

УДК 336.763.2

Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности акций

А.А. Кузубов к.э.н., доцент

Е.В. Овдей магистрант кафедры

Экономики и управления

ФГБОУ ВО «Владивостокский государственный университет экономики и сервиса»

Krio.home@mail.ru

Россия, Владивосток

Инвестиционная привлекательность сложное понятие, которое крайне трудно поддается исчислению и оценке, но в то же время, как бы тяжело оценивать его не было, это не снижает его практическую значимость для множества компаний. Поэтому его исследование и оценка является достаточно актуальным, так как каждому владельцу того или иного бизнеса было бы важно знать на сколько его предприятие привлекательно для инвесторов, что в настоящее время очень важно для развития хозяйствующего субъекта. В конечном итоге корректная оценка инвестиционной привлекательности будет выгодна для всей предпринимательской деятельности Российской Федерации. С другой стороны оценка инвестиционной привлекательности с точки зрения инвестора является не менее актуальной темой. В условиях неразвитости фондового рынка, низкой активности на вторичном рынке по сравнению с иностранными представителями, получение достоверной и исчерпывающей информации об эмитенте – одна из главных задач. В итоге любая проблема, которая будет выявлена у компании, влияющая на оценку инвестиционной привлекательности, будет почвой для размышления и улучшения показателей компании, упрощения оперирования в области инвестиционной деятельности. Улучшение каждого конкретного звена будет сказываться на конечном улучшении всей системы, в том числе и всей экономики Российской Федерации.

Цель состоит в развитии теоретических и методических основ оценки инвестиционной привлекательности акций посредством разработки комплекса научно обоснованных мер качественной оценки инвестиционной привлекательности акций компаний-эмитентов.

Несмотря на значительный вклад отечественных авторов в теорию инвестиций, вопрос управления инвестиционной привлекательностью нельзя назвать окончательно решенным. Имеющиеся же разработки иностранных авторов по данной проблематике не учитывают ряд особенностей, присущих российской экономике - так, в них не учитывается специфика современного состояния российского фондового рынка. В связи с этим возникает задача разработки комплексной методики оценки инвестиционной привлекательностью акционерного общества в современных условиях российской экономики.

Теоретическая значимость исследования заключается в том, что сформулированные в работе положения и выводы, способствуют развитию теории финансов хозяйствующего субъекта в части определения инвестиционной

привлекательности акций, а также развитию теоретической и методической базы финансового менеджмента с позиций расширения инструментария за счет нового прочтения применения методик оценки инвестиционной привлекательности акций.

Ключевые слова: акции, инвестиции, инвестиционная привлекательность, методы оценки инвестиционной привлекательности, модель дисконтирования дивидендов, метод ликвидационной стоимости, метод рынка капитала, метод продаж.

Несмотря на значительную распространенность категории «инвестиционная привлекательность предприятия» в теории и практике, ее трактовки характеризуются значительным разнообразием. В рамках диагностики инвестиционной привлекательности акций эмитента возникает необходимость четко очертить направления оценки, что вытекает из смысловой трактовки этой категории. С этой целью стоит дать исчерпывающее определение понятию самих акций и их сущности. Для наилучшего понимания *инвестиционной привлекательности* также необходимо дать определение такого термина как «инвестиции».

Инвестиции (от лат. investire — облачать) — это вложение капитала в какое-либо дело путем приобретения ценных бумаг или непосредственно предприятия (предприятий) в целях получения дополнительной прибыли или воздействия на дела предприятия, компании.

В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.99 № 39-ФЗ (в ред. от 26.07.2017 N 205-ФЗ) понятие «инвестиционная деятельность» трактуется следующим образом: «*Инвестиционная деятельность* — вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта». [1]

Эффективность инвестиций – это ключевой фактор привлекательности инвестиций, в т.ч. инвестиций в акции.

В Федеральном Законе "О рынке ценных бумаг" акции дается следующее определение: «*Акция* - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении и на часть имущества, остающегося после его ликвидации» [2]

Под акцией обычно понимают ценную бумагу, которую выпускает акционерное общество при его создании, при преобразовании предприятия или организации в акционерное общество, при слиянии двух или нескольких акционерных обществ, а также для мобилизации денежных средств при увеличении существующего уставного капитала. Поэтому акцию можно считать свидетельством о внесении определенной доли в уставный капитал акционерного общества.

Акции выпускаются акционерным обществом в целях привлечения дополнительных денежных средств для своей деятельности, осуществляемого

через их реализацию физическим (гражданам) и юридическим (организациям) лицам. Держатели акций регистрируются в специальном реестре акционеров, где указываются сведения о каждом зарегистрированном лице, количестве и категориях (типах) акций, записанных на имя каждого зарегистрированного лица, а также дата приобретения акций.

Акция за ее держателем закрепляют три вида прав:

1. на участие в получении части прибыли в виде дивидендов;
2. на участие в управлении;
3. на долю имущества при ликвидации;

Свойства акции:

- Акция - это титул собственности, т.е. держатель акции является совладельцем акционерного общества с вытекающими из этого правами;
- Она не имеет срока существования, т.е. права держателя акции сохраняются до тех пор, пока существует акционерное общество;
- Для нее характерна ограниченная ответственность, так как акционер не отвечает по обязательствам акционерного общества. Поэтому при банкротстве инвестор не потеряет больше того, что вложил в акцию;
- Для акции характерна неделимость, т.е. совместное владение акций не связано с делением прав между собственниками, все они вместе выступают как одно лицо;
- Акции могут расщепляться и консолидироваться. При расщеплении одна акция превращается в несколько. При расщеплении не изменяется величина уставного капитала. При консолидации число акций уменьшается, что может привести к росту их рыночной цены. Но минимальная стоимость возрастает, а размер уставного капитала остается прежним.

В настоящее время нет единого подхода к определению такой категории как оценка инвестиционной привлекательности акций. Однако традиционно под инвестиционной привлекательностью понимают наличие определенных условий, которые оказывают влияние на предпочтения инвестора при выборе объекта инвестирования.

Инвестиции в акции— это вложение капитала в приобретение ценных бумаг в целях получения дополнительной прибыли путем получения дивидендов или перепродажи акций на вторичном рынке, а так же с целью достижения иного полезного эффекта (авт.).

Уровень целесообразности (эффективности) вложения финансовых ресурсов в объект позволяет сделать выводы о его инвестиционной привлекательности.

Эмитента в выпуске акций привлекают следующие положения:

- Установленный законом способ формирования уставного капитала;
- Акционерное общество не обязано возвращать инвесторам их капитал, вложенный в покупку акций. Покупка ими акций рассматривается как долгосрочное финансирование затрат эмитента держателями акций;

- Выплата дивидендов не гарантируется (по обычным акциям);
- Размер дивидендов может устанавливаться произвольно независимо от прибыли. Даже если имеется чистая прибыль, акционерное общество может всю прибыль направить на развитие производства и не выплачивать дивидендов;
- Получив денежные средства за счет размещения выпущенных акций, эмитент имеет возможность использовать их для формирования производственных и непроизводственных основных и оборотных фондов.

Основной *риск* при эмиссии акций для эмитента - это риск неразмещения.

Инвестора в акциях привлекает следующее:

- Право голоса в обмен на вложенный в акции капитал (как правило по обычным акциям) в соответствии с размером пакета акций;
- Прирост капитала, связанный с возможным ростом цены акций на рынке;
- Дополнительные льготы, которые может предоставить акционерное общество своим акционерам (например акционерам банков: льготные кредиты, участие в управлении банком, получение кредитов под залог собственных акций банка, возможность уплаты процентов за счет дивидендов и т.д.);
- Право преимущественного приобретения новых выпусков акций;
- Право на часть имущества акционерного общества, остающегося после его ликвидации и расчетов со всеми иными кредиторами;
- Возможность получения дивидендов. [...]

Приобретение акций связано с *риском*:

- выплата дивидендов не гарантируется;
- право акционера на часть имущества при ликвидации реализуется в последнюю очередь;
- значительное влияние на принятие решений в процессе управления имеет только держатель крупного пакета акций при обычной форме голосования;
- стоимость акций на вторичном рынке нестабильна, рост стоимости не гарантируется.

Существует не только множество трактовок понятия «оценка инвестиционной привлекательности», но и множество методик. Единого метода оценки инвестиционной привлекательности как предприятия, так и акций не существует. Исходя из утверждения, что привлекательность инвестиций в акции определяет уровень или размер полезного эффекта, который может достигнуть инвестор, вкладывая свой капитал в акции, можно утверждать, что оценка этой самой привлекательности в первую очередь будет состоять в оценке «полезного эффекта». Выражением такого полезного эффекта, как было выше установлено, является дивидендный доход, доход от перепродажи акций, в меньшей степени компенсационная стоимость акций при ликвидации акционерного общества либо получение иного полезного эффекта.

Чтобы в полной мере оценить инвестиционную привлекательность акций следует выполнить следующие задачи:

- 1 провести финансовый анализ эмитента с целью определения его финансовой устойчивости, степени обеспеченности собственными средствами, рентабельности и ликвидности, конкурентоспособности, возможностей дальнейшего расширения деятельности и выявления перспектив улучшения финансового состояния;
- 2 проанализировать динамику курса акций;
- 3 оценить уровень влияния факторов риска и неопределенности;
- 4 определить справедливую стоимость акций;
- 5 рассчитать показатели качества акций;
- 6 проанализировать дивидендные выплаты;
- 7 рассчитать ликвидационную стоимость акций.

Из вышесказанного следует, что неотъемлемым инструментом определения инвестиционной привлекательности акций является проведение фундаментального экономического анализа положения компании. Однако для разного типа инвесторов набор выполняемых задач оценки будет разный исходя из его целей. Так финансовому инвестору нет смысла глубоко исследовать положение эмитента, его интересует прежде всего доходность акций. Реального же инвестора, напротив, будут привлекать перспективы роста самой компании.

Оценка условий эмиссии акций является заключительным этапом изучения их инвестиционных качеств. Предметом такого изучения являются:

- цена эмиссии;
- степень участия отдельных владельцев в управлении акционерным обществом и другие важные для инвестора сведения, содержащиеся в эмиссионном проспекте.

1. Для того, чтобы *провести финансовый анализ эмитента*, реально оценить активы компании, а также сделать максимально достоверный прогноз доходности ее акций применяется *фундаментальный анализ*. Этот метод подразумевает методику качественного и количественного анализа финансовых отчетов компании-эмитента и оценку показателей деятельности эмитента. Кроме того фундаментальный анализ оценивает и внешнюю среду, в которой функционирует эмитент. Процесс фундаментального анализа должен включать в себя последовательное исследование трех аспектов:

А) Общий анализ экономической ситуации

Здесь необходимо оценить те общие факторы экономики и политики, которые влияют на работу всего финансового сектора в целом и фондовой биржи в частности, оценить, благоприятствует ли ситуация инвестированию. Инвестору стоит обращать внимание на такие явления, как *изменение* ключевой ставки Центробанка, показатели уровня инфляции, безработица и т.д. Показателем такой фактор, как *динамика ВВП*, что говорит об увеличении объемов производства, а значит может привести к удорожанию активов. При покупке

акций компаний топливного сектора или активно использующих нефтепродукты в производственном процессе имеет смысл обращать внимание на *цены на нефть*. На доходность компании и ее акций могут влиять и ситуации с *политической нестабильностью, смене правящей партии, а также кризисы, дефолты, рост инфляции* и т.д.

Б) Исследование состояния отрасли

Здесь стоит обратиться к анализу *отраслевых фондовых индексов* (по типу DowJones США, NASDAQ), характеризующих развитие разных секторов экономики. Инвестор на этом этапе анализа останавливается на какой-либо одной отрасли, которая, по его мнению, может показать высокую доходность или анализирует интересующую его отрасль в сравнении с остальными.

В) Изучение конкретной компании

На данном этапе прежде всего стоит изучить финансовые отчеты о деятельности предприятия, оценить динамику представленных в них показателей, отметить, запускалось ли производство новой продукции, существует ли вероятность слияния или поглощения компании, есть ли у предприятия крупные долгосрочные заказы. Стоит выяснить, фигурирует ли компания в судебных процессах, существует ли вероятность смены руководства. По итогам оценки эмитента инвестор получает показатели ликвидности, финансовой независимости, рентабельности и пр.

Благодаря методам фундаментального анализа существует возможность выявить недооцененные рынком компании. Покупка акций такой компании может принести значительный доход, если рынок, в конце концов, оценит ее по достоинству. Также фундаментальный анализ рынка дает возможность выявить переоцененные компании и сделать соответствующие выводы для выбора наиболее удачной инвестиционной стратегии.

Проблемой для фундаменталиста всегда является то, что существует огромное количество факторов, которые он не способен учесть в модели. Процесс изучения компании может быть достаточно трудоемким, но, безусловно, стоит того. Только изучив финансовое и хозяйственное положение предприятия за период не менее трех лет, можно принимать решение о покупке акций компании.

2. Для целей анализа динамики курса акций применяется *технический анализ*. Технический анализ рынка ценных бумаг представляет собой систему прогнозирования цен основанную на информации полученной в результате рыночных торгов. В отличие от фундаментального анализа акций, в основе технического анализа лежит выделение и изучение определенных закономерностей в движении графика котировок акций.

Иными словами, при использовании технического анализа, трейдер совершая торговую операцию, руководствуется только графическим изображением, при этом он может быть абсолютно не знаком с деятельностью компании ценными бумагами которой он торгует.

Технический анализ акций актуален при краткосрочной торговле ценными бумагами. Технический анализ инвестиционных свойств ценных бумаг

задействует множество инструментов, но основные факторы, от которых он зависит – это объем торгов, динамика цен и исторические данные. Теория построена на трех основных правилах:

1) В движение графика котировок уже учтены различные факторы, влияющие на изменение цен. Поэтому, не имеет смысла отдельно изучать зависимость цен от политических или экономических новостей.

2) Изменения цен происходят не случайным образом, а подвержены влиянию некоторых тенденций. То есть, разбив график на временные интервалы, можно увидеть изменение цены в одном направлении.

3) Цикличность рынка. При возникновении определенных ситуаций, реакция участников рынка всегда одинаковая. Поэтому при их повторном появлении, на графике котировок появляются похожие графические модели, распознав которые можно предугадать дальнейшее движение цен.

Для оценки информации, технический анализ фондового рынка имеет несколько методик. Основаны они на математических расчетах (индикаторы) и графических рисунках (фигуры).

3. *Определение степени риска* производится посредством анализа внутренних и внешних факторов, влияющих на эффективность деятельности предприятия. Выявленные риски подлежат оценке как существенные и несущественные с выявлением возможного финансового эффекта в виде убытков.

4. *Определение справедливой стоимости акций и расчет ликвидационной стоимости акций*, так же как и оценка стоимости компании, производится на базе двух вышеуказанных способов. Однако непосредственно расчеты этих данных производятся на основе одного из трех подходов, каждый из которых предлагает свои методы определения стоимости посредством моделирования. В данной работе автор прибегает к классификации, которая утверждена международным комитетом по стандартам оценки. Данный комитет выделяет три основных подхода к анализу стоимости любого актива предприятия: сравнительный подход, доходный подход и затратный подход. В целях оценки акций с точки зрения их основной эффективности для инвестора, а именно дивидендный доход, прибыль от перепродажи и стоимость акций при ликвидации, автор предлагает использовать по одному методу из представленных подходов. Применять данные методы следует не только к компаниям, обладающим определенными чертами, а ко всем без исключения. Данный подход позволит объективно сравнивать инвестиционную привлекательность акций, ставя сравниваемых эмитентов в один ряд.

Сравнительный (Рыночный) подход определяет стоимость предприятия или пакета акций путем анализа недавних продаж сопоставимых компаний или пакетов акций открытых акционерных обществ, в отношении которых имеется информация о ценах сделок купли-продажи, и проведения соответствующих корректировок на различия между оцениваемой компанией и ком-

паниями-аналогами. Для того чтобы применить Сравнительный подход, необходим тщательный поиск компаний-аналогов среди как открытых, так и закрытых акционерных обществ, сравнительный анализ и корректировка полученных данных. Сравнительный подход применяют, в основном, для оценки акций открытых (публичных) акционерных обществ, хотя, при внесении дополнительной корректировки (так называемой «корректировки на закрытость»), возможно применение сравнительного подхода и для оценки акций компаний закрытого типа.

Особенностью сравнительного подхода к оценке компаний или акций является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи аналогичных компаний, а с другой стороны, — на фактически достигнутые финансовые результаты.

Главное преимущество сравнительного подхода заключается в том, что стоимость акций рассчитывается исходя из объективных рыночных данных, а субъективные факторы играют лишь незначительную роль в такой оценке. С другой стороны, сравнительный подход почти не учитывает перспективы развития бизнеса и плохо приспособлен для оценки молодых компаний, особенно в инновационном секторе.

Основные проблемы, которые ставит Сравнительный подход перед оценщиком, — это проблемы выбора предприятий-аналогов (что осуществляется проведением тщательного анализа отрасли и сравнительного финансового анализа как оцениваемого предприятия, так и сопоставимых предприятий) и мультипликаторов, соответствующих особенностям конкретной оценки.

Источниками информации о ценах сделок с аналогичными объектами являются прежде всего: данные о ценах продаж пакетов акций или иных ценных бумаг, совершаемых на открытых фондовых рынках (на биржах и в системах открытой электронной внебиржевой торговли); данные о ценах сделок с акциями и другими ценными бумагами, долями (вкладами) в уставных (складочных) капиталах закрытых компаний, а также данные о ценах сделок на рынке слияний и поглощений или о ценах продажи компании (бизнеса) целиком.

Рассмотрим три основных сравнительных метода расчета стоимости акций.

Метод рынка капитала

Метод рынка капитала основан на использовании цен, имеющих место на открытом рынке ценных бумаг (ОРЦБ). То есть, базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытых акционерных обществ и в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Процесс оценки с применением метода рынка капитала включает следующие основные этапы:

1. Сбор необходимой информации.
2. Выбор аналогичных предприятий.
3. Финансовый анализ.

4. Расчет оценочных мультипликаторов (коэффициентов, показывающих отношение рыночной цены предприятия или акций к финансовой базе) таких как: цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/ дивидендные выплаты, цена/выручка от реализации, цена/балансовая стоимость активов, цена/ чистая стоимость активов.

5. Выбор величины мультипликатора.

6. Определение итоговой величины стоимости с применением корректировок.

Наиболее типичными являются следующие корректировки. Портфельная скидка предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Оценщик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение скидки на ликвидность.

Важно помнить, что при продаже крупных (не миноритарных) пакетов акций, их владельцы могут реализовать их значительно дороже их текущей рыночной стоимости. Практика показывает, что блокирующие и контрольные пакеты акций довольно часто продают в два-три раза дороже их реальной стоимости. Это возможно лишь в том случае, если предприятие, чьи акции реализуются, действительно является перспективным.

Как видно, метод рынка капитала достаточно сложен и трудоемок в применении. Однако, результаты, полученные с помощью этого метода, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

Метод продаж

Метод продаж (сделок) основан на использовании цены приобретения предприятия – аналога в целом или его контрольного пакета акций. Технология применения метода продаж практически полностью совпадает с технологией метода рынка капитала, подробно рассмотренной выше. Различие заключается только в типе исходной ценовой информации: метод рынка капитала в качестве исходной использует цену одной акции, не дающей никаких элементов контроля, а метод продаж - цену контрольного (мажоритарного) или полного пакета акций. При определении итоговой величины применяется премия за элементы контроля.

Метод продаж и используется для оценки полного или контрольного пакета акций предприятия. В данном случае анализируется информация не с фондового рынка, а с рынка операций (M@A, merger and acquisition, – слияний и поглощений) с компаниями. Оба метода иногда объединяют под общим названием – методы компании-аналога.

Доходный подход (Income approach) разрабатывалась представителями австрийской школы: К. Менгером, Э. Бём-Баверком и др.

Данный подход обеспечивает получение показателя стоимости путем

преобразования будущих денежных потоков в единое значение текущей капитальной стоимости (capitalvalue). В данном подходе анализируется доход, который актив будет создавать на протяжении срока его полезного использования, а стоимость объекта определяется посредством процедуры капитализации данного дохода. Капитализация подразумевает преобразование доходов в сумму капитала путем применения соответствующей ставки дисконтирования. Поток доходов может быть определен в соответствии с договором (договорами) или иметь недоговорную основу, например быть в форме ожидаемой прибыли, получаемой от использования или сохранения активов. Например в случае с акциями в приоритет конечных результатов данного подхода ставится то, какую пользу принесёт ценная бумага через некоторое время, а не сколько было затрачено труда для её изготовления.

В соответствии с действующими стандартами доходный подход — это совокупность методов определения стоимости объекта оценки, основанных на расчетах ожидаемых доходов. При оценке стоимости компании по этому критерию доход рассматривается как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. При прочих равных условиях чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его стоимости. При этом имеют значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков. Иными словами, доходный подход — это определение современной текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования активов и возможной дальнейшей их продажи.

Относимые к доходному подходу методы включают в себя:

- капитализацию дохода, при которой используется валовой коэффициент капитализации, или коэффициент с учетом всех рисков, применяемый к репрезентативному доходу одного периода
- анализ дисконтированного денежного потока, при котором ставка дисконтирования применяется к ряду денежных потоков из будущих периодов и обеспечивает их приведение к текущей стоимости;
- различные модели ценообразования опционов.

Доходный подход учитывает будущие ожидания инвестора и влияние рыночного фактора через использование рыночной нормы дисконтирования. Методы Доходного подхода применяются, когда можно обоснованно определить тот или иной вид будущих доходов оцениваемого объекта и ставки капитализации (доходности) соответствующих инвестиций. Доходный подход может быть также применен к оценке обязательств, при этом анализируются денежные потоки, необходимые для обслуживания обязательства до его погашения.

Ограниченность его применения в российских условиях обусловлена факторами слабой информационной прозрачности, противоречивостью множества прогнозных предположений, необходимостью учета большого количества слабо формализованных параметров при расчете ставки дисконтирования.

Используются два метода преобразования доходов: метод дисконтирования денежных потоков и метод капитализации дохода. Однако для оценки

акций с точки зрения дивидендного дохода целесообразно использовать метод дисконтирования дивидендов, строящийся на основе метода дисконтирования денежных потоков.

Модель дисконтирования дивидендов (DDM, англ. Dividend Discount Model), включает в себя 4 основных показателя:

1. Текущая цена акции (P),
2. Размер дивиденда (Div),
3. Темп роста (g),
4. Ставка дисконтирования (r).

Отсюда вытекает второй недостаток: результат, получаемый посредством модели DDM очень чувствителен к изменению темпа роста (g) и ставки дисконтирования (r), а процесс определения этих показателей весьма субъективен.

Кроме того, модель DDM не подойдет для оценки стоимости акций компаний, чья динамика денежных потоков характеризуется ярко выраженной цикличностью (например, компаний, производящих или продающих товары/услуги длительного спроса: автомобили, технику, мебель, развлечения и т.п.) или только еще находящихся на стадии своего развития.

Таким образом, DDM – это модель для оценки:

- стабильно растущих,
- нециклических компаний, чьи объемы продаж стабильны в любой фазе развития экономики (например, производителя продуктов питания),
- имеющих богатую дивидендную историю.

Затратный подход (Cost approach)

Затратный подход обеспечивает получение показателя стоимости (indication of value) базируясь на использовании экономического принципа, согласно которому покупатель не заплатит за актив больше, чем сумму затрат, необходимую для получения актива равной полезности, будь то посредством его покупки или строительства.

Этот подход основан на принципе утверждающем, что цена, которую покупатель заплатил бы на рынке за оцениваемый актив, в отсутствие усложняющих факторов продолжительного времени и связанных с этим неудобств и рисков, не будет превышать затрат на приобретение или строительство эквивалентного актива. Часто бывает, что по причине возраста или устаревания оцениваемый актив оказывается менее привлекательным, чем альтернативные активы, которые могут быть приобретены или построены. Если это так, то, в зависимости от требуемой базы оценки, в затраты на альтернативный актив может потребоваться внесение тех или иных корректировок.

Затратный подход наиболее применим для оценки в том случае, если объект оценки не приносит устойчивый доход.

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия, как правило, не соответствует рыночной стоимости вследствие таких объективных причин и факторов как инфляция, изменение курса валюты и конъюнктуры рынка, ис-

пользуемых методов учета и т. д. В результате при оценке компании необходимо провести корректировку ее баланса. Для этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности; затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств, результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Таким образом, базовая формула затратного подхода:

Стоимость всех акций = Собственный капитал - Активы - Обязательства.

Затратный подход может быть реализован с использованием двух методов оценки: стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости. В целях оценки акций с точки зрения компенсации их стоимости при ликвидации на данном этапе либо для определения вероятности ликвидации предприятия целесообразно использовать метод ликвидационной стоимости.

Метод ликвидационной стоимости

Его следует использовать в случае ликвидации компании, например, в результате банкротства, а также если текущие и прогнозируемые денежные потоки компании от продолжения ее деятельности низки по сравнению с чистыми активами. Тогда ликвидационная стоимость компании может оказаться ее максимальной потенциальной оценкой и единственным индикатором стоимости для владельцев.

Обычно этот метод используется, когда текущие и прогнозируемые денежные потоки компании от продолжения деятельности настолько низки, что ее ликвидационная оценка близка к оценке действующего предприятия. Если компания имеет много подразделений или дочерних фирм, причем часть из них прибыльна, а другая нет, может возникнуть необходимость оценки ее стоимости по рассматриваемому методу. Однако в целях оценки инвестиционной привлекательности акций этот метод можно использовать для компании любого финансового положения.

5. Расчет показателей качества акций

Следующим этапом (следующей задачей) оценки инвестиционной привлекательности акций является расчет показателей качества акций. Он будет отличаться в двух случаях:

- 1) когда акции предлагаются впервые (первичная эмиссия);
- 2) когда акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке.

В первом случае, когда оценка инвестиционной привлекательности компании (инвесторами, кредиторами, рейтинговыми формами) проводится с использованием традиционных показателей таких как оборачиваемости активов, прибыльности активов, финансовой устойчивости, ликвидности активов, проводится фундаментальный анализ.

Во втором случае, когда акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке, оценка дополняется анализом ряда новых показателей, среди которых наиболее важную роль играют коэффициенты эффективности первичной эмиссии (таблица 3.1).

Рассмотренные показатели характеризуют эффективность предыдущих выпусков акций акционерного общества. Оценка характера обращения акций на рынке ценных бумаг связана прежде всего с показателями их рыночной стоимости и ликвидности. Среди этих параметров наиболее важную роль играют следующие (табл. 3.2).

4. Анализ дивидендной политики предприятия.

Одним из показателей, характеризующих дивидендную политику, является уровень дивидендного выхода, т.е. удельный вес чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов по обыкновенным акциям.

Таблица 3.1 Коэффициенты, характеризующие эффективность первичной эмиссии акций

Показатель	Назначение	Расчетная формула
Коэффициент отдачи, акционерного капитала	Характеризует уровень чистой прибыли, приходящейся на акционерный капитал	Чистая прибыль (после налогообложения), деленная на среднюю стоимость акционерного капитала за расчетный период
Балансовая стоимость одной акции	Отражает величину акционерного и резервного капиталов, приходящихся на одну акцию, т.е. обеспеченность акционерного общества собственными средствами	Сумма акционерного капитала и резервного капитала, деленная на общее количество акций акционерного общества на определенную дату.
Коэффициент дивидендных выплат	Характеризует долю дивидендных выплат в чистой прибыли акционерного общества	Сумма дивидендов, выплаченных акционерным обществом в рассматриваемом периоде, деленная на сумму чистой прибыли общества за расчетный период
Коэффициент обеспеченности привилегированных акций (префакций) чистыми активами	Отражает величину чистых активов, приходящихся на одну префакцию	Чистые активы = активы обязательства по балансу Чистые активы общества на определенную дату, деленные на количество префакций, находящихся в обращении
Коэффициент покрытия дивидендов по префакциям	Позволяет оценить, в какой мере размер чистой прибыли общества обеспечивает выплату дивидендов	Чистая прибыль общества за расчетный период, деленная на сумму дивидендов, предусмотренную к выплате по префакциям в расчетном периоде

Существуют два различных подхода в теории дивидендной политики. Первый подход основывается на остаточном принципе: дивиденды выплачиваются после того, как использованы все возможности эффективного реинвестирования прибыли, что предполагает рост их в перспективе.

Второй подход вытекает из принципа минимизации риска, когда акционеры предпочитают невысокие дивиденды в текущий момент высоким в перспективе.

Таблица 3.2 Коэффициенты, определяющие характер обращения акций на организованном рынке ценных бумаг

Показатель	Назначение	Расчетная формула
Коэффициент выплаты дивидендов	Характеризует соотношение суммы дивиденда и цены акции	Сумма дивиденда, выплаченного по акции в определенном периоде (руб.), деленная на цену котировки акции на начало рассматриваемого периода (руб.)
Коэффициент соотношения цены и доходности акции	Показывает соотношение между ценой акции и доходом по ней. Чем ниже это соотношение, тем привлекательнее акция для инвестора	Цена акции на начало рассматриваемого периода (руб.), деленная на совокупный доход, полученный по акции в рассматриваемом периоде (руб.)
Коэффициент ликвидности акций на фондовой бирже	Характеризует возможности быстрого превращения акций в деньги в случае необходимости их реализации	Общий объем предложения рассматриваемых акций на биржевых торгах (или по периоду в целом), деленный на общий объем продажи рассматриваемых акций на биржевых торгах (или по всем торгам за период)
Коэффициент соотношения котированных цен предложения и спроса на акцию	Отражает соотношение между ценой предложения и спроса на акцию	Средний уровень цен предложения на торгах, деленный на средний уровень цен спроса на акцию на торгах
Коэффициент обращения акций	Отражает объем их обращения, а также уровень ликвидности по результатам биржевых торгов	Общий объем продаж рассматриваемых акций на торгах за период, деленный на общее количество акций фирмы, умноженное на среднюю цену продажи одной акции в рассматриваемом периоде

Источником выплаты дивидендов могут быть чистая прибыль отчетного периода, нераспределенная прибыль прошлых лет и специальные резервные фонды, созданные для выплаты дивидендов по привилегированным акциям на случай, если предприятие получит недостаточную сумму прибыли или окажется в убытке. Поэтому могут быть случаи, когда дивидендные выплаты превышают сумму полученной прибыли.

В мировой практике разработаны различные варианты дивидендных выплат по обыкновенным акциям, в частности:

- остаточная политика дивидендных выплат;
- стабильный размер дивидендных выплат независимо от дохода;
- стабильный уровень дивидендных выплат;
- выплата гарантированного минимума и экстрадивидендов;
- постоянное возрастание дивидендов.

Остаточная политика дивидендных выплат исходит из того, что фонд выплаты дивидендов образуется после использования прибыли на формирование собственных инвестиционных ресурсов. Преимущество политики такого типа заключается в обеспечении высоких темпов развития предприятия, повышения его финансовой устойчивости, а недостаток — в нестабильности размеров дивидендных выплат, что может привести к снижению рыночной стоимости акций.

Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении длительного периода, что определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, что при неблагоприятной конъюнктуре может свести инвестиционную деятельность предприятия к нулю.

Политика стабильного уровня дивидендных выплат предусматривает установление долгосрочного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли. Преимуществом ее является тесная связь с размером формируемой прибыли, а недостатком — нестабильность размера дивидендов на акцию, что вызывает резкие перепады в котировке акций. Такая политика не привлекает осторожных инвесторов даже при высоком уровне дивидендов. Ее могут применять только зрелые компании со стабильной гарантированной прибылью.

Политика выплаты гарантированного минимума дивидендов с надбавкой в отдельные периоды предусматривает регулярные фиксированные дивиденды, а в случае успешной деятельности предприятия — экстрадивиденды. Это наиболее взвешенный тип политики. Здесь обеспечивается стабильная гарантированная выплата дивидендов при высокой связи с финансовыми результатами. Недостаток этой политики состоит в том, что при продолжительной выплате минимальных дивидендов снижается инвестиционная привлекательность акций компании и соответственно падает их рыночная стоимость.

Политика постоянного возрастания дивидендов предусматривает стабильное возрастание дивидендов в расчете на одну акцию. Преимущество такой политики состоит в обеспечении высокой рыночной стоимости акций компании и формировании ее положительного имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях, а недостаток — в отсутствии гибкости. Если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли, то это может привести к несостоятельности предприятия.

Следует иметь в виду, что часто предлагаемый эмитентом размер дивидендов по акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств. Поэтому ориентироваться только на этот показатель вряд ли целесообразно. Многое зависит от конъюнктуры фондового рынка, финансового положения эмитента и других факторов.

На основе изучения перечисленных параметров, характеризующих текущее финансовое состояние эмитента и перспективы его развития, делается вывод о степени его инвестиционной привлекательности. Надежным и перспективным объектом инвестирования считается акционерная компания с устойчивым финансовым положением, растущим объемом продаж, с повышающейся нормой чистой прибыли на авансированный капитал, превышающей среднюю величину за последние 3-5 лет. Что касается соотношения цена/доход, то данный показатель зависит от рыночной конъюнктуры (курса акций). Поэтому ориентироваться на него следует осторожно, с учетом будущего прогноза рыночных колебаний курса ценных бумаг.

Предложенная методика с применением трех подходов (сравнительного, доходного и затратного) позволяет не только дать реальную взвешенную оценку инвестиционной привлекательности акций, но и сравнивать компании разных отраслей с разными финансовыми показателями, уделяя внимание только таким важным для инвестора данным как дивидендный доход, стоимость акций на рынке и их ликвидационная стоимость. Такая важная составляющая, как уровень контроля пакета акций обычно учитывается в различных методах оценки в виде применяемых коэффициентов. Однако есть смысл представить ее отдельно, основываясь на теоретическом определении.

Список использованных источников

- 1 Федеральный закон от 25.02.99 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», ред. от 26.07.2017 N 205-ФЗ
- 2 Федеральный закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» с изменениями и дополнениями
- 3 Федеральный закон от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» с изменениями и дополнениями
- 4 Кузнецов Б.Т. Инвестиции: учебник — М.: ЮНИТИ-Дага, 2012 — 561 с. - ISBN 5-95641-584-9
- 5 Сироткин С.А. Экономическая оценка инвестиционных проектов: учебник — 3-е изд., перераб. и доп. / С.А. Сироткин, Н.Р. Кельчевская — М.: ЮНИТИ-Дана, 2011 — 311 с.- ISBN 978-5-238-01944-4
- 6 Ендовицкий Д.А. Анализ инвестиционной привлекательности организации / Д.А. Ендовицкий. - М.: Издательский дом «КноРус», 2010. - 374 с.

7 Матвеева М.А. Определение инвестиционной привлекательности предприятия путем анализа его финансового состояния / М.А. Матвеева // Проблемы современной экономики. - 2012. - № 4 (44). - С. 205 - 209.

8 Рыкова И. А. Институциональная инфраструктура финансового рынка: теоретико-практический аспект / И. А. Рыкова, Е. Е. Уварова, Т. В. Шпортова // Фундаментальные исследования. 2015. №2-11 С.2428-2431.

9 Кузубов А.А. Анализ системы управления конкурентоспособностью предприятий // Фундаментальные исследования. 2015. № 12-5. С. 1028-1031.

10 2. Кузубов А.А. Конкурентоспособность машиностроительных предприятий как объекта стратегического управления // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. 2016. № 1 (77). С. 71-86.

Справочные информационные издания

11 Справочная-информационная система «Консультант +»

Периодические издания

12 Васильев Г.А. Инновационное содержание понятия «инвестиции» // Креативная экономика — 2011 - №5 — с. 148-153

13 Липченко Е.А. Понятие инвестиционной привлекательности предприятия: различные подходы к толкованию // Молодой ученый — 2012. - №7. - с. 95-97

Контактный телефон +79146806929