

вневедомственной независимой экспертной комиссии осуществлять финансовую поддержку инвестиционных проектов и программ, а также научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ на конкурсной основе, с проведением экспертизы бизнес-планов (технических заданий) представляемых проектов с учетом эффективности реализации инновационного проекта и приоритетных направлений научно-технического развития отраслей.

К.В. ЛИННИК

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ

Белорусский рынок ценных бумаг к началу 2000 г. представлял собой разрозненную сеть незначительного числа профессиональных участников рынка ценных бумаг и владельцев пакетов различных ценных бумаг. Сделки по их купле-продаже между инвесторами физическими и юридическими лицами законодательно приостановлены.

Номинальная стоимость акций белорусских акционерных обществ, как правило, на несколько порядков ниже их балансовой стоимости. Существующая методика дооценки акций, опирающаяся на балансовые данные, как и их балансовая стоимость, не позволяют вывести реальную стоимость акций, поскольку сами балансовые данные и данные бухгалтерского учета, как правило, не отражают положение дел в белорусских акционерных обществах, а в данных бухгалтерского учета обычно видна реальная стоимость основных и оборотных средств.

Следствием такого положения стало крайне пассивное проведение сделок по покупке-продаже акций на вторичном рынке; в основном имеет место скрытый бартер акций белорусских акционерных обществ. На первичном рынке доступ инвесторов к вложениям средств в акции предприятий крайне усложнен, поскольку акционирование белорусских предприятий встречает сопротивление со стороны большинства дирекций, да и на многих уже акционированных предприятиях существует мощное государственное лобби (владение крупными пакетами акций, наличие реальной возможности отменить любое решение собрания акционеров путем введения "золотой акции").

Основной причиной данного положения стало отношение к акциям белорусских предприятий в первую очередь как к инструменту управления акционерным обществом, а не как к инструменту рынка капиталов.

Несмотря на сложившееся положение, сделки по купле-продаже (бартеру) акций белорусских акционерных обществ по-прежнему проводятся, в связи с чем необходима оценка инвестиционной привлекательности акций.

Использование международного опыта крайне затруднено в силу вышеупомянутых причин. Поэтому использовать такие показатели, как объем чистой прибыли на одну акцию, отношение рыночной цены всех акций к чистой прибыли, балансовая стоимость простой акции, отношение рыночной цены к балансовой стоимости одной акции, дивидендный доход и дивидендное покрытие, рыночная цена одной акции и рыночная капитализация компании, невозможно в условиях белорусской экономики.

Для оценки собственных активов и определения относительной стоимости прочих акций наиболее целесообразно использование рейтинговых балльных систем оценки. Приведем пример одной из подобных систем, использовавшейся при подготовке ОАО СИФ "Первый республиканский инвестиционный фонд" к чековому аукциону, проведенному 28 июля 1998 г. Министерством по управлению государственным имуществом и приватизации Республики Беларусь.

Одной из основных проблем при оценке акций белорусских акционерных обществ является сопоставимость собственности, приходящейся на одну акцию.

Кирилл Владимирович ЛИННИК, аспирант кафедры бухгалтерского учета, анализа и аудита в промышленности БГЭУ.

Например, 2 эквивалентных предприятия могут иметь уставные фонды в 1 млн и 1 тыс. акций. Поскольку номинальная стоимость акций не отражает реальную долю собственности, приходящуюся на одну акцию, сопоставлять номиналы акций бесполезно. Для решения данной проблемы реальнее использовать оценки стоимостей акций в именных приватизационных чеках "Имущество" (в дальнейшем — ИПЧ), определенные Министерством по управлению государственным имуществом и приватизации Республики Беларусь (в дальнейшем — Мингосимущество РБ). Эти чеки изготовлены с целью передачи части государственной собственности в собственность населения республики. Данная методика основана на определении стоимости имущества акционерного общества, приходящегося на одну акцию. Понятно, что она опирается на балансовые данные, однако использование данных Мингосимущества РБ является наиболее близким к реальной ситуации.

В основу предлагаемой к рассмотрению рейтинговой балльной системы положены показатели, приведенные в табл. 1.

Таблица 1. Система показателей рейтинговой балльной оценки акций

Показатель	Максимальный балл
1. Показатели прибыльности акций, доходности и активности хозяйственной деятельности	
1.1. Добавленная стоимость, приходящаяся на один ИПЧ стоимости акций	5
1.2. Чистая прибыль, приходящаяся на один ИПЧ стоимости акций	5
1.3. Доля чистой прибыли в выручке	5
1.4. Доля выплачиваемых дивидендов в чистой прибыли	5
1.5. Уровень использования производственной мощности	5
1.6. Привлечение кредитных ресурсов	3
1.7. Привлечение лизингодателей	3
2. Показатели ликвидности и финансовой устойчивости	
2.1. Коэффициент текущей ликвидности	4
2.2. Коэффициент ликвидности товарных запасов	4
2.3. Коэффициент новизны основных средств	3
2.4. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	3
2.5. Коэффициент маневренности собственных средств	3
3. Субъективные факторы инвестиционной привлекательности	
3.1. Проявление интереса к предприятию со стороны внешних инвесторов	5
3.2. Престижность отрасли	4
3.3. Принадлежность к финансово-промышленным группам	2
3.4. Доля на рынке выпускаемой продукции	4
3.5. Доля экспорта в выручке	4
3.6. Независимость от импортируемого сырья	4
3.7. Географическое положение	2
3.8. Распределение уставного капитала	5
3.9. Частота выплаты дивидендов	3

Все показатели, приведенные в табл. 1, оцениваются на определенный момент времени. При этом необходимо наличие полного пакета годовой бухгалтерской и статистической отчетности акционерного общества. Такую информацию наиболее реально получить в мае после сдачи и утверждения всех годовых отчетов.

Поскольку головные компании, как правило, работают с невысокой рентабельностью, получая прибыль через ряд дочерних компаний, то одним из основных показателей определения доходности хозяйственной деятельности является *добавленная стоимость, приходящаяся на один ИПЧ стоимости акций*. Данный показатель определяется как отношение разности объема реализации продукции за год в рыночных ценах и потраченных на производство реализованной продукции материалов к объему уставного фонда, исчисленного в ИПЧ (общее количество акций, умноженное на стоимость одной акции в ИПЧ, определенное Мингосимуществом РБ). Оценка данного показателя в баллах требует проведения исследования его уровня в белорусских акционерных обществах.

Чистая прибыль, приходящаяся на один ИПЧ стоимости акций, определяется как отношение чистой прибыли, полученной акционерным обществом за год к объему уставного фонда, исчисленного в ИПЧ. Необходимость определения данного показателя обусловлена тем, что чистая прибыль является единственным источником вы-

платы дивидендов по простым акциям. Этот показатель, как и предыдущий, может быть оценен в баллах только после проведения соответствующего исследования.

Доля чистой прибыли в выручке является своеобразным показателем рентабельности хозяйственной деятельности. Практика показывает, что уровень данного показателя на белорусских акционерных обществах может достигать 30 %. В соответствии с этим уровнем можно установить следующую балльную шкалу: $\geq 30,0\%$ — 5 баллов; $\geq 22,5\%$ — 4; $\geq 15,0\%$ — 3; $\geq 7,5\%$ — 2; $> 0,0\%$ — 1; $\leq 0,0\%$ — 0 баллов. Однако при конкретной оценке использование такой шкалы будет неправомерным, поскольку в некоторых отраслях уровень рентабельности регулируется законодательно. Также необходимо провести исследование уровня данного показателя среди определенной совокупности акционерных обществ.

Доля выплачиваемых дивидендов в чистой прибыли — более предсказуемый показатель, чем предыдущие. Как правило, максимальный уровень этого показателя в большинстве белорусских акционерных обществ не превышает 10 %. Таким образом, с определенной долей условности можно принять следующую шкалу: $\geq 10,0\%$ — 5 баллов; $\geq 7,5\%$ — 4; $\geq 5,0\%$ — 3; $\geq 2,5\%$ — 2; $> 0,0\%$ — 1; $= 0,0\%$ — 0 баллов.

Уровень использования производственной мощности — один из важнейших показателей активности хозяйственной деятельности предприятий в целом. Для определения точной шкалы необходимо провести специальное исследование, однако с определенной долей условности можно использовать и пропорциональное распределение: $\leq 100\%$ — 5 баллов; $\leq 80\%$ — 4; $\leq 60\%$ — 3; $\leq 40\%$ — 2; $\leq 20\%$ — 1; $= 0\%$ — 0 баллов.

Привлечение кредитных ресурсов — сводный показатель, включающий частоту, долгосрочность, объемы и необходимость привлекаемых кредитных ресурсов, а также качество их использования. Оценить уровень данного показателя наиболее целесообразно путем применения метода экспертных оценок, привлекая в качестве экспертов как специалистов финансового отдела самого акционерного общества, так и специалистов кредитных учреждений, с которыми данное акционерное общество сотрудничает.

Это касается и такого сводного показателя, как *привлечение лизингодателей*, включающего в себя частоту, долгосрочность, объемы и необходимость привлекаемых с помощью лизингодателей ресурсов.

Следующая группа показателей — *показатели ликвидности и финансовой устойчивости*. Они определяются по данным годового баланса и приложений к нему.

Коэффициент текущей ликвидности определяется как отношение итога третьего раздела актива баланса за вычетом строк 180 (счет 31 "Расходы будущих периодов") и 410 (счет 73 "Расчеты с персоналом по прочим операциям") к итогу третьего раздела пассива баланса за вычетом строк 710 (счет 93 "Кредиты банков для работников") и 840 (счет 83 "Доходы будущих периодов"). Счета 31 и 83 исключаются, так как эти расходы и доходы не имеют отношения к данному отчетному периоду. Счета 73 и 93 также исключаются, поскольку не имеют прямого отношения к хозяйственной деятельности акционерного общества. Теоретически величина данного коэффициента достаточна, если она превышает 2,0. На практике данный показатель платежеспособности в зависимости от специфики предприятия может быть достаточным и при величине 1,0. Разработка балльной шкалы зависит от конкретной отрасли, в которой трудится акционерное общество.

Коэффициент ликвидности товарных запасов определяется как отношение строки 190 (счет 40 "Готовая продукция") к итогу третьего раздела актива баланса. Данный показатель говорит о том, какая доля оборотных средств отвлечена в запасы готовой продукции на складах. Чем выше уровень данного показателя, тем более сложным является положение предприятия. Высокий уровень запасов готовой продукции на складах говорит о проблемах с реализацией готовой продукции. Разработка балльной шкалы зависит от той отрасли, в которой трудится акционерное общество.

Коэффициент новизны основных средств рассчитывается как отношение остаточной стоимости собственных и арендуемых основных средств (сумма строк 012 и 022 баланса предприятия) к их первоначальной стоимости (сумма строк 010 и 020 баланса). Чем выше уровень данного показателя, тем более новое оборудование используется. Предлагаемая балльная шкала: $\leq 1,00$ — 3 балла; $\leq 0,67$ — 2; $\leq 0,33$ — 1; $= 0,00$ — 0 баллов.

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами определяется как отношение разности итога первого раздела пассива баланса и сум-

мы первого и второго разделов актива баланса к итогу третьего раздела актива баланса. Данный показатель говорит о том, какая доля оборотных средств находится в собственности акционерного общества. Предлагаемая балльная шкала: $\leq 1,00$ — 3 балла; $\leq 0,67$ — 2; $\leq 0,33$ — 1; $\leq 0,00$ — 0 баллов.

Коэффициент маневренности собственных средств рассчитывается как отношение собственных оборотных средств (разность итога первого раздела пассива и суммы первого и второго разделов актива баланса) к итогу первого раздела пассива баланса. Данный коэффициент показывает, какая доля собственных средств является оборотными, т.е. данный показатель указывает на степень мобильности собственных средств предприятия. Разработка балльной шкалы для этого коэффициента требует дополнительных исследований, поскольку определение оптимального уровня названного показателя весьма неоднозначно.

Заключительная группа показателей — *субъективные факторы инвестиционной привлекательности*. Большинство данных показателей целесообразно определять методом экспертных оценок.

Проявление интереса к предприятию со стороны внешних инвесторов может быть оценено методом экспертных оценок. К оценке целесообразно привлечь специалистов министерства или ведомства, курирующих данное предприятие, Мингосимущества РБ, профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Престижность отрасли и принадлежность к финансово-промышленным группам также определяется методом экспертных оценок с привлечением специалистов в области маркетинга и макроэкономики.

Доля на рынке выпускаемой продукции может быть определена и оценена теми же специалистами.

Доля экспорта в выручке оценивается по данным статистической отчетности. Однако с учетом того, что акционерные общества зачастую работают через дочерние компании, более точным является привлечение к оценке маркетологов и специалистов по экспортным операциям.

Независимость от импортируемого сырья определяется как доля импортированного сырья в общем количестве закупаемого сырья. Данный показатель можно определить по данным статистической отчетности, однако необходимо учитывать, что часть сырья, закупаемого у белорусских компаний, была ранее импортирована последними. Этот показатель рассчитывается с целью оценки возможности автономной работы предприятия в случае ухудшения внешнеэкономических отношений. Поэтому более точная оценка может быть дана маркетологами и специалистами по импорту.

Географическое положение оценивается с точки зрения удаленности акционерного общества от транспортных узлов и магистралей, от источников сырья и потребителей продукции (как реальных, так и потенциальных). Поэтому к оценке необходимо привлечь маркетологов и специалистов по транспортировке.

Распределение уставного капитала — весьма неоднозначный показатель. На практике замечено, что чем больше доля трудового коллектива, тем более вероятно принятие решения о выплате значительных дивидендов. Наличие крупного пакета акций, принадлежащего государству, либо наличие "золотой акции" снижают инвестиционную привлекательность акционерного общества. Наличие прочих владельцев крупных пакетов акций неоднозначно влияет на инвестиционную привлекательность предприятия. Наиболее точную оценку могут дать профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Частота выплаты дивидендов говорит о степени инвестиционного риска при вложении средств в акции предприятия. Практика показывает, что эффективно работающие белорусские акционерные общества выплачивают дивиденды поквартально. Предлагаемая балльная шкала: выплата дивидендов поквартально — 3 балла; регулярно один либо два раза в год — 2; нерегулярно один либо два раза в год — 1; никогда не выплачивали — 0 баллов.

Для практического использования предлагаемой методики оценки инвестиционной привлекательности акций белорусских акционерных обществ необходимо широкомасштабно исследовать их работу с привлечением профессиональных участников рынка ценных бумаг, специалистов министерств и ведомств, маркетологов, специалистов в области макроэкономики, статистики, внешнеэкономических связей. Однако состояние и тенденции развития белорусского рынка ценных бумаг и отношение к нему государства ставят под вопрос необходимость и полезность проведения данного исследования.