

А. А. Мыскин

*Студент,
dmx1998@yandex.ru*

*Финансово-экономический факультет,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация*

Научный руководитель

Т. В. Тазихина

*Кандидат экономических наук, доцент,
tazihina@yandex.ru*

*Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация*

Проблемы применения западных моделей расчета ставки дисконтирования при оценке бизнеса российских компаний

Аннотация: Расчет ставки дисконтирования является одним из ключевых этапов проведения оценки активов. В рамках проведенного исследования сформулирована экономическая сущность ставки дисконтирования, проведен анализ российской институциональной среды ведения бизнеса и особенностей российского фондового рынка, приводящих к препятствиям к использованию западных моделей определения ставки дисконтирования. В заключение приведены преимущества и недостатки использования данных отечественного рынка акций в общепризнанных моделях.

Ключевые слова: ставка дисконтирования, оценка бизнеса, фондовый рынок, стоимость капитала, требуемая доходность.

A. A. Myskin

*Student,
dmx1998@yandex.ru*

*Faculty of Finance and Economics,
Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation*

Scientific supervisor:

T. V. Tazihina

*Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof.,
tazihina@yandex.ru*

*Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial
University under the Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation*

Problems of western discount rate calculation models application in the process of Russian companies business valuation

Annotation: *Discount rate calculation is one of the most important stages of valuation process. This research provides description of discount rate economic substance, analysis of Russian business institutional environment and stock market which lead to problems of application of western discount rate calculation models. In conclusion the advantages and disadvantages of using Russian stock market data are stated.*

Keywords: *discount rate, business valuation, stock market, cost of capital, yield rate.*

Расчет ставки дисконтирования всегда был и остается одним из наиболее проблемных вопросов российской оценки. Дисконтирование будущих денежных потоков к определенному моменту времени с целью определения их текущей стоимости является практическим инструментом реализации концепции убывающей стоимости денег, являющейся фундаментом построения более частных теорий и направлений экономической мысли. Основными причинами убывающей стоимости денег являются ¹:

- объективное наличие неопределенности будущего, из которой следует риск неполучения будущих доходов;
- возможность трансформировать имеющуюся в распоряжении в текущий момент времени денежную сумму в инвестицию, способную принести доход.

Исходя из них становится понятной экономическая сущность ставки дисконтирования:

- ставка дисконтирования является нормой доходности инвестиции, генерирующей в будущем денежные потоки, приводимые к конкретному моменту времени;

¹ Финансовый менеджмент: учебник / И. Я. Лукасевич. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2010. 768 с. — (Новое экономическое образование). С. 285–286.

- ставка дисконтирования отражает количественную оценку риска отклонения будущих доходов от ожидаемых.

Ставка дисконтирования в процессе стоимостной оценки выступает одним из ключевых параметров, определяющих стоимость актива — поскольку итоговый результат в виде выраженной в денежных единицах стоимости, как правило, чувствителен к этому параметру при построении финансовых моделей. Принимая во внимание тот факт, что стоимостная оценка в России является регулируемым (как государством, так и саморегулируемыми организациями) видом профессиональной деятельности, процесс определения ставки дисконтирования требует наличия четкой, обоснованной и общепринятой методологии.

Многие из современных финансовых теорий и моделей разрабатывались учеными Америки и Европы, поскольку история этих регионов на протяжении последних нескольких столетий была ознаменована развитием капитализма и существованием свободного фондового рынка.

Наиболее часто практикуемыми моделями расчета ставки дисконтирования являются модели Capital Assets Pricing Model (CAPM) и Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Наиболее современную версию модели CAPM разработал в 90-х гг. XX в. Роберт Линг с целью применения на развивающихся рынках, в том числе России. Ее можно представить в виде формулы:

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + C_1 + C_2 + C_3, \quad (1)$$

где β (бета) — коэффициент, являющийся мерой систематического риска, отражающий его влияние на доходность актива: отношение ковариации доходности актива и рынка к дисперсии рыночной доходности (рыночного индекса);

R_m — доходность касательного портфеля, в качестве которой принято брать доходность рыночного индекса или совокупную доходность рынка (исходя из предположения, что все инвесторы на рынке действуют рационально);

R_f — безрисковая доходность;

C_1 — премия за страновой риск;

C_2 — премия за малую капитализацию компании;

C_3 — премия за специфический риск компании.

WACC представляет из себя среднюю доходность из двух ставок, первая из которых запрашивается инвесторами-акционерами, вторая —

инвесторами-кредиторами, взвешенная с учетом удельных весов источников финансирования:

$$R = wsk \cdot Rск + wzк \cdot Rзк \cdot (1 - T), \quad (2)$$

где $wск$ — доля собственного капитала в структуре капитала компании;

$Rск$ — стоимость привлечения собственного капитала;

$wзк$ — доля заемного капитала в структуре капитала компании;

$Rзк$ — стоимость привлечения заемного капитала;

$(1 - T)$ — налоговый щит, где T — ставка налога на прибыль.

Чтобы верно адаптировать западные модели под специфику российской экономики, необходимо выделить ее отличительные черты, порождающие специфику отечественной стоимостной оценки.

Российская экономика начала свой путь развития как рыночная не более, чем тридцать лет назад, после развала командно-административной системы. Переход можно охарактеризовать как форсированный и болезненный, поскольку огромный объем накопленного национального богатства, находившийся в собственности государства, необходимо было быстро разделить между новыми собственниками в условиях финансовой неграмотности большей части населения с точки зрения капиталистических отношений. Это отчасти является причиной тому, что процесс перераспределения активов в масштабе страны многие считают незавершенным, причем на начальных этапах процесс этот осуществлялся не рыночными способами, а непосредственно «переделом». Вследствие того, что государство не было готово к проведению повсеместной приватизации, переход государственной собственности в частную осуществлялся практически безвозмездно и нередко с помощью таких методов, как инициирование банкротства, рейдерские захваты, корпоративный шантаж, сговор с должностными лицами ². Перечисленные доводы позволяют сделать вывод о том, что сегодня определенная доля российских активов продолжает принадлежать не наиболее эффективным собственникам, а тем, кто ранее мог использовать перечисленные выше пути обращения активов в собственность.

В качестве еще одной особенности российского бизнеса можно выделить высокую долю государственного участия в капиталах российских

² Шик Ксения Петровна, Лабудин Александр Васильевич Особенности передела собственности на современном этапе развития экономики России. Управленческое консультирование. 2015. № 5 (77). С. 107–108.

компаний, или, иначе говоря, высокую долю государственного сектора в экономике. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) в своем докладе «Госсектор в российской экономике» отмечает, что «в России государственный сектор занимает значительную долю в корпоративной сфере, что оказывает влияние на условия конкуренции на товарных рынках»³. В докладе 2019 года Международный валютный фонд (МВФ) дает оценку доли государственного участия в российской экономике на уровне 33% в 2016 году⁴. МВФ акцентирует внимание на том, что государственный сектор в России оказывает значительное влияние на рыночную конкуренцию, и указывают на необходимость защиты и поощрения конкуренции, в частности в сфере государственных закупок. Долю участия МВФ измеряет как долю компаний с государственным участием в создании добавленной стоимости ВВП. Некоторые эксперты считают оценку в 33% слишком заниженной по той причине, что многие российские компании являются «квазичастными» из-за сильной зависимости от субсидий. ФАС отмечает, что компании, действующие в форме унитарных предприятий, нарушают конкурентные условия на рынках, привлекательных для частного бизнеса: предоставление и забор питьевой и технической воды, коммунальные услуги, ритуальные услуги и иные. Ряд отраслей экономики (на которые традиционно принято сегментировать и фондовый рынок) имеют олигополическую структуру или характеризуются высокой долей участия государства (напрямую или через аффилированные компании) в капитале. К таковым можно отнести: финансовый сектор (ПАО «Сбербанк», ПАО «ВТБ», ПАО «Россельхозбанк»), нефтегазовую промышленность (ПАО «Газпром», ПАО «НК Роснефть», ПАО «Газпромнефть», ПАО «Транснефть», ПАО «Татнефть»), электроэнергетику (ПАО «Русгидро», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Россети»), машиностроение (ПАО «КАМАЗ», ГК «Ростех»).

С тем фактом, что российскую рыночную экономику принято считать развивающейся, можно связать довод о том, что многие рынки российской экономики потенциально подвержены риску реформ и измене-

³ Федеральная антимонопольная служба: Бюллетень о развитии конкуренции №25. Госсектор в российской экономике (Март 2019 г.) URL: <https://ac.gov.ru/files/publication/a/21642.pdf> (Дата обращения 18.04.2020).

⁴ Ольга Огеева. МВФ оценил долю государства в российской экономике в 33%. Газета РБК. 2019. URL: <https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90> (Дата обращения 18.04.2020).

нию конъюнктуры, что несомненно должно выражаться количественно при оценке риска, вкладываемого в требуемую доходность компаний. Российскому бизнесу также свойственно заметное влияние валютного риска, или риска девальвации национальной валюты, от которой страдают или выигрывают компании, ведущие внешнеэкономическую деятельность, а также те, которые имеют ключевых контрагентов-импортеров или контрагентов-экспортеров. Условия ведения деятельности, экосистема бизнеса, охарактеризованная выше, также должна быть учтена при определении ставки дисконтирования, так как она призвана быть мерой риска для потенциального инвестора.

Ставки дисконтирования основываются на реальных данных финансового рынка, поэтому источником проблем применения моделей расчета ставки следует считать, с одной стороны, специфику ведения российского бизнеса, порождающую риск, отличный от США, и, с другой стороны, особенности фондового рынка. Высокая доля государственного сектора, активное реформирование рынков, валютные колебания, политические потрясения — всё это должно находить отражение в систематическом риске, принимаемом инвесторами при вложении в российский бизнес.

Отечественный фондовый рынок, как и рыночная экономика, функционирует менее 30 лет. По состоянию на конец 2019 г. на Московской бирже, являющейся крупнейшей торговой площадкой в России, котируются акции порядка 200 эмитентов, суммарная капитализация Московской биржи на 31 декабря 2019 г. составила порядка 48 трлн. руб., или менее 1 трлн. долларов США⁵ (в расчет включены акции обыкновенные и привилегированные и депозитарные расписки, торгующиеся на фондовой секции биржи). В свою очередь Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE, являющаяся крупнейшей в мире по ряду критериев, в том числе капитализации, насчитывает более 4000 эмитентов. Капитализация NYSE составляет около 23 трлн. долларов США, превышая в несколько десятков раз аналогичный показатель Московской биржи, который можно отождествить с российским рынком акций в целом. Относительный показатель капитализации рынка к ВВП, или так называемый «индикатор

⁵ Официальный сайт Московской биржи. Рыночная капитализация ценных бумаг по итогам торгов на конец IV квартала 2019 года. URL: <https://www.moex.com/a7150> (Дата обращения: 18.04.2020).

Баффета», составляет для России 44,7%, для США — 172,47% по состоянию на 31 декабря 2019 г., согласно подсчету Sibilis Research. Таким образом, и по абсолютным, и по относительным показателям российский рынок акций справедливо считать гораздо менее масштабным на фоне рынка США, на основе которого строилось большинство финансовых теорий и прикладных моделей, что создает необходимость проверки их актуальности в условиях отечественного фондового рынка. С точки зрения структуры рыночной капитализации и распределения объема сделок российский фондовый рынок имеет следующую особенность: подавляющую часть объема сделок в стоимостном выражении составляют сделки с «голубыми фишками», в то время как остальные активы малоликвидны, в связи с чем возникают трудности использования исторических данных об их доходности в контексте моделей ставки дисконтирования. Несколько крупнейших корпораций занимают почти 50% суммарной капитализации рынка (на 31 декабря 2019 г. таковыми выступают ПАО «Сбербанк», ПАО «Газпром», ПАО «НК Роснефть», ПАО «Лукойл», ПАО «НОВАТЭК»).

В рамках расчета ставки дисконтирования необходимо упомянуть об одной из особенностей российского долгового рынка. Государственные облигации Правительства РФ международные рейтинговые агентства не оценивают как абсолютно безопасные: по состоянию на апрель 2020 г. РФ обладает рейтингами BBB- (S&P Global Ratings), Baa3 (Moody's), BBB (Fitch Ratings). Все три уровня характеризуются как «стабильный»⁶. Отчасти поэтому рядом ученых предлагается альтернатива доходности государственных облигаций в виде ставки по долгосрочным депозитам в наиболее надежных банках России⁷ [12, 90].

Обозначенные особенности финансового рынка в контексте использования ставок дисконтирования в процессе стоимостной оценки порождают проблемы применения моделей расчета ставки, в частности:

1) малый «возраст» рынка не позволяет исследовать исторические данные о доходностях тех или иных финансовых инструментов на боль-

⁶ Официальный сайт Министерства финансов РФ. Кредитные рейтинги Российской Федерации. URL: <https://www.minfin.ru/ru/performance/IRO/ratings/> (Дата обращения 18.04.2020).

⁷ Оценка стоимости бизнеса: учебник / Эскиндаров М.А., под ред., Федотова М.А., под ред., Атабиева Н.А., Бакулина А.А., Григорьев В.В., Гусев А.А., Зимин В.С., Иванова Е.Н. и др. — Москва: КноРус, 2020. 320 с.

ших промежутках времени. Это необходимо для расчета с высокой статистической значимостью таких компонентов ставки дисконтирования, как рыночная премия (разность рыночной и безрисковой доходности) и бета-коэффициент.

2) низкая ликвидность большинства представленных акций препятствует исследованию доходностей активов в масштабах торгового дня, недели, месяца. Методика расчета показателей модели CAPM вариативна, и ряд ученых предлагает для увеличения выборки данных использовать доходности более коротких периодов времени⁸.

3) малое количество эмитентов затрудняет составлять общую картину поведения цен акций каких-либо отдельных отраслей, представленных, как правило, небольшим количеством крупнейших игроков с государственным участием. Наличие широкого круга отраслей на фондовом рынке необходимо для формирования картины о среднерыночных бета-коэффициентах и структуре капитала, применяемых для оценки непубличных компаний. Отсутствие названных показателей приводят к существенным допущениям и выбору таких показателей по рынкам других стран, что является некорректным, исходя из различных наборов систематических рисков для каждой экономической системы.

Необходимо констатировать, что в российской оценочной практике используются те же модели расчета требуемой доходности, что и в западной. Модели CAPM и WACC были созданы в XX веке на основании фундаментальных теорий эффективного рынка и рационального поведения инвестора. Модели ориентированы на данные финансового рынка о текущей безрисковой доходности и исторической доходности акций, рассчитываемой на длительном временном промежутке. Их применение предполагает существование развитого фондового рынка, на котором представлено большое количество эмитентов, а также доступность финансовой информации оцениваемой компании. В конце XX века были предприняты попытки аутентификации моделей CAPM и WACC к оценке российских компаний путем использования данных американского рынка и их корректировки на страновой риск, однако очевидное различие рисков, как специфических, так и систематических,

⁸ Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран А., 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Альпина Паблишер, 2016. 1340 с. С. 237.

ких, и неразвитость фондового рынка были, в сущности, проигнорированы. Кумулятивная модель расчета ставки дисконтирования, разработанная для отечественной практики, не нашла широкого применения, ее методика не была отточена и принята большинством экспертов, рассматривающих ее как излишне субъективную.

Таким образом, использование информации отечественного рынка акций в моделях расчета ставки дисконтирования, созданных на западе, с одной стороны, соответствует базовым принципам определения ставки: она должна количественно отразить риск и альтернативы для потенциального инвестора. С другой стороны, по причине отсутствия длительной истории фондового рынка, периодических колебаний котировок и низкой ликвидности могут возникнуть погрешности в расчете тех или иных элементов моделей расчета ставки дисконтирования.

Список литературы

1. Финансовый менеджмент: учебник / И. Я. Лукасевич. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2010. 768 с. (Новое экономическое образование).
2. Шик Ксения Петровна, Лабудин Александр Васильевич Особенности передела собственности на современном этапе развития экономики России. Управленческое консультирование. 2015. № 5 (77).
3. Федеральная антимонопольная служба: Бюллетень о развитии конкуренции № 25. Госсектор в российской экономике (Март 2019 г.) URL: <https://ac.gov.ru/files/publication/a/21642.pdf> (Дата обращения 18.04.2020).
4. Ольга Огеева. МВФ оценил долю государства в российской экономике в 33%. Газета РБК. 2019. URL: <https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90> (Дата обращения 18.04.2020).
5. Официальный сайт Московской биржи. Рыночная капитализация ценных бумаг по итогам торгов на конец IV квартала 2019 года. URL: https://www.moex.com/a/7150_ (Дата обращения: 18.04.2020).
6. Официальный сайт Министерства финансов РФ. Кредитные рейтинги Российской Федерации. URL: <https://www.minfin.ru/ru/performance/IRO/ratings/> (Дата обращения 18.04.2020).
7. Оценка стоимости бизнеса: учебник / Эскиндаров М.А., под ред., Федотова М.А., под ред., Атабиева Н.А., Бакулина А.А., Григорьев В.В., Гусев А.А., Зимин В.С., Иванова Е.Н. и др. — Москва: КноРус, 2020. 320 с.
8. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран А., 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Альпина Паблишер, 2016. 1340 с.

References

1. Finansovyi menedzhment: uchebnik / I. Ya. Lukasevich. – 2-e izd., pererab. i dop. – M.: Eksmo, 2010. 768 s. (Novoe ekonomicheskoe obrazovanie).
2. Shik Kseniya Petrovna, Labudin Aleksandr Vasil'evich Osobennosti peredela sobstvennosti na sovremennom etape razvitiya ekonomiki Rossii. Upravlencheskoe konsul'tirovanie. 2015. № 5 (77).
3. Federal'naya antimonopol'naya sluzhba: Byulleten' o razviti konkurentsii № 25. Gossektor v rossiiskoi ekonomike (Mart 2019 g.) URL: <https://ac.gov.ru/files/publication/a/21642.pdf> (Data obrashcheniya 18.04.2020).
4. Ol'ga Ogeeva. MVF otsenil dolyu gosudarstva v rossiiskoi ekonomike v 33%. Gazeta RBK. 2019. URL: <https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90> (Data obrashcheniya 18.04.2020).
5. Ofitsial'nyi sait Moskovskoi birzhi. Rynoch'naya kapitalizatsiya tsennykh bumag po itogam trgov na konets IV kvartala 2019 goda. URL: <https://www.moex.com/a7150> (Data obrashcheniya: 18.04.2020).
6. Ofitsial'nyi sait Ministerstva finansov RF. Kreditnye reitingi Rossiiskoi Federatsii. URL: <https://www.minfin.ru/ru/performance/IRO/ratings/> (Data obrashcheniya 18.04.2020).
7. Otsenka stoimosti biznesa: uchebnik / Eskindarov M.A., pod red., Fedotova M.A., pod red., Atabieva N.A., Bakulina A.A., Grigor'ev V.V., Gusev A.A., Zimin V.S., Ivanova E.N. i dr. – Moskva: KnoRus, 2020. 320 s.
8. Damodaran, A. Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov / Damodaran A., 5-e izd., pererab. i dop. – M.: Al'pina Publisher, 2016. 1340 s.