



В настоящее время использование доходного подхода в различных видах оценки весьма актуально. Важнейшими показателями для этого подхода являются ставка дисконта и коэффициент прямой капитализации. При этом при определении и того и другого в большинстве моделей мы сталкиваемся с безрисковой ставкой доходности ( risk- free rate, risk- free rate of return). Ее определение в наших условиях весьма важно, но, как показывает анализ различной литературы и реальных отчетов, в этой области существуют различные точки зрения.

Большинство специалистов сходятся на том, что метод дисконтированного денежного потока позволяет нам более точно и корректно рассчитать стоимость компании.

При этом ставка дисконта, как правило, рассчитывается одним из следующих методов:

метод кумулятивного построения ( build- up);

модель оценки капитальных активов ( Capital Asset Pricing Model, CAPM);

модель арбитражного ценообразования.

Отправной точкой расчета ставки дисконта любым из вышеперечисленных методов является безрисковая норма доходности. Поэтому вопросы, связанные с безрисковой нормой доходности, имеют особое значение для менеджеров, использующих доходный подход в процессе своей работы. Мы хотим изложить свой взгляд на ряд аспектов, связанных как с выбором финансового инструмента, считающегося безрисковым, так и с расчетом самой безрисковой нормы доходности.

Дисконтирование, как известно, является процедурой приведения разновременных затрат и результатов в конкретном денежном потоке к сопоставимому виду (к одному моменту времени) с учетом их неравноценности. Более узко под дисконтированием понимают операцию приведения будущих разновременных затрат и результатов к текущему моменту времени. Приведение разновременных прошлых и текущих затрат и результатов к одному моменту времени, который по отношению к приводимым показателям может рассматриваться как будущий

момент времени, часто называют операцией наращенния. В основе операций дисконтирования и наращенния общепринято используются нормы (ставки) дисконта.

Норме дисконта придается разное содержание (депозитная; основанная на принципе альтернативных вложений; как темп падения оценок денег в модели оптимального поведения и т.п.).

Нет ли здесь противоречия и какая трактовка наиболее правильная?

Принципиального противоречия, как утверждают многие исследователи, нет, а используемая норма дисконта (переменная или постоянная), с тем или иным экономическим смыслом, отражает разные стороны экономической реальности.

Норму дисконта не всегда можно установить из рынка. В экономических расчетах, для приведения ряда денежных показателей к одному моменту времени, в качестве нормы дисконта, зачастую, приходится использовать процентную ставку, рассчитанную методом, который в литературе встречается под различными названиями: "метод построения", "метод кумулятивного построения" и т.п., где ключевым составным элементом расчетов является величина номинальной или реальной безрисковой ставки дисконтирования. При этом величина номинальной или реальной безрисковой ставки может использоваться для формирования только одной соответствующей группы в системе экономических показателей – номинальной или реальной.

Под номинальной безрисковой ставкой обычно понимают величину процентной ставки по альтернативным инвестициям с наименьшим риском.

Ставка процентная реальная – процентная ставка в денежном выражении с поправкой на инфляцию. Она равна процентной ставке номинальной, уменьшенной на инфляционную составляющую.

Во многих странах Запада экономика больше стабильная, чем нестабильная. В этих странах, практически, все равно, в каких ценах и нормах (номинальных или реальных) вести расчеты показателей экономической эффективности, например, чистого дисконтированного дохода (ЧДД), так как инфляция в них является достаточно надежно прогнозируемой величиной. Поэтому подобные расчеты исследователями в большинстве западных стран проводятся, как правило, по номинальным показателям и ставкам.

В России экономика больше нестабильная, чем стабильная. Даже ослабление доллара США в настоящее время больше отражается на ситуации в России, чем в США. Поэтому в России рекомендуется пользоваться результатами расчетов ЧДД, проведенных в дефлированных или реальных ценах и с помощью реальных ставок. Многих инвесторов в конечном итоге интересует реальная доходность, а не номинальная, в том числе от вложений в недвижимость, ценные бумаги, бизнес.

Большинство специалистов сходятся на том, что метод дисконтированного денежного потока позволяет нам более точно и корректно рассчитать стоимость компании.

Безрисковая ставка в российской оценочной практике.

В настоящий момент, несмотря на недостаточную надежность российского государства российского как заемщика, единственно приемлемым финансовым инструментом, доходность по которому можно рассматривать как безрисковую (в рамках российской экономики), представляются еврооблигации. Среди всех аналогов они обладают максимальным объемом выпуска, наличием большого количества разнообразных траншей и легкостью получения необходимой информации об их доходности (ее ежедневно публикуют средства массовой информации, например газеты "Коммерсантъ" и "Ведомости"). С другой стороны, более правильным было бы проводить расчеты в национальной валюте. Поэтому большими перспективами здесь обладают ОФЗ (при условии появления достаточно длинных траншей).