

Расчет стоимости акционерного капитала с помощью модели арбитражного ценообразования

Рачков И.В., к.э.н.

igorra@mail.ru

<http://overbase.narod.ru/>

Стоимость акционерного капитала как ставка дисконтирования является ведущим фактором при определении стоимости компании. В настоящее время написано немало статей, посвященных определению стоимости акционерного капитала. В них выделяются несколько подходов к определению этой стоимости, среди которых модель оценки долгосрочных активов (САРМ) и модель кумулятивного построения. В то же время модели арбитражного ценообразования (АРТ) уделяется очень мало внимания, хотя ее результат может быть более объективным, чем полученный с помощью модели кумулятивного построения, и более точным, чем полученный с помощью модели САРМ.

Поэтому данная статья призвана осветить основные положения модели АРТ, ее адаптации к российским условиям, а также возникшим при этом проблемам и недостаткам адаптированной модели.

Модель АРТ

Модель арбитражного ценообразования является логически развитием идей, заложенных в модель САРМ, поэтому начнем повествование с описания именно этой модели.

Основная идея модели оценки долгосрочных активов заключается в том, что существует только один источник риска, влияющий на долговременную доходность вложений в реальные активы и ценные бумаги. Модель САРМ утверждает, что этот риск есть рыночный риск, т.е. тенденция акций изменять свои позиции относительно уровня рынка акций в целом. В модели САРМ этот рыночный риск измеряется с помощью показателя бета. Уровень рынка измеряется через доходность хорошо диверсифицированного (эффективного) портфеля, в качестве которого обычно используют рыночный индекс.

Модель оценки долгосрочных активов имеет следующий вид:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f),$$

где r - ожидаемая ставка доходности актива;

r_f - безрисковая ставка доходности;

r_m - ожидаемая ставка доходности рынка;

β - «бета»-коэффициент, для рынка в целом равный единице;

$(r_m - r_f)$ - премия за риск вложения в акции.

При построении модели САРМ был принят ряд ограничивающих допущений, которые, хотя и позволяли лучше понять природу равновесия на рынках ценных бумаг, игнорировали многие черты реального мира. Поэтому в ответ на появление модели САРМ, в 1976г. Стивен Росс¹ предложил альтернативную модель для измерения риска – модель АРТ.

Модель арбитражного ценообразования начинается с допущения, что доходность каждой акции зависит частично от всеобщих макроэкономических условий или «факторов», а частично от «помех» – событий, касающихся только данной компании. Тогда доходность равна следующему выражению:

$$r = r_f + \beta_1(r_1 - r_f) + \beta_2(r_2 - r_f) + \dots + \beta_j(r_j - r_f) + \text{"помехи"},$$

где r - ожидаемая ставка доходности актива;

r_f - безрисковая ставка доходности, т.е. ставка доходности портфеля с нулевым коэффициентом бета;

r_j - ожидаемая ставка доходности портфеля с коэффициентом бета, равным 1 для фактора j и равным нулю для всех прочих факторов;

β_j - «бета»-коэффициент чувствительности доходности актива к непредвиденным изменениям в факторе j ;

$(r_j - r_f)$ - непредвиденные изменения в факторе j , премии за риск по факторам.

Теория не говорит о том, какие это факторы: это могут быть цены на нефть, процентные ставки и т.п. Доходность рыночного портфеля может быть одним из факторов, но может и не быть. Одни акции более чувствительны к какому-то отдельному фактору, чем другие. Например, акции нефтяной компании более чувствительны к ценам на нефть, чем акции фирмы, занимающейся потребительскими товарами.

Таким образом, для использования теории арбитражного ценообразования необходимо, во-первых, определить приемлемо короткий перечень макроэкономических факторов, во-вторых, оценить премии за ожидаемый риск по каждому из этих факторов, в-третьих, определить чувствительность каждой акции к этим факторам.

Чен, Ролл и Росс² пришли к выводу, что существует четыре основных общеэкономических фактора, влияющих на цены акций:

- 1) уровень промышленного развития;
- 2) темп инфляции;
- 3) разница между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками;
- 4) разница в доходности высокорисковых и низкорисковых корпоративных облигаций.

Однако нет полной уверенности в том, что этот перечень факторов является исчерпывающим. В самом деле, чем больше акций наблюдается, тем больше факторов необходимо учитывать.

Наблюдения подтверждают тот факт, что модель арбитражного ценообразования объясняет значения ожидаемой доходности лучше, чем однофакторная модель оценки долгосрочных активов. К тому же модель арбитражного ценообразования позволяет выявить соответствующий ситуации тип риска.

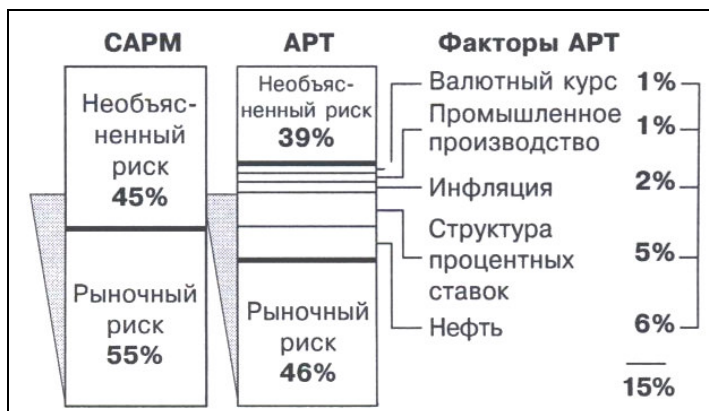
Теоретически рассмотрим³ два основополагающих фактора: индекс промышленного производства и инфляция. Имеются постоянные значения доходности при различных сочетаниях данных факторов риска. Любой портфель с коэффициентами чувствительности к факторам, равными нулю, не подвержен ни одному фактору риска и потому обеспечивает безрисковую доходность.

Однако бывают ситуации, когда восприимчивость портфеля к систематическому риску неожиданной инфляции усиливается, однако это компенсируется сокращением риска, связанного с индексом промышленного производства. В результате портфель может обеспечивать снова безрисковую доходность, однако, при ином сочетании факторов риска. Таким образом, выделение факторов рисков должно проводиться на комплексной основе для избежания двойного счета.

Практически рассмотрим использование модели АРТ на примере⁴ компании Shell Transport. В рамках модели CAPM 55% изменчивости в доходности Shell за 10-летний период объясняется индексом «FT All Share Index», а 45% изменчивости были специфичными для компании. Но если включить в рассмотрение еще пять факторов, только 39% изменений доходности будут специфичными для компании.

Из остающегося 61% риска по 1% объясняется валютным риском и спадами промышленного производства в Великобритании, 2% — инфляционным риском, 5% — долгосрочным риском процентных ставок, 6% — риском нефтяных цен и 46% — риском фондового рынка.

Рисунок 1. Риски в Shell Transport, 1978-1996гг.



Источник: Муссавиан М.⁵

Пример показателен по двум причинам. Во-первых, при шести бетах процент изменений, объясняемый риском, специфичным для компании (необъясненный риск), уменьшается с 45% до 39%. Причина в том, что беты модели АРТ способны объяснить некоторые риски, которые не находят объяснения в модели CAPM.

Во-вторых, с введением дополнительных отрицательных факторов воздействие индекса «FT All Share Index» падает с 55% до 46%. Причина этого в том, что пять дополнительных макроэкономических рисков влияют и на сам индекс. Таким образом, коэффициенты чувствительности (беты) модели АРТ объясняют риски, которые в модели CAPM покрывались единой бетой.

Продолжим описание модели АРТ с позиции практики, рассмотрев два примера: подход «Alcar»⁶ и подход «UFG»⁷. Последний пример опишем и разберем наиболее подробно, так как он применяется в российских условия.

Подход «Alcar»

Применение формулы арбитражного ценообразования консалтинговой фирмой «Alcar» происходит в четыре этапа⁸.

1. Определение макроэкономических факторов. «Alcar» выделила пять макроэкономических факторов. Те же факторы, что предложили Чен, Ролл и Росс, однако инфляция была разбита на две составляющие — неожиданные краткосрочные изменения и неожиданные долгосрочные изменения. Таким образом, перечень факторов выглядит следующим образом⁹:

- индекс промышленного производства, который служит показателем состояния дел в экономике, выраженного через реальный физический объем произведенного продукта;
- краткосрочная реальная процентная ставка, определяемая как разность между доходностью казначейских векселей и индексом потребительских цен;
- краткосрочные темпы инфляции, определяемые через неожиданные колебания индекса потребительских цен;
- долгосрочные темпы инфляции, определяемые разностью значений долгосрочной и краткосрочной доходности к погашению облигаций правительства США;

- риск невыполнения обязательств, определяемый разностью значений доходности к погашению корпоративных облигаций с рейтингами Ааа и Ваа.
2. Оценка премии за риск, которую требуют инвесторы, принимая на себя риски, вызванные этими факторами. «Alcar» не оценивала непосредственно премию за риск, которая была получена за счет каждого макроэкономического фактора. Вместо этого она сначала составила портфели из акций, которые имитировали воздействие основных факторов, а затем оценила исторически сложившиеся премии за риск по каждому из таких имитационных портфелей.
 3. Оценка чувствительности к факторам. Вместо того чтобы напрямую оценивать чувствительность к факторам, «Alcar» определила чувствительность по каждому из имитационных портфелей.
 4. Вычисление ожидаемой доходности. На последнем и самом легком этапе полученные значения премий за риск и чувствительности к факторам были подставлены в формулу теории арбитражного ценообразования и получена оценка доходности, которую инвесторы требуют от каждой акции.

Использование подхода «Alcar» в отношении США показало, что факторы оказывают разное воздействие на разные отрасли. Коммунальное хозяйство и электроэнергетика относительно нечувствительны к макроэкономическому влиянию. Акции компаний химической и бумажной промышленности испытывают значительное влияние макроэкономических факторов. Банки, химическая промышленность, бумажная промышленность подвержены влиянию инфляции, тогда как коммунальное хозяйство и электроэнергетика менее всего зависят от инфляции.

Подход «UFG»

Подход¹⁰ инвестиционного банка «UFG» к модели АРТ осуществляется в два этапа. Сначала рассчитывается общее значение стоимости акционерного капитала рынка (IER), а затем производится декомпозиция этого значения на составные части – премии за риск. Всего используется четыре основных премий за риск:

- 1) премия за риск вложения в акции;
- 2) премия за риск дивидендных выплат;
- 3) премия за риск вывода стоимости;
- 4) премия за риск ликвидности.

Ставка IER рассчитывается из подразумеваемой средневзвешенной стоимости капитала рынка (IWACC) при заданном отношении долгового финансирования к акционерному капиталу. В свою очередь ставка IWACC приравнивается к внутренней ставке доходности (IRR) будущих денежных потоков всех компаний рынка при текущих инвестициях, равных стоимости предприятий (EV) выбранной совокупности. Под рынком подразумевается совокупность компаний, входящих в индекс MSCI Russia.

$$IER = IWACC \times \left(1 + \frac{D}{E} \right) - K_d \times \frac{D}{E},$$

где IER – стоимость акционерного капитала рынка;

IWACC – подразумеваемая средневзвешенная стоимость капитала рынка;

D – долговое финансирование;

E – акционерный капитал;

K_d – стоимость долгового финансирования.

Для рынка в целом отношение долгового финансирования к акционерному капиталу было принято на уровне 0,27.

Декомпозиция ставки IER производится на следующие компоненты:

1. Безрисковая ставка, в качестве которой предлагается доходность к погашению суверенных еврооблигаций, погашаемых в 2030г. В свою очередь, выбранная безрисковая ставка, распадается на две части:
 - 1.1. безрисковая ставка для условий США;
 - 1.2. премия за страновые риски для условий России.
2. Премия за риск вложения в акции (SER). Эта премия распадается на четыре фактора:
 - 2.1. общий уровень налогообложения; увеличение налогообложения меньше воздействуют на компании с низкой долей фиксированных издержек в их полных затратах;
 - 2.2. реальный валютный курс; усиление рубля отрицательно воздействует на компании-экспортеры, остальным это либо приносит выгоду, либо безразлично;
 - 2.3. доходность еврооблигаций;
 - 2.4. цены на сырьевые товары.

Учет последних двух факторов объясняется наблюдавшейся высокой корреляцией между доходностью российского фондового рынка, ценами на нефть и рынком еврооблигаций. Регрессия двух переменных – цены нефти и индекса «EMBI+Russia»¹¹ – против индекса РТС давало высокое значение коэффициента детерминированности ($R^2=0,81$).

Количественно премии по каждому фактору для рынка в целом предполагались на следующем уровне:

- общий уровень налогообложения – 1,0%;
- реальный валютный курс – 1,5%;
- доходность еврооблигаций – 1,0%;
- цены на сырьевые товары – 3,5%.

Итого премия за риск вложения в акции составляла 7,0%.

Расчет премии за риск для отдельной компании предполагает следующую процедуру. Сначала рассчитываются чувствительности базовой модели DCF рынка в целом к факторам премии за риск путем изменения количественного выражения факторов в пределах +/- 5%. Для рынка в целом чувствительности составляли:

- общий уровень налогообложения – 4%;
- реальный валютный курс – 9%;
- доходность еврооблигаций – 23%;
- цены на сырьевые товары – 14%.

Для рынка в целом коэффициенты чувствительности, связывающие чувствительности с премиями по каждому фактору, были равны единице.

Расчет чувствительностей по каждой компании проводится аналогичным образом. Коэффициенты чувствительности определяются как отношения натурального логарифма чувствительности рынка к натуральному логарифму чувствительности компании. Полученный коэффициент чувствительности умножался на значение премии фактора риска. Для получения премии за риск вложения в акции конкретной компании отдельные премии по факторам суммировались.

3. Премия за риск дивидендных выплат (DR). Эта премия является первой частью платы за риск корпоративного управления. Эта премия рассчитывается в три этапа:
- 3.1. Рассчитывается приведенная стоимость дивидендов компании. Для этого используется двухстадийная модель дисконтированных дивидендов. На первой стадии предполагается, что компания продолжает выплачивать дивиденды на протяжении трех лет исходя из текущего отношения дивидендных выплат к свободному денежному потоку. На второй стадии предполагается, что компания выплачивает свободные денежные средства как дивиденды в полном размере. Дисконтирование дивидендных выплат производится по ставке дисконтирования, равной ставке IER, но без учета премии за риск дивидендных выплат.
 - 3.2. Подбирается ставка дисконтирования, при которой дисконтированный свободный денежный поток компании равен приведенной стоимости её дивидендов.
 - 3.3. Рассчитывается разница между подобранной ставкой дисконтирования и ставкой без учета премии за риск дивидендных выплат. Эта разница и является премией за риск дивидендных выплат.
4. Премия за риск вывода стоимости (VTR). Эта премия является второй частью платы за риск корпоративного управления. Эта премия рассчитывается с помощью данных рейтинга корпоративного управления Института корпоративного права и управления.

Рейтинг¹² корпоративного управления (CORE-рейтинг) Института корпоративного права и управления позволяет выявить специфические риски корпоративного управления, связанные с инвестированием в российские предприятия. Рейтинг изначально создавался как дистанционный и рассчитывается ежеквартально, независимо от желания эмитентов. Процедура присвоения рейтинговой оценки заключается в следующем. Институт, как миноритарный акционер, владеющий минимальными пакетами акций всех компаний, входящих в рейтинг, составляет запрос для компании и получает от нее первичную информацию.

При расчете CORE-рейтинга используются две группы исходных данных:

- информация, которую компания раскрывает публично, и дополнительные документы, которые она предоставляет акционерам;
- ответы компании на письменные запросы и телефонные звонки от имени Института как миноритарного акционера.

Присвоение итоговой рейтинговой оценки происходит согласно единой методике рейтинга, в основу которой, как и у агентства «Standard & Poog's», положены принципы корпоративного управления ОЭСР. Методика рейтинга была разработана в конце 2000г. группой аналитиков института и получила одобрение международных экспертов: Всемирного банка, МВФ, ЕБРР.

В соответствии с методикой компании оцениваются по шести параметрам, отражающим различные аспекты корпоративного управления:

- отсутствие рисков (вывод активов, трансфертные цены, размывание акционерного капитала и т.п.) – вес 45,4%;
- раскрытие информации (сроки раскрытия и полнота документов, раскрываемых публично и по запросу акционеров и т.п.) – вес 23%;
- структура совета директоров и исполнительные органы управления (аффилированность, вознаграждения, протоколы заседаний и т.п.) – вес 10%;
- структура акционерного капитала (контролирующие группы, ясность структуры собственности и т.п.);
- основные права акционеров (право на участие в управлении компанией, право на получение дивидендов и т.п.);

- история корпоративного управления (факты нарушений прав акционеров в прошлом, проблемы с регулирующими органами, стандарты финансовой отчетности, аудиторские заключения и т.п.).

Общий вес трех последних субрейтингов в итоговой оценке - 21,6%.

Результатом расчетов по методике является индивидуальный числовой показатель. Его максимальное значение (100%) соответствует характеристикам идеальной компании: в ней не ущемляются права акционеров, не нарушаются требования российского законодательства и проводится ряд мероприятий, направленных на повышение стандартов корпоративного управления. Минимальное значение шкалы 0.

Премия за риск вывода стоимости рассчитывается в четыре этапа:

- 4.1. Рассчитывается рейтинг корпоративного управления фондового рынка в целом. Числовой показатель определяется как среднее арифметическое всех рейтингов компаний-участников.
- 4.2. Рассчитывается показатель обратной зависимости между рейтингом и премией за риск исходя из предположения, что чем ниже рейтинг, тем выше премия. Для этого из натурального логарифма максимального рейтинга вычитается натуральный логарифм рейтинга компании или рынка.
- 4.3. Определяется среднерыночная премия за риск вывода стоимости как разница между ставкой IER и суммой её компонентов, включающей безрисковую ставку, премии SER и DR, а также премию за риск ликвидности.
- 4.4. Формула расчета премии за риск вывода стоимости по каждой компании выглядит следующим образом:

$$VTR_c = \frac{IR_c}{IR_m} \times VTR_m,$$

где VTR_c - премия за риск вывода стоимости компании;

VTR_m - премия за риск вывода стоимости рынка;

IR_c - показатель обратной зависимости компании;

IR_m - показатель обратной зависимости рынка.

5. Премия за риск ликвидности (LR).

Расчет премии за риск ликвидности производится путем умножения средней ставки оборота по портфелю на издержки по заключению сделок. Средняя ставка оборота по портфелю принимается на уровне 0,7 в год. Издержки по заключению сделок определяются как нормальный спред по курсам продажи и покупки ценной бумаги.

Ниже (Таблица 1) представлены декомпозиция и динамика стоимости акционерного капитала для рынка в целом. Около половины стоимости акционерного капитала составляет безрисковая ставка. Среди рисковых компонентов наиболее выделяется премия за вложения в акции.

Таблица 1. Декомпозиция стоимости акционерного капитала для рынка в целом

Период	Безрисковая ставка		Премия за риск вложения в акции	Премия за риск дивидендных выплат	Премия за риск вывода стоимости	Премия за риск ликвидности	Стоимость акционерного капитала
	Валютная ставка	Премия за страновые риски					
сентябрь, 2001г.	5,0%	9,5%	7,0%	6,1%	5,8%	0,5%	33,9%
июнь, 2003г.	4,8%	3,4%	5,2%	0,9%	0,9%	0,9%	16,2%

Источник: ИБ «UFG»¹³

За прошедшие два года стоимость акционерного капитала сократилась в два раза. В основном сокращение вызвано значительным снижением страновых рисков, а также почти полным исчезновением рисков дивидендных выплат и вывода активов. В то же время почти удвоилась премия за ликвидность.

Относительно компаний ситуация не столь однозначна. Рассмотрим телекоммуникационный сектор. Если у «Ростелекома» за два года стоимость акционерного капитала снизилась в два раза, то у мобильных операторов страновые риски либо, снизившись, убавили совокупную стоимость акционерного капитала («Вымпелком»), либо частично трансформировались в корпоративные («МТС»).

Таблица 2. Стоимость акционерного капитала телекоммуникационных компаний

		Валютная ставка	Премия за страновые риски	Премия за риск вложения в акции	Премия за риск дивидендных выплат	Премия за риск вывода стоимости	Премия за риск ликвидности	Стоимость акционерного капитала
сентябрь 2001г.	МТС	5,0%	9,5%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	16,9%
	ВымпелКом	5,0%	9,5%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	20,8%
	Ростелеком	5,0%	9,5%	5,4%	4,5%	3,1%	0,2%	27,7%
июнь 2003г.	МТС	4,8%	3,4%	4,2%	0,0%	0,0%	0,6%	13,1%
	ВымпелКом	4,8%	3,4%	4,5%	0,0%	0,0%	0,5%	13,3%
	Ростелеком	4,8%	3,4%	3,4%	1,3%	0,8%	0,6%	14,3%
июнь 2003г.	МГТС	4,8%	3,4%	4,2%	1,4%	0,9%	5,0%	19,7%
	ЦентрТелеком	4,8%	3,4%	4,4%	3,0%	1,2%	5,0%	21,8%
	Северо-западный телеком	4,8%	3,4%	4,2%	1,1%	1,2%	3,0%	17,7%
	Сибирьтелеком	4,8%	3,4%	4,6%	0,8%	0,8%	3,0%	17,5%
	ЮТК	4,8%	3,4%	5,0%	3,0%	1,2%	3,0%	20,4%
	Уралсвязьинформ	4,8%	3,4%	4,5%	1,3%	0,5%	2,0%	16,6%
	Волгателеком	4,8%	3,4%	4,4%	0,7%	0,8%	3,0%	17,1%
июнь 2004г.	МГТС	5,2%	2,3%	4,3%	0,0%	0,5%	4,0%	16,3%
	ЦентрТелеком	5,2%	2,3%	6,0%	0,0%	0,8%	3,0%	17,2%
	Северо-западный телеком	5,2%	2,3%	6,1%	0,0%	0,8%	3,0%	17,3%
	Сибирьтелеком	5,2%	2,3%	5,9%	0,0%	0,8%	3,0%	17,1%
	ЮТК	5,2%	2,3%	9,2%	0,0%	0,8%	3,0%	20,5%
	Уралсвязьинформ	5,2%	2,3%	5,5%	0,0%	0,8%	2,0%	15,7%
	Волгателеком	5,2%	2,3%	5,3%	0,0%	0,8%	3,0%	16,5%

Источник: ИБ «UFG»¹⁴

Анализ подхода «UFG»

Попытка ИБ «UFG» использовать в расчете ставки дисконта модель арбитражного ценообразования является, несомненно, шагов вперед в практике анализа стоимости, так как в теории модель АРТ позволяет точнее учитывать стоимость каждого компонента риска. В частности разработчиками этого подхода предполагалось уменьшить число ошибок в учете премий. Например¹⁵, 50%-я ошибка в размере премий за риски дивидендных выплат и вывода стоимости была равноценна 9%-й ошибке в оценке значения «бета» в модели CAPM. Таким образом, считалось проще ошибиться при оценке значения «бета», чем при оценках рисков корпоративного управления.

С предположениями авторов нельзя не согласиться. Однако стоит отметить выявленные серьезные недостатки и противоречия. Эти изъяны мы разделили на две категории: относящиеся к методологии расчетов и относящиеся к используемым данным и предположениям.

Методология расчетов предполагает ограничение общей суммы рисков для рынка в целом. Далее требуется распределить сумму по рисковым премиям. Здесь как раз и возникают проблемы и противоречия. При распределении суммы рисков по премиям используются как комплексные показатели (премия за риск вложения в акции, рейтинг корпоративного управления), так и элементарные факторы риска (дивидендные выплаты, ликвидность). При этом отсутствует взаимная увязка рисковых премий. Это приводит к тому, что **одни и те же риски учитываются в двух местах.**

Во-первых, это относится к учету риска дивидендных выплат. Напрямую учет происходит через специализированную премию за риск, а косвенно – через рейтинг корпоративного управления Института корпоративного права и управления, в котором этот компонент риска учитывается в таком аспекте корпоративного управления как основные права акционеров (право на участие в управлении компанией, право на получение дивидендов и т.п.).

Так же стоит обратить внимание методику расчета отдельной премии за риск дивидендных выплат. Интерес вызывает необоснованная продолжительность периода сохранения прежней практики выплат, а также корректность построения прогнозных моделей компаний. В сумме это приводит к следующим результатам. При одинаковом отношении дивидендных выплат к свободному денежному потоку (10%) две компании «Мосэнерго» и «Северсталь» имеют разные премии за риск – 4,6% у первой и 9,2% у второй компании. Двукратная разница в премиях, скорее всего, связана с прогнозным распределением денежных потоков во времени.

Поэтому, возможно, при одновременном использовании рейтинга корпоративного управления вообще не стоит как-то отдельно выделять премию за риск дивидендных выплат?

Во-вторых, двойной учет происходит с риском вывода стоимости. На наш взгляд, в представленной методологии природа рисков, учитываемых в премиях «цены на сырьевые товары» и «вывод стоимости», одна и та же. В качестве наиболее яркого примера может служить ОАО «Сибнефть».

Премия «цены на сырьевые товары» составляла половину в структуре премии за риск вложения в акции (SER). Соответственно, ее влияние на общую сумму премии SER было определяющим. ОАО «Сибнефть» имело наибольшее значение премии SER среди энергетических компаний именно благодаря высокой премии «цены на сырьевые товары».

На наш взгляд, повышенная чувствительность ОАО «Сибнефть» к изменениям цены на нефть связана не с операционной эффективностью компании, а с проводимой в компании политикой налоговой оптимизации, предусматривающей трансфертное ценообразование. При этом специальный ценовой режим использовался не только в отношении зависимых обществ, но с формально независимыми компаниями, которые в последствии проходили процедуру реорганизации путем присоединения к ОАО «Сибнефть»¹⁶.

Таблица 3. Стоимость акционерного капитала энергетических компаний

	2001г.					2003г.				
	Сибнефть	ЛУКОЙЛ	ЮКОС	Сургутнефтегаз	Газпром	Сибнефть	ЛУКОЙЛ	ЮКОС	Сургутнефтегаз	Газпром
Валютная ставка	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Премия за страновые риски	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Премия за риск вложения в акции	9,4%	7,7%	6,1%	5,5%	9,0%	8,1%	5,7%	4,3%	4,5%	8,4%
Премия за риск дивидендных выплат	0,0%	5,6%	5,4%	6,6%	9,6%	0,0%	0,7%	1,0%	1,3%	1,3%
Премия за риск вывода стоимости	5,3%	5,4%	6,4%	6,7%	4,9%	1,0%	0,5%	0,8%	1,3%	1,1%
Премия за риск ликвидности	0,7%	0,6%	0,4%	0,3%	5,0%	0,9%	0,6%	0,7%	0,6%	3,0%
Стоимость акционерного капитала	29,9%	33,8%	32,8%	33,7%	43,0%	18,3%	15,8%	15,1%	15,8%	22,0%

Источник: ИБ «UFG»¹⁷

Все схемы налоговой оптимизации компании, как и полагается, были скрыты от посторонних глаз. Отказ от схем рассматривался как повышение прозрачности¹⁸ бизнеса компании. Поэтому, на наш взгляд, игра ОАО «Сибнефть» с ценами на нефть повлекла за собой построение отдельных некорректных моделей DCF и соответственно искаженное восприятие риска. Модель АРТ в исполнении «UFG» показывала высокую чувствительность компании к ценам на нефть на фоне пониженной относительно прочих компаний премии за риск вывода активов.

Как уже указывалось выше (Таблица 1) совокупная премия по двум рискам – дивидендных выплат и вывода стоимости – за два года сократилась с менее 12% до менее 2%. Соответственно, сократилось общее воздействие этих рисков на стоимость, в т.ч. через ошибку в их расчете.

Использование самой выверенной методологии не гарантирует получения корректного результата, если использовать сомнительные исходные данные и предпосылки. Поэтому заострим внимание на нескольких показателях, вызывающих у нас наибольшее подозрение.

Во-первых, рейтинг корпоративного управления Института корпоративного права и управления, который характеризуется рядом недостатков¹⁹.

- Узость перечня оцениваемых эмитентов. Первоначально в марте 2001г. в рейтинге приняли участие 25 компаний, акционерами которых являлся сам институт. К июлю 2002г. их число заметно увеличилось и достигло 40. Однако уже в октябре 2002г. количество компаний, участвующих в рейтинге, сократилось снова до 25. При этом составители признали, что «отслеживать 40 компаний нецелесообразно, а основная доля рынка (95%) и так представлена в списке».
- Не очевиден принцип отбора участников рейтинга. Его нельзя объяснить ни отслеживанием лучших образцов корпоративного управления (институт перестал анализировать деятельность целого ряда лидеров своих рейтингов), ни выбором по принципу ликвидности акций или капитализации. Рейтинг не присваивается таким структурам, как МТС, Сбербанк России, «Балтика», «Вимм-Билль-Данн», «Мосэнерго», а общий охват российского фондового рынка не превышает 85%.
- Краткосрочность объективности оценок рейтинга. Составители рейтинга имитируют действия акционеров, и таким образом получает возможность оценить уровень корпоративного управления на собственном опыте. Однако компании, заинтересованные в повышении рейтинга, очень быстро распознают запросы института в потоке запросов от прочих миноритарных акционеров. А потому реакция на них уже не может быть объективным показателем.
- Методика рейтингования закрыта, что порождает ряд вопросов не только об объективности оценок, но и о распространении методики на эмитентов, не участвующих в рейтинге, но интересных с позиции развития российского корпоративного управления. Также на самостоятельное использование методики влияют объективные барьеры. Например, необходимо стать миноритарным акционером, чтобы соблюсти весь алгоритм выставления рейтинга.

Исходя из перечисленных проблем использования рейтинга вообще и используемого в данном случае, можно лишь порекомендовать **использовать собственный рейтинг**. При этом можно учесть опыт двух инвестиционных институтов, изложенный в исследовании аналитического центра «Эксперт»²⁰. Однако на наш взгляд наиболее простым и объективным может служить система²¹ оценки качества корпоративного управления ИГ «Атон», апробированная на российских нефтяных компаниях. Система строится на пяти измеримых критериях:

- 1) Дивиденды. Готовность руководства компании делиться прибылью со всеми акционерами путем выплаты дивидендов лучше представляет хорошие принципы корпоративного управления. Для сглаживания изменения размера дивидендных выплат год от года, доля распределенной прибыли определялась за три года путем деления общих дивидендных выплат на совокупную прибыль по МСБУ/US GAAP за тот же период.
- 2) Доля крупнейших акционеров. Чем ниже этот процент, тем большую роль в управлении компанией играют миноритарные акционеры, и тем лучше они защищены от действий владельцев контрольного пакета. Количество акций в свободном обращении (т.е. не принадлежащих крупнейшим акционерам) также имеет важное значение, поскольку свидетельствует о ликвидности акций.
- 3) Сделки с заинтересованностью. Публикация информации о сделках с заинтересованностью в годовой отчетности по МСБУ/US GAAP позволяет инвесторам проанализировать объем операций компании с юридическими лицами, которые аффилированы с акционерами, менеджментом компании или другими заинтересованными сторонами. Чрезмерно большой объем сделок с заинтересованностью может приводить к тому, что их условия для компании будут невыгодны. Для измерения масштабов сделок с заинтересованностью объем реализации аффилированным сторонам и объем закупок у них определяются соответственно как процент от общей выручки и затрат.

- 4) Концентрация прибыли. Многие нефтяные компании показывают гораздо более высокую выручку и прибыль по МСБУ/US GAAP, чем по РСБУ. Прибыль, аккумулируемая в необъявленных оффшорных дочерних предприятиях, на которые обычно не распространяется жесткая регламентация их деятельности и надзор со стороны государства, может исчезать так же быстро, как и появляться. В случае банкротства или судебной тяжбы акционерам будет не так-то просто взыскать в свою пользу эти активы. Наконец, слишком агрессивные действия по оптимизации налогов увеличивают риск того, что российским налоговым органам это, в конце концов, надоеет, и они положат конец подобной практике. Поэтому минимальные расхождения между результатами по РСБУ и МСБУ/US GAAP могут являться признаком прозрачной корпоративной структуры и хорошего управления.
- 5) Независимые члены Совета директоров. Увеличение количества независимых членов Совета директоров создает хорошие предпосылки для прямого двустороннего диалога между компанией и ее акционерами. Кроме того, это способствует снижению риска нарушения хорошей практики корпоративного управления и позволяет компаниям пользоваться профессиональным опытом независимых членов Совета директоров.

Далее компании ранжируются по каждому пункту по трехбалльной шкале, где «1» представляет самую низкую оценку, а «3» – самую высокую. Затем ранг каждого фактора взвешивается. Вес фактора определяется исходя из субъективного понимания его важности для общей оценки корпоративного управления. Сумма взвешенных рангов дает единое значение оценки корпоративного управления каждого предприятия.

По итогам рейтинга компанией с наилучшим корпоративным управлением оказался «ЛУКОЙЛ». Это объясняется, главным образом, стабильными дивидендными выплатами и низким количеством акций, принадлежащих инсайдерам. «Транснефть» также заняла высокое место в связи с высокой степенью прозрачности. «Сибнефть» и «ЮКОС» заняли третье и четвертое места, соответственно. Наличие у них независимых членов Советов директоров и стабильных дивидендных выплат было компенсировано высокой концентрацией прибыли в оффшорных компаниях и большим объемом сделок с заинтересованностью. «Татнефть» и «ТНК» заняли последние места. Обе компании выплачивают низкие дивиденды, немалые доли акций принадлежат инсайдерам и членам Совета директоров, и, кроме того, они осуществляют большой объем операций с заинтересованными сторонами.

Немного подытожим. Теоретически модель АРТ помогает более точно выделять и объяснять риски. В свою очередь более точная настройка ставки дисконта помогает принимать более взвешенные решения. Особенно это актуально в российских условиях.

Основными проблемами, выявленными в ходе анализа применения модели АРТ в российских условиях, являются двойной учет рисков и необходимость полного построения модели собственными силами.

Ссылки и примечания:

-
- ¹ Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций /Пер. с англ. – СПб.: Вильямс, 2002, стр.386.
- ² Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /Пер. с англ. – М: Олимп-Бизнес, 1997, стр.183-184.
- ³ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. Оценка и управление /Пер. с англ. – М: Олимп-Бизнес, 2000, стр.290.
- ⁴ Муссавиан М. Метод АРТ: альтернативный подход к оценке риска. Финансы /Пер. с англ. – М: Олимп-Бизнес, 1998, стр.47-48.
- ⁵ Муссавиан М. Финансы (1998), стр. 48.
- ⁶ Компания «Alcar Group» является лидером в стратегическом и финансовом моделировании. Компания учреждена в 1979г. Карлом Ноублом и Альфредом Раппапортом (один из пионеров стоимостного подхода к управлению). В 1993г. компания была присоединена к LEK Cosulting. В апреле 2003г. все активы «Alcar» были присоединены к компании «Нурегіон», занимающейся разработкой аналитического программного обеспечения, систем финансового планирования, анализа и управления.
- ⁷ «UFG» является крупнейшим российским инвестиционным банком, который учрежден в 1994г. В ноябре 2003г. «UFG» и Deutsche Bank вступили в стратегическое партнерство, что было подкреплено покупкой немецкой стороной 40%-ой доли в российском банке.
- ⁸ Брейли Р., Майерс С. (1997), стр. 184-185. Во втором русскоязычном издании книги данных авторов вместо подхода «Alcar» представлены разработки других авторов.
- ⁹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. (2000), стр. 290.
- ¹⁰ Avdeev D. Zobotkine A. The APT Approach – A Refined View. UFG. September 20, 2001. В октябре 2004г. у UFG вышла обновленная версия модели The APT Approach: Birthday Refit. Запрос, направленный авторам отчета, результатов не дал. Если у кого-либо имеется возможность, пришлите, пожалуйста, этот отчет автору данной статьи (igorra@mail.ru).
- ¹¹ «EMBI+» (Emerging Markets Bond Index) – индекс облигаций развивающихся стран, рассчитывается американским инвестиционным банком J.P. Morgan Chase.
- ¹² Гришанков Д. Красникова М. Доклад «Корпоративное управление в России: события, мнения инвесторов», раздел «Рейтинги корпоративного управления российских компаний». АЦ «Эксперт», 24 марта 2002г., стр. 47-49.
- ¹³ Avdeev D. Zobotkine A. (2001); Yakovitsky A., Gavrilova A. RosBusinessConsulting: The It Company. UFG. June 17, 2003.
- ¹⁴ Avdeev D. Zobotkine A. (2001); Yakovitsky A., Gavrilova A. (2003); Yakovitsky A., Obukhova A. Wireline Incumbents: 1Q04, Mobile & Privatisation. UFG. June 11, 2004.
- ¹⁵ Avdeev D. Zobotkine A. (2001).
- ¹⁶ Пансков В.Г. Отчет о результатах тематической проверки правильности исчисления, полноты и своевременности уплаты налоговых, таможенных и других обязательных платежей в федеральный бюджет в ОАО «Сибнефть» и его дочерних предприятиях. Счетная палата РФ, декабрь 2002г.
- ¹⁷ Avdeev D. Zobotkine A. (2001); Yakovitsky A., Gavrilova A. (2003).
- ¹⁸ Krasnitskaya E. How does Sibneft fund such growth? Tax savings help finance Sibneft's growth and dividends. Troika Dialog Research, 19 November 2002.
- ¹⁹ Гришанков Д. Красникова М. (2002), стр. 47-49.
- ²⁰ Гришанков Д. Красникова М. «Корпоративное управление в России: события, мнения инвесторов». АЦ «Эксперт», 24 марта 2002г.
- ²¹ Дашевский С., Каримов Т. Оценка корпоративного управления. Еженедельный обзор ИГ «Атон», 4 ноября 2002г., стр. 16-18.