

**ОБОСНОВАНИЕ ПЕРИОДА НАБЛЮДЕНИЯ ПРИ РАСЧЕТЕ СТОИМОСТИ
ЗАБЛОКИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ***DOI: <https://doi.org/10.24891/wjrevt>EDN: <https://elibrary.ru/wjrevt>**Даниил Евгеньевич СЛУЦКИЙ**аспирант кафедры экономических и правовых экспертиз, Союз судебных экспертов
«Экспертный совет», Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова,
Москва, Российская Федерацияe-mail: general@obiks.ru

ORCID: отсутствует

SPIN: отсутствует

История статьи:

Рег. № 202/2025

Получена 03.04.2025

Одобрена 14.04.2025

Доступна онлайн

29.05.2025

Специальность: 5.2.4**УДК** 336.763**JEL:** G01, G10, G15,
G24, G32**Ключевые слова:**акции, ограничения,
оценка, период,
наблюдения,
заблокированные
ценные бумаги**Аннотация****Предмет.** Обоснование периода наблюдения в методике расчета стоимости заблокированных ценных бумаг для реализации финансовых активов на организованном внебиржевом рынке.**Цели.** Аргументированное обоснование периода наблюдения для расчета рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата ресурсов российских инвесторов на организованном внебиржевом рынке и действий санкционных ограничений.**Методология.** Использованы методы парных продаж, системного и сравнительного анализа, а также материалы законодательно-правовых актов, научной литературы, статистических данных.**Результаты.** Выявлено, что оптимальным временным интервалом наблюдения за исходными данными биржевых и внебиржевых котировок заблокированных ценных бумаг в рамках расчета рыночной стоимости финансовых активов выступает период в 30 наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков.**Область применения.** Результаты исследования предназначены для оценки стоимости и управления заблокированными финансовыми активами.**Выводы.** Применение периода в 30 наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг на базе сравнительного подхода и метода парных продаж максимально точно отражает допущение среднего размера дисконта (скидки) на дату оценки и гарантирует собственникам получение наиболее точного результата для принятия финансовых решений.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2025

Для цитирования: Слуцкий Д.Е. Обоснование периода наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг // Финансы и кредит. – 2025. – № 5. – С. 125 – 139.

DOI: 10.24891/wjrevt EDN: WJREVT

*Предыдущие статьи автора по данной теме: Слуцкий Д.Е. Трансформация прав собственности на акции иностранных эмитентов в условиях санкционного давления // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2025. Т. 21. № 4. С. 33–46; Слуцкий Д.Е. Классификация заблокированных ценных бумаг как объектов оценки // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2025. Т. 21. № 5. С. 84–99; Слуцкий Д.Е. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг // Финансы и кредит. 2025. Т. 31. № 4. С. 223–240.

Выбор периода наблюдения влияет на релевантность оценки. Для адекватности результатов оценки заблокированных ценных бумаг иностранных эмитентов необходимо непрерывное наблюдение за их реальной стоимостью на биржевом и внебиржевом рынках в определенном временном периоде.

Это вызвано в первую очередь тем, что в период геополитических потрясений и санкционных войн мировой биржевой рынок стал очень волатильным, а внебиржевой рынок априори более волатилен, чем биржевой. Данное обстоятельство диктует необходимость доказательно определять период наблюдения исходных данных прямых котируемых цен акций в текущий момент.

Период наблюдения¹ – это промежуток времени, в течение которого оценщик осуществляет проведение массового сбора исходных данных колебаний котируемых цен акций на биржевом или внебиржевом рынке при заполнении статистических формуляров, предназначенных для выполнения широкого спектра необходимых измерений в целях обработки репрезентативной информации по расчету стоимости заблокированных ценных бумаг.

Необходимость проведения прямых многократных независимых измерений колебаний котируемых цен акций на биржевом или внебиржевом рынке в определенный период наблюдения, предназначенный для расчета случайных и систематических границ погрешностей в рамках отклонения результатов исходных данных котируемых цен заблокированных ценных бумаг на дату оценки стоимости финансовых активов, обоснована положениями Федерального закона от 27.12.2002 № 184-ФЗ «О техническом регулировании», правилами применения национальных стандартов Российской Федерации – ГОСТ Р 1.0-2004 «Стандартизация в Российской Федерации. Основные положения»² и требованиями Национального стандарта Российской Федерации «Государственная система обеспечения единства измерений», утвержденными Приказом Федерального агентства технического регулирования и метрологии от 13.12.2011 № 1045-ст³.

На базе сравнительного подхода и метода парных продаж в условиях действия масштабных санкционных ограничений комплексно и объективно проведено обоснование периода наблюдения, используемого в рамках расчета стоимости принадлежащих российским инвесторам заблокированных ценных бумаг в целях их дальнейшей реализации на организованном внебиржевом рынке. Оперативное получение репрезентативной информации в процессе массового сбора исходных данных котируемых цен акций для релевантной оценки стоимости заблокированных финансовых активов реализовано с помощью методов наблюдения, регистрации и группировки.

Теоретическую базу исследования представляют научные публикации российских и зарубежных исследователей. Научные труды зарубежных исследователей Ю.М. Рахмана, В.Дж. Аденентяса, Б.П.М. Джая [1], Б.С. Даса, Ф. Хасана, С.Р. Сутрадхара, С. Шафика [2], Э.К. Чоудхури, И.И. Хана [3], А. Боссмана [4], Б. Хильгенштока, О. Ицхоки [5], Х.В. Мака, Р. Лай [6] раскрывают действия механизмов и инструментов государственного регулирования, нацеленные на защиту прав инвесторов, которые пострадали от блокировки ценных бумаг. Исследования российских ученых Ю.В. Сахаровой [7], О.М. Шевченко [8], М.В. Анашкиной [9], Н.А. Стефановой и А.А. Королева [10], А.Р. Рязановой [11], И.В. Ершовой и Е.Е. Еньковой [12], О.А. Аслановой [13], Р.К. Петручак [14], А.С. Киселева [15], А.И. Фархуллиной [16] и Д.В. Манушина [17] раскрывают проблемы российских

¹ Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)».

URL: <https://www.ocenchik.ru/docs/3989-fso5-podhody-i-metody-ocenki.html>

² ГОСТ Р 1.0-2004 «Стандартизация в Российской Федерации. Основные положения».

URL: <https://docs.cntd.ru/document/1200038794>

³ Приказ Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 13.12.2011 № 1045-ст «Об утверждении Национального стандарта». URL: <https://rulaws.ru/acts/Prikaz-Rosstandarta-ot-13.12.2011-N-1045-st/>

инвесторов, связанные с организацией перехода прав собственности на заблокированные иностранные ценные бумаги и возникающие при совершении двухсторонних сделок купли/продажи на фондовых рынках. Авторы обозначают проблемы, связанные с нарушением регуляторами фондового рынка принципа равенства и прав акционеров, выраженные в нанесении российским инвесторам финансового ущерба из-за блокировки обязательств перехода прав собственности на ценные бумаги. Установлено, что в настоящее время в научной литературе недостаточно прикладных исследований, нацеленных на обоснование периода наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг в современных условиях рынка, когда он характеризуется повышенной волатильностью и наличием санкций, и раскрывающих актуальность оперативного получения репрезентативной информации в процессе массового сбора исходных данных котировочных цен акций, которая предназначена для релевантной оценки стоимости заблокированных финансовых активов.

Научные труды российских исследователей П.И. Кузьмина, М.Ю. Свердлова, А.Г. Зиновьева, С.И. Селиверстова [18], В.С. Улискина [19], А.А. Янсона⁴ раскрывают использование затратного подхода в оценке стоимости ценных бумаг и исключают учет значений котировок вторичных финансовых инструментов внутри торгового периода, учет обязательств базового актива и анализ его структуры, так как в соответствии с принципами затратного подхода при оценке стоимости финансового актива на биржевом и внебиржевом рынках нужно определить сумму затрат, необходимых для создания с нуля аналогичного объекта оценки. Следовательно, обоснование периода наблюдения в рамках расчета стоимости заблокированных ценных бумаг на базе использования затратного подхода не имеет практического смысла.

Исследования российских ученых П.В. Карцева, А.А. Аканова [20], М.А. Расторгуева, А.Ю. Алешиной [21], Я.В. Русяева⁵ раскрывают использование доходного подхода в оценке стоимости ценных бумаг и указывают на обязательство учета значений колебаний цен на биржевом или внебиржевом рынке внутри торгового периода. Однако исследователи в своих научных работах указывают на тот факт, что использование доходного подхода опирается на определение текущей стоимости ожидаемых будущих денежных потоков, полученных от использования объекта оценки, но в условиях блокировки акций и запрета на дивидендные выплаты по ним, денежные потоки, приносящие потенциальные выгоды инвесторам, – отсутствуют. Обоснование периода наблюдения в рамках расчета стоимости заблокированных ценных бумаг на базе использования доходного подхода оказывается полностью несостоятельным, так как невозможно определить потенциал будущей стоимости и срок разблокировки, выраженный в снятии ограничений с прав владения финансовыми активами.

Научные труды российских исследователей М.М. Демьяненко [22], А.С. Кокина, И.М. Осколкова, А.А. Сызгановой [23] раскрывают использование сравнительного подхода в оценке стоимости ценных бумаг и указывают на обязательство ведения учета значений колебаний цен котировочных ценных бумаг на биржевом или внебиржевом рынке внутри торгового периода, необходимого для сравнения объекта оценки с идентичными или аналогичными финансовыми активами. Рынок оцениваемых заблокированных ценных бумаг является новым и специфическим для российского фондового рынка⁶. Данный фактор следует учитывать при определении рыночной стоимости путем введения корректи-

⁴ Янсон А.А. Современные методы оценки акций: затратный подход // Россия и Санкт-Петербург: экономика и образование в XXI веке: XXXVIII научная конференция профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам научно-исследовательской деятельности университета за 2015 год. СПб.: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2017. С. 151–154.

⁵ Русяев Я.В. Практика использования сравнительного и доходного подходов к фундаментальному анализу в прогнозировании рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. 2013. № 4. С. 51–60.

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/praktika-ispolzovaniya-sravnitel'nogo-i-dohodnogo-podhodov-k-fundamentalnomu-analizu-v-prognozirovanii-rynka-tsennyh-bumag>

ровки биржевой котировки ценной бумаги на коэффициент (дисконт, скидка). Коэффициент рассчитывается методом парных продаж (продажа двух объектов оценки/акций, являющихся точной копией друг друга)⁷, при этом ограничения прав владения финансовыми активами объясняют разницу в цене объектов оценки. Период наблюдения по ценам сделок как на биржевом, так и на внебиржевом рынках позволяет оценщику должным образом произвести расчеты дисконта сопоставимых с объектом оценки объектов аналогов. При этом за основу сравнения берутся результаты торгов текущего и предыдущего дня, что позволяет исключить резкие спекулятивные колебания цен внутри торгового периода, и данные результаты используются при расчете корректировок стоимости заблокированных ценных бумаг. Применение периода наблюдения гарантирует инвесторам получение наиболее точных результатов⁸.

Изучение рекомендаций и требований методики определения справедливой стоимости финансовых инструментов, обосновывающей учетную политику и устанавливающей порядок выявления исходных данных цен котируемых акций в сфере реализации субъективных прав кредитно-финансовых учреждений и финансовых организаций, представляет в контексте темы исследования значительный интерес. При расчете коэффициента корреляции оценщик использует 30 величин изменений цен (значений индекса), которые рассчитываются за текущие и предыдущие торговые рабочие дни основной и дополнительной торговой сессии фондового рынка и группируются в хронологической последовательности на дату проведения оценки.

Нами в рамках обоснования периода наблюдения в первую очередь был выделен критерий, по которому определялся период наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг. С нашей точки зрения, таким критерием должна быть ликвидность заблокированных ценных бумаг, анализируемых в данном сегменте. Под ликвидностью в контексте данного исследования понимается:

- сам факт свершения сделок на внебиржевом рынке с заблокированными бумагами;
- дневное количество эмитентов, чьи ценные бумаги торгуются на внебиржевом рынке;
- вариативный диапазон котировок в течение текущего торгового дня по всем торгуемым акциям всех эмитентов, при котором коэффициент вариации не превышает 30%;
- вариативный диапазон котировок ценных бумаг одного эмитента относительно предыдущих торговых дней, при котором коэффициент вариации не превышает 30% в течение 30-дневного периода наблюдения.

Также в целях определения адекватной границы периода наблюдений при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг проведен анализ методик определения рыночной стоимости финансовых инструментов кредитно-финансовых учреждений: ПАО СКБ Приморья «Примсоцбанк»⁹, «ИНТЕРПРОГРЕССБАНК» (АО)¹⁰, КБ «Гарант-Инвест» (АО)¹¹, АО КБ

⁶ Отчет № 194-21554/2022/19-О об оценке справедливой стоимости прав собственности на ценные бумаги (Том 1 и Том 2) по состоянию на 10.11.2023. Заказчик: Акционерное общество «Управляющая компания «Первая», исполнитель: ООО «ОБИКС».

⁷ Аббасов М.Э. Метод «парных продаж». Границы применимости. Официальные публикации методического характера. URL: <http://www.cpa-russia.org/>

⁸ Оценка стоимости ценных бумаг. URL: <https://obiks.ru/nashi-uslugi/dlya-yuridicheskikh-lits/otsenka-tsennykh-bumag>

⁹ Социальный коммерческий банк Приморья «Примсоцбанк». URL: https://www.cbr.ru/banking_sector/credit/coinfo/?id=50000004

¹⁰ «ИНТЕРПРОГРЕССБАНК» (Акционерное общество). URL: <https://ipb.ru/doc/2024/Metod-TCC%202024.pdf>

¹¹ Коммерческий банк «Гарант-Инвест» (Акционерное общество). URL: https://www.cbr.ru/banking_sector/credit/coinfo/?id=450000507
https://www.cbr.ru/banking_sector/credit/coinfo/?id=450000507

«Солидарность»¹²; Положения о порядке определения рыночной стоимости АО «Экспобанк»¹³; Правил определения текущей стоимости активов и стоимости чистых активов финансовых организаций Управляющей компании «Арикапитал»¹⁴, выступающей держателем «Открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов», Акционерного общества Негосударственный пенсионный фонд «Атомгарант»¹⁵, выступающего держателем рыночных финансовых активов, и анализ методик расчета ценовых показателей на рынке ценных бумаг ПАО «СПБ Биржа»¹⁶ и ПАО «Московская биржа»¹⁷.

По результатам анализа представим модели оценки рыночной стоимости ценных бумаг, используемые кредитно-финансовыми учреждениями и финансовыми организациями (рис. 1).

В рамках обоснования периода наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг следует отметить тот факт, что полученная рыночная стоимость финансовых активов формируется с учетом зависимости от используемых исходных данных и может иметь различный уровень в иерархии кредитно-финансовых учреждений и финансовых организаций, так как наивысшим приоритетом обладают прямые котировочные цены моделей оценки идентичных ценных бумаг, финансовых активов или обязательств, по которым определен активный рынок.

В целях получения репрезентативной информации по расчету стоимости ценных бумаг в соответствии с требованиями, установленными методиками определения рыночной стоимости финансовых инструментов кредитно-финансовых учреждений ПАО СКБ Приморья «Примсоцбанк», «ИНТЕРПРОГРЕССБАНК» (АО), КБ «Гарант-Инвест» (АО), АО КБ «Солидарность», АО «Экспобанк» для внебиржевых ценных бумаг используется котировка на дату проведения оценки, которая складывается из предшествующих ей показателей котировок (цена закрытия торгового дня), наблюдаемых в течение 30 календарных дней.

В целях получения репрезентативной информации по расчету стоимости ценных бумаг в соответствии с правилами определения текущей стоимости активов и стоимости чистых активов финансовых организаций УК «Арикапитал» и АО НПФ «Атомгарант» для внебиржевых ценных бумаг используется котировка на дату проведения оценки, которая складывается из предшествующих показателей котировок (цена закрытия торгового дня), наблюдаемых в течение 20 и 45 торговых дней соответственно, предшествующих дате определения рыночной стоимости.

ПАО «СПБ Биржа» и ПАО «Московская биржа» для внебиржевых ценных бумаг в целях получения репрезентативной информации, необходимой для расчета рыночной стоимости ценных бумаг, используют котировку на дату проведения оценки. Признаваемая котировка ценной бумаги определяется как средневзвешенная цена по рыночным сделкам с ценными бумагами того же выпуска, зафиксированная за определенный временной период. Период

¹² АО КБ «Солидарность». URL: <https://solid.ru/#swiper-0-12161>

¹³ Положение о порядке определения справедливой стоимости АО «Экспобанк». URL: <https://expobank.ru/upload/iblock/7ab/rc0sdbcl671r0mhnnpnzryn7ahfr8jd0p.pdf>

¹⁴ Сообщение о регистрации изменений и дополнений в Правила определения стоимости чистых активов Открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Мировые рынки». URL: <https://www.aricapital.ru/disclosure/19d58a0c-2670-481d-a62c-39a3388e4a2e.html>

¹⁵ Акционерное общество Негосударственный пенсионный фонд «Атомгарант». URL: <https://www.npf-atom.ru/>

¹⁶ Методика расчета ценовых показателей на рынке ценных бумаг ПАО «СПБ Биржа». URL: https://spbexchange.ru/static/ru/about/raskrytie_informacii/vn_norm_docs/metodika_opredeleniia_ceny_aktcii/metodika_opredeleniia_rynochnoi_ceny_aktcii280622.pdf

¹⁷ Методика расчета ценовых показателей на рынке ценных бумаг ПАО Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s1194>

наблюдения за показателями котировок (цена аукциона закрытия, либо последняя текущая цена), предшествующими дате определения рыночной стоимости объекта оценки в рамках применения моделей оценки, по которым определен активный рынок, составляет от 10 до 30 торговых дней. Здесь следует отметить и тот факт, что с учетом зависимости от числа и объема рыночных сделок в денежном эквиваленте и 20% колебаний цены котировок ценных бумаг, период наблюдения за показателями котировок может быть увеличен до 90 торговых дней, но тогда рынок может быть признан неактивным.

Следовательно, для оптимального расчета среднего дисконта (скидки) целесообразнее брать массив данных длительностью 30 наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков, поскольку он позволяет оценщику зарегистрировать наиболее точные статистические данные.

Для обоснования правильности сделанных выводов о возможных искажениях расчетных данных при различных количествах дней наблюдений нами проведен анализ уровня дисконта за 30, 20 и 10 наблюдаемых торговых дней. Из всего периода наблюдений (с 01.06.2023 по 23.12.2024) были выбраны периоды, наиболее ярко отражающие пессимистическое, реалистическое и оптимистическое поведение инвесторов, продающих или покупающих заблокированные ценные бумаги на внебиржевом рынке.

Первый период с 09.10.2023 по 29.11.2023 характеризуется пессимистическим настроем инвесторов, так как связан с введением санкций на ПАО «СПБ Биржа» 2 ноября 2023 г. Скачок уровня дисконта в данный период показан на *рис. 2*.

При 30-дневном периоде наблюдения торговых дней 2 ноября 2023 г. ставится в середину наблюдаемого периода. Последующие периоды при 20- и 10-дневных наблюдениях торговых дней обязательно должны заканчиваться тоже 29.11.2023, для того чтобы проследить влияние события 2 ноября 2023 г. на точность расчетов и уловить колебания уровня дисконта (*табл. 1*).

Таким образом, получается, что при 20-дневном периоде наблюдения отклонение дисконта от 30-дневного периода наблюдения составляет +9,39% и уже +17,3% при 10-дневном периоде наблюдения.

Второй период, с 28.10.2024 по 23.12.2024, реалистичный, характеризуется отсутствием на рынке каких-либо событий, влияющих на поведение инвесторов на внебиржевом рынке заблокированных ценных бумаг (*табл. 2*).

Последующие периоды при 20- и 10-дневном наблюдении торговых дней обязательно должны заканчиваться 23.12.2024.

Получается, что при 20-дневном периоде наблюдения отклонение дисконта от 30-дневного периода наблюдения составляет -2,22% и -2,91% при 10-дневном периоде наблюдения.

Третий период, с 09.01.2025 по 07.03.2025, – оптимистичный ввиду того, что 12.02.2025 состоялись первые телефонные переговоры между Президентами России и США, а также 18 февраля 2025 г. за последние три года в Эр-Рияде прошли двусторонние переговоры между делегациями России и США по вопросам восстановления двусторонних отношений, что дало инвесторам надежду на снятие санкций и скорейшую разблокировку финансовых активов и, как следствие, импульс к снижению уровня дисконта. Снижение уровня дисконта в данный период показан на *рис. 3*.

При 30-дневном периоде наблюдения 12 февраля 2025 г. ставится в середину наблюдаемого периода, соответственно, сам наблюдаемый период начинается с 09.01.2025 и заканчивается 07.03.2025.

Последующие периоды при 20- и 10-дневном наблюдении обязательно должен заканчиваться тоже 07.03.2025, для того чтобы проследить влияние события 12 февраля 2025 г. на точность расчетов и уловить колебания уровня дисконта.

Таким образом, при 20-дневном периоде наблюдения отклонение дисконта от 30-дневного периода наблюдения составляет $-3,03\%$ и уже $-10,56\%$ при 10-дневном периоде наблюдения (табл. 3).

При проведении анализа точности данных при расчете дисконта выявлено, что сокращение количества торговых дней наблюдений увеличивает отклонение значения дисконта и отклонение может находиться в диапазоне от $-10,56\%$ до $+17,3\%$, поскольку меньший диапазон наблюдений попадает в эмоциональную ловушку поведения инвесторов, а наибольший период сглаживает это влияние.

Следовательно, для минимизации влияния на уровень дисконта эмоциональных сделок купли/продажи на внебиржевом рынке, принятых на основании внешних факторов, оптимальным является период, состоящий из 30 ближайших наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков, предшествующих дате определения рыночной стоимости.

На основании расчетных данных нами установлено, что для адекватного расчета среднего дисконта (скидки) можно применить период наблюдения длительностью 20 ближайших наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков, предшествующих дате определения рыночной стоимости, поскольку это позволяет оценщику зарегистрировать достаточно точные статистические данные. Определено, что для удовлетворительного расчета среднего дисконта (скидки) можно применить период наблюдения длительностью 10 ближайших торговых дней, предшествующих дате оценке, однако в данный период наблюдения оценщик может получить статистическую погрешность.

Таким образом, подводя итоги обоснования периода наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг, призванного для оперативного получения репрезентативной информации в процессе массового сбора исходных данных цен котируемых акций в условиях действия санкционных ограничений, отметим, что его целесообразно разделить на три уровня, имеющие ключевое значение для релевантной оценки стоимости заблокированных финансовых активов:

- 1) оптимальный период наблюдения в течение 30 торговых дней;
- 2) адекватный период наблюдения в течение 20 торговых дней;
- 3) удовлетворительный период наблюдения в течение 10 торговых дней.

Оценщик в рамках получения наиболее точной исходной информации о рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг наделен правом использования одного подхода (сравнительный подход) и одного метода (метод парных продаж) к оценке ценных бумаг, но тем не менее ему необходимо в период наблюдения учитывать специфику правового режима объекта оценки. По итогам исследования сделан вывод о том, что применение периода наблюдения в 30 наблюдаемых торговых дней внебиржевого и биржевого рынков при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг на базе сравнительного подхода и метода парных продаж максимально верно отражает допущение среднего размера дисконта (скидки) на дату оценки и гарантирует собственникам таких бумаг и участникам рынка получение наиболее точного результата оценки рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг.

Таблица 1

Расчет отклонения дисконта в связи с сокращением количества дней наблюдений в период с 09.10.2023 по 29.11.2023

Table 1

Calculation of the discount deviation due to a reduction in the number of observation days in the period from October 9, 2023 to November 29, 2023

Даты наблюдений	Количество дней наблюдений	Дисконт, %	Отклонение (+/-), %
09.10.2023 – 29.11.2023	30	57,21	0
26.10.2023 – 29.11.2023	20	62,58	9,39
15.11.2023 – 29.11.2023	10	67,11	17,3

Источник: авторская разработка по материалам URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring, based on URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Таблица 2

Расчет отклонения дисконта в связи с сокращением количества дней наблюдений в период с 28.10.2024 по 23.12.2024

Table 2

Calculation of the discount deviation due to a reduction in the number of observation days in the period from October 28, 2024 to December 23, 2024

Даты наблюдений	Количество дней наблюдений	Дисконт, %	Отклонение (+/-), %
28.10.2024 – 23.12.2024	30	66,75	0
15.11.2024 – 23.12.2024	20	65,27	-2,22
06.12.2024 – 23.12.2024	10	64,81	-2,91

Источник: авторская разработка по материалам расчеты ОБИКС. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring, based on OBIKS data. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Таблица 3

Расчет отклонения дисконта в связи с сокращением количества дней наблюдений в период с 09.01.2025 по 07.03.2025

Table 3

Calculation of the discount deviation due to a reduction in the number of observation days in the period from January 9, 2025 to March 7, 2025

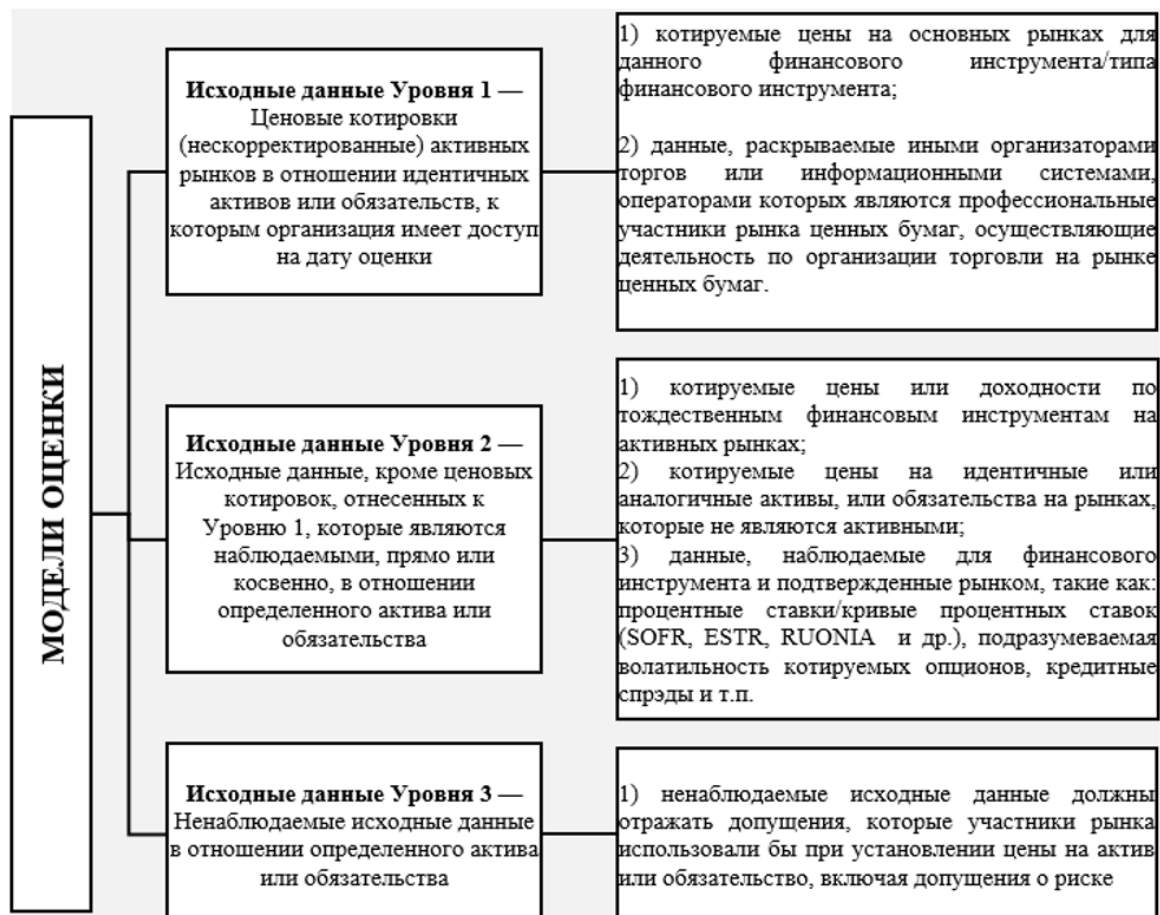
Даты наблюдений	Количество дней наблюдений	Дисконт, %	Отклонение (+/-), %
09.01.2025 – 07.03.2025	30	67,55	0
29.01.2025 – 07.03.2025	20	65,5	-3,03
19.02.2025 – 07.03.2025	10	60,42	-10,56

Источник: авторская разработка по материалам расчеты ОБИКС. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring, based on OBIKS data. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

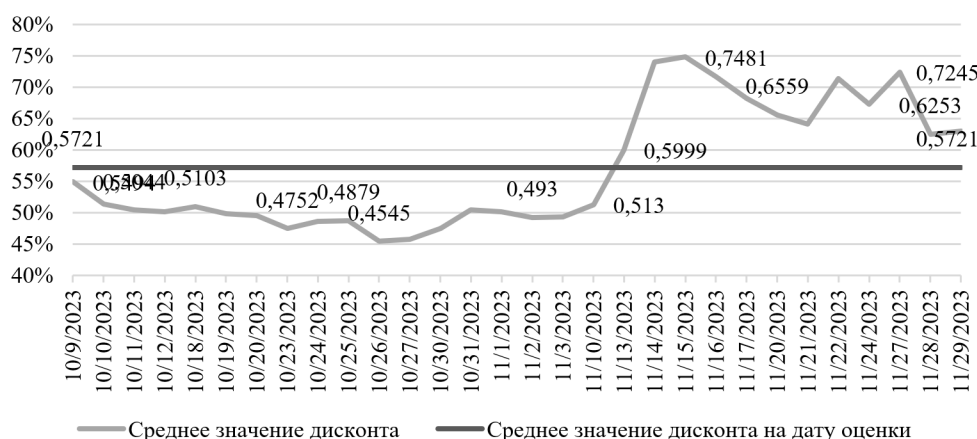
Рисунок 1
Модели оценки финансовых активов

Figure 1
Financial asset valuation models



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 2**Динамика уровня дисконта в период введения санкций на ПАО «СПБ Биржа» 02.11.2023****Figure 2****Changes in the discount level during the period of sanctions on PAO SPB Exchange, November 2, 2023**

Источник: авторская разработка по материалам URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring, based on URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Рисунок 3**Динамика уровня дисконта после переговоров между Президентами России и США по вопросам восстановления двусторонних отношений****Figure 3****Changes in the discount level after the negotiations between the Presidents of Russia and the United States on the restoration of bilateral relations**

Источник: авторская разработка по материалам URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring based on URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Список литературы

1. *Rahman Y.M., Adeningtyas W.J., Jaya B.P.M.* The effect of European Union's implementation of the Russian economic embargo on international trade sector. *Jurnal Dinamika Hukum*, 2023, vol. 23, no. 2, pp. 273–285. URL: <http://dx.doi.org/10.20884/1.jdh.2023.23.2.3518>
2. *Das B.C., Hasan F., Sutradhar S.R., Shafique S.* Ukraine-Russia conflict and stock markets reactions in Europe. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2023, vol. 24, pp. 395–407. URL: <https://doi.org/10.1007/s40171-023-00345-0>
3. *Chowdhury E.K., Khan I.I.* Reactions of global stock markets to the Russia-Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2024, vol. 31, iss. 3, pp. 755–778. URL: <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09429-4>
4. *Bossmann A., Gubareva M., Teplova T.* Economic policy uncertainty, geopolitical risk, market sentiment, and regional stocks: Asymmetric analyses of the EU sectors. *Eurasian Economic Review*, 2023, vol. 13, pp. 321–372. URL: <https://doi.org/10.1007/s40822-023-00234-y>
5. *Babina T., Hilgenstock B., Itskhoki O. et al.* Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports. *CEPR Discussion Papers*, 2023, vol. 17957.
6. *Mak C.H.W., Lai R.* Russian foreign investments at risk: Why bring investment disputes relating to Russia to the Hong Kong International Arbitration Centre? *Asian Dispute Review*, 2023, vol. 25, iss. 1, pp. 27–33.
7. *Сахарова Ю.В.* Акции в российском законодательстве и их роль в практике корпоративного управления // Вестник Томского государственного университета. Право. 2023. № 50. С. 177–193. EDN: VTPMUL
8. *Шевченко О.М.* Правовые режимы осуществления предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг и коллективных инвестиций // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2022. № 12. С. 70–81. EDN: EXTXXN
9. *Анашкина М.В.* Эволюция рынка ценных бумаг и современные проблемы контроля его участников // Вестник ГУУ. 2022. № 8. С. 129–138. EDN: FHPBJV
10. *Стефанова Н.А., Королев А.А.* Влияние иностранных санкций на фондовый рынок Российской Федерации // Основы экономики, управления и права. 2023. № 4. С. 96–101. EDN: KPKQQK
11. *Рязанова А.Р.* Санкционный режим экономической деятельности: понятие и правовая природа // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2022. № 12. С. 205–214. EDN: UPWQNO
12. *Ершова И.В., Енькова Е.Е.* Санкционный комплаенс, или внутрифирменное управление рисками от рестрикций // Актуальные проблемы российского права. 2022. Т. 17. № 8. С. 93–103. EDN: GDBBVN
13. *Асланова О.А.* О проблеме заблокированных иностранных ценных бумаг и направлениях ее решения // Научный результат. Экономические исследования. 2022. Т. 8. № 4. С. 77–87. EDN: FNADZD
14. *Петручак Р.К.* Бесхозные акции и «потерявшиеся» акционеры // Образование и право. 2023. № 4. С. 58–62. EDN: CPVULA

15. *Киселев А.С.* Политико-правовые предложения по нивелированию санкций, введенных недружественными государствами в отношении рынка ценных бумаг Российской Федерации // *Право и политика.* 2024. № 9. С. 212–225. EDN: HSZRZJ
16. *Фархуллина А.И.* Рынок ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития // *Международный журнал гуманитарных и естественных наук.* 2023. № 5-5. С. 113–115. EDN: QLMWJY
17. *Манушин Д.В.* Антисанкционная и санкционная экономическая политика России 2022–2025. Часть 2: Последствия войны санкций, управление изменениями, уточнение понятий исследования // *Russian Journal of Economics and Law.* 2024. Т. 18. № 1. С. 36–69. EDN: OTFHYP
18. *Кузьмин П.И., Свердлов М.Ю., Зиновьев А.Г., Селиверстов С.И.* Использование модели оценки капитальных активов для анализа последствий воздействия санкционных мер на российский рынок ценных бумаг // *Вестник Евразийской науки.* 2020. Т. 12. № 2.
19. *Улискин В.С.* Важность оценки реальной стоимости акций российских компаний // *Вектор экономики.* 2017. № 11.
20. *Карцев П.В., Аканов А.А.* Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса // *Вопросы оценки.* 2012. № 2. С. 2–19.
21. *Расторгуев М.А., Алешина А.Ю.* Оценка заблокированных финансовых активов с целью разработки мер поддержки инвесторов // *Финансы: теория и практика.* 2024. Т. 28. № 5. С. 71–82. EDN: NYNYQX
22. *Демьяненко М.М.* Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса // *Aspectus.* 2017. № 1. С. 77–81.
23. *Кокин А.С., Осколков И.М., Сызганова А.А.* Сравнительный подход к оценке стоимости акций нефтегазовых компаний России на основе фундаментального анализа // *Экономика: вчера, сегодня, завтра.* 2019. Т. 9. № 1-1. С. 241–258. EDN: XVQLKU

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

JUSTIFICATION OF THE OBSERVATION PERIOD WHEN CALCULATING THE VALUE OF BLOCKED SECURITIESDOI: <https://doi.org/10.24891/wjrevt>EDN: <https://elibrary.ru/wjrevt>**Daniil E. SLUTSKII**

Plekhanov Russian University of Economics (PRUE), Moscow, Russian Federation

e-mail: general@obiks.ru

ORCID: not available

Article history:

Article No. 202/2025

Received 3 Apr 2025

Accepted 14 Apr 2025

Available online

29 May 2025

JEL Classification:G01, G10, G15, G24,
G32**Keywords:** shares,
restrictions, valuation,
period, observations,
blocked securities**Abstract****Subject.** This article discusses the issues related to the observation period when calculating the value of blocked securities.**Objectives.** The article aims to substantiate, through arguments, the observation period for calculating the market value of blocked securities in the context of the demanded return of investment resources of Russian investors in the organized over-the-counter market and the sanctions restrictions.**Methods.** For the study, I used systems and comparative analyses, content analysis of legislative acts, scientific literature and statistical data, and the paired sales method.**Results.** Based on the results of the study, the article finds that a period of thirty observed trading days in the over-the-counter and exchange markets is the most optimal time interval for monitoring the original data of exchange and over-the-counter quotes of blocked securities in the context of calculating the market value of financial assets.**Conclusions.** The article concludes that using a period of thirty observed trading days from over-the-counter and exchange markets when calculating the value of blocked securities based on the comparative approach and the method of paired sales reflects the assumption of the average discount size on the valuation date most accurately, and it guarantees owners the most reliable assessment of the market value of blocked assets for financial decision-making.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2025

Please cite this article as: Slutskii D.E. Justification of the observation period when calculating the value of blocked securities. *Finance and Credit*, 2025, iss. 5, pp. 125–139. DOI: 10.24891/wjrevt
EDN: WJREVT**References**

1. Rahman Y.M., Adeningtyas W.J., Jaya B.P.M. The effect of European Union's implementation of the Russian economic embargo on international trade sector. *Jurnal Dinamika Hukum*, 2023, vol. 23, no. 2, pp. 273–285.
URL: <http://dx.doi.org/10.20884/1.jdh.2023.23.2.3518>
2. Das B.C., Hasan F., Sutradhar S.R., Shafique S. Ukraine-Russia conflict and stock markets reactions in Europe. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2023, vol. 24, pp. 395–407. URL: <https://doi.org/10.1007/s40171-023-00345-0>

3. Chowdhury E.K., Khan I.I. Reactions of global stock markets to the Russia-Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2024, vol. 31, iss. 3, pp. 755–778. URL: <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09429-4>
4. Bossman A., Gubareva M., Teplova T. Economic policy uncertainty, geopolitical risk, market sentiment, and regional stocks: Asymmetric analyses of the EU sectors. *Eurasian Economic Review*, 2023, vol. 13, pp. 321–372. URL: <https://doi.org/10.1007/s40822-023-00234-y>
5. Babina T., Hilgenstock B., Itskhoki O. et al. Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports. *CEPR Discussion Papers*, 2023, vol. 17957.
6. Mak C.H.W., Lai R. Russian foreign investments at risk: Why bring investment disputes relating to Russia to the Hong Kong International Arbitration Centre? *Asian Dispute Review*, 2023, vol. 25, iss. 1, pp. 27–33.
7. Sakharova Yu.V. [Shares in the Russian legislation and their role in the practice of corporate governance]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Pravo = Bulletin of Tomsk State University. Law*, 2023, no. 50, pp. 177–193. (In Russ.) EDN: VTPMUL
8. Shevchenko O.M. [Legal regimes of entrepreneurial activity on the securities market and collective investments]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina = Vestnik of O.E. Kutafin University (MGJA)*, 2022, no. 12, pp. 70–81. (In Russ.) EDN: EXTXXN
9. Anashkina M.V. [Evolution of the securities market and modern problems of control of its participants]. *Vestnik GUU = Bulletin of GUU*, 2022, no. 8, pp. 129–138. (In Russ.) EDN: FHPBJV
10. Stefanova N.A., Korolev A.A. [Impact of foreign sanctions on the stock market of the Russian Federation]. *Osnovy ekonomiki, upravleniya i prava = Fundamentals of Economics, Management and Law*, 2023, no. 4, pp. 96–101. (In Russ.) EDN: KPKQQK
11. Ryazanova A.R. [Sanction regime of economic activity: concept and legal nature]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina = Vestnik of O.E. Kutafin University (MGJA)*, 2022, no. 12, pp. 205–214. (In Russ.) EDN: UPWQNO
12. Ershova I.V., En'kova E.E. [Sanction compliance, or intrafirm risk management from restriction]. *Aktual'nye problemy rossiiskogo prava = Actual Problems of Russian Law*, 2022, vol. 17, no. 8, pp. 93–103. (In Russ.) EDN: GDBBVN
13. Aslanova O.A. [About the problem of blocked foreign securities and directions of its solution]. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya*, 2022, vol. 8, no. 4, pp. 77–87. (In Russ.) EDN: FNADZD
14. Petruchak R.K. [Ownerless shares and 'lost' shareholders]. *Obrazovanie i pravo = Education and Law*, 2023, no. 4, pp. 58–62. (In Russ.) EDN: CPVULA
15. Kiselev A.S. [Politico-legal proposals for levelling the sanctions imposed by unfriendly states on the securities market of the Russian Federation]. *Pravo i politika = Law and Politics*, 2024, no. 9, pp. 212–225. (In Russ.) EDN: HSZRZJ
16. Farkhullina A.I. [Securities market in Russia: problems and prospects of development]. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk = International Journal of Humanities and Natural Sciences*, 2023, no. 5-5, pp. 113–115. (In Russ.) EDN: QLMWJY

17. Manushin D.V. [Antisancions and sancions economic policy of Russia 2022–2025. Part 2: Consequences of the sancions war, change management, clarification of research concepts]. *Russian Journal of Economics and Law*, 2024, vol. 18, no. 1, pp. 36–69. (In Russ.) EDN: OTFHYP
18. Kuz'min P.I., Sverdlov M.Yu., Zinov'ev A.G., Seliverstov S.I. [The use of capital asset valuation model to analyse the consequences of the impact of sancions measures on the Russian securities market]. *Vestnik Evraziiskoi nauki*, 2020, vol. 12, no. 2. (In Russ.)
19. Uliskin V.S. [The importance of assessing the real value of Russian companies' shares]. *Vektor ekonomiki*, 2017, no. 11. (In Russ.)
20. Kartsev P.V., Akanov A.A. [Review of the practice of applying the income approach to business valuation]. *Voprosy otsenki*, 2012, no. 2, pp. 2–19. (In Russ.)
21. Rastorguev M.A., Aleshina A.Yu. [Evaluation of the blocked financial assets in order to develop measures to support investors]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2024, vol. 28, no. 5, pp. 71–82. (In Russ.) EDN: NYNYQX
22. Dem'yanenko M.M. [Methods and problems of the comparative approach to business value assessment]. *Aspectus*, 2017, no. 1, pp. 77–81. (In Russ.)
23. Kokin A.S., Oskolkov I.M., Syzganova A.A. [Comparative approach to assessing the value of shares of oil and gas companies in Russia based on fundamental analysis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economics: Yesterday, Today, Tomorrow*, 2019, vol. 9, no. 1-1, pp. 241–258. (In Russ.) EDN: XVQLKU

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.