

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ, БЮДЖЕТНАЯ И НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА

Гарibov Владислав Вагифович

канд. экон. наук, доцент

ФГАОУ ВПО «Северо-Кавказский федеральный университет»

г. Ставрополь, Ставропольский край

ИНСТРУМЕНТЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ КОРПОРАЦИЙ

Аннотация: статья посвящена методам оценки финансовых активов корпораций, приведены различия между ценой и стоимостью финансового актива, определены факторы, оказывающие влияние на процесс оценки теоретической стоимости финансового актива.

Ключевые слова: финансовый актив, цена финансового актива, стоимость финансового актива, рыночная финансового актива, внутренняя стоимость финансового актива, подходы оценки финансовых активов, теории оценки финансовых активов.

Среди финансовых активов особая роль принадлежит так называемым капитальным финансовым активам – акциям (или долевым ценным бумагам) и облигациям (или долговым ценным бумагам). Именно с помощью этих инструментов формируется капитал фирмы, они являются одновременно и объектами, и способами реализации обоих типовых финансовых процессов – мобилизации (с помощью эмиссии акций и облигаций привлекается капитал на долгосрочной основе) и инвестирования (в акции и облигации вкладываются свободные денежные средства как в долгосрочных, так и краткосрочных целях).

Возможность и целесообразность осознанного, неспонтанного оперирования финансовыми активами предполагает понимание экономической природы каждого актива, ориентации на тот или иной актив и, главное, умение оценивать их базовые характеристики – стоимость, цену, доходность, риск. Именно на лежат в основе управления финансовыми активами, которое сводится к принятию

решений кратко- и долгосрочного характера в отношении целесообразности их приобретения, продажи и сочетания при конструировании требуемых инструментов и операций.

Любой инвестор, принимая решение, например, о приобретении того или иного финансового актива, пытается оценить экономическую эффективность планируемой операции. Совершенно очевидно, что он может ориентироваться либо на абсолютные, либо на относительные показатели. В первом случае речь идет о цене или стоимости актива, во втором – о его доходности.

Логика рассуждения инвестора в первом случае такова. Финансовый актив имеет две взаимосвязанные абсолютные характеристики: во-первых, объявленную текущую рыночную стоимость (P_m), по которой его можно приобрести на рынке; во-вторых, теоретическую или внутреннюю, стоимость (V_t). Разница между этими характеристиками очевидна даже на бытовом уровне. Так, для любого коллекционера некоторая вещица, найденная им на рынке и относящаяся к сфере его интересов, может быть практически бесценной, тогда как для человека, не интересующегося этим, она не стоит и ломаного гроша. Таким образом, декларированная цена означает объявленную продавцом ценность актива, а рассчитываемая стоимость означает в некотором смысле реальную его ценность, внутренне присущую активу, скрытую и с очевидностью не идентифицируемую. Обе абсолютные характеристики не только меняются в динамике, но и с позиции конкретного инвестора нередко могут не совпадать. По сравнению с ценой, которая объективна (в том смысле, что она объявлена и товар по ней равнодоступен любому участнику рынка), внутренняя стоимость гораздо более субъективна. Под субъективностью в данном случае понимается то обстоятельство, что каждый инвестор имеет свой взгляд на внутреннюю стоимость актива, полагаясь в ее оценке на результаты собственного, т.е. субъективного, анализа. Если он каким-то образом сумеет исчислить значение V_t , то в его распоряжении окажутся две сопрягающиеся оценки ценности актива: одна общедоступная (это объявленная цена P_m), вторая конфиденциальная (это рассчитанная инвестором стоимость V_t). Возможны три ситуации: $P_m > V_t$, $P_m < V_t$, $P_m = V_t$.

Первое соотношение говорит о том, что с позиции конкретного инвестора данный актив продается в настоящий момент времени по завышенной цене, поэтому инвестору нет смысла приобретать его на рынке. Второе соотношение говорит об обратном: цена актива занижена по сравнению с его реальной ценностью, есть смысл его купить. Согласно третьему соотношению текущая цена полностью отражает внутреннюю стоимость актива, поэтому спекулятивные операции по его скупке-продаже вряд ли целесообразны.

Множественность участников рынка, их неодинаковая информированность и различие в приоритетах приводят к отсутствию единообразия в отношении стоимостных оценок. А именно, если в каждый момент времени рыночная цена конкретного актива на данном рынке существует в единственном числе, то внутренняя его стоимость множественна; в принципе, каждый финансовый актив имеет столько оценок значений этого показателя, сколько имеется инвесторов на рынке, заинтересованных в данном активе. В этом одна из причин существования рынка финансовых активов: каждый участник рынка полагает, что он владеет более качественной информацией и методами ее обработки, чем другие участники, а потому может обоснованно оценить соответствие P_t и V_t , и принять соответствующее решение. Изначально цена задается продавцом актива, но в ее формировании (точнее, корректировке) принимает участие и покупатель – на достаточно эффективном и активном рынке интенсивность операций купли-продажи с активом с очевидностью сказывается на его цене.

Таким образом, можно сформулировать условные правила, позволяющие провести различие между ценой и стоимостью финансового актива:

– стоимость – это расчетный показатель; цена – декларированный, т. е. объявленный, который можно видеть в прейскурантах, ценниках, котировках; цена открыта, общеизвестна, тогда как стоимость в известном смысле конфиденциальна;

– в любой момент времени на данном рынке цена однозначна, тогда как стоимость многозначна, при этом число оценок стоимости зависит от числа профессиональных участников рынка;

– с известной долей условности можно утверждать, что стоимость первична, а цена вторична, поскольку в условиях равновесного рынка цена, во-первых, количественно выражает внутренне присущую активу стоимость; во-вторых, стихийно устанавливается как среднее из оценок стоимости, рассчитываемых участниками рынка.

К настоящему времени сформировались три основных подхода к оценке V_t (иногда их называют теориями): технократический, теория «ходьба наугад» и фундаменталистский [3].

Сторонники технократического подхода (их называют технократами) предлагаю двигаться от прошлого к настоящему и утверждают, что для определения текущей внутренней стоимости конкретной ценной бумаги надо знать лишь динамику ее цены в прошлом. Используя статистику цен, а также данные о котировках цен и объемах торгов, они предлагают строить долго-, средне- и краткосрочные тренды и на их основе определять, соответствует ли текущая цена актива его внутренней стоимости. В систематизированном виде эти подходы изложены в рамках так называемого технического анализа.

Последователи теории «ходьба наугад» считают, что текущие цены финансовых активов гибко отражают релевантную информацию, в том числе относительно будущего ценных бумаг. Они исходят из предположения, что текущая цена всегда вбирает всю необходимую информацию как статистического характера, так и рыночных ожиданий. Поскольку новая информация не является предопределенной и, кроме того, она с одинаковой вероятностью может быть как хорошей, так и плохой, невозможно с большей или меньшей точностью предсказать изменение цены в будущем. Поэтому никакими формализованными алгоритмами нельзя рассчитать внутреннюю стоимость финансового актива, а следовательно, нельзя «улучшить» текущую цену, которая на самом деле регулируется «невидимой рукой» рынка. Можно полагаться лишь на интуицию и опыт.

Представители фундаменталистского подхода (их называют фундаменталистами) считают, что оценка стоимости актива должна осуществляться не по дан-

ным ценовой статистики, а исходя из ожидаемых будущих поступлений, генерируемых этим активом. Данный подход к анализу на фондовом рынке известен как фундаментальный анализ. В рамках этого подхода теоретическая, или внутренняя, стоимость финансового актива может быть найдена с помощью модели дисконтированного денежного потока (DCF-модели). Именно фундаменталистский подход получил распространение на практике. Следует, правда, отметить, что соответствующие модели применимы лишь в рамках определенных ограничений и допущений, а их ценность состоит не столько в практическом приложении к оценке эффективности и целесообразности операций на финансовых рынках, сколько в демонстрации логики ценообразования на этих рынках.

Оценка теоретической стоимости финансового актива зависит от трех параметров [5]:

- 1) элементов возвратного потока, т. е. ожидаемых доходов, обусловленных владением оцениваемого актива (например, речь может идти о денежных поступлениях);
- 2) горизонта прогнозирования;
- 3) ставки дисконтирования (приемлемой нормы прибыли).

Первый параметр наиболее существен – именно он прежде всего влияет на надежность и точность оценки величины V_t .

Возвратный поток. Финансовые активы разнообразны по своей природе. Это своеобразие проявляется в составе и структуре возвратного потока. Возможны следующие варианты: а) возвратный поток представляет собой бессрочный аннуитет с равными элементами (пример: привилегированная акция); б) возвратный поток состоит из одного элемента (пример: облигация с нулевым купоном); в) возвратный поток состоит из двух частей: первая – срочный аннуитет, вторая – один элемент в конце срока жизни актива (пример: срочная купонная облигация); г) элементы возвратного потока меняются в зависимости от некоторого параметра (пример: облигация с меняющейся купонной ставкой) и др. В отличие от других рыночных активов (например, сырья, товаров, услуг) финансово-

вый актив имеет одно важнейшее отличие – его покупают не с целью потребления (производственного или личностного), но с целью извлечения сопутствующего ему потенциального дохода. Распределенность ожидаемого дохода во времени, его вероятная нестабильность и возможность управлять ею предопределяют многобортность финансового актива – он с большей или меньшей степенью интенсивности продается на рынке. Отсюда следует очевидный вывод: участник рынка, купив актив и сделав тем самым инвестицию в него, приобретает в общем случае право на два вида дохода: а) регулярный, повторяющийся (например, в виде процентов, дивидендов) и б) единовременный – в виде положительной разницы между ценой продажи и сделанной инвестицией (этот доход называют капитализированным, или доходом от капитализации). Несложно понять, что для разных типов финансовых активов отмеченные виды доходов могут иметь разное значение.

Горизонт прогнозирования. Этот параметр изменяется в зависимости от того, что представляет собой базисный актив: для облигаций и привилегированных акций горизонт прогнозирования чаще всего ограничен, для обыкновенных акций он обычно равен бесконечности.

Ставка дисконтирования. Первые два параметра привязаны непосредственно к базисному активу и потому обладают большей степенью объективности. Приемлемая норма прибыли, закладываемая инвестором в анализ, в этом случае не имеет отношения к базисному активу; она лишь отражает доходность альтернативных вариантов вложения капитала, доступных, возможно, лишь данному инвестору, что и предопределяет вариабельность этого параметра. Вот почему именно ставкой дисконтирования варьируют инвесторы в процессе имитационного моделирования.

Типовые задачи в оценке финансовых активов. В приложении к финансовым активам DCF-модели может использоваться для решения двух типовых задач по оценке соответственно текущей теоретической (или внутренней) стоимости и нормы прибыли (доходности), ожидаемой к генерированию данным активом.

При этом следует иметь в виду следующие особенности [1]:

а) для оценки текущей теоретической стоимости актива исходные, т.е. известные, параметры в DCF-модели таковы: значения регулярного дохода (т. е. элементы возвратного денежного потока), количество базисных периодов, приемлемая норма прибыли, единовременный доход по окончании операции (например, нарицательная стоимость, цена выкупа и др.);

б) для оценки присущей активу доходности исходные параметры в DCF-модели таковы: значения регулярного дохода, количество базисных периодов, текущая внутренняя стоимость актива (принимается равной его текущей рыночной цене), единовременный доход по окончании операции.

Если модель используется для расчета внутренней стоимости актива, то логика рассуждений такова. Инвестору предлагается купить будущий денежный поток. Согласившись на эту операцию, инвестор как бы откладывает до лучших времен возможность текущего, сиюминутного потребления денежных средств. Поскольку денежные средства имеют временную ценность, инвестор согласится на операцию лишь в том случае, если он получит дополнительный доход, т. е. совокупная сумма элементов возвратного потока должна превышать исходную инвестицию, т.е. цену покупки. Задавая устраивающую его процентную ставку и дисконтируя по ней элементы возвратного потока, инвестор находит ту сумму, которую он готов заплатить за возможность обладания этим потоком. Эта сумма, т.е. приведенная стоимость возвратного потока, и будет представлять собой внутреннюю, или теоретическую, стоимость этого потока.

Если речь идет о расчете неизвестной, т. е. ожидаемой доходности актива, то рассуждения таковы. В условиях равновесного рынка текущая рыночная цена финансового актива должна совпадать в среднем с оценками его внутренней стоимости, делаемыми заинтересованными участниками рынка ($P_t = V_t$). Если такого совпадения нет, т. е. многие участники полагают, что цена актива занижена или завышена по сравнению с его внутренней стоимостью, то немедленно начнутся операции купли-продажи с соответствующим изменением текущей цены (например, если спрос превышает предложение, это равносильно тому, что

многие участники рынка считают цену заниженной и потому стараются купить актив, вследствие чего цена начинает расти) до тех пор, пока цена не будет соответствовать в среднем представлениям на рынке о внутренней (иными словами, истинной) стоимости актива.

Список литературы

1. Галасюк В.В. Принципиально новый подход к отражению активов на базе концепции ССФ / В.В. Галасюк, А.В. Вишневская-Галасюк [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.galasyuk.dnepr.net
2. Международные стандарты финансовой отчетности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.allmsfo.ru
3. Методы оценки финансовых активов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.bukvi.ru/ekonomika/analiz/
4. Научная электронная библиотека [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://elibrary.ru>
5. Оценка финансовых активов. Риск и доходность финансовых активов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.management-ed.ru/
6. Сивец С.А. Справедливая стоимость активов и экспертная оценка [Текст] // Ориентир. – 2008. – №26.
7. Шарп У. Инвестиции: Пер. с англ. [Текст] / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 2008.
8. Оценка финансовых активов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://perviydoc.ru/v24968/оценка_финансовых_активов