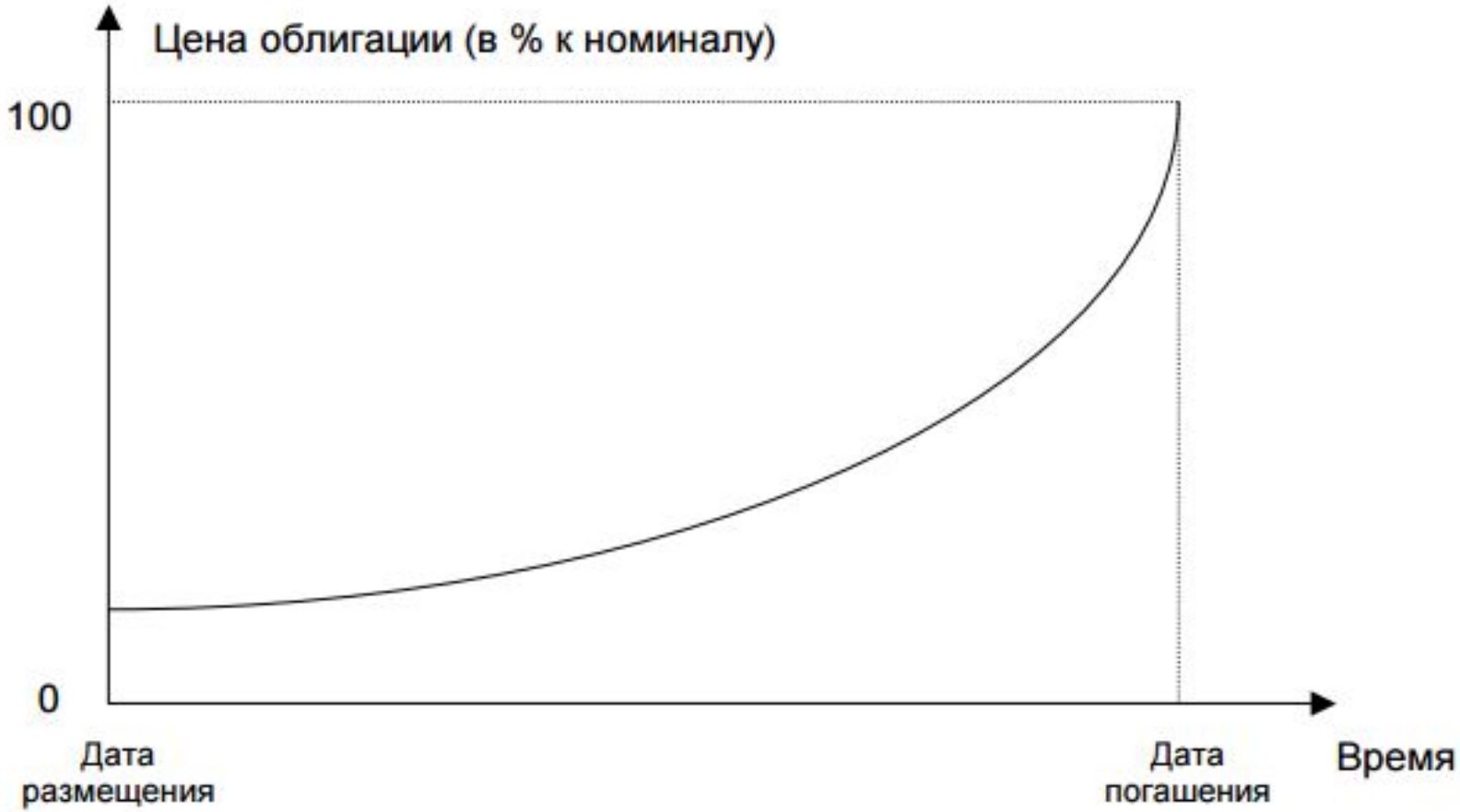
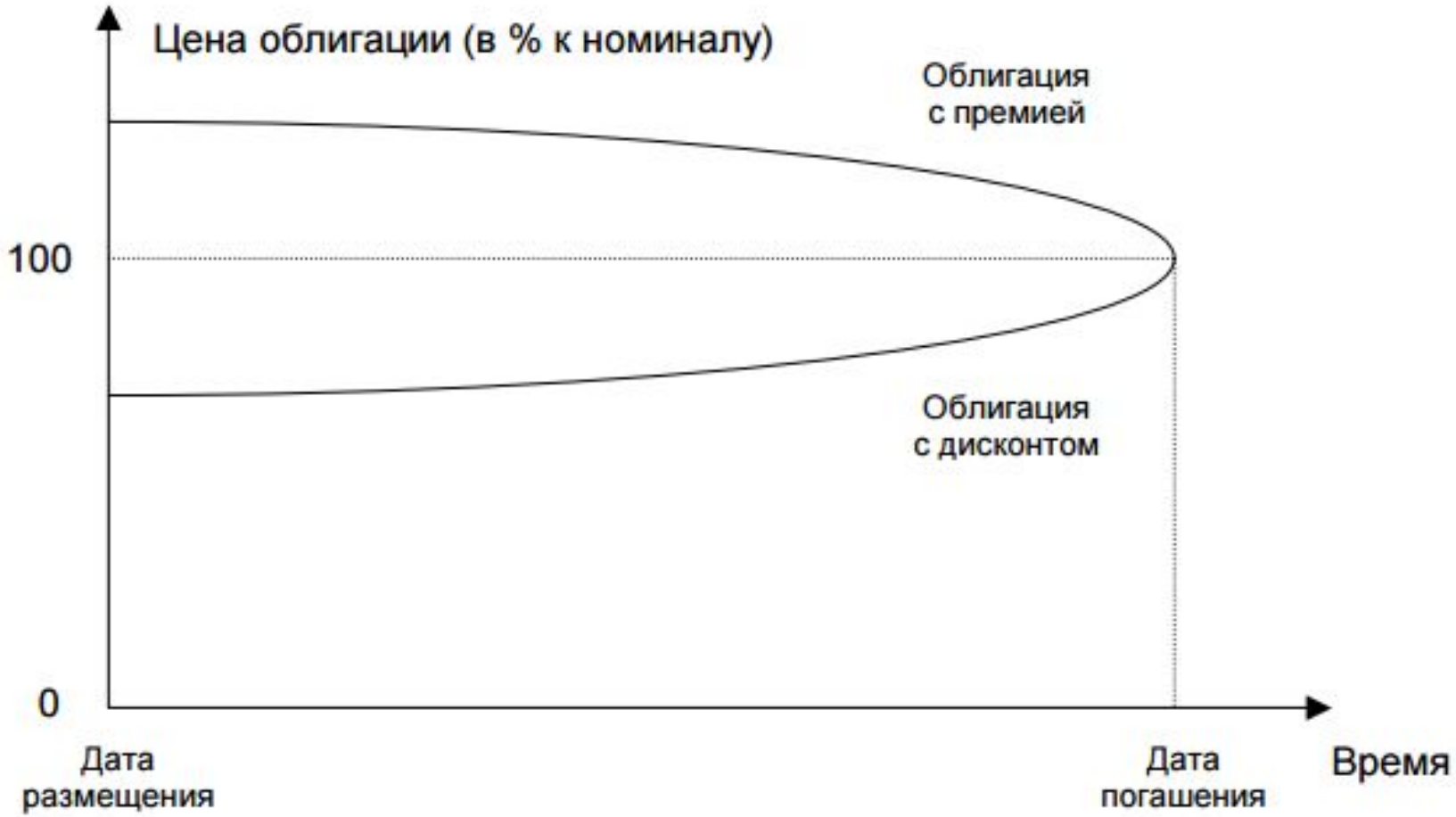


Рис. 2. Функция изменения цены бескупонной облигации во времени

- Купонные облигации продаются по цене выше номинала (с премией), если дисконтированный купонный доход превышает процентную ставку, и по цене ниже номинала (с дисконтом), если дисконтированный купонный доход оказывается ниже процентной ставки. В первом случае уплачиваемая инвесторами премия является платой за то, что ожидаемый доход превышает средний доход, получаемый обычными кредиторами. Во втором случае дисконт является компенсацией за недополучение среднерыночного кредиторского дохода. По мере приближения момента погашения облигаций число неполученных еще инвестором купонных выплат естественным образом сокращается. При этом в первом случае сокращается также избыточный (по отношению к уровню процентной ставки) купонный доход и цена облигаций снижается. Во втором случае сокращаются удельные потери инвестора от недополучения купонного дохода (также по отношению к уровню процентной ставки), и цена облигаций растет.


Цена облигации (в % к номиналу)
Облигация
с премией
100
Облигация
с дисконтом
0
Дата
размещения
Дата
погашения
Время

Риск корпоративного дефолта

- Финансовое состояние коммерческой фирмы в общем случае менее устойчиво, чем государства. Поэтому корпоративные облигации предусматривают специальную скидку к цене, которая имеет характер дисконта за риск дефолта компании. Дисконт за риск корпоративного дефолта представляет собой разницу между ценой государственной облигации (являющейся «безрисковой» с точки зрения такого дефолта) и аналогичной ей по срокам и доходности корпоративной облигации. Чем выше риск дефолта, тем значительнее размер такого дисконта. Риск корпоративного дефолта зависит от финансовой устойчивости, конъюнктурных особенностей, особенностей налогообложения, монопольного положения компании-эмитента и проч

Принято считать, что риск дефолта тем ниже, чем:

- выше кредитный рейтинг эмитента;
- выше инвестиционный рейтинг оцениваемой облигации;
- надежнее обеспечение облигации;
- надежнее гарантии облигационного выпуска.

Облигации с правом досрочного выкупа

- На стоимость облигации непосредственно влияет то, предусмотрено ли при эмиссии этой облигации право досрочного выкупа ее эмитентом. Если процентные ставки падают, цена обычной облигации, которая равняется приведенной стоимости обещанных выплат, может существенно повыситься и значительно превысить номинал. Предположим, например, что при эмиссии предусмотрено право досрочного выкупа облигации эмитентом в случае, если стоимость облигации достигнет 120% от номинала. В этом случае объявление о досрочном выкупе ограничит стоимость облигации данным пределом. На рис. 5 пунктирной линией показана функция зависимости цены облигации с правом досрочного выкупа от процентной ставки.

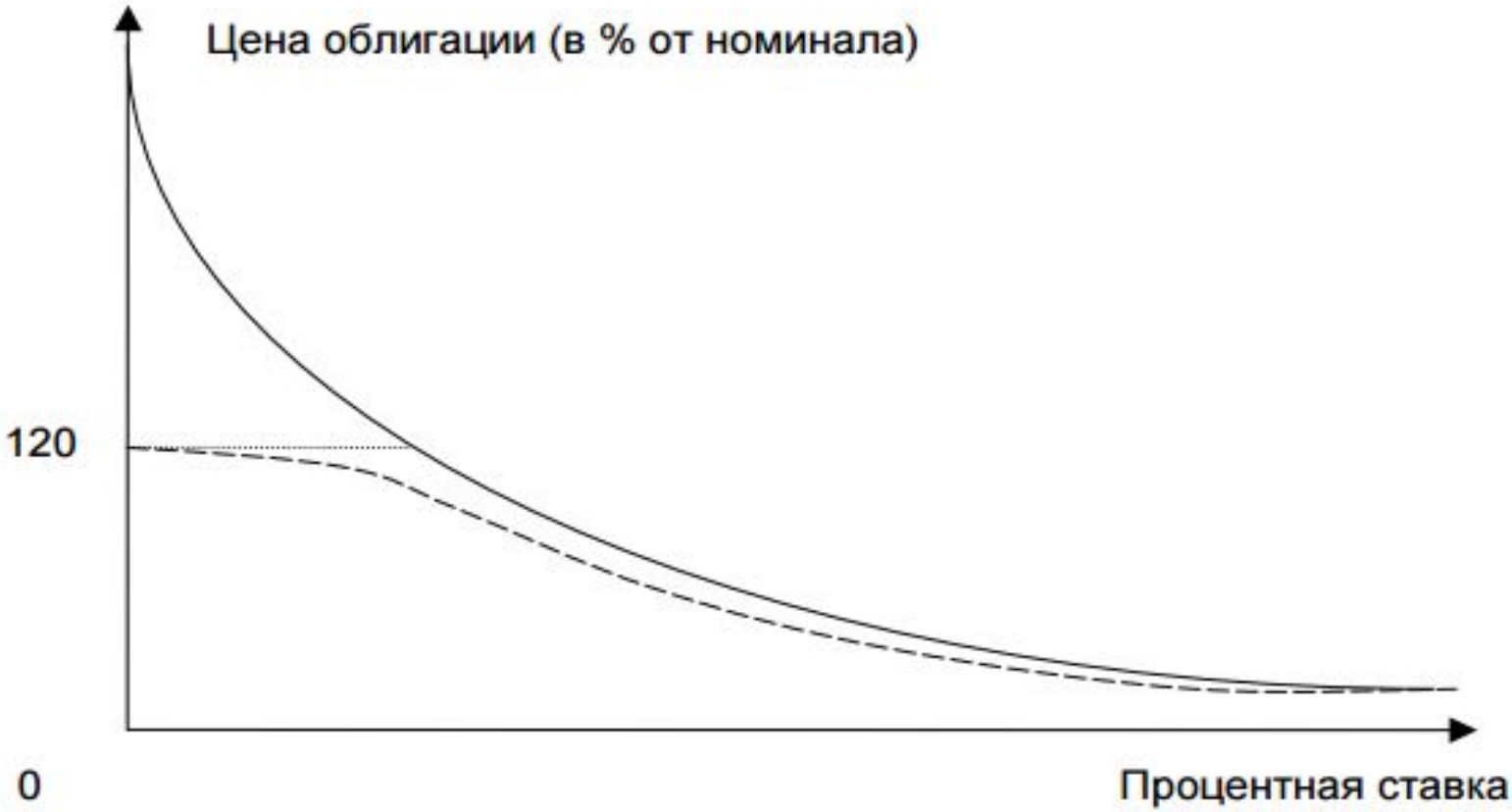


Рис. 5. Зависимость между ценой облигации и процентной ставкой для обычной облигации и облигации с правом досрочного выкупа

- При высоких значениях процентной ставки риск досрочного выкупа близок к нулю, поэтому стоимости обычной облигации и облигации, предусматривающей возможность досрочного выкупа, практически совпадают. Однако при низких значениях процентной ставки разница между стоимостью этих двух типов облигаций все более ощутима и отражает стоимость возможности досрочного выкупа эмитентом своих облигаций по выгодной для него цене досрочного выкупа. При очень низких значениях процентной ставки эмитент досрочно выкупает свои облигации, стоимость которых в данном случае равняется цене досрочного выкупа, т. е. в рассматриваемом примере - 120% от номинала. Такого рода облигации ограничивают риск больших потерь эмитента при резком снижении процентных ставок.

- Как правило, для того чтобы не снизить интерес инвесторов, большинство облигаций, предусматривающих возможность досрочного выкупа, выпускается с некоторым начальным периодом защиты от досрочного выкупа. Кроме того, неявная форма защиты от досрочного выкупа касается облигаций, продаваемых со значительной скидкой (дисконтом) относительно своей цены досрочного выкупа. Даже если процентные ставки несколько снизятся, такие дисконтные облигации по-прежнему будут продаваться ниже цены досрочного выкупа и, таким образом, не будут подвергаться риску досрочного выкупа.

Акция

- **А́кция** (от лат. *Actio)* — [помимо проч.] *право (на что-то), которое может быть отстояно в суде*

Акция

- Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой. (Федеральный закон О рынке ценных бумаг №39-ФЗ от 22.04.1996)

Виды акций

- **Обыкновенные акции** дают право на участие в управлении обществом (одна акция соответствует одному голосу на собрании акционеров, за исключением проведения кумулятивного голосования) и участвуют в распределении прибыли акционерного общества. Источником выплаты дивидендов по обыкновенным акциям является чистая прибыль общества. Размер дивидендов определяется советом директоров предприятия и рекомендуется общему собранию акционеров, которое может только уменьшить размер дивидендов относительно рекомендованного советом директоров. Распределение дивидендов между владельцами обыкновенных акций осуществляется пропорционально вложенным средствам (в зависимости от количества купленных акций).
- Конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается.

- **Привилегированные акции** могут вносить ограничения на участие в управлении, а также могут давать дополнительные права в управлении (не обязательно), но по сравнению с обыкновенными акциями имеют ряд преимуществ: возможность получения гарантированного дохода, первоочередное выделение прибыли на выплату дивидендов, первоочередное погашение стоимости акции при ликвидации акционерного общества. Дивиденды часто фиксированы в виде определённой доли от бухгалтерской чистой прибыли или в абсолютном денежном выражении. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться как из прибыли, так и из других источников — в соответствии с уставом общества.

Привилегированные акции делятся на:

- *Привилегированные* имеют ряд привилегий в обмен на право голоса. У их собственника определена величина дохода в момент выпуска и размещения ценных бумаг. Определён размер ликвидационной стоимости. Приоритет при начислении этих выплат по отношению к обыкновенным.

Привилегированные акции делятся на:

- *Кумулятивные (накапливающие)*. Привилегии — те же. Сохраняется и накапливается обязательство по выплате дивидендов. Фиксированный срок накопления дивидендов. При невыплате дивидендов обладатели этого вида акций получают право голоса на период до выплаты дивидендов.

Оценка привилегированных акций

- Для привилегированных акций не предусматривается какой-то заранее объявляемый срок погашения. Учитывая фиксированную природу выплат по таким акциям, можно отметить, что эти ценные бумаги похожи на облигации, не имеющие конечного срока погашения. Таким образом, при оценке действительной стоимости привилегированных акций целесообразно использовать тот же общий подход, что и к определению стоимости бессрочных облигаций. Следовательно, действительная стоимость привилегированной акции находится из уравнения:

$$S_{np} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{np}}{(1+r)^t} \ ,$$

$$S_{np} = \frac{D_{np}}{r} \ .$$

Анализ обыкновенных акций

- Методы определения действительной стоимости акции и прогнозирования ее рыночной стоимости базируются на двух принципиально различных подходах: фундаментальном и техническом.
- При этом следует иметь в виду: если фундаментальный анализ пригоден для всех акций, то технический только для ликвидных (которые активно обращаются на фондовом рынке).

- Фундаментальный анализ основан на интерпретации показателей деятельности компании во внешней среде (экономическая и политическая ситуация, законодательство, конъюнктура рынка и др.). Он обычно состоит из двух стадий:
- анализ общей ситуации в стране, отрасли или регионе:
- анализ отдельной компании, ее финансового положения и результатов деятельности на рынке.
- Заключительный раздел фундаментального анализа устанавливает состоятельность эмитента в выпуске обыкновенных акций.

Важнейшими показателями, которые рассматриваются в ходе фундаментального анализа, являются:

- финансово-экономическое положение компании в последние годы;
- перспективы развития;
- инвестиционная политика;
- организационно-правовые условия;
- валовой доход компании, его динамика и структура;
- дивидендная политика;
- денежные потоки, их динамика;
- состояние оборудования, его структура;
- обеспеченность запасами;
- величина и состояние задолженности;
- качество управления.

- Технический анализ связан с изучением динамики рыночных цен на соответствующие акции, объемов их продаж, спрэдов, степени риска и других рыночных индикаторов. Далее на основе графиков и диаграмм делается прогноз цен на акции, обращающиеся на фондовых биржах.

- Теория, в соответствии с которой выполняется оценка обыкновенных акций, за последние два десятилетия претерпела существенные изменения. Эта теория характеризуется наличием в ней глубоких противоречий, и ни один метод оценки обыкновенных акций до сих пор не получил всеобщего признания. Различные подходы и методы оценки действительной стоимости акции базируются на анализе активов компании, денежных потоков и прогнозируемых доходов. Каждая концепция оценки стоимости используется для решения конкретных задач

Оценка обыкновенных акций

- Существует три подхода к оценке:
- Затратный
- Доходный
- Сравнительный

Затратный подход

- 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.

- 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.

Доходный

- 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.

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

- *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 переоценен.

- *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;

Теории ценообразования, используемые при оценке акций

- 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.

- 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, ко 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

- 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.
- Курс акции - результат определенных математических ожиданий era 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

- 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 анализа взаимосвязи и взаимозависимости различных условий, оказывающих данный момент опредеяющее 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)

- 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 высокорисковых и низкорисковых 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