

СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА: КРАЕУГОЛЬНЫЙ КАМЕНЬ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В ПРОМЫШЛЕННОСТИ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

Василий Леонидович КОНОВАЛОВ родился в 1985 г. в городе Нижнем Тагиле Свердловской области. Руководитель отдела ЗАО «Инвестиционная компания “ФИНАМ”». Аспирант МАИ. Основные научные интересы — в области экономики народного хозяйства, финансового менеджмента, рынка ценных бумаг, оценки активов, инвестиций. Автор двух научных работ. E-mail: konovalov@finam.ru

Vassily L. KONOVALOV, was born in 1985, in the Sverdlovsk Region. He is the Head of a Department at the FINAM Investment Company as well as a Postgraduate Student at the MAI. His research interests are in economics, financial management, equity market, valuation of assets, investments. He has published 2 technical papers. E-mail: konovalov@finam.ru

В связи с продолжительными кризисными явлениями в мировой экономике научный подход к эффективному управлению структурой капитала является одним из наиболее важных элементов противостояния угрозам кризиса для промышленного предприятия. В представленной работе предлагается интегральная модель определения справедливой стоимости собственного капитала фирмы с учетом состояния мировой финансовой системы, страновых, отраслевых рисков, а также с учетом рисков, присущих исследуемой компании. На основании выявленных противоречий в определении справедливой стоимости собственного капитала, ставших краеугольным камнем современной науки финансового менеджмента, сделаны выводы и даны рекомендации относительно эффективных путей их преодоления в рамках единой интегральной модели.

Long crisis of the world economy enhances significance of scientific approach to effective management of capital structure for industrial enterprise in regard to its crisis threat resistance ensuring. An integrated model is suggested to determine the ownership capital fair cost for the enterprise taking into account such factors as world financial system conditions, state and industrial sector risks as well as risks which are inherent for the enterprise. Conclusions and recommendations are presented about relatively efficient ways to overcome revealed conflicts within the bounds of the integrated model. The obtained results are based on analysis of the conflicts which are a cornerstone of contemporary financial management and associate with ownership capital fair cost determination.

Ключевые слова: стоимость собственного капитала, эффективность инвестиционного проекта, ставка дисконтирования, премия за риск, волатильность рынка акций, коэффициент «бета».

Keywords: ownership capital cost, capital investment project efficiency, discounting rate, risk premium, stock market volatility, beta coefficient.

В то время как мировое экономическое хозяйство переживает Мировой Финансовый Кризис, в обществе вновь зарождаются сомнения и споры относительно рациональности современного эконо-

мического устройства мира и степени научности современной экономической теории. В данном аспекте уже не выглядят сенсационно недавние высказывания колоритной личности, олицетворяющей

собой образ циничного биржевого спекулянта, Ж. Сороса. Мистер Сорос заявил буквально следующее: «Со всей очевидностью имеет смысл полагать отсутствие научного статуса современной экономической теории, который ей стремится придать общество в поиске универсального описания и объяснения все более динамично изменяющимся и усложняющимся экономико-социальным процессам». Даже если учесть мои возможные стилистические ошибки в цитировании, вызванные сложностями перевода, смысл слов Сороса остается неизменным.

Почему один из богатейших людей мира, сколотивший многомиллиардное состояние на биржевых спекуляциях, вдруг усомнился в эффективности, универсальности и правдивости теоретических выкладок современной экономической теории? По всей видимости, потому, что мировой экономической кризис оголил наиболее проблемные и сложные звенья современного экономического учения, исказив до неузнаваемости рациональность картины современной экономической модели.

Современный экономический кризис зародился в финансовом секторе. На мой взгляд, именно адекватность и реалистичность финансовой модели общества является наиболее слабым и уязвимым звеном в экономической теории.

В финансовой литературе, в том числе и в общепризнанных работах гуру инвестиционной оценки Асвата Дамодарана, принято считать, что стоимость определенной инвестиции, например инвестиции в собственный капитал компании, равна стоимости альтернативной, совершенно идентичной инвестиции, которая обладает абсолютно теми же характеристиками, что и изучаемая инвестиция. К таким характеристикам, несомненно, относятся срок инвестиции, объем и периодичность генерируемых ею денежных потоков, а также инвестиционный риск, ей присущий.

Как показывает практика, данных трех степеней свободы для определения стоимости инвестиции оказывается вполне достаточно, чтобы из громадного количества разнообразных инвестиций-аналогов с известной рыночной стоимостью было практически невозможно с высоким уровнем достоверности подобрать абсолютно идентичную. Более того, многие эксперты будут утверждать, что рыночная стоимость инвестиции-аналога может существенно отличаться от ее справедливой стоимости ввиду несовершенства рыночных процессов и наличия спекулятивной составляющей в оценке.

Ввиду отсутствия в экономической науке универсального механизма определения стоимости соб-

ственного капитала компании и наличия огромного количества методик и способов определения его стоимости, дающих совершенно различные результаты с колоссальным разбросом конечных значений в зависимости от использованного метода оценки, многократно возрастает риск неверного определения стоимости собственного капитала компании. При этом величина ошибки может быть настолько серьезной, чтобы быть достаточной для принятия в корне неверных стратегических решений менеджментом предприятия, последствия которых могут быть фатальными для бизнеса.

Необоснованное занижение стоимости собственного капитала корпорации как составной части стоимости общего капитала компании существенно искажает приведенную величину денежного потока любого инвестиционного проекта, которая является основной мерой плановой эффективности проекта. В докризисных условиях значительное количество аналитиков и менеджеров стратегических подразделений компаний по всему миру сознательно включали в расчет стоимости собственного капитала компании наиболее либеральные входные данные, которые существенно занижали стоимость капитала. В итоге большинство инвестиционных проектов, сомнительных или недоработанных и далеких от совершенства, становились эффективными на бумаге при необоснованно заниженной оценке собственного капитала корпорации. В условиях ускоренного роста мировой экономики для многих субъектов такие спорные, если не ошибочные, решения не становились критичными, но значительно отдаляли бизнес корпораций от состояния совершенства. Насколько существенно излишне либеральный подход к оценке стоимости собственного капитала предприятия искажает эффективность инвестиционного проекта, мы с вами рассмотрим позже. Примечательно, что во многих случаях занижение стоимости собственного капитала компании со стороны аналитиков было сознательным. Почему? Потому что это всем упрощало жизнь. Аналитикам не нужно было тщательно прорабатывать каждый инвестиционный проект и в случае его неэффективности получать необходимость разработки нового. Менеджменту компаний не было смысла копаться в дебрях мыслей аналитиков и искать альтернативы выбранному пути стратегического развития, пусть этот путь был и не самым эффективным. Инвестиционному сообществу на фондовом рынке не было дела до истинного положения дел, до истинной оценки акций эмитентов, которые оказывались существенно ниже рыночных значений. В условиях растущего рынка

никто не хотел оставаться в стороне от этого «праздника жизни» в погоне за спекулятивным выигранным и максимальными бонусами.

В итоге, в очень жестких условиях мирового экономического кризиса, который был мало кем ожидаем, но тем не менее охватил планету всего лишь за несколько месяцев, именно такие участники рынка оказались менее всех защищенными и первыми очутились у разбитого корыта.

В сегодняшних условиях мирового экономического кризиса и фактического коллапса кредитного рынка крайне важно подойти рационально к оценке стоимости собственного капитала компании, оценить ее максимально близко к внутренней, справедливой стоимости. Верная оценка стоимости собственного капитала компании является залогом правильного определения ставки дисконтирования денежного потока, генерируемого рассматриваемым инвестиционным проектом, а значит, и залогом трезвого взгляда на степень эффективности изучаемого инвестиционного проекта, в том числе в сравнении с альтернативными. В свою очередь, эффективность принятия менеджерских решений относительно реализации инвестиционных проектов способствует успешному стратегическому развитию компании, значительно повышая иммунитет бизнеса к воздействию кризисных макроэкономических явлений.

Далее я намерен предложить универсальную методику определения стоимости собственного капитала компании на примере «Северстали» и показать, каким образом излишне либеральный подход к оценке может существенно занижить данную стоимость, оставаясь тем не менее вполне допустимым в тех рамках, которые устанавливает современная наука финансового менеджмента.

Итак, как уже упоминалось выше, в рыночных реалиях практически невозможно найти абсолютно идентичную инвестицию с теми же характеристиками, что и у изучаемой. Поэтому имеет смысл рассмотреть стоимость собственного капитала компании через стоимость синтетической инвестиции, обладающей абсолютно идентичными параметрами стоимости: по срокам, по доходам и по рискам. Среди данных параметров, особенно в условиях инвестирования в период мирового экономического кризиса, ключевым является оценка меры риска инвестиции. Поэтому **стоимость собственного капитала компании можно рассмотреть как совокупность доходностей альтернативной абсолютно идентичной синтетической инвестиции. В доходности синтетической инвестиции имеет смысл выделить доходность абсолютно безрискового актива с тем же предполагаемым сроком денежного потока, что и в рассмат-**

риваемой компании, а также премию за риск инвестирования в собственный капитал рассматриваемой компании. При этом сумма доходности безрискового актива и премии за риск будет являться стоимостью собственного капитала компании.

Давайте рассмотрим два этих этапа более подробно.

Безрисковая ставка: для компании — резидента Российской Федерации.

В идеале, для безрискового актива должен отсутствовать риск дефолта и риск реинвестиции. Например, в качестве такого актива может быть рассмотрена бескупонная облигация с тем же сроком погашения, что и ожидаемые денежные потоки, генерируемые компанией. Если ожидается, что бизнес компании должен функционировать бесконечно, в качестве безрисковой доходности имеет смысл рассмотреть текущую доходность к погашению максимально надежного выпуска облигаций с максимально длительным сроком до погашения.

Сегодняшние реалии таковы, что в мировом инвестиционном сообществе наиболее безрисковыми считаются инвестиции в суверенные облигации развитых стран. Выпуски таких облигаций имеют наивысший рейтинг мировых рейтинговых агентств AAA по шкале Moody's, Fitch Ratings и Standard & Poor's. Выпуски данных облигаций имеют различную доходность в национальных валютах, которая зависит, в том числе, и от уровня учетных ставок Центрального Банка. Если убрать фактор дифференциала учетных ставок центральных банков развитых стран, наименьшую доходность, а значит, и наименьший возможный риск, по субъективным оценкам инвесторов, будут иметь облигационные выпуски Федерального казначейства США, так называемые US Treasures.

Тем не менее было бы ошибочно принять в виде доходности безрискового актива доходность казначейских облигаций США с наиболее длительным сроком до погашения, если компания ведет бизнес не в США. В целях удобства, предположим, что мы рассматриваем российскую компанию. Мало кто в инвестиционном сообществе усомнится, что риск инвестирования в российские максимально надежные активы несколько выше, чем в американские. То есть инвесторы, размещая капитал в наиболее надежных российских активах, коими, несомненно, являются российские суверенные облигации, ожидают получить определенную премию, связанную со страновыми рисками, присущими России.

Текущее значение доходности еврооблигаций «Россия-30» с погашением в 2030 году составляет 7,97 % годовых (рис. 1).

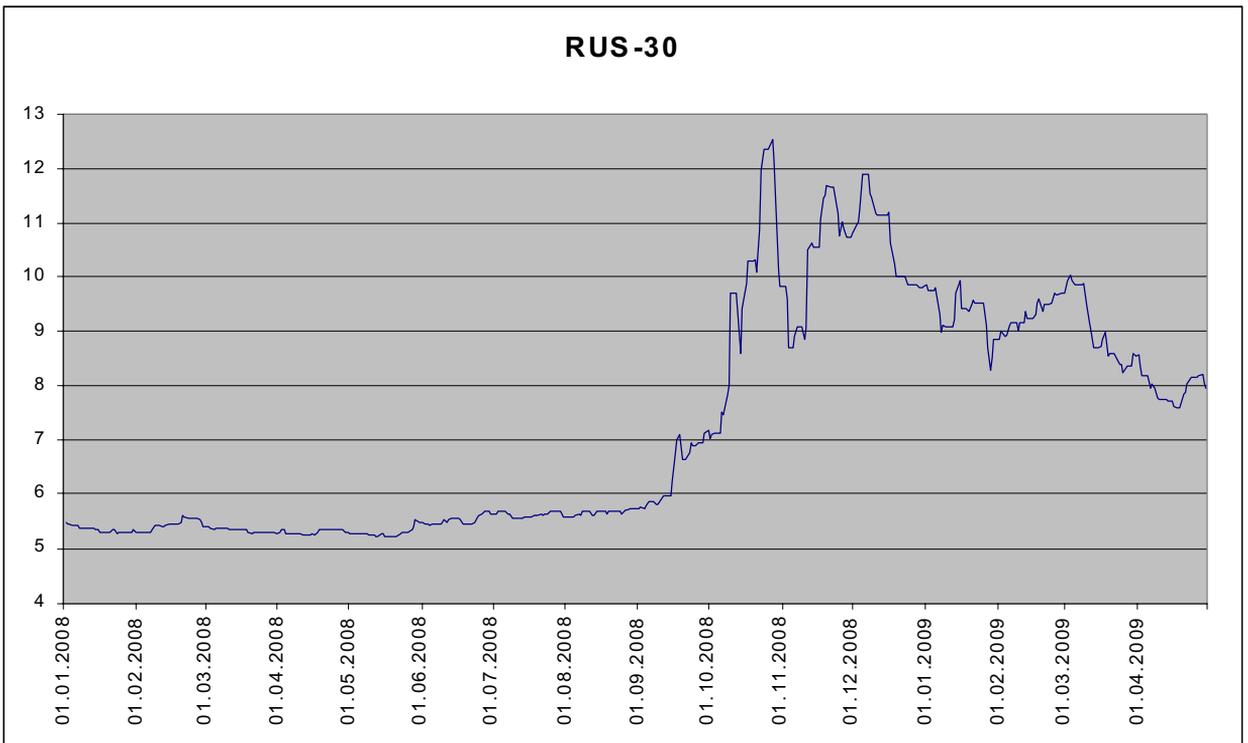


Рис. 1. График доходности суверенных облигаций «Россия-30» (по данным информационной системы Bloomberg)

«Россия-30» — наиболее ликвидный выпуск, объем в обращении на порядок превышает все остальные — значит, рыночная доходность свободна от риска ликвидности и более достоверна (определяется более широким кругом участников и большим количеством сделок).

Премия за рыночный риск инвестирования в акционерный капитал компании — российского резидента.

Премия за рыночный риск инвестирования в акции (речь пока идет о премии инвестирования в акционерный капитал среднестатистической компании на рассматриваемом рынке) в определенной степени является субъективной величиной и может быть выражена несколькими способами, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки. Тем не менее при расчете стоимости собственного капитала компании с позиции инвестора процесс определения абсолютно идентичной инвестиции — субститута диктует логику последовательности действий.

В идеале, под которым подразумевается развитый характер страны с рыночной экономикой и публичный характер подавляющего большинства компаний, а также наличие достаточного количества компаний-аналогов и развитого фондового рынка, премия за рыночный риск инвестирования в акционерный капитал компании должна быть

равна спреду (дифференциалу) доходностей рынка акций и суверенных государственных облигаций за длительный временной период. Данный метод описан как основной в экономической литературе, в том числе и у авторитетных западных авторов. Однако, по моему искреннему убеждению, данный метод никоим образом не применим в российских условиях. Дело в том, что история свободного финансового рынка в современной России насчитывает менее 15 лет. В данных условиях выборка статистического исследования для оценки премии за риск рынка акций в годовом выражении является попросту нерепрезентативной. Стоит уточнить, что в математической статистике условие репрезентативности требует наличия по крайней мере 30 значений. В противном случае объем выборки является слишком малым для обобщения, а величина стандартной ошибки может превысить значение исследуемого показателя. То есть если не выполняется условие репрезентативности, то результат будет иметь слишком высокий элемент случайности, а исследование будет бессмысленным, эмпирическим и научно не обоснованным.

Тогда возникает логичный вопрос: каким образом можно избежать проблемы нерепрезентативности статистической выборки? На самом деле **премию за риск инвестирования в российские акции можно представить в виде совокупности базовой**

премии за риск для наиболее зрелого фондового рынка, например США, и суверенной премии за риск российских акций. Но об этом несколько позже.

Вопрос определения адекватной премии за риск российских акций весьма сложный. Более того, он является ключевым для получения адекватной оценки стоимости собственного капитала. Именно здесь кроется один из ключевых недостатков модели CAPM, которая позволяет себе достаточно вольный подход к оценке премии за риск, предлагая на выбор несколько совершенно различных вариантов.

Оценка суверенной премии за риск российских акций через спрэд дефолта по государственным долгосрочным облигациям (CDS — Credit Default Spread).

Данный метод является самым простым и самым распространенным в инвестиционной оценке. Он вполне применим при стабильных мировых макроэкономических условиях. Типичный спрэд риска дефолта по государственным облигациям зависит от кредитного рейтинга страны, резидентом которой является изучаемая компания. *Поскольку Россия до недавнего времени имела инвестиционный рейтинг BBB+ по шкале Fitch и соответствующий рейтинг по шкале других ведущих рейтинговых агентств, а сейчас после снижения кредитного рейтинга в условиях мирового экономического кризиса до BBB с прогнозом «негативный» типичный спрэд риска дефолта, который рекомендуется для использования финансовой литературой, должен быть увеличен с не-*

давних 110 базисных пунктов (1,1%) примерно на 20% до 130 б.п. (1,3%). Однако рыночные реалии сейчас несколько иные. В условиях паники на фондовых рынках осенью 2008 г. величина реального рыночного спреда между российскими и американскими «длинными» гособлигациями достигла ошеломляющих значений свыше 1100 базисных пунктов и продолжает оставаться аномально высокой и по сей день, о чем красноречиво свидетельствуют значения CDS (395 б. п.) (рис. 2).

Возникает совершенно обоснованный вопрос, какой спрэд использовать в оценке: типичный для государства с определенным рейтингом или текущий рыночный? Оба спреда учитывают только лишь кредитный риск дефолта суверенных заимствований и никак не учитывают риск, присущий рынку акций. Более того, спрэд CDS (риска дефолта) уже учтен в оценке доходности безрискового актива страны — резидента исследуемого объекта (чем выше доходность к погашению облигации, тем выше ее риск). Именно поэтому, на мой взгляд, данный способ, широко распространенный в финансовой литературе, вряд ли является применимым для определения странового риска рынка акций, по крайней мере для России.

Однако, как ни странно, данный способ является самым распространенным для оценки премии за риск инвестирования в собственный капитал предприятия. Причем в российском инвестицион-

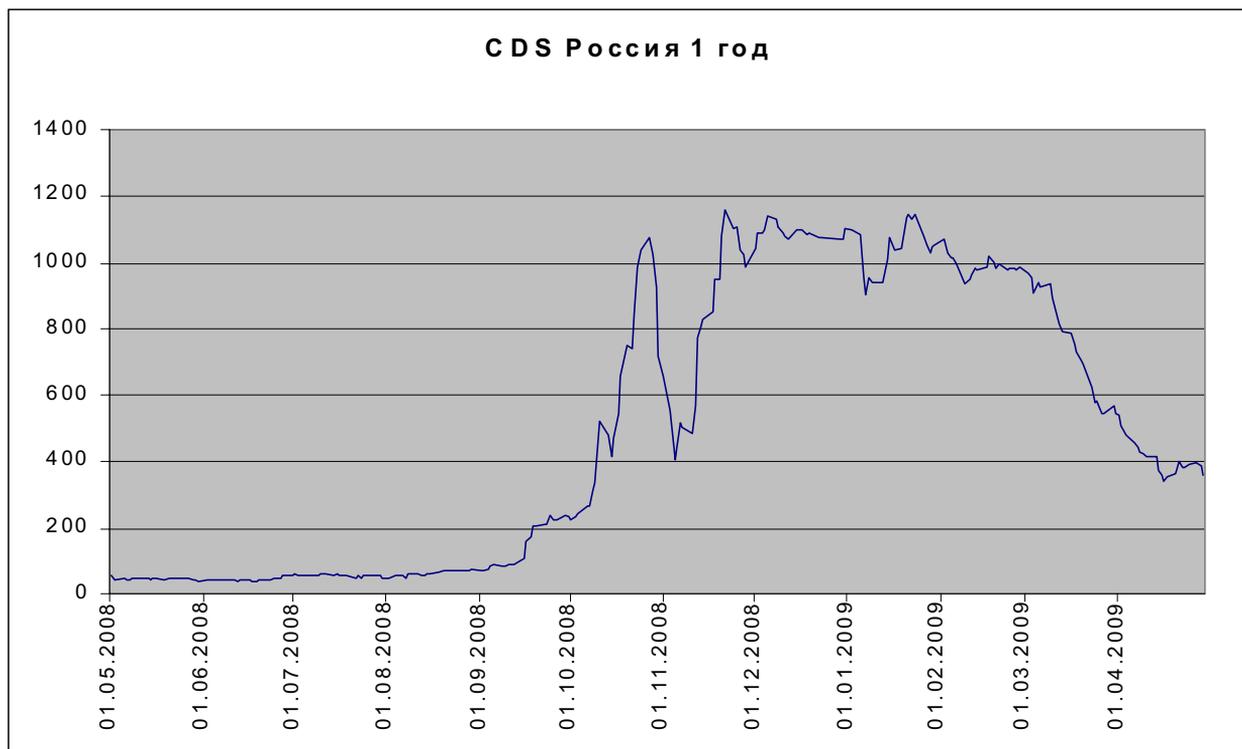


Рис. 2. График стоимости страхования от риска дефолта CDS — Russia (по данным информационной системы Bloomberg)

ном сообществе для получения низких значений стоимости собственного капитала принято использовать именно типичный (теоретический) спрэд для государства с рейтингом BBB, а экстремально высокие значения спреда во время кризиса списывать на рыночный шум и неэффективность рынка на коротком этапе. Подобная практика находит достаточное сильное теоретическое обоснование в финансовой литературе. Основным аргументом при этом считается тот факт, что всплески величины CDS слишком краткосрочны по сравнению со сроком реализации большинства инвестиционных проектов.

Далее мы покажем, насколько губительна подобная практика.

Наиболее оптимальным для оценки премии за риск российских акций мне представляется **анализ избыточной волатильности индекса рынка акций**. Данный метод исследует избыточную волатильность российского рынка акций по отношению к американскому (рынок акций той же резиденции, что и безрисковый актив). На мой взгляд, он вполне применим в условиях любого кризиса, так как не игнорирует аномально высокие значения премии за риск инвестирования в акционерный капитал российского предприятия. Вопрос, какую длительность периода при оценке отношения стандартных отклонений дневных изменений фондовых индексов развивающегося и развитого рынка взять для оценки премии за риск, также не выглядит неразрешимым. В математической статистике существует несколько законов больших чисел, каждый из которых гласит, что при количестве испытаний, стремящемся к бесконечности, обязательно будут выявлены определенные статистические закономерности. В частности, закон Чебышева гласит, что при большом количестве испытаний среднее арифметическое случайной величины (в данном случае волатильности индекса) будет стремиться к математическому ожиданию случайной величины даже при неизвестном законе распределения случайной величины. Собственно, ответ очевиден: чем больший период взять для сравнения дневной волатильности индексов фондовых рынков, тем более надежными будут конечные данные.

Премия за риск российских акций = Базовая премия за риск рынка акций США × Стандартное отклонение индекса РТС (с 1 января 1995 г.) / Стандартное отклонение индекса S&P 500 (с 1 января 1995 г.).

Расчеты показывают, что за последние 14 лет стандартное отклонение ежедневных изменений индекса РТС составило примерно 2,38%, а индекса широкого рынка США S&P 500 — 1,09%*. Соответственно, относительное стандартное отклонение российского рынка акций составляет примерно 2,18, т.е. российский рынок акций в 2,18 раза более волатилен, чем американский!

Задача определения **базовой премии за риск рынка акций США** достаточно проста. Ввиду длительной истории рынка американских государственных облигаций и рынка акций, определить базовую премию за риск можно непосредственно по выборке годовых значений доходностей рынка акций и облигаций Федерального казначейства США:

$$\begin{aligned} \text{Базовая премия за риск рынка акций США} &= \\ \text{Среднеарифметическая доходность рынка акций} &- \\ - \text{Среднеарифметическая доходность облигаций} & \\ \text{Федерального казначейства США} &= \\ &= 11,09\% - 5,45\% = 5,65\%^{**}. \end{aligned}$$

Таким образом, премия за риск инвестирования в акционерный капитал российского предприятия составляет:

$$5,65\% \times 2,38\% / 1,09\% = \mathbf{12,34\%}.$$

На первый взгляд, данная величина выглядит несколько завышенной. Оценивая стоимость собственного капитала предприятия, мы, казалось бы, дважды учитываем риск инвестирования в российские активы (через риск дефолта по государственным облигациям России и через избыточную волатильность рынка акций). Но давайте рассуждать логически: оценка суверенной премии за риск через спрэд доходностей государственных облигаций измеряет риск дефолта по обязательствам государства и не учитывает риски рынка акций. Поэтому едва ли можно говорить о двойном учете риска и необоснованно завышенной премии за риск.

Итак, стоимость акционерного капитала типичной компании в России на начало 2009 г. может быть рассчитана следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость акционерного капитала} &= \text{Доходность} \\ \text{суверенных облигаций «Россия-30»} &+ \text{Премия за} \\ \text{риск российского рынка акций} &= \\ &= 7,97\% + 12,34\% = \mathbf{20,31\%}. \end{aligned}$$

Таким образом, в существующих условиях (на 30 апреля 2009 г.) стоимость акционерного капитала типичной, «среднестатистической» компании в России должна составить примерно 20%. Однако, уверяю вас, вы не найдете таких высоких значений

* По данным информационной системы Bloomberg.

** Расчет произведен за период с 1928 по 2008 г. Данные представлены официальным веб-сайтом А. Дамодарана: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

стоимости собственного капитала компании, скорее всего, ни в одном аналитическом исследовании оценки стоимости фирмы, приходящейся на акционеров компании.

К сожалению, реалии российского, и не только российского, инвестиционного сообщества таковы, что аналитики-оценщики инвестиционных компаний совершенно не заинтересованы в выставлении рекомендаций по оценке стоимости компаний, которые были бы undervalued (существенно ниже) рыночной стоимости акций таких компаний, торгующихся в том числе и на российском фондовом рынке. Стоит обратить внимание на тот факт, что даже сейчас, в условиях общемирового кризиса, аналитики считают, что более 95% российских компаний, акции которых торгуются на фондовом рынке, недооценены, как минимум, на несколько десятков процентов. Примечательно, что в мае 2008 г., в условиях бума на российском фондовом рынке и явно необоснованных, крайне завышенных цен на российские акции, практически все инвестиционное сообщество в унисон твердило о том, что подавляющее большинство акций российских компаний крайне недооценено. К сожалению, несостоятельность таких утверждений была доказана самим фондовым рынком уже осенью 2008 г., когда обвал котировок на российские акции составил от 70 до 95%. Многие участники рынка дорого заплатили за свою беспечность в подходе к оценке, в том числе и стоимости, собственного капитала компаний.

Однако речь сейчас идет не о процессах, связанных с влиянием неправильной оценки стоимости собственного капитала предприятия на «справедливую стоимость» его акций. Речь идет о влиянии стоимости собственного капитала предприятия на принятие или отклонение менеджментом компании стратегических решений относительно любого стратегически важного инвестиционного проекта на предприятии. Аналогия с фондовым рынком очень удобна для демонстрации ахиллесовой пяты российской экономики в условиях глобального кризиса — огромного внешнего долга и пугающе высокого значения леввериджа компаний корпоративного сектора.

Излишне оптимистичный подход менеджмента (объясняющийся, в том числе, жадной получением рекордных бонусов год за годом) к оценке эффективности инвестиционных проектов привел к стремительному увеличению долговой нагрузки российских предприятий в условиях кризиса. Сейчас значительно выросла стоимость фондирования

и входной барьер на рынок корпоративных заимствований. Исполнение взятых ранее обязательств становится сложной, а подчас и невыполнимой задачей для российской промышленности. Ошибки менеджмента российских предприятий в оценке ставки дисконтирования будущих доходов от инвестиционных проектов могут поставить даже ряд стратегических российских предприятий перед необходимостью банкротства.

Проведя ряд не самых сложных действий, мы получили оценку стоимости собственного капитала среднестатистического российского предприятия 20%. Чтобы почувствовать разницу, давайте рассмотрим подход к оценке стоимости собственного капитала фирмы, признанный инвестиционным сообществом и широко применяемый менеджментом российских корпораций. В западной литературе он носит название CAPM и рекомендуется для применения в любой инвестиционной оценке. После расчета стоимости собственного капитала данным методом мы рассмотрим, как существенно различия в подходе к его оценке скажутся на ставке дисконтирования.

Считая оценку премии за риск инвестирования в акционерный капитал согласно методу избыточной волатильности рынка акций чрезмерной в силу якобы присутствия значительного количества шума (необоснованных экстремальных значений, вызванных хаотичностью и несовершенством рынка акций), сторонники данного подхода предлагают коэффициент избыточной волатильности применять для корректировки величины спреда дефолта по гособлигациям (CDS) России. Причем коэффициент российской «избыточной волатильности рынка акций» предлагается рассчитывать даже не относительно рынка акций США и даже не относительно волатильности котировок российских еврооблигаций, а, в целях упрощения, взять **среднюю по мировым рынкам оценку относительной волатильности рынка акций к волатильности гособлигаций (1,5)***. Следуя данной логике, мы корректируем риск дефолта по национальным облигациям (который, кстати, уже заложен в величине их рыночной доходности к погашению) на избыточный риск развивающегося (российского) рынка акций, взятый, непонятно почему, как среднемировое значение. Давайте взглянем на оценку стоимости собственного капитала стандартного российского предприятия, полученную данным, очень популярным среди аналитиков и менеджмента предприятий, простым способом:

* В частности, данный метод рекомендуется для использования признанным гуру инвестиционной оценки, Асватом Дамодараном: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Премия за риск российских акций = Базовая премия за риск развитого рынка акций (США) (5,65%) + Премия за суверенный риск российских акций (1,95%).

Премия за суверенный риск российских акций (1,95%) = Суверенный спрэд дефолта (его теоретическое значение для государства с кредитным рейтингом ВВВ) (1,3%) × Стандартная относительная волатильность рынка акций к волатильности суверенных еврооблигаций (1,5).

Премия за риск российских акций = 7,60%.

Стоимость акционерного капитала = Доходность суверенных облигаций «Россия-30» + Премия за риск российского рынка акций = 7,97% + 7,60% = 15,57%.

Итак, стоимость собственного капитала предприятия, полученная данным способом более чем на шесть процентных пунктов ниже, чем стоимость, полученная исходя из применения здравого смысла к теоретическим выкладкам.

Однако даже если к данным выкладкам применить реальное, существующее сейчас, рыночное значение CDS (3,95%), а не его теоретический «суррогат», то мы получим значение стоимости акционерного капитала:

$$7,97\% + 5,65\% + 3,95\% \times 1,5 = 19,545\%$$

что приблизительно соответствует значению, полученному при анализе избыточной волатильности рынка акций. На мой взгляд, это свидетельствует о том, что нельзя говорить о неэффективности рынка. Экстремально высокие рыночные значения премии за риск свидетельствуют только о том, что дела в реальном секторе экономики страны действительно плохи, а инвесторы не готовы довольствоваться «теоретически правильной» премией за риск. Реально эта премия существенно выше.

Для того чтобы примерно понимать, каким образом данное расхождение будет сказываться на приведенной стоимости денежных потоков предприятия, определяющих эффективность инвестиционных проектов и оценку бизнеса, необходимо перейти от общего понятия стоимости собственного капитала «стандартного российского предприятия» к рассмотрению конкретного предприятия, например «Северстали» (см. таблицу).

Здесь нам понадобится частичное применение модели CAPM для определения коэффициента «бета», который является оценкой параметров риска инвестирования в компанию.

Наиболее простой способ определения «беты» — исторический. Однако он имеет следующие существенные недостатки:

1) коэффициенты «бета» для низколиквидных акций компаний второго эшелона могут оказаться существенно занижены;

2) на многих развивающихся рынках и анализируемые компании, и рынок в целом существенно меняются на коротких периодах времени, поэтому использование данных для регрессионного анализа может дать оценку, оторванную от текущих характеристик и рынка, и бизнеса компании. Для коротких периодов рассчитанные коэффициенты могут оказаться недостоверными из-за высокой статистической погрешности;

3) в структуре фондовых индексов небольших рынков часто доминирует несколько крупных компаний — тогда для этих компаний «бета» (по методике расчета) будет близка к 1, а для остальных рассчитанный регрессионный коэффициент «бета» будет существенно искажать реальную меру рыночного риска.

В этой связи более логичным выглядит вариант расчета «восходящей беты» — расчет среднеотраслевой «беты» сопоставимых компаний в отрасли, коррекции его на средний уровень долговой нагрузки (долг/акционерный капитал) в отрасли и оценка коэффициента «бета» исследуемой компании с учетом ее долговой нагрузки.

Но для чего нужно учитывать структуру капитала при определении «беты»? При прочих равных условиях, увеличение финансового рычага компании повышает риски для акционера. Если не учитывать это в коэффициенте «бета» (как в классической модели CAPM), расчет будет занижать требуемую доходность собственного капитала для компаний с высоким уровнем долговой нагрузки (их WACC будет ниже за счет более низкой стоимости заимствований по сравнению с затратами на капитал).

$$Beta(\text{unlevered}) \text{ ср. omp.} = Beta \text{ ср. omp.} / (1 + (D/E) \text{ ср. omp.}),$$

где $(D/E) \text{ ср. omp.}$ — среднее по отрасли отношение долга к акционерному капиталу.

Затем мы можем вычислить «бету» рассматриваемой компании (с учетом ее долговой нагрузки):

$$Beta(\text{levered}) = Beta(\text{unlevered}) \text{ ср. omp.} \times (1 + D/E).$$

Так, для «Северстали» среднеотраслевая «бета» равна **1,09**. Средний по отрасли коэффициент D/E равен **47%**. Долговая нагрузка компании (D/E) равна **65%***.

$$Beta(\text{unlevered}) \text{ ср. omp.} = 1,09 / (1 + 47\%) = 0,74;$$

$$Beta(\text{levered}) \text{ Северсталь} = 0,74 \times (1 + 65\%) = 1,221.$$

* По данным информационной системы Bloomberg.

Анализ эффективности инвестиционного проекта для «Северстали»
при различных значениях стоимости собственного капитала

Параметры	Метод относительного стандартного отклонения индексов рынка акций (рекомендуемый автором)	Метод относительной волатильности рынка акций к волатильности гособлигаций (популярный в инвестиционной среде)
Debt (Доля долга в капитале "Северстали")	0,39	0,39
Equity (Доля собственного капитала в капитале "Северстали")	0,61	0,61
Cost of Debt (Стоимость долга)	18%	18%
Безрисковая ставка	7,97%	7,97%
Премия за риск рынка акций	12,34%	7,60%
Beta	1,221	1,07
Cost of Equity Severstal (Стоимость собственного капитала "Северстали")	23,04%	16,10%
WACC	21,07%	16,84%
Упрощенный пример абстрактного инвестиционного проекта		
Cash Outflow 0	-300	-300
Cash Inflow 1pv	82,60	85,59
Cash Inflow 2pv	68,22	73,25
Cash Inflow 3pv	56,35	62,69
Cash Inflow 4pv	46,54	53,65
Cash Inflow 5pv	38,44	45,92
Cash Inflow pv	292,14	321,10
NPV	-7,86	21,10

Итак, мы получили, что коэффициент «бета», который является оценкой параметров риска инвестирования в капитал компании, для «Северстали», рассчитанный предложенным выше способом, оказался равным 1,221, хотя «бета» для «Северстали», рассчитанная стандартным способом и не учитывающая структуру капитала, существенно ниже: всего лишь, **1,07**.

Теперь нет никаких препятствий для оценки влияния стоимости собственного капитала компании на приведенную стоимость ее денежных потоков. Предположим, что некий абстрактный инвестиционный проект для «Северстали» в течение ближайших пяти лет будет генерировать денежный поток 100 млн руб. ежегодно. При этом стоимость реализации данного инвестиционного проекта составляет 300 млн руб. (затраты осуществляются единовременно на этапе старта проекта). Показатель (D/E) компании «Северсталь» равен 65% (см. выше). Стоимость заемного капитала равна 18%. Задача: определить приведенную стоимость инвестиционного проекта (NPV) с использованием стоимости собственного капитала, рассчитанной двумя различными, представленными выше, способами.

Что же мы видим? Вполне эффективный инвестиционный проект при оценке наиболее распро-

страненным в среде инвестиционных аналитиков и финансовых менеджеров способом не выдерживает совершенно никакой критики уже при достаточно консервативном подходе к оценке стоимости собственного капитала, влияющей на величину ставки дисконтирования WACC. В целях упрощения я пренебрег значением налоговой ставки и показателем инфляции. Тем не менее смысл примера остается неизменным. В условиях стремительного роста экономики, дешевых и доступных кредитных ресурсов даже сомнительный инвестиционный проект может стать прибыльным. А так как подавляющее большинство менеджеров и биржевых аналитиков нацелены на получение только краткосрочного результата, быстрых и легких денег, за примерами реализации таких сомнительных инвестиционных проектов далеко ходить не надо. В условиях мирового экономического кризиса мы с вами стали свидетелями полной несостоятельности излишне оптимистичного подхода к оценке, в том числе и стоимости, собственного капитала компании.

Естественно, искаженная, необоснованно оптимистичная оценка инвестиционных проектов компании наряду с оценкой стоимости ее бизнеса обрывается не только при излишне либеральном подходе к оценке стоимости собственного капитала, но

также и при искаженном представлении о будущих денежных потоках, генерируемых фирмой. Но если прогноз финансовых показателей компании действительно может существенно зависеть от внешних факторов, например таких, как нестабильность цен на продукцию и объема рынка сбыта, то стоимость собственного капитала компании — далеко не самая изменчивая величина, которая в большей степени зависит от макроэкономических параметров. Неосознанное завышение прогнозных результатов и искусственное улучшение входных параметров при оценке бизнеса и эффективности инвестиционных проектов привело к вздутию мыльного пузыря в экономике России, а именно на рынке корпоративного долга. Безответственность финансовых аналитиков и менеджеров при осуществлении оценки уже привела к катастрофическим последствиям на российском фондовом рынке, жесткая посадка которого осенью прошлого года вызвала огромные убытки в инвестиционном секторе. Однако это еще далеко не все: с очень высокой степенью вероятности нас ждет вторая волна кризисных явлений уже в реальном секторе экономики. Перекредитованность российского бизнеса может дорого обойтись: сомнительная эффективность инвестиционных проектов в условиях многократного сужения кредитного рынка приведет к серии дефолтов по кредитным обязательствам большого количества российских предприятий. Слабое финансовое положение наряду с очень высокой долгой нагрузкой, вызванные, прежде всего, реализацией сомнительных инвестиционных проектов, приведут к серии болезненных банкротств. А компании, бизнес которых устоит, будут весьма продолжительное время выводить экономику России из

полосы рецессии. Мыльный пузырь «алчного оптимизма» менеджеров на инвестиционном рынке лопнул. С его последствиями нам придется мириться еще, как минимум, несколько лет.

Выводы

При отсутствии системности в оценке стоимости собственного капитала менеджментом предприятия даже весьма сомнительный инвестиционный проект может выглядеть вполне эффективным на бумаге. Однако излишне либеральный подход к оценке стоимости собственного капитала предприятия может стать одним из главных очагов риска эффективности стратегических инвестиционных проектов бизнеса, особенно в условиях кризиса. К сожалению, современная наука финансового менеджмента позволяет очень вольно трактовать подходы к оценке стоимости собственного капитала предприятия, поэтому в данной работе сделана попытка обобщения элементов оценки и предложен прообраз интегральной модели оценки справедливой стоимости собственного капитала предприятия на примере АО «Северсталь».

Библиографический список

1. www.bloomberg.com
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
3. Шарп Уильям Ф., Александер Гордон Дж., Бэйли Джеффри В. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2001.
4. Булашев С.В. Статистика для трейдеров. — М.: Спутник+, 2003.

Московский авиационный институт
Статья поступила в редакцию 12.05.2009