

УДК 338.23:330.111.62

М. В. Коротков, канд. экон. наук

РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

The article examines the principles of discount rate calculation for enterprise valuation in Republic Belarus.

По общему мнению практикующих оценщиков, в России и странах СНГ основные проблемы при оценке стоимости предприятия возникают при обосновании:

- величины ставки дисконтирования денежных потоков;
- величины премий или скидок за контроль при определении стоимости доли предприятия;
- величины сравнительной стоимости предприятия.

Трудности при обосновании величины ставки дисконтирования связаны с тем, что большинство предлагаемых в мировой практике методик (модель роста дивидендов; составная модель; модель определения цен капитальных активов (САРМ); теория арбитражного ценообразования (АРТ), венчурный капитал) базируются на информации, получаемой с фондового рынка. Последний в странах СНГ слабо развит, поэтому оценщик в этих странах не может располагать набором требуемой информации.

С математической точки зрения стоимостью капитала является процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости. В экономическом смысле стоимость капитала представляет собой альтернативную доходность, которую можно получить на фондовом рынке от инвестирования в бумаги, подобные по риску и сроку погашения рассматриваемому объекту инвестирования.

Существует несколько подходов к определению стоимости акционерного капитала. Наиболее часто на практике используются три модели: модель оценки долгосрочных активов (Capital Asset Pricing Model, САРМ), модель кумулятивного построения и модель мультипликатора.

Основная идея модели оценки долгосрочных активов заключается в том, что существует только один источник риска, влияющий на долговременную доходность вложений в реальные активы и ценные бумаги. Модель САРМ утверждает, что этот риск есть рыночный риск,

т. е. тенденция акций изменять свои позиции относительно уровня рынка акций в целом. В модели САРМ этот рыночный риск измеряется с помощью показателя β .

Модель оценки долгосрочных активов имеет следующий вид:

$$R_m = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (1)$$

где R_m – рыночная ставка доходности;
 R_f – безрисковая ставка доходности;
 β – коэффициент.

Начало данной теории было заложено в статьях Гарри Марковица (1952), а затем в работах Вильяма Шарпа (1964) и Джона Литнера (1965) и основано на понятиях систематического (рыночного) и несистематического рисков ценной бумаги. Риск (в литературе также встречается термин «общий риск») ценной бумаги есть неопределенность ее дохода в конце периода инвестирования. Риск измеряется дисперсией доходности ценной бумаги за фиксированный интервал времени, например месяц, квартал, год и т. д. Данное определение риска является наиболее распространенным, хотя существуют и другие.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичным исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Например, в США обычно используется процентная ставка десятилетних казначейских облигаций. Среди причин выбора именно этой ставки выделяются следующие положения.

Во-первых, это долгосрочная процентная ставка, которая более других соответствует продолжительности денежных потоков оцениваемой компании. Текущая ставка казначейских векселей – ставка краткосрочная, и поэтому она не вполне соответствует продолжительности денежных потоков. Если приходится пользоваться краткосрочной ставкой, то самый

приемлемый выбор в таком случае – ожидаемые краткосрочные ставки на каждый будущий период, а не сегодняшняя краткосрочная ставка. По сути, десятилетняя процентная ставка представляет собой среднее геометрическое значение ожидаемых краткосрочных ставок по казначейским векселям за весь период оценки.

Во-вторых, долгосрочная процентная ставка более устойчива с течением времени, а значит, менее рискованная, чем краткосрочная.

В-третьих, десятилетняя ставка по своему временному горизонту близка портфелю акций рыночного индекса, и в силу этого она совместима с коэффициентом β и рыночной премией за риск, относящийся к этому рыночному портфелю.

В-четвертых, десятилетняя ставка характеризуется меньшей чувствительностью к неожиданным колебаниям инфляции, а также меньшей премией за ликвидность относительно более долгосрочных ставок.

Математически разделение рисков можно провести на основе уравнения линейной регрессии, связывающего доходность акции с доходностью по рыночному индексу. Коэффициент регрессии называется коэффициентом β ценной бумаги и является характеристикой ее рыночного риска. В качестве рыночного обычно берется индекс, достаточно полно отражающий состояние дел в экономике в целом и включающий курсы акций крупных компаний в различных секторах рынка.

В США для этих целей часто используют индекс Standard & Poor's 500. Для российского рынка в качестве такого индекса рекомендуют использовать сводный индекс АК&М, МТ-индекс, или индекс РТС, или любой другой, включающий достаточно представительную выборку акций из разных отраслей. Обычно за основу расчета индекса берется капитализация входящих в него ценных бумаг. Коэффициенты β в мировой практике обычно рассчитываются специализированными фирмами путем изучения статистической информации фондового рынка. Значения коэффициентов β публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки, как, например, Merrill Lynch, Вагга и др. В России значение коэффициентов β публикует информационно-консалтинговая фирма АК&М. Но ограниченный круг корпоративных ценных бумаг, реализуемых на фондовом рынке, сужает возможности широкого использования данного коэффициента в оценке стоимости большого числа предприятий.

Премия за риск вложения в акции представляет собой разницу между ожидаемой доходностью рынка и безрисковой процентной ставкой. Показатель общей доходности рынка представляет собой среднерыночный индекс доходности

и рассчитывается на основе долгосрочного анализа статистических данных в соответствии с гипотезой о детерминированности или взаимосвязанности цен на акции с искомой фундаментальной стоимостью предприятий.

Систематический или рыночный риск акции – это та часть общего риска, которая зависит от факторов, общих для всего рынка ценных бумаг. К ним относятся неожиданные изменения макроэкономических показателей (ВВП, скорость промышленного роста, собираемость налогов, процентная ставка, уровень инфляции и т. д.), изменение политической ситуации в стране или в мире, психологический настрой участников рынка и др. Несистематический, или собственный, риск – это часть общего риска, зависящая только от состояния дел в данной компании, которое характеризуется неожиданными изменениями таких факторов, как вероятность смены руководства, наличие долгосрочных договоров, просроченной дебиторской или кредиторской задолженности, показатели финансового состояния и др.

Рассмотренное представление общего риска ценной бумаги в виде суммы собственного и несобственного рисков является далеко не единственным. Часто общий риск представляют в виде суммы трех слагаемых, где в качестве третьего компонента выступает риск отрасли, к которой относится компания.

Некоторые исследователи и практики считают, что к формуле модели оценки капитальных активов можно добавлять премии для компенсации других видов рисков, что не совсем корректно, так как смешиваются два самостоятельных подхода – CAPM и метод кумулятивного построения, обсуждаемый далее, а также теряет смысл применение в CAPM коэффициента β , уже учитывающего, совместно со ставкой R_m , все риски.

При методе кумулятивного построения ставка дисконтирования выводится суммированием нескольких составляющих. Подобно методу CAPM за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковому ценным бумагам. К ней прибавляются дополнительные премии, связанные с риском инвестирования именно в данное предприятие, вносятся поправки на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

Такой метод более приемлем для условий Республики Беларусь. Основной проблемой является выделение наиболее существенных групп факторов риска, которые в первую очередь влияют на выделение групп премий за риск. Агрегирование всевозможных групп рисков не в последнюю очередь зависит от выбора базовой «безопасной» ставки процента.

Опыт свидетельствует, что на данном этапе развития мировой экономической системы, благодаря глобализации экономики, развитию

телекоммуникаций, новых информационных технологий Республика Беларусь уже тесно связана с системой международных экономических отношений. Поэтому необходимо рассматривать альтернативные источники получения прибыли не только в пределах Республики Беларусь, но и масштабах мировой экономики. В пользу такого подхода говорит то, что на территории бывшего СССР укоренились такие понятия, как «иностранные инвестиции», «утечка капитала» и т. п. То есть, несмотря на законодательные ограничения, капитал либо «уходит» за границы государств, либо, несмотря на законодательные послабления, «не уходит».

Исходя из вышеприведенных положений, за базовую ставку следует принимать норму доходности по застрахованным от риска ценным бумагам, таким, как долгосрочные правительственные обязательства стран развитого рынка. На данный момент этот показатель составляет 3–4% в среднем по Европе.

Далее выделяются три группы факторов риска, различающихся степенью абстракции и отражающих движение от абстрактного к конкретному при анализе риска. Это факторы уровня страны, отрасли, предприятия.

В зависимости от страны действуют различные факторы общеэкономического, финансового и социально-политического характера. Последние действуют в каждой конкретной стране независимо от частного предприятия или лица и влияют на величину получаемой прибыли. Объективно она может определяться как разница между доходностью суверенных ценных бумаг Республики Беларусь, обращающихся на мировом рынке, и ценных бумаг правительств, выбранных в качестве безрисковых. На данный момент несуверенные ценные бумаги правительства Республики Беларусь не обращаются на мировом рынке, в то же время по мнению ряда экспертов, премия за страновой риск Беларуси находится в пределах 5–6%.

Далее, на пути от абстрактного к конкретному, стоит группа рисков, связанных с полу-

чением прибыли в конкретной отрасли. В условиях Республики Беларусь обычно она может составлять 10–20%.

И последний уровень конкретизации в данном случае – уровень конкретного предприятия. Обычно величины премии за риск конкретного предприятия лежат в диапазоне 1–5%.

Исходя из этого, ставка капитализации находится по формуле

$$R = R_{\text{б}} + R_{\text{с}} + R_{\text{о}} + R_{\text{п}}, \quad (2)$$

где R – норма капитализации;

$R_{\text{б}}$ – очищенная от риска норма дохода;

$R_{\text{с}}$ – премия за страновой риск;

$R_{\text{о}}$ – премия за отраслевой риск;

$R_{\text{п}}$ – премия за риск конкретного предприятия;

Итак, подведя итог вышесказанному, получим: минимальная норма капитализации

$$3 + 5 + 10 + 1 = 19.$$

максимальная норма капитализации

$$4 + 6 + 20 + 5 = 35.$$

Следует отметить, что результаты применения такого метода в практических расчетах коррелируют с результатами применения других методов оценки риска в условиях переходной экономики Республики Беларусь. Следует также добавить, что по данным опроса, проведенного среди специалистов-оценщиков Российской Федерации, более чем в 80% случаев при определении ставки дисконтирования используются подобные эмпирические методы.

В целом можно сказать, что проблема определения ставки дисконтирования в условиях Республики Беларусь и стран СНГ связана в первую очередь с информационным обеспечением данного вида деятельности. Дальнейшее развитие рынка ценных бумаг и работы рейтинговых и аналитических агентств позволит использовать модель САРМ и в условиях Республики Беларусь, которая повысит точность определения этого показателя.