

СТОИМОСТЬ СОБСТВЕННОСТИ: ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ

Материалы Седьмой Международной
научно-методологической конференции

26 ноября 2015 г.



УНИВЕРСИТЕТ
СИНЕРГИЯ
ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ

Москва
2015

УДК [347.23+332.6] (082)

ББК 65.261

С 81

Ответственный редактор серии —
член-корреспондент Российской академии образования,
доктор экономических наук, профессор **Ю. Б. Рубин**

При содействии саморегулируемых организаций
РОО, СМАО, Ассоциация СРО «НКсО», НП СРОО «СПО»,
Ассоциация «МСО», МСНО-НП «ОПЭО»,
НП СРОО «Экспертный совет», НП «АРМО», НП «СВОД»,
АКЭО «НСЭО».

Организаторы:

Московский финансово-промышленный университет «Синергия»,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)

При информационной поддержке

интернет-портала «Вестник оценщика» (www.appraiser.ru),
общероссийского информационно-аналитического,
научно-практического журнала «Имущественные отношения
в Российской Федерации» (www.iovrf.ru),
журнала «Ипотека и кредит» и журнала «Современная конкуренция».

С 81 Стоимость собственности: оценка и управление: материалы Седьмой Международной научно-методологической конференции [26 ноября 2015 г.]: сб. / сост. И. В. Косорукова. — М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015. — 248 с.

ISBN 978-5-4257-0232-6

В сборнике представлены статьи и тезисы докладов практикующих оценщиков, руководителей саморегулируемых организаций оценщиков, научных работников, преподавателей, аспирантов и магистров по различным проблемам оценочной деятельности. Авторы публикаций рассматривают вопросы регулирования и стандартизации оценочной деятельности в России, подготовки оценщиков, оценки стоимости недвижимого имущества, нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности, бизнеса, оценки для целей налогообложения и др.

УДК [347.23+332.6] (082)

ББК 65.261

© Коллектив авторов, 2015

© Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2015

ISBN 978-5-4257-0232-6

<i>В. В. Пересыпкина</i> Профессиональный стандарт и КРІ — ключевые моменты оценки интеллектуального капитала оценочных компаний	166
<i>С. В. Плясова</i> Методика затратного подхода для оценки интернет-сайта организации	169

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА: ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ

<i>Ю. В. Козырь</i> Оценка стоимости привилегированных акций с учетом возможностей приобретения их владельцами права голоса	182
<i>В. С. Крячко</i> Исследование факторов, определяющих инвестиционную активность компаний.	190
<i>Р. А. Кузнецов, Д. А. Мачерет</i> О необходимости актуализации методологии определения ставки дисконтирования методом средневзвешенной стоимости капитала.	206
<i>Ю. В. Никитина, Т. В. Тазихина</i> Проблема прогнозирования банкротства российских компаний	209
<i>Е. А. Сычева</i> Проблемы нормализации финансовой отчетности при оценке стоимости бизнеса	217
<i>М. А. Шуклина</i> О некоторых особенностях современного представления об уровнях контроля в публичных и непубличных акционерных обществах	221
<i>Е. В. Конищев</i> Изменение налоговых аспектов в управлении имуществом в 2016 году	239

О необходимости актуализации методологии определения ставки дисконтирования методом средневзвешенной стоимости капитала

Р. А. Кузнецов

аспирант кафедры Экономика строительного бизнеса.

Д. А. Мачерет

д. э. н., профессор Московского государственного университета путей сообщения.

E-mail: r.kuznetsov@myief.ru

В статье анализируется корректность применения β -коэффициента при расчете ставки дисконтирования методом CAPM для компаний, ведущих хозяйственную деятельность в Российской Федерации. Автор приходит к выводу, что данный показатель следует заменить на некую альтернативу, в случае если при его расчете отсутствует достаточная выборка по данным фондовых бирж отечественных компаний. Показатели отечественных и зарубежных отраслей и компаний не могут быть сопоставимы ввиду различий их юридических аспектов, операционных и финансовых рычагов и т. д.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов, сравнения альтернативных вариантов проекта, оценки стоимости активов и бизнеса доходным способом, а также других целей широко распространено применение метода дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow — DCF). Ключевым элементом данного метода — ставка дисконтирования, а определение ее корректной величины является одной из главных проблем современного стратегического и бизнес-планирования.

В настоящее время существует значительное количество определений ставки дисконтирования, одно из наиболее известных: ставка дисконтирования — максимальная доходность альтернативных и доступных для инвестора направлений инвестирования с тем же (или сопоставимым) риском, что и у оцениваемого проекта [5]. Если принять данное определение за истину, то очевиден тот факт, что основными альтернативными направлениями инвестирования средств в реализацию проекта являются вложения в ценные бумаги. Очевидным решением проблемы определения ставки дисконтирования в данном случае является использование в ее качестве ожидаемой доходности ценной бумаги предприятия-аналога, сопоставимого по рискованности с рассматриваемой организацией/проектом. Однако в связи со сложной предсказуемостью ситуации на финансовых рынках акции предприятий-аналогов в каждый дискретный момент времени имеют разную доходность, а также ожидаемую доходность, что делает процедуру определения доходности организаций нетривиальной задачей. В связи с этим в научной литературе, а также Международных и Европейских

стандартах оценки имущества [1, 2] с целью определения ставки дисконтирования рекомендуется использование метода средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital — WACC), и его составного элемента — модели оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model — CAPM). В данной статье анализу подвергается CAPM-модель.

Модель CAPM была разработана в 1960-х гг. в работах Шарпа, Линтнера и др. [8, 7]. В соответствии с данной моделью, эффективность вложения в акции предприятия следует оценивать с помощью ставки дисконта, учитывающей случайный характер доходности акций. Классически CAPM определяется по формуле Шарпа

$$CAPM = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + r,$$

где R_f — безрисковая ставка; β — бета-коэффициент; R_m — среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке; $R_m - R_f$ — премия за рыночный риск; r — специфическая премия проекта.

В формуле случайный характер доходности акций учитывается при помощи β -коэффициента, который, являясь мерой рыночного риска, отражает изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности другого портфеля, в роли которого часто выступает среднерыночный портфель [9]. Данный показатель определяется на основании статистического анализа биржевых сводок компаний-аналогов. Обязательное условие при определении данного показателя — наличие достаточного количества предприятий-аналогов, торгующих своими ценными бумагами на финансовых биржах.

Несмотря на очевидные трудности определения ставки по модели CAPM, многие компании, а также бизнес-консультанты используют ее для определения стоимости собственного капитала организации [6], так как данный метод позволяет исключить субъективные оценки экспертов и произвести количественную оценку этого показателя наиболее объективным способом. Однако в связи с относительно поздним становлением рыночной экономики в Российской Федерации, количество компаний, прошедших процедуру первичного публичного размещения акций (Initial Public Offering — IPO) и котирующихся на биржах, невелико по сравнению со странами с развитой рыночной экономикой (например, США). Соответственно для организаций, ведущих хозяйственную деятельность в России, зачастую не представляется возможным формирование достаточной выборки отечественных компаний-аналогов для корректного расчета β -коэффициента. Таким образом, с целью формирования данного показателя специалисты отечественных компаний включают в выборку зарубежные объекты-аналоги, ведущие свою деятельность в схожей отрасли, а также используют дополнительные корректировки формулы рас-

чета β -коэффициента, такие как вычищение влияния финансового рычага, а также дополнительные модификации формулы: Блюма, Бава-Линдсберга, Шоулза-Виллимса, Харлау-Рао, Хамады и др. [4, 3]. Однако данные корректировки не изменяют основных допущений, применяемых при включении зарубежных компаний в перечень организаций для расчета данного показателя — постулатов о схожей ситуации на фондовом рынке разных стран для одинаковой отрасли, а также схожести операционных, налоговых и финансовых рычагов компаний в отрасли. В данном случае данный показатель будет детально описан, но не репрезентативен при достаточно высокой трудоемкости его расчетов.

Таким образом, в случае отсутствия достаточной выборки биржевых сводок показателей отечественных организаций, действующих в схожей отрасли с рассматриваемой компанией, использование β -коэффициента при расчете ставки дисконтирования методом CAPM некорректно и должно быть заменено неким другим показателем, лишенным описанных в данной статье недостатков. Данный альтернативный показатель будет рассмотрен автором в следующих научных статьях.

Список литературы

1. Международные стандарты оценки, 7-е издание. — МСО, 2005.
2. Европейские стандарты оценки. — 2003.
3. Материалы экзамена CFA — 2012 CFA Program Level II curriculum, Vol. 4, Reading 37.
4. *Жданов И. Ю.* Коэффициент бета. Современные модификации / И. Ю. Жданов // Онлайн-школа финансового и инвестиционного анализа. — 2015.
5. *Смоляк С. А.* Дисконтирование денежных потоков в задачах оценки эффективности инвестиционных проектов и стоимости имущества / С. А. Смоляк. — М.: Центральный экономико-математический институт РАН. «НАУКА», 2006.
6. *Тазихина Т. В.* Расчет ставки дисконтирования с учетом специфики российского фондового рынка / Т. В. Тазихина, Я. В. Надеждина // Молодой ученый. — 2014. — № 6. — С. 490–496.
7. *Lintner J.* The valuation of risk assets and the selection of risky portfolios and capital budgets. Rev. Economics and Statistics, 1965.
8. *Sharp W. F.* Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. J. Finance, 1964.
9. Бета-коэффициент. — <https://ru.wikipedia.org/wiki/>