

Татар Е.И.

Студент

4 курс, финансово-экономический факультет

Финансовый университет при Правительстве РФ

Россия, г. Москва

**НЕДОСТАТКИ УЧЕТА РИСКА ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СТАВКИ
ДИСКОНТИРОВАНИЯ МЕТОДОМ САРМ В ОЦЕНКЕ
ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Аннотация: сегодня оценка финансового состояния компании, ее доходность и стоимость является актуальным вопросом для многих структур. Компания является долгосрочным активом, приносящим доход и обладающий определенной инвестиционной привлекательностью. Существует достаточно много способов для определения стоимости предприятия. Один из наиболее часто применяемых – это модель САРМ. Как и любая модель, данная модель не совершенна. Цель данной работы: проанализировать недостатки учета риска при определении ставки дисконтирования методом САРМ в оценке обыкновенных акций российских компаний.

Ключевые слова: модель САРМ, систематический риск, оценка стоимости акций, ставка дисконтирования, индекс РТС, доходность гособлигаций, учет риска.

Annotation: today, the assessment of the financial condition of the company, its profitability and value is a pressing issue for many structures. The company is a long-term asset that generates income and has a certain investment attractiveness. There is a lot of way to determine the value of the enterprise. One of the most commonly used is the CAPM model. Like any model, this model is not perfect. The

purpose of this work: to analyze the disadvantages of risk accounting in determining the discount rate method CAPM in assessing ordinary shares of Russian companies.

Key words: *CAPM model, systematic risk, valuation of shares, discount rate, RTS index, government bond yield, risk accounting.*

За последние десятилетия модель оценки капитальных активов заняла центральную, но весьма противоречивую позицию среди основных финансовых инструментов, используемых аналитиками при обосновании ставки дисконтирования.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) – модель, которая позволяет определить требуемый уровень доходности актива с учетом рыночного риска этого актива. Степень данного риска влияет на доход актива. Как правило, чем выше риск, тем выше доход, но лучший вариант – это оптимальное соотношение риска и доходности. Стоит отметить, что факторы риска зачастую переплетаются и зависят друг от друга. Эти процессы вызывают неточности в расчетах, поскольку учет абсолютно всех факторов приведет к завышенной ставке дисконтирования, и, соответственно, актив будет выглядеть непривлекательным. Если ряд ключевых факторов не учтен, ставка дисконтирования может оказаться заниженной, что в свою очередь также вызовет неточность в расчетах с соответствующими последствиями.

Как уже было выше сказано, чем больше риск, тем больше доходность. Из этого следует, что, если мы знаем потенциальный риск актива, мы можем спрогнозировать и норму доходности. И наоборот, если нам известна доходность, то мы можем определить риск. Все расчеты подобного рода относительно риска и доходности осуществляются при помощи модели оценки капитальных активов.

Любой риск, связанный с вложениями в рисковый финансовый инструмент, может быть систематическим и несистематическим. Нельзя уменьшить систематический риск, но возможно измерить воздействие рынка

на доходность активов. Данные риски оказывают влияние на все активы, ценные бумаги, поэтому их нельзя преодолеть диверсификацией.

Несистематический риск не зависит от каких-то экономических или политических решений правительства, которые влияют на все ценные бумаги. Для большинства акций, несистематический риск составляет около 50% от общего риска. Так как несистематический риск возможно устранить путем диверсификации портфеля, рынок не считает нужным устанавливать вознаграждение за этот вид риска и не учитывает в модели CAPM. Если основным риском оцениваемого актива являются несистемные риски, риски внутренней среды, то используется метод кумулятивного построения.

Так как любой финансовый актив имеет свою степень риска, этот риск должен быть меньше доходности, чтоб инструмент оставался привлекательным. Любая прибыль состоит из безрисковой прибыли и рискованной прибыли, которая соответствует степени риска данной бумаги. Если показатели риска оказались выше доходности, то такой инструмент бесполезен. И наоборот, если прибыль превышает показатели риска, то инструмент приносит больше прибыли, чем положено по его степени риска, следовательно, в такой проект выгодно инвестировать.

Стоит отметить, что не так давно нельзя было сказать, что в качестве безрисковой ставки можно взять государственные облигации России. Около десяти лет назад некоторые профессиональные оценщики предлагали учитывать безрисковый доход по казначейским обязательствам США, увеличенную на издержки по переводу денежных средств. Однако сейчас доходность государственных ценных бумаг России растет (Рис.1), что дает возможность более точно определять ставку дисконтирования по ним.

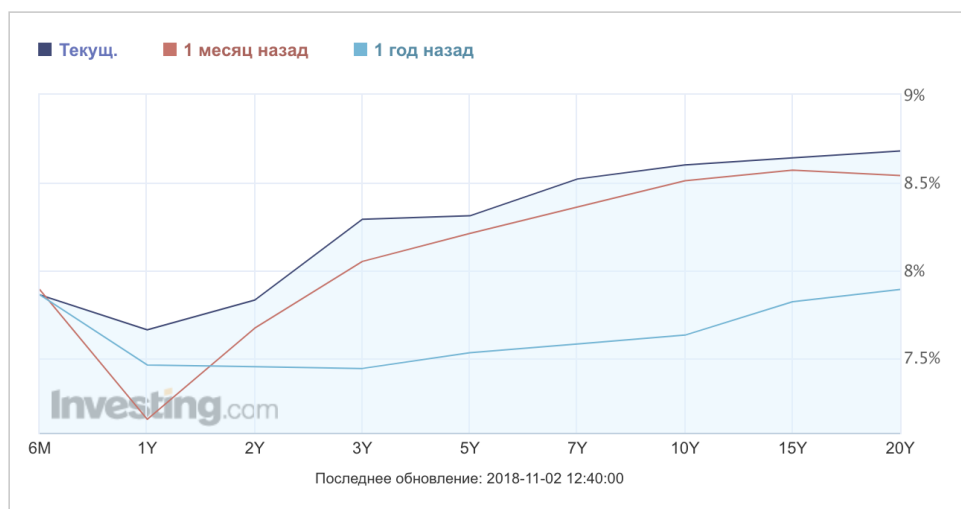


Рис. 1. Кривая доходности гособлигаций России

Создатель модели капитальных активов Уильям Шарп, исходя из гипотезы эффективного рынка, выдвинул предположение, что на будущую доходность ценной бумаги будут влиять только рыночные риски. Получается, что будущая доходность акции будет определяться общим состоянием рынка. Поэтому Шарп и был сторонником пассивного инвестирования, когда инвестиционный портфель не пересматривается от получения новой информации. Стоит также отметить, что на эффективном рынке невозможно получить сверхприбыль. Так как любое активное управление портфелем инвестиций становится не целесообразным и возникает сомнение в эффективности вложения в ПИФы. Так как именно благодаря «взлетам» и падениям» рынка мы можем получить дополнительный доход. В результате, модель CAPM имеет всего один фактор в своем составе — это рыночный риск или коэффициент бета.

Коэффициент бета для оценки систематического риска рассчитывается многими информационно – аналитическими системами: Bloomberg, Barra, Value Line и др.. Для построения подсчета коэффициента используются месячные или недельные данные за несколько лет. В таблице 1 показаны основные параметры оценки показателя различными информационными компаниями.

Таблица 1

Информационные компании	Исторический период наблюдения	Частота
Bloomberg	2 года	неделя
Barra	5 лет	месяц
Value Line	5 лет	месяц

На практике бета (исторические) для ликвидных акций обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Бета – коэффициент очень зависит от выбранного для анализа периода, невозможно полагаться на устаревшие данные, поскольку, скорее всего, данные неактуальны в рассматриваемый момент, что является еще одним недостатком модели.

Так как в данной работе речь идет о доходности российских акций, то рыночный портфель будет состоять из российских акций. Для иностранных инвесторов, которые рассматривают Россию как часть развивающегося рынка, портфель будет состоять из акций всех развивающихся рынков. Подсчет бета рыночного портфеля российских ценных бумаг основан на рыночном индексе, взвешенном по капитализации. Для расчётов используются индекс РТС и индекс МосБиржи в качестве эталона, но и они неидеальны, так как представляют только сектор ликвидных ценных бумаг.

В индексе РТС содержится достаточно мало средних и малых компаний, в индексе МосБиржи их еще меньше. Также в РТС проходит не так много сделок, что может существенно повлиять на результат коэффициента бета.

И еще один фактор, оказывающий негативное влияние на расчет ставки дисконтирования – это уровень развития российского рынка ценных бумаг. Если сравнивать рынки ценных бумаг США и России, то российский рынок на порядок ниже рынка США, а следовательно, показатели, рассчитанные с помощью российского рынка не столь достоверны. Обусловлено это длительной исторической ретроспективой. Рыночная доходность в США рассчитывается по индексу S&P500, выборка которого достаточно большая –

500 субъектов, в то время как в индексе РТС и МосБиржи около 50 компонентов. Поскольку модель CAPM основывается именно на расчетах, связанных с рынком ценных бумаг, развитость рынка оказывает большое влияние на искомые показатели.

Индекс МосБиржи — это ценовой индекс и отслеживает изменение только цены входящих в него акций и никак учитывает дивиденды. А ведь дивиденды вносят немалый вклад в прибыль инвестора.

Определенного промежутка, по которому рассчитывается коэффициент бета не существует, но во всем должен быть баланс. Для расчета необходимо достаточное количество точек, для того чтобы уменьшить влияние случайных отклонений. Но период не должен быть чрезмерно большим, так как коэффициент бета – это изменяющаяся во времени величина. На протяжении всего периода на компанию-эмитент влияет достаточно много факторов, она проходит разные стадии развития, что и обуславливает изменчивость коэффициента. Если рассматривать слишком длинный период, то бета будет стремиться к среднему по рынку показателю, то есть к единице, что приводит к искажению результата, так как мы стремимся рассчитать ожидаемую величину бета на будущий период. Промежуток также не должен быть и очень коротким, так как в этом случае может потеряться корреляция движений отдельной бумаги и рынка в целом, и данные окажутся чрезмерно зашумленными.

Помимо всех перечисленных недостатков модель CAPM также не учитывает факторы риска. С целью устранения нечувствительности модели оценки капитальных активов к некоторым факторам риска, данную модель расширяют внесением корректировок. Чаще всего дополнительные показатели применяются к компаниям, функционирующим в странах с более высоким риском или в развивающихся странах, таких как Россия, Китай, Греция, Индия. Расширенный вариант модели выглядит следующим образом:

$$i = R + \beta(R_m - R) + \Omega_1 + \Omega_2 + (\Omega_3)$$

Где Ω_1 - премия за риск вложения в малый бизнес, Ω_2 - премия за риск вложения в закрытую компанию, (Ω_3) - премия за страновой риск. Таких дополнительных корректировок может быть бесчисленное множество, однако перед добавлением каждого показателя стоит оценивать его влияние, так как от корректировок напрямую зависит величина ставки дисконтирования.

Модель CAPM является идеальной научной теорией, имеющей широкое математическое обоснование. Такая абстрактная логическая структура получила практически всеобщее признание в мире реальных финансов. Но применение модели в чистом виде нецелесообразно. Для полноценного функционирования данной модели необходим качественный анализ показателей индекса и рисков, влияющих на компании, входящих в индексы. Также стоит более подробно изучить деятельность вне фондового рынка. По мере накопления данных и степень их влияния на компании и на российский рынок в целом, возможно дальнейшая разработка учета риска при подсчете ставки дисконтирования.

Список литературы:

1. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2009. С.161-163
2. Московская биржа [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn.aspx> (дата обращения 02.12.2018);
3. Инвестиционный блог Жданова Василия и Жданова Ивана [Электронный ресурс]. URL: <http://finzz.ru/model-ocenki-kapitalnyx-aktivov-capm-sharpa-v-excel.html>;
4. Глобальный финансовый портал [Электронный ресурс]. URL: investing.com (дата обращения 02.12.2018).