Серпуховитина Ирина Вячеславовна. Оценка стоимости корпоративных облигаций доходным, сравнительным и затратным подходами : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Серпуховитина Ирина Вячеславовна; [Место защиты: Орлов. гос. техн. ун-т].- Белгород, 2008.- 158 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/14

**Содержание к диссертации**

Введение

1 Теоретические основы ценных бумаг как особого объекта оценки 9

1.1 Ценные бумаги, их классификация и значение как объекта оценки 9

1.2 Сущность фондового рынка как системы, в которой складываются оценочные свойства ценных бумаг 30

1.3 Понятие, необходимость и цели оценки стоимости ценных бумаг 53

2 Применение методических подходов к оценке стоимости ценных бумаг 63

2.1 Оценка стоимости ценных бумаг доходным подходом 63

2.2 Сравнительный подход и его использование для оценки ценных бумаг 87

2.3 Возможность применения затратного подхода в оценке ценных бумаг 98

3 Реализация методических подходов оценки корпоративных облигаций ОАО «Российские железные дороги» 11

3.1 Оценочные свойства корпоративных облигаций ОАО «Российские железные дороги» 114

3.2 Характеристика деятельности и финансового состояния ОАО «Российские железные дороги» 119

3.3 Определение стоимости корпоративных облигаций ОАО «Российские железные дороги» доходным, сравнительным и затратным подходами 132

Заключение 141

Список использованных источников 146

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Особенность современного этапа становления экономики России заключается в признании необходимости и важности развития рынка ценных бумаг.

При осуществлении операций с ценными бумагами возникает потребность в наличии информации для принятия эффективных решений. Эта информация представляет собой обоснованную стоимость ценной бумаги, установленную на определенную дату с учетом конкретной цели. Для наиболее точной оценки стоимости ценных бумаг используются общие и индивидуальные методики определения стоимости. Основными методами, применяемыми для оценки стоимости ценных бумаг являются методы доходного, сравнительного и затратного подходов.

Методы доходного подхода предусматривают определение стоимости ценных бумаг на основе текущей стоимости будущих доходов по ним, которые возникнут в результате владения ценными бумагами и возможной дальнейшей их продажи. Сравнительный подход предполагает оценку ценных бумаг путем их сопоставления со схожими ценными бумагами или аналогами. Затратный подход базируется на оценке ценных бумаг на основе стоимости затрат на их приобретение либо стоимости имущества, которое можно получить взамен них.

Участники российского финансового рынка все острее осознают потребность в овладении современными методами оценки стоимости корпоративных ценных бумаг. Особенно это становится актуальным в настоящее время, когда рынок корпоративных облигаций приобретает многообещающие перспективы роста.

Применение доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке стоимости корпоративных облигаций позволит определить их стоимость с учетом параметров будущей доходности, стоимости аналогов,

**4**понесенных затрат, отражающих полноту прав по ним.

В связи с изложенным, наибольшую актуальность приобретают проблемы оценки стоимости корпоративных облигаций. Актуальным является использование для оценки корпоративных облигаций доходного, сравнительного и затратного подходов в комплексе, так как это позволит получить наиболее точную и обоснованную величину их стоимости на основе учета большого числа факторов.

**Степень научной разработанности проблемы.**Отдельные теоретические вопросы выпуска и обращения ценных бумаг нашли отражение в работах отечественных и зарубежных ученых: Александера Г., Аверченко В.А., Басова А.И., Белзецкого А.И., Вильямса Дж., Галанова В.А., Гордона М. Дж., Килячкова А.А., Колесникова В.И., Лофтона Т., Миркина Я.М., Фабоцци Ф. Дж., Фишера Р., Чалдаева Л.А., Шарпа У.

Значительный вклад в исследование оценки стоимости ценных бумаг внесли отечественные авторы: Анискин Ю.П., Валдайцев СВ., Грязнова А.Г., Есипов B.C., Федотова М.А., Филиппов Л.А.

Разработка методик определения стоимости корпоративных ценных бумаг, в том числе облигаций, нашла свое отражение в работах ученых: Беликовой А.В., Бердниковой Т.Б., Береснева С.С., Политковской И.В., Раевой И.В., Рутгайзер В.М., Сизова Ю.С.

Рекомендации и методики, предлагаемые учеными, предназначены в основном для определения стоимости акций, тогда как методический инструментарий для оценки других видов корпоративных ценных бумаг в экономической литературе рассматривается в недостаточном объеме. Все это дает основание считать, что тема диссертационной работы является актуальной, как с теоретической, так и практической точек зрения.

**Целью диссертационного исследования**является разработка теоретических подходов и практических рекомендаций по оценке стоимости корпоративных облигаций доходным, сравнительным и затратным подходами. Реализация поставленной цели обусловлена необходимостью

**5**решения следующих задач:

изучить и обобщить нормативно-правовые акты, научную литературу в исследуемой области;

уточнить понятия и классификацию ценных бумаг;

- провести анализ современного состояния российского фондового  
рынка;

выявить сущность и цели оценки стоимости ценных бумаг;

критически проанализировать существующие методические подходы к оценке стоимости ценных бумаг и уточнить область их использования;

разработать порядок учета дополнительных критериев и факторов при оценке стоимости корпоративных облигаций доходным, затратным и сравнительными подходами.

**Область исследования**соответствует п. 7.6 «Методологические основы определения стоимости различных объектов собственности в условиях неопределенности» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК России.

**Предметом исследования**являются методы оценки корпоративных облигаций и их совершенствование.

**Объектом исследования**являются корпоративные облигации.

**Теоретической и методологической основой, исследования**послужили нормативно-правовые акты, работы отечественных и зарубежных ученых в области рынка ценных бумаг и их оценки.

Методологическую основу диссертации составляют фундаментальные положения современной теории функционирования рынков капиталов, развития бизнеса, определения и управления рыночной стоимостью ценных бумаг.

В диссертационном исследовании использовались общенаучные методы и способы познания экономических явлений и процессов (комплексность, системность, наблюдение, сравнение, анализ, индукция, дедукция, статические, графические и др.), исторический и логический

подходы. Количественные параметры определены методами статистического анализа, экспертной оценки, на основе опыта профессиональных оценщиков.

**Информационной базой диссертационного исследования**послужили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, данные периодических изданий, статьи, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам РФ, официальных сайтов фондовых бирж РТС и ММВБ, а также материалы, полученные автором в результате исследований.

**Научная новизна и теоретическая значимость диссертации**состоит в разработке научно-методических подходов к оценке стоимости корпоративных облигаций, что позволит определить наиболее точную и обоснованную величину их стоимости доходным, сравнительным и затратным методами.

Научная новизна диссертационного исследования заключается- в следующем:

предложена авторская трактовка понятий\* «ценная бумага» и «облигация», разработана классификация ценных бумаг по критериям, сложившимся в практике фондового дела, а также по признаку схожести-применения методических подходов и методов для их оценки (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

выявлен механизм влияния^ ценных бумаг на экономические и социальные процессы на макро- и микроуровнях, на основе обобщения» проблем, решаемых с их помощью; выявлены и уточнены функции, которые выполняют ценные бумаги (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

выявлено» современное состояние фондового рынка Российской Федерации как системы, в которой\* складываются оценочные свойства ценных бумаг; установлены положительные и отрицательные тенденции его развития, влияющие на стоимость ценных бумаг (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

- уточнены методические основы оценки ценных бумаг, используемые  
в процессе определения, их стоимости, включающие в себя- понятие оценки

**7**стоимости ценных бумаг, особенности процесса их оценки, цели оценки, виды стоимости (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

уточнены область и порядок определения стоимости ценных бумаг доходным, сравнительным и затратным подходами, на основе использования оценочных методов, позволяющих упростить процесс оценки корпоративных облигаций и повысить обоснованность полученных результатов (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

разработана методика оценки рыночной стоимости корпоративной облигации, включающая в себя оценочные формулы по каждому из методов доходного, сравнительного и затратного подходов и предложены практические рекомендации по ее использованию (п. 7.6 Паспорта специальности 08.00.10 ВАК).

**Практическая значимость исследования.**Результаты

диссертационной работы могут быть использованы в практической деятельности профессиональных оценщиков и специалистов фондового рынка при определении стоимости ценных бумаг.

Внедрение результатов диссертационного исследования в практическую деятельность оценочных фирм позволит повысить эффективность их деятельности по определению стоимости ценных бумаг, приведет к ускорению и повышению точности оценочных работ.

**Апробация и внедрение результатов исследования**осуществлялись по следующим направлениям: внедрение в практическую деятельность оценочных фирм и публикации в открытой печати.

Основные результаты исследования, сформулированные в диссертации, опубликованы, апробированы в установленном порядке и доложены на Региональной научно-практической конференции «Современные проблемы кооперативного образования и науки» (Белгород, 2005); на Региональной научно-практической конференции «Интеграция науки, практики и образования потребительской кооперации» (Белгород, 2006); на Региональной научно-практической конференции\* «Молодые

8 ученые - производству» (Старый Оскол, 2007).

Полученные в ходе проведенного исследования теоретические разработки нашли свое отражение в учебном процессе при подготовке и проведении лекционных и практических занятий по курсам «Финансы организаций (предприятий)», «Финансы потребительской кооперации» в Белгородском университете потребительской кооперации.

**Публикации.**По теме диссертационного исследования опубликовано 7 работ общим объемом 2,8 п.л.

**Объем и структура диссертационного исследования.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы. Объем работы 158 страниц, 35 таблиц, 31 рисунок, 29 формул.

## Ценные бумаги, их классификация и значение как объекта оценки

В условиях рыночных преобразований в России происходит процесс развития фондового рынка, который характеризуется появлением большого количества ценных бумаг, увеличением объемов их размещения, перепродажи, модифицирования, погашения и осуществлением других операций с ними.

Ценные бумаги являются самостоятельным видом финансовых активов наряду с наличными деньгами и вкладами в банковских учреждениях.

Ученый Миркин Я.М. отмечает, что ценные бумаги возникли еще в средние века (XII—XIV вв.), их появление связывают с потребностью средневековых торговцев сохранить капитал во время переездов и переселений от разбоя на дорогах, в заменителе денег, а также с необходимостью привлечения государством дополнительных финансовых ресурсов. [104 ]

Первыми ценными бумагами являются векселя и государственные облигации. Позже возникли акции, в начале XIX века они заняли ведущее место на западных рынках. В России ценные бумаги стали играть заметную роль лишь со второй половины XIX века.

В российском законодательстве установлено, что ценная бумага - это документ, удостоверяющий, с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов, имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении (ст. 142 ГК РФ).

Отечественными и зарубежными экономистами (Александером Г., Галановым В.А., Килячковым А.А., Колесниковым В.И., Миркиным ЯМ., Торкановским B.C., Шарпом У. и др.) часто осуществляется попытка толкования сущности ценных бумаг.

Наиболее точное определение, на наш взгляд, содержится в словаре Брокгауза «ценная бумага - это документ, выражающий право на определенную ценность и полномочия, закрепленные за ней. По содержанию ценные бумаги делятся на товарные (дают право на ценность, заключающуюся в известных товарах) и на денежные (право на получение известной суммы денег). [60]

По мнению Галанова В.А. и Басова А.И.: «Ценная бумага - это форма существования капитала, отличная от товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход». [ 124 ]

Ученый Миркин Я.М. определяет ценные бумаги как права на ресурсы (объекты собственности), обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму, отвечающие фундаментальным требованиям. Он ввел ряд фундаментальных требований к ценным бумагам: обращаемость, доступность для гражданского оборота, стандартность и серийность, документальность, регулируемость и признание государством, рыночность, ликвидность, риск, обязательность исполнения. [ 104 ]

## Оценка стоимости ценных бумаг доходным подходом

Терехова В.В. отмечает, что доходный подход представляет собой процедуру оценки стоимости, исходящую из принципа непосредственной связи стоимости объекта с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате владения объектом и возможной дальнейшей его продажи. [ 71 ]

Валдайцев СВ. считает, что доходный подход состоит в том, чтобы определять стоимость объекта оценки на основе тех доходов, которое он способен в будущем принести своему владельцу, включая выручку от продажи того имущества, которое не понадобиться для получения этих доходов. [ 61 ]

По нашему мнению, при оценке ценных бумаг доходный подход является преимущественным из-за того, что оценивается особый объект собственности, который большинство инвесторов приобретают для получения прибыли в будущем.

По мнению Абдуллаевой Н.А. и Колайко Н.А., с точки зрения инвестиционных мотивов доходный подход является наиболее приемлемым - инвестор приобретает не просто ценную бумагу, а поток будущих доходов, который позволит ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. При этом очень важно, когда именно собственник будет получать данные доходы и с каким риском это сопряжено. Все эти факторы, влияющие на оценку ценных бумаг, позволяет учесть метод дисконтирования денежных потоков. [ 108 ]

## Оценочные свойства корпоративных облигаций ОАО «Российские железные дороги»

Отсутствие достаточной информации о порядке оценки стоимости облигаций и отсутствие методических рекомендаций в этой области вызвали необходимость разработки методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости облигации. Предложенные методические рекомендации в первую очередь отвечают потребностям оценки корпоративных облигаций, но при определенных условиях их можно использовать и для государственных облигаций.

Чтобы приступить к оценке долговых ценных бумаг (в частности, облигаций), необходимо:

во-первых, определить цель, ради которой проводится оценка;

во-вторых, обосновать используемый стандарт стоимости, который зависит от целей оценки и, в конечном счете, определяет выбор методов оценки (например, инвестора интересует прежде всего инвестиционная стоимость);

в-третьих, должен быть определен объем доступной информации.

При оценке рыночной стоимости облигации оценщик обязан использовать (или обосновать отказ от использования) доходный, сравнительный и затратный подходы к оценке. Оценщик вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов конкретные методы оценки. При этом учитывается объем и достоверность рыночной информации, доступной для использования того или иного метода.

Предложенные методические рекомендации по оценке облигаций апробируем на примере облигаций ОАО «Российские железные дороги».

Прежде чем преступить к определению стоимости облигации необходимо точно сформулировать задание оценки..