Интерактивно-информационное обеспечение расчета ставки дисконтирования как фактора качества корпоративного управления

Стрельникова Татьяна Александровна,
к.э.н., доцент,
Поволжский институт управления
имени П.А. Столыпина – филиал РАНХиНГС
E-mail: tstrelnik@mail.ru

Статьей пять Федерального закона от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» имущество предприятия и бизнес отнесены к объектам оценки.

В оценочной деятельности следует различать такие понятия, как оценка стоимости предприятия и оценка стоимости бизнеса (см. табл. 1).

Таблица 1

Существующие различия между понятиями бизнес и предприятие

Понятия	Определения
Предприятие. (Статья 132 Гражданского Кодекса Российской Федерации).	Предприятием, как объектом прав, признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. ... В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором.
Бизнес. (Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 N 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО N 8)»).	Под бизнесом понимается предпринимательская деятельность организации, направленная на извлечение экономических выгод.
Оценка стоимости предприятия.	Оценка стоимости всех активов и обязательств предприятия.
Оценка стоимости	Оценка стоимости собственного или инвестированного капитала предприятия.

бизнеса. (ФСО N 8).	При определении стоимости бизнеса определяется наиболее вероятная расчетная величина, являющаяся денежным выражением экономических выгод от предпринимательской деятельности организации.

Доходный подход — совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки [1].

В рамках доходного подхода применяются методы, основанные на дисконтировании денежных потоков и капитализации дохода.

В Федеральном стандарте оценки (ФСО N 1) рекомендуется применять доходный подход, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расходы.

Этапы реализации доходного подхода и их содержание подробно изложены в научных работах и учебных изданиях ученых с мировым именем Грязновой А.Г., Федотовой М.А., Рутгайзера В.М., Тазихиной Т.В., Грибовского С.В.

Сложным методическим вопросом для реализации метода дисконтирования денежных потоков является определение ставки дисконтирования.

С математической позиции ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса [2, с. 161].

В экономическом смысле в роли ставки дисконтирования выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования [2, с. 161].

Таким образом, дисконтирование — это процесс приведения будущих денежных потоков к их текущей стоимости с помощью ставки дисконтирования.

Обязательным условием расчета ставки дисконтирования является учет вида денежного потока. При оценке стоимости бизнеса используются два вида денежных потоков: денежный поток для всего инвестированного капитала и денежный поток для собственного капитала. В российской практике в основном рассчитывается денежный поток для собственного капитала, включающий в себя пять элементов: чистая прибыль после уплаты налогов, амортизационные отчисления, прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности, уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства, уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала. Для денежного потока для собственного капитала публичных акционерных обществ применяется ставка дисконтирования, рассчитанная по модели оценки капитальных активов CAPM (Capital asset pricing model).

Первоначальная версия CAPM (модель оценки финансовых активов) описана в фундаментальном учебнике по курсу «Инвестиции» трех известных американских экономистов Уильяма Ф. Шарпа (лауреата Нобелевской премии по экономике 1990 г. за развитие теории оценки финансовых активов), Гордона Дж. Александера, Джеффри В. Бэйли [3].

Практика применения методики расчета ставки дисконтирования по модели оценки капитальных активов в процессе оценки стоимости бизнеса российских предприятий достаточно подробно изложена в работах известных ученых: А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, М.А. Эскидарова, Т.В. Тазихиной, Е.Н. Ивановой, О.Н. Щербаковой, Г.В. Булычевой, В.В. Демшина, С.В. Валдайцева [4, 5, 6].

Основу модели оценки капитальных активов составляет концепция β-коэффициентов. Коэффициент бета учитывается в базовой формуле, по которой рассчитывается ставка дисконта в модели оценки капитальных активов:

$r = r_f + \beta\,(r_m — r_f)$,

где r — ставка дисконта;

r_f — безрисковый уровень доходности (risc free);

r_m — среднерыночный уровень доходности ценных бумаг на фондовом рынке в целом;

β — коэффициент бета, общий показатель, сравнения текущего изменения цены акции по отношению к рынку.

Если β > 1, то такую акцию называют «агрессивной» (aggressive stocks), так как она имеет большую изменчивость, чем рыночный индекс; если β < 1, то такую акцию называют «оборонительной» (defensive):

$\beta = Cov\,(X,Y) / \sigma_I^2$,

где Cov (X,Y) — ковариация между активами X и Y (мера, учитывающая дисперсию индивидуальных значений доходности бумаги и силу связей между изменениями доходностей данной бумаги и других). Положительное значение ковариации свидетельствует о том, что значения доходности этих акций изменяются в одном направлении, отрицательное значение ковариации свидетельствует о разнонаправленных движениях между доходностями. Ковариация является низкой, если колебания доходностей двух активов в любую сторону носят случайный характер. Ковариация рассчитывается по формуле:

$Cov\,(X,Y) = \Sigma(r_X — r_X\text{сред.})\times(r_Y — r_Y\text{сред.}) / n — 1$,

где r_X и r_Y — доходности активов X и Y;

r_X сред. и r_Y сред. — ожидаемые (средние) доходности активов X и Y;
n — число наблюдений.

σ_I^2 — квадрат дисперсии индекса (мера разброса возможных исходов относительно среднего (ожидаемого) значения). Чем выше дисперсия, тем больше разброс, а значит и риск.

$\sigma_I^2 = \Sigma(r_i — r_{\text{сред}})^2 / (n — 1)$,

где r_i — доходность актива,
$r_{\text{сред}}$ — ожидаемая (средняя) доходность актива,
n — число наблюдений.

Стандартное отклонение — это показатель, упрощающий анализ дисперсии. Стандартное отклонение упорядочивает дисперсию за счет взятия квадратного корня из нее. Стандартное отклонение является измерителем риска. Чем выше стандартное отклонение, тем выше риск.

Формула стандартного отклонения:

$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$,

где σ — дисперсия (мера разброса возможных исходов относительно среднего (ожидаемого) значения).

На практике инвесторы любую ценную бумагу, отличную от безрисковых государственных облигаций или казначейских векселей, могут признать в том случае, если уровень ее ожидаемой доходности компенсирует присущий ей дополнительный риск.

Информационный ресурс Investfunds — проект Информационного агентства Cbonds.ru,

созданный с целью полного, оперативного и бесплатного обеспечения информацией частных инвесторов, работающих на фондовом рынке [7]. Коэффициент β показывает чувствительность изменения цены отдельной акции к значению индекса Московской биржи. Расчёт производится ежедневно по окончании торгов на основном рынке Московской биржи. Количество дней в расчётном периоде — 50 [7].

Ставка дисконтирования рассчитана автором по базовой формуле У. Шарпа [3, С. 258-274.].

Коэффициент β принят к расчету по данным портала Investfunds [7].

Безрисковая ставка (Rf) принята к расчету по данным журнала «Эксперт» [8, С.77].

По расчетам агентства Bloomberg премия, рассчитанная как разница между средневзвешенной внутренней нормой доходности по индексу ММВБ и доходностью 10-летних гособлигаций в национальной валюте, в России составляет 14,5 процента [9].

Расчет ставки дисконтирования представлен в таблице 2.

По мнению специалистов фондового рынка УК Арсагера цена акций зависит от прибыли и размера ставки дисконтирования. Уровень корпоративного управления может оказывать влияние на оба этих фактора [10].

Таблица 2

Расчет ставки дисконтирования, %

Акция обыкновенная	Доля в индексе ММВБ на 01.11.2016, %	β — коэффициент н а 31.10.2016	*Rf* — безрисковая ставка 21.10.2016-27.10.2016	(Rm — Rf) Рыночная премия, %	Ставка дисконтирования, рассчитанная автором по базовой формуле У. Шарпа, %
			8,61%	14,5%	
Газпром	15.29 %	0,91			21,81%
Сбербанк России	14.28 %	1,57			31,38%
Лукойл	12.90 %	1,17			25,58%
ГМК Норильский никель	4.72 %	0,65			18,04%
Роснефть	4.31 %	1,79			34,57%
ВТБ	3.64 %	1,29			27,32%
Сургутнефтегаз	2.57 %	0,49			15,72%
Транснефть	2.51 %	0,15			10,79%
АЛРОСА	2.36 %	0,49			15,72%
МТС	2.28 %	1,16			25,43%

Возможность расчета ставки дисконтирования в интерактивном режиме позволяет вести ее мониторинг и проводить более объективно оценку качества корпоративного управления.

Библиографический список

1. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 297«Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1)».
2. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. — 2-е изд., перераб. И доп. — М.: Финансы и статистика, 2009.
3. Шарп Уильям Ф., Гордон Дж. Александер, Бэйли Джеффри В.. Инвестиции / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1999.
4. Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскидаров М.А., Тазихина Т.В., Иванова Е.Н., Щербакова О.Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.
5. Булычева Г.В., Демшин В.В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999.
6. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учеб. М.: ПРОСПЕКТ, 2003.
7. UTL: http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/
8. Фондовый рынок России. Индикаторы. //Эксперт. № 44.
9. Премия за риск. Тарас Фомченков. Иностранцы оценили фондовый рынок России// Российская газета — Федеральный выпуск № 6978 (110).
10. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций? http://blogs.investfunds.ru/post/130687/