

## Сравнительный анализ результатов применения различных моделей определения ставок дисконтирования в оценке бизнеса

*Горст Е.Н.*

*Аспирант*

*ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов», кафедра «Ценообразования и оценочной деятельности»,*

*г. Санкт-Петербург, Россия*

*E-mail: gorst\_en@mail.ru*

Целью настоящей статьи является сравнительный анализ результатов расчета ставок дисконтирования в оценке бизнеса, полученных с использованием наиболее распространенных методов (метод кумулятивного построения и модели оценки капитальных активов (САРМ)), и апробирование альтернативной модели, которая редко применяется на практике (модель арбитражного ценообразования (АРТ)). Все модели применяются к отечественным компаниям, акции которых обращаются на открытом рынке. Расчет ставок дисконтирования проводится в разрезе 9 отдельных отраслей, по 2-3 компании для каждой отрасли, при условии, что их акции котируются на рынке не менее 3-4 лет. Расчеты проводились по состоянию на 3 квартал 2011 года.

При проведении расчетов в рамках метода кумулятивного построения применялся экспертный опрос практикующих специалистов-оценщиков.

В модели САРМ расчет ставки дисконтирования велся на базе классической модели [1], с применением безрычажных бета-коэффициентов.

В рамках модели АРТ расчет проводился на основании следующих значимых факторов: объем ВВП, объем промышленного производства, индекс цен на промышленную продукцию, обменный курс рубля к доллару США, индексы цен акций, ставки рынка ГКО-ОФЗ [2].

Итоговый расчет ставки дисконтирования в рамках каждой из рассматриваемых моделей представлен далее в итоговой сводной таблице.

Анализ полученных результатов позволил сделать следующие выводы:

1. Модель АРТ неприменима в 50% случаев (ставка дисконтирования имеет отрицательное значение или значение выше 50%). При этом полноценно адекватные результаты модель может давать при анализе информации за 10-20 лет.

2. Модель САРМ показала нелогичные и некорректные результаты по ряду отраслей, где широк разброс значений бета-коэффициента, либо полученные ставки дисконтирования завышены или занижены. Данный факт может объясняться внутренними особенностями компаний, которые невозможно отразить через показатель систематического риска.

3. Модели САРМ и АРТ в отдельных случаях дают адекватные результаты, но их нельзя признать эффективными инструментами, поскольку имеют место «выбросы» расчетных значений. Из 9 отраслей экономики только в одной отрасли наблюдались адекватные «плотные» и «гладкие» результаты расчетов (для отрасли «Химия и нефтехимия» модели показали практически идентичные результаты – около 16,5%).

№ п/п	Компания	Ставка дисконтирования		
		Метод кумулятивного построения	Модель CAPM	Модель АРТ
1	ОАО «Сбербанк»	24,35%	11,67%	33,19%
2	ОАО «ВТБ»		10,39%	14,55%
3	ОАО «Банк Санкт-Петербург»		8,85%	-55,06%
Средняя по отрасли			10,31%	-2,44%
4	ОАО «Автоваз»	28,25%	10,29%	39,95%
5	ОАО «КАМАЗ»		12,82%	51,06%
Средняя по отрасли				11,55%
6	ОАО «Лукойл»	24,50%	20,78%	25,47%
7	ОАО «Газпром»		22,11%	160,96%
Средняя по отрасли				21,45%
8	ОАО «М-Видео»	27,85%	14,70%	20,20%
9	ОАО «7 континент»		9,42%	11,73%
Средняя по отрасли				12,06%
10	ОАО «ГК ПИК»	29,75%	8,61%	18,94%
11	ОАО «Галс-Девелопмент»		9,42%	17,62%
Средняя по отрасли				9,01%
12	ОАО «Акрон»	27,50%	16,29%	11,91%
13	ОАО «Уралкалий»		16,72%	21,18%
Средняя по отрасли				16,51%
14	ОАО «МТС»	24,85%	12,61%	24,13%
15	ОАО «АФК-Система»		13,41%	19,72%
16	ОАО «Ростелеком»		13,49%	0,16%
Средняя по отрасли			13,17%	14,67%
17	ОАО «ГМК Норникель»	26,75%	22,46%	25,77%
18	ОАО «Мечел»		17,43%	111,21%
19	ОАО «Северсталь»		19,37%	59,33%
Средняя по отрасли			19,75%	65,44%
20	ОАО «ФСК ЕЭС»	25,55%	30,19%	22,93%
21	ОАО «Русгидро»		12,77%	7,27%
22	ОАО «МРСК»		18,39%	92,17%
Средняя по отрасли			20,45%	40,79%

4. Полученные результаты расчетов методом кумулятивного построения в текущих условиях представляются завышенными.

5. С точки зрения соотношения затрат труда и качества полученных результатов наименее привлекательна альтернативная модель расчета ставки дисконтирования (АРТ).

6. Объективно адекватные результаты расчетов можно получить только в случае индивидуального анализа и учета всех факторов, характерных для каждой из исследуемых компаний.

#### *Литература*

1. Пратт Ш. Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. – М.: ИНФРА, 1995. – 546 с.
2. Дорофеев Е. А. Влияние колебаний экономических факторов на динамику российского фондового рынка. – М.: РПЭИ, 2000. – 62 с.; Алексеенкова М. В. Факторы отраслевого анализа для российской переходной экономики: Препринт WP2/2001/01 – М.: ГУ-ВШЭ, 2001. – 34 с.