

Аспирант кафедры «Финансы и кредит»

ТГУ им. Г.Р. Державина

Сутягин В.Ю.

Подходы к обоснованию безрисковой ставки доходности в оценке предприятий

Одним из ключевых этапов оценки предприятия является использование методов доходного подхода. В то же время результаты, полученные с использованием методологии доходного подхода, будут предопределены тем, насколько правильно рассчитаны коэффициент капитализации или ставка дисконтирования. В процессе определения и того, и другого мы сталкиваемся с необходимостью грамотного выбора и обоснования безрисковой ставки. Настоящая статья посвящена данной проблеме.

Сразу же оговоримся, что под безрисковой ставкой следуют понимать доходность ценной бумаги (портфеля ценных бумаг или иного финансового инструмента), риск невыполнения обязательств которым равен нулю. Здесь необходимо отдавать себе отчет, что нет ни одной ценной бумаги, удовлетворяющей это условие в полной мере. С другой стороны, очевидно, что среди разнообразия инвестиционных инструментов, риск вложения в некоторые сопоставим с нулем.

Если говорить о западной практике, то здесь все предельно ясно. В качестве безрисковой ставки, как правило, западные оценщики принимают процентную ставку по государственным облигациям, гарантированным правительством США[1].

Российская же действительность более чем не однозначна, особенно после дефолта 1998 г. Попытаемся разобраться, что же может российский оценщик принять в качестве безрисковой ставки. Определим, каким требованиям должен удовлетворять финансовый инструмент, чтобы ставка доходности по нему могла быть принятой в качестве безрисковой.

1.) Риск невыплаты (неисполнения обязательств) по такой ценной бумаге должен быть равным нулю (стремиться к нулю).

2.) Данный финансовый инструмент должен быть высоколиквидным средством.

3.) Доступ к подобному виду инвестиционных средств должен быть достаточно открыт, а сам инструмент распространен.

4.) Срок действия (погашения) таких ценных бумаг должен быть не менее 5-7 лет (что напрямую взаимосвязано с периодом прогнозирования, обозначенным в рамках доходного подхода).

5.) Номинальная ставка доходности по данному финансовому инструменту должна быть не ниже темпов инфляции [4] (в противном случае она будет обеспечивать отрицательный реальный доход).

Далее обратимся к тем возможным инструментам, доходность по которым можно принять за безрисковую ставку:

1. депозиты наиболее надежных отечественных банков;
2. западные финансовые инструменты (в качестве таковых могут выступать государственные ценные бумаги США и стран ЕС, валютные депозиты ведущих коммерческих банков зарубежных стран, LIBOR, MIBOR) при учете корректировки на страновой риск;
3. государственные ценные бумаги РФ.

Проверяя на соответствие вышеуказанным требованиям инструменты первой группы, необходимо сразу же отметить, что ставки по депозитам отечественных банков (в первую очередь, Сбербанк РФ) не могут быть признаны в качестве безрисковых по целому ряду причин. Во-первых, риск вложения в банки данной страны всегда выше риска вложения в государственные ценные бумаги этой страны. Это в свою очередь постоянно находит отражение в отчетах ведущих мировых рейтинговых агентств. Во-вторых, в настоящее время Сбербанк РФ (не говоря уж о других банках) не предоставляет своим клиентам услуги по депонированию вкладов на срок более 2-х лет.

Далее рассмотрим, ставки по финансовым инструментам второй группы. Практически для всех этих инструментов характерна одна черта – относительная сложность доступа к ним «рядовому российскому инвестору».

Ставки по валютным депозитам коммерческих банков других стран, то они также не могут быть приняты в качестве безрисковых по тем же причинам, что и валютные депозиты отечественных банков.

По сходным причинам не являются безрисковыми ставки по LIBOR и MIBOR. К тому же максимальные сроки и по LIBOR, и MIBOR не превышают одного года.

Таким образом, из всех инструментов данной группы наиболее предпочтительными являются государственные ценные бумаги. В качестве таковых могут быть государственные облигации с рейтингом AAA (например, государственные облигации США).

Что же касается, поправки на страновой риск, то необходимо отметить, что, во-первых, существует сложность подсчета объективной величины странового риска, а во-вторых, внесение подобной корректировки не дает инвестору реального финансового инструмента.

И, наконец, рассмотрим третью группу - государственные ценные бумаги РФ. Стоит сразу же подчеркнуть, что степень доверия к государственным облигациям после дефолта 1998 г. сильно упала и до сих пор в полной мере не восстановлена.

Рассмотрим основные государственные облигации номинированные в рублях (краткая сравнительная характеристика приведена в таблице).

Таблица 1.

Характеристика основных государственных облигаций номинированных в рублях

Характеристики основных государственных облигаций номинированных в рублях						
	ГКО	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-ФД	ОФЗ-АД	ОБР
Полное название	Государственные краткосрочные бескупонные облигации	Облигации федерального займа с переменным купонным доходом	Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом	Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом	Облигации федерального займа с амортизацией долга	Облигации Банка России
Известный/неизвестный	бескупонные облигации	облигации с неизвестным	облигации с известным	облигации с известным	облигации с известным	бескупонные облигации

Характеристики основных государственных облигаций номинированных в рублях						
	ГКО	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-ФД	ОФЗ-АД	ОБР
купонный доход		купонным доходом	купонным доходом	купонным доходом	купонным доходом	
Эмитент	Минфин	Минфин	Минфин	Минфин	Минфин	Банк России
Валюта займа	Рубль	Рубль	Рубль	Рубль	Рубль	Рубль
Номинал, руб.	1000	1000	1000	10 или 1000	1000	1000
Срок обращения	до 1 года	от 1 года до 5 лет	от 1 года до 30 лет	более 4 лет	от 1 года до 30 лет	4 года
Размещение и обращение	ММВБ	ММВБ	ММВБ	ММВБ	ММВБ	ММВБ

Необходимо отметить, что существуют также и субфедеральные облигации (Облигации Башкортостана – 1 выпуск, Облигации Коми – 1 выпуск и т. д.), но степень доверия к ним со стороны инвесторов гораздо ниже.

В качестве дополнения к таблице 1 следует заметить, лишь немногим более 15% всех облигационных займов имеют срок погашения более 5-7 лет, хотя эта доля постоянно растет.

Вполне очевидно, что практически все инструменты в большинстве своем являются краткосрочными (за исключением отдельных эмиссий ОФЗ). Что касается надежности данных инструментов, то по отдельным траншам облигаций в 1998 г. объявлялся дефолт, а это, естественно, снижает доверие к этим ценным бумагам. В настоящее время агентство Moody's большинству ОФЗ присваивает рейтинг Вaa2, а Fitch – ВВВ. В то же время нельзя не отметить, что использование в краткосрочных и среднесрочных прогнозах ставок доходности по ОФЗ-ПД, ОФЗ-ФД и ОФЗ-АД вполне допустимо и дает неплохие результаты. ОФЗ-ПК в этом отношении проигрывают прочим ОФЗ, что связано с неустойчивостью (непрогнозируемостью) получаемых по ним доходов.

Наконец, необходимо сказать несколько слов о валютных облигациях правительства РФ. Различают в зависимости от способа первичной эмиссии два основных вида валютных облигаций: ОВВЗ (облигации внутреннего государственного валютного облигационного займа - внутренние) и еврооблигации (внешние) [2]. ОВВЗ размещаются внутри страны. Валюта займа – доллары США. Купон действителен в течение 10 лет. Еврооблигации размещаются среди нерезидентов. Срок погашения до 30 лет. По одному из

траншей ОВВЗ в 1998 г. был объявлен дефолт, в результате чего, рейтинговые агентства, как правило, присваивают этому инструменту более высокий риск. Таким образом, среди этих двух видов наилучшим вариантом будет использование еврооблигаций со сроком погашения свыше 10 лет.

Подводя итоги, подчеркнем, что в настоящее время наиболее целесообразным при определении безрисковой ставки является использование еврооблигаций и отдельных видов ОФЗ (в первую очередь, ОФЗ-ПД, ОФЗ-АД, ОФЗ-ФД). Ставки доходности по еврооблигациям в настоящее время чуть ниже (примерно на 1,5%), чем по ОФЗ, что в целом отражает чуть более высокую степень надежности первых ценных бумаг. В то же время, учитывая требования федерального закона от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» более правильным является проведение расчетов в национальной валюте (рублях). А стало быть, учитывая стабилизацию отечественного фондового рынка, повышение надежности государственных ценных бумаг и увеличение сроков займа, роль ОФЗ в качестве источника для расчета безрисковой ставки будет увеличиваться. И, наконец, не стоит забывать, что уже в настоящее время агентство Moody's и еврооблигациям, и ОФЗ присваивает одинаковый рейтинг - Baa2. А это свидетельствует о том, что при прочих равных условиях использование ставок доходности по ОФЗ является более предпочтительным.

В завершении, вспоминая пункт 5 требований к безрисковой ставке, необходимо еще раз подчеркнуть, что использование значений доходности по государственным облигациям РФ может потребовать дополнительной корректировки.

Литература:

1. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости/ пер. с англ. М.: Дело, 1997.

2. Ткачук А. Ю. Безрисковая ставка доходности// Вопросы оценки. 2000. №3
3. Демшин В. В. Безрисковая норма доходности// Вопросы оценки. 2001. №2
4. Козырь Ю. В. Замечания о российской безрисковой ставки // www.appraiser.ru
5. Виды и особенности ГКО и ОФЗ // www.stockportal.ru
6. Государственные облигации // www.kitfinance.ru
7. Данные сайта www.cbonds.info

Сутугалин

ВКУ