

## **ДОХОДНОСТЬ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ДЛЯ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ**

*СЛУЦКИЙ А.А.,*  
к.т.н., вице – президент, член Совета  
Национальной Ассоциации Оценочных Компаний  
Финансовых Рынков

В настоящее время для оценки доходности собственного капитала российских предприятий применяются огромное количество моделей и методов, начиная с CAPM и её бесчисленных усовершенствований (MCAPM, DCAPM, Hybrid CAPM, CAPM Goldman Sachs и др.), продолжая моделями и методами Blume, Bottom up, спреда риска дефолта, суверенного риска дефолта, пропорционального риска дефолта и т.д. и т.п.

При этом, все эти модели и методы основываются на данных, заимствуемых с фондового рынка, которые относятся исключительно к компаниям, акции которых давно и активно обращаются на биржевых площадках. Помимо этого, как правило, эти компании являются крупными и крупнейшими в своих странах и отраслях.

Поэтому, всегда, когда эти данные, модели и методы начинают использоваться в оценке закрытых компаний, а тем более не занимающих заметных рыночных долей (особенно средних и малых компаний) это всегда вызывает закономерные вопросы.

В данной статье проблема определения доходности собственного капитала предприятий разного масштаба – от малых до крупнейших – решается на основании данных о соотношении доходности собственного капитала и затрат на заёмный капитал в банковском секторе экономики России, а также анализа кредитно – депозитного рынка.

\*\*\*\*\*

Для начала рассмотрим банковский сектор экономики России.

По сути дела, банковский бизнес в силу своей информационной открытости является единственным видом бизнеса, в котором фактическую доходность собственного капитала можно определить корректно.

В Табл. 1 приведены ретроспективные данные о величинах капитала, прибыли, обязательств и абсолютных процентных расходах (абсолютных затратах на заёмный капитал) банковского сектора экономики России за ряд лет (источник /1/).

***Таблица 1. Ретроспективные данные о величинах капитала, прибыли, обязательств и абсолютных процентных расходах и банковского сектора экономики***

	<b>Капитал</b>	<b>Прибыль</b>	<b>Обязательства</b>	<b>Процентные Расходы</b>
<b>2009</b>	4 620,6	205,1	24 809,4	1 401,6
<b>2010</b>	4 732,3	573,4	29 072,3	1 171,0
<b>2011</b>	5 242,1	848,2	36 385,4	1 172,6

<b>2012</b>	6 112,9	1 011,9	43 396,7	1 607,2
<b>2013</b>	7 064,3	993,6	50 358,8	1 987,6
<b>2014</b>	7 928,4	589,1	69 724,6	2 565,5
<b>2015</b>	9 008,6	192,0	73 991,1	4 162,4
<b>2016</b>	9 387,1	929,7	70 676,2	4 158,0

В Табл. 2 приведены данные об относительных процентных расходах (относительных затратах на заёмный капитал) и доходности собственного капитала (ROE) банковского сектора экономики России, полученные на основании данных Табл. 1, а на Рис. 1 проведено сравнение ретроспективных динамик затрат на заёмный капитал и доходности собственного капитала.

**Таблица 2. Данные об относительных процентных расходах и доходности собственного капитала (ROE) банковского сектора экономики России**

	% годовых		
	Доходность собственного капитала (Прибыль / Капитал)	Затраты на заёмный капитал (Процентные расходы / Обязательства)	Доходность собственного капитала / Затраты на заёмный капитал
<b>2009</b>	4,4%	5,6%	0,79
<b>2010</b>	12,1%	4,0%	3,03
<b>2011</b>	16,2%	3,2%	5,06
<b>2012</b>	16,6%	3,7%	4,49
<b>2013</b>	14,1%	3,9%	3,62
<b>2014</b>	7,4%	3,7%	2,00
<b>2015</b>	2,1%	5,6%	0,38
<b>2016</b>	9,9%	5,9%	1,68
<b>Среднее значение за 8 лет</b>	<b>10,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,33</b>



### **Рисунок 1. Сравнение ретроспективных динамик затрат на заёмный капитал и доходности собственного капитала**

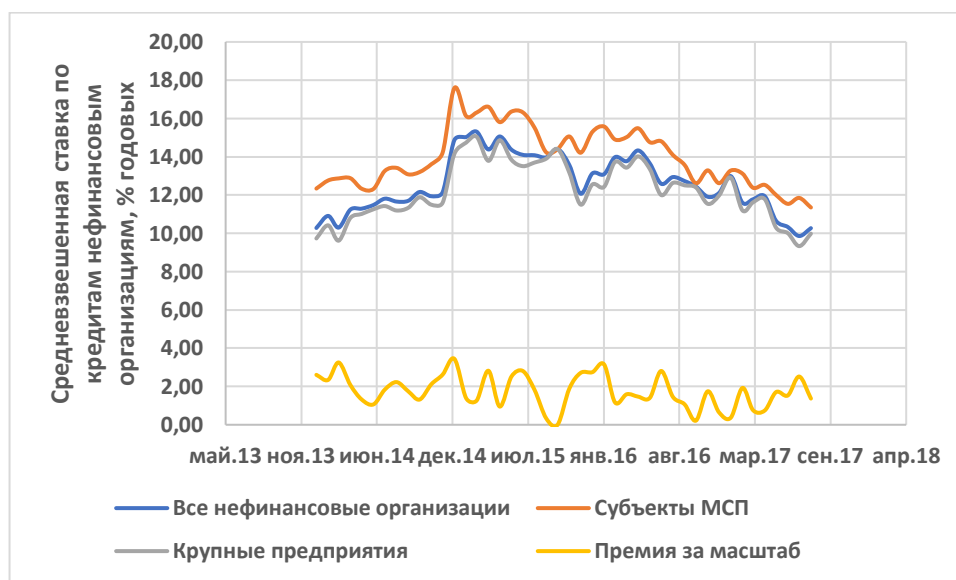
Как следует из Табл. 2, долгосрочное среднее соотношение доходности на собственный капитал и затрат на заёмный капитал составляет 2,33.

Далее, предполагая, что примерно такое же соотношение должно наблюдаться и в остальных секторах экономики России, т.е. предполагая, что все сектора экономики России изначально равно эффективны для вложений собственного капитала, как это имеет место для заёмного капитала (на практике ставки кредитования индифферентны к отрасли, в которой функционирует должник) попробуем вычислить доходность собственного капитала для предприятий иных секторов экономики. При этом, мы изначально подразумеваем, что доходность собственного капитала уменьшается с ростом размера предприятия.

\*\*\*\*\*

На Рис. 2 показана ретроспективная динамика средневзвешенных ставок кредитования на срок свыше трёх лет (максимальный срок, присутствующий в публикуемых Банком России данных):

- всех нефинансовых организаций России в среднем (источник /2/);
- малых и средних предприятий России (источник /2/);
- крупных и крупнейших предприятий России (вычислялись на основании данных по первым двум позициям, а также объёмам кредитов малому и среднему бизнесу и объёмам кредитов, предоставленным всем нефинансовым организациям (источник /3/, /4/) <sup>1</sup>.

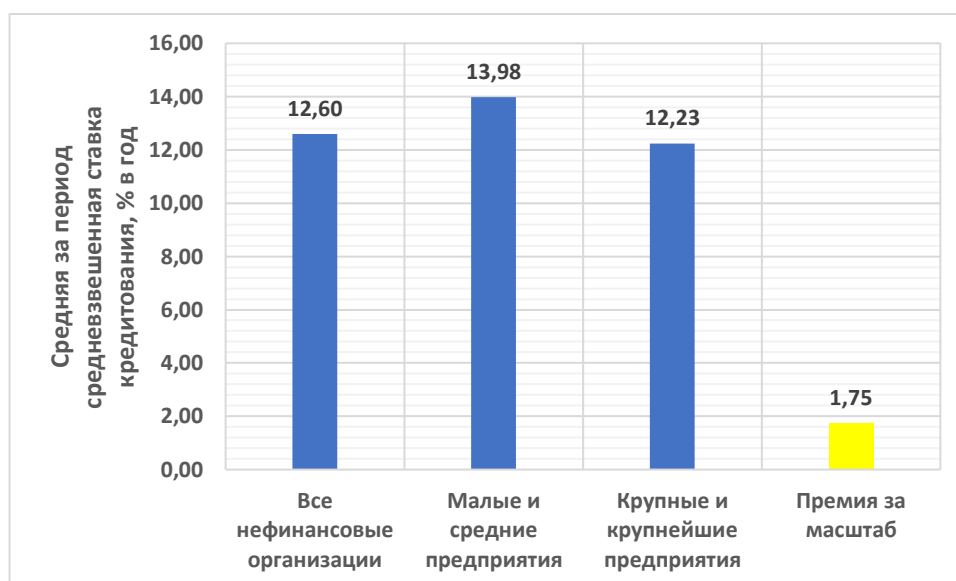


### **Рисунок 2 Ретроспективная динамика средневзвешенных ставок кредитования предприятий разного размера и премия за масштаб**

<sup>1</sup> Вычислялись относительные доли кредитов малому и среднему и крупному и крупнейшему бизнесу, исходя из которых при известной ставке кредитования малого и среднего бизнеса и средней ставке кредитования всех нефинансовых организаций определялась ставка кредитования крупных и крупнейших предприятий. Долгосрочная средняя доля кредитов малому и среднему бизнесу составила 21% (интервал 16% - 25%) от общего объема кредитования, что примерно совпадает с долей малого и среднего бизнеса в ВВП России, публикуемой Росстатом – около 20%..

Их Рис. 2 отчётливо видна премия за размер, отражающая риски кредитования предприятий разного масштаба.

Долгосрочные средние значения ставок кредитования предприятий разного масштаба и премии за масштаб показаны на Рис. 3 и в Табл. 3.



**Рисунок 3. Долгосрочные средние значения ставок кредитования предприятий разного масштаба и премии за масштаб**

В Табл. 3 также показаны расчётные значения доходностей на собственный капитал предприятий разного масштаба, полученные умножением затрат на заёмный капитал (Рис. 3) на полученное для банковского бизнеса соотношение затрат на заёмный капитал и доходности собственного капитала.

**Таблица 3. Долгосрочные средние значения затрат на заёмный капитал и максимальных доходностей на собственный капитал предприятий разного масштаба.**

	% годовых		
	все нефинансовые организации в среднем	малые и средние предприятия	крупные и крупнейшие предприятия
<b>Затраты на заёмный капитал</b>	12,60	13,98	12,23
<b>Максимальная доходность собственного капитала</b>	29,3	32,6	28,5

Проблема с полученными значениями доходностей на собственный капитал предприятий заключается в том, что они являются оценкой по максимуму, поскольку определены исходя из того предположения, что весь заёмный капитал сформирован за счёт банковских кредитов, т.е. доля банковских кредитов в обязательствах предприятий составляет 1,00.

Между тем, практически доля банковских кредитов может быть и нулевой – предприятие может работать и не привлекая банковское финансирование на собственном капитале и фактически бесплатной кредиторской задолженности, а

также использовать более дешёвые, чем банковские кредиты формы заимствования (вексельное, облигационное и т.п.).

В связи с этим была предпринята попытка сделать оценку минимальной доходности собственного капитала предприятий разного масштаба.

На Рис. 4 показана ретроспективная динамика ставок по депозитам нефинансовых организаций на срок более 3 лет и проведено её сопоставление с ретроспективной динамикой ставок по кредитам.



***Рисунок 4 Ретроспективная динамика ставок по депозитам нефинансовых организаций на срок более 3 лет и её сопоставление с ретроспективной динамикой ставок по кредитам***

При этом, долгосрочное среднее значение ставки по депозитам нефинансовых организаций на срок более 3 лет составило 10,12% годовых. Это значение можно принять за минимальную доходность собственного капитала, усреднённую по масштабам предприятия.

Далее, предполагая, что минимальные доходности на собственный капитал предприятий разного масштаба соотносятся между собой так же, как максимальные, можно получить значения долгосрочных минимальных доходностей собственного капитала предприятий разного масштаба. Эти значения приведены в Табл. 4.

***Таблица 4. Долгосрочные средние минимальных доходностей на собственный капитал предприятий разного масштаба.***

	все нефинансовые организации в среднем	% годовых	
		малые и средние предприятия	крупные и крупнейшие предприятия
<b>Минимальная доходность собственного капитала</b>	10,1	11,2	9,8

Данные, полученные выше предварительно обобщены в Табл. 5.

**Таблица 5. Интервалы доходностей собственного капитала предприятий разного масштаба. Предварительный итог**

	% годовых		
	Малые и средние предприятия	Крупные и крупнейшие предприятия	Все нефинансовые организации в среднем
<b>Минимум</b>	11,2	9,8	10,1
<b>Середина интервала</b>	21,9	19,2	19,7
<b>Максимум</b>	32,6	28,5	29,3
<b>Максимум / Минимум</b>	2,90	2,90	2,90

Этот итог мы считаем предварительным потому, что минимальная доходность собственного капитала для малых предприятий, равная ставке по депозиту, интуитивно представляется неадекватной с точки зрения риска вложений, а максимальная доходность собственного капитала крупнейших предприятий интуитивно представляется неадекватно высокой.

\*\*\*\*\*

В связи с этим, мы предлагаем ограничить минимальную доходность собственного капитала малых и средних предприятий и максимальную доходность собственного капитала крупных и крупнейших предприятий серединами соответствующих интервалов. Справедливость этого интуитивно обоснованного предложения мы обсудим позже.

Второе наше интуитивно обоснованное предложение заключается в том, что оставшиеся половины соответствующих интервалов следует в свою очередь разбить на две половины, разделив весь интервал масштабов предприятий на 4 части:

1. малые предприятия;
2. средние предприятия;
3. крупные предприятия;
4. крупнейшие предприятия.

Результаты осуществления указанных предложений показаны в Табл. 6

**Таблица 6. Интервалы значений доходности собственного капитала предприятий разного масштаба.**

Масштаб предприятия	% годовых		
	Минимум	Середина интервала	Максимум
<b>Малые</b>	27,9	<b>30,3</b>	32,6
<b>Средние</b>	21,9	<b>24,9</b>	27,9
<b>Крупные</b>	14,5	<b>16,8</b>	19,2
<b>Крупнейшие</b>	9,8	<b>12,2</b>	14,5

Этот итог уже можно считать окончательным.

\*\*\*\*\*

Теперь обсудим, насколько полученные данные соответствуют альтернативным представлениям о доходности инвестиций.

В Табл. 7 приведены данные, обобщающие данные, полученные из ряда источников /5/, по доходностям на вложения в собственный капитал предприятий малого и среднего бизнеса, декларируемые бизнес брокерами и краудинвестинговыми площадками в 2016 – 2017 годах.

***Таблица 7. Доходности собственного капитала предприятий малого и среднего бизнеса, декларируемые бизнес брокерами и краудинвестинговыми площадками в 2016 – 2017 годах***

Схема привлечения прямых инвестиций	Области бизнеса	Доходность на вложенный капитал, % годовых
При посредничестве бизнес - брокера	СТО, перевозки, кафе и хостелы, оптовая и розничная торговля, строительные фирмы	20 - 50
При посредничестве краудинвестинговой площадки	IT, детские товары и услуги, частная медицина, косметология, средства ухода, торговля, услуги, производство	20 - 35

Как видно из Табл. 7, представленные данные очень хорошо согласуются с данными, полученными нами расчётным путём (Табл. 6) с учётом сделанных интуитивных предположений.

В Табл. 8 приведены данные расчётов доходности собственного капитала ряда крупнейших и одной крупной российской компании, акции которых обращаются на биржевом рынке, осуществлённые разными методами, разными авторами и в разные периоды времени /6/.

***Таблица 8. Результаты расчётов доходности собственного капитала ряда крупнейших и одной крупной российской компании, акции которых обращаются на биржевом рынке***

Компания	период	Доходность собственного капитала, % год.	Модели
Газпром	2008 - 2013	9,00 – 12,00	спрэда риска дефолта, CAPM Goldman Sachs, суверенного риска дефолта, пропорционального риска дефолта
Аэрофлот Роснефть Ростелеком Транснефть РЖД	начало 2016	7,76 11,04 9,76 8,26 10,47	CAPM
Татнефть	Начало 2014	13,73 - 15,31	CAPM, Blume, DCAPM, Bottom up, Hybrid CAPM

Как видно из Табл. 8

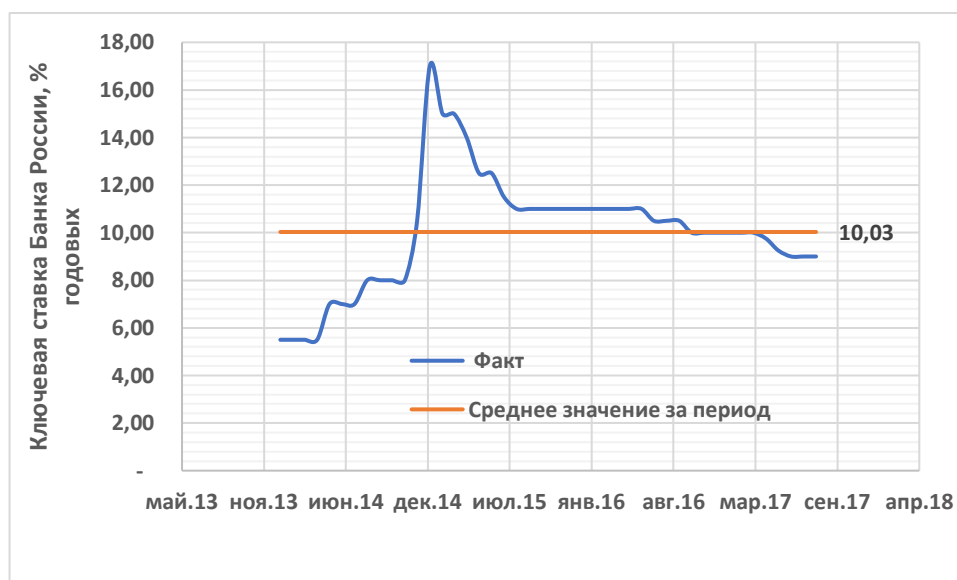
- с течением времени доходность собственного капитала может меняться,
- разные расчётные модели дают заметно различающиеся результаты.

И тем не менее, результаты, приведённые в Табл. 8, достаточно хорошо согласуются с данными, полученными нами расчётным путём (Табл. 6) с учётом сделанных интуитивных предположений.

Однако, напомним, что справедливость сделанных нами оценок, касающихся крупнейших предприятий, обеспечивается ограничением доходности на собственный капитал снизу долгосрочной средней ставкой по долгосрочным депозитам, что, как нам представляется в ряде случаев прямо игнорируется аналитиками, осуществлявшими указанные расчёты.

Сопоставим так же данные, показанные в Табл. 6 с динамикой ключевой ставки Банка России и её средним значением за тот же период времени, что выше был рассмотрен при анализе динамики кредитных и депозитных ставок (см. Рис. 5).

При этом, мы рассматриваем ключевую ставку, как одно из измерений безрисковой доходности, под которую подстраиваются все прочие её измерения.



***Рисунок 5. Динамика ключевой ставки Банка России и её среднее значение за тот же период.***

Как следует из сопоставления среднего значения ключевой ставки с данными Табл. 6, минимальное значение доходности собственного капитала крупнейших предприятий немного меньше долгосрочного среднего значения ключевой ставки в связи с чем к его использованию стоит подходить с осторожностью.

Во всех остальных случаях имеет место вполне понятная премия за риск вложений, которая растёт по мере снижения масштаба предприятия.

\*\*\*\*\*

В результате, по нашему мнению, данные, приведённые в Табл. 6, обеспечивают вполне адекватную оценку долгосрочного соотношения «доходность – риск инвестиций» и могут применяться для оценки бизнеса в России доходным подходом в текущих рыночных условиях.

При этом, полученные нами данные основаны исключительно на данных российского рынка и не имеют возможных ограничений, связанных с закрытым характером оцениваемых компаний и их размером.



## Литература

1. Банк России, Обзоры банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели, №№ 117 июль 2012 года - 178 август 2017 года, <http://www.cbr.ru/analytics/Default.aspx?Prtid=bnksyst>
2. Банк России (2017), Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности, [http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=int\\_rat](http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=int_rat)
3. Банк России (2017), Объем кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства, <http://www.cbr.ru/statistics/udstat.aspx?TblID=302-17>
4. Банк России (2017), Объем кредитов, предоставленных юридическим лицам - резидентам и индивидуальным предпринимателям, [http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TblID=302-01&pid=sors&sid=ITM\\_27910](http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TblID=302-01&pid=sors&sid=ITM_27910)
5. Форум Банки.Ру (2015), Коллективное инвестирование. Малый и средний бизнес, Банки.Ру, 18.08.2015, [http://www.banki.ru/forum/?PAGE\\_NAME=read&FID=17&TID=288983](http://www.banki.ru/forum/?PAGE_NAME=read&FID=17&TID=288983), Форум Biznet.Ru (2016), Коллективные вложения в малый и средний бизнес, доходность до 50% годовых, Biznet.Ru, 16.03.2016, <https://www.biznet.ru/topic271076.html>, Шабалин К. (2016), Краудинвестинг в России: опыт StartTrack, Habrahabr.Ru, 09.03.2016, <https://habrahabr.ru/post/323534/>, Шабалин К. (2017), Как в непростые времена найти деньги на развитие малого бизнеса, Rusbase 30.06.2017, <https://rb.ru/opinion/kak-v-neprostyle-vremena-najti-dengi-na-razvitiemalogo-biznesa/>, Аношин И. (2017), Коллективные заработки: почему растет популярность краудлендинга, РБК, 06.09.2017, <http://www.rbc.ru/money/06/09/2017/59afe8b49a794741cec9313f>
6. Дороган Н. Д. (2015), Расчет средневзвешенной стоимости капитала WACC на примере ОАО «Газпром», Молодой ученый, №3, <https://moluch.ru/archive/83/15249/>, Абазалиев М.Д., Тамбиев Д., Григорьев В.В. (2016), Прогнозная оценка результата приватизации государственных компаний в 2016 году, Молодой учёный, № 6 (110), Суворова Л.В., Суворова Т.Е., Куклина М.В. (2016), Анализ моделей оценки стоимости капитала, Вестник Нижегородского госуниверситета им. Н.И. Лобачевского. Серия Социальные науки, №1(41), [http://www.unn.ru/pages/e-library/vestnik\\_soc/18115942\\_2016\\_1\(41\)\\_unicode/0038-0047.pdf](http://www.unn.ru/pages/e-library/vestnik_soc/18115942_2016_1(41)_unicode/0038-0047.pdf)