

УДК 33

DOI: 10.34670/AR.2022.33.15.012

Оценка странового риска при определении стоимости бизнеса в России в условиях кризиса

Исаев Кирилл Дмитриевич

Студент,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
125993, Российская Федерация, Москва, просп. Ленинградский, 49;
e-mail: kisaefff@yandex.ru

Аннотация

Для экономики Российской Федерации 2022 год станет одним из самых тяжелых за всю современную историю существования страны. Большое количество макроэкономических факторов, подорванное доверие ряда иностранных инвесторов, а также стремительное изменение федерального законодательства влекут за собой необходимость пересмотра существующих механизмов учета странового риска при оценке стоимости бизнеса в России. В этой связи в исследовании автором приведены классические и альтернативные способы расчета поправки на страновой риск с учетом существующей макроэкономической неопределенности. Рассмотрены аргументы против применения наиболее распространенных методов учета риска, а также указаны условия, при которых их использование станет снова оптимальным. В заключение приведены основные причины невозможности однозначного определения скидки за наличие странового риска в текущих политико-экономических условиях.

Для цитирования в научных исследованиях

Исаев К.Д. Оценка странового риска при определении стоимости бизнеса в России в условиях кризиса // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2022. Том 12. № 5А. С. 110-117. DOI: 10.34670/AR.2022.33.15.012

Ключевые слова

Премия за риск, страновой риск, кризис, оценка стоимости бизнеса.

Введение

Современная экономика, по сравнению с предыдущими эпохами, практически не имеет границ. Несмотря на непрекращающиеся попытки протекционизма и изоляции многих националистических правительств, фондовые рынки большинства стран остаются открытыми и в разной степени свободными для доступа мирового капитала.

Китайская этимология и правописание термина «риск», часто упоминаемая в научных публикациях, характеризует слово как единство двух иероглифов: опасность [вэй] и возможность [джи] [Damodaran, www]. Такое понимание наиболее точно отражает риск как рыночную характеристику, поскольку волатильность на рынке в равной степени означает как рост, так и снижение котировок. В этой связи страновой риск, как совокупный показатель всех особенностей страны, отражает как возможные риски потери инвестированного капитала, так и возможную доходность от размещения капитала в стране.

Лев Николаевич Толстой писал: «Все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему». Данная фраза, по мнению автора, является наиболее точным пояснением необходимости учета персональных страновых рисков стран. Ряд стран с развитым фондовым рынком, стабильным законодательством, предсказуемыми незначительными политическими изменениями, а также прогнозируемыми экономическими циклами значительно похожи друг на друга и характеризуются слабой рыночной волатильностью и низкими страновыми рисками. Так происходит от того, что участники рынка всегда знают, чего им следует ожидать через неделю, месяц, год или десять лет и, как следствие, проявляют меньшую обеспокоенность при совершении каких-либо политических или экономических событий. В то время как страны, которым свойственна переменчивость при принятии политических решений или непостоянство экономической политики, характеризуются особыми, более высокими рисками и, как следствие, высокой рыночной волатильностью, вызываемой оппортунистическим или настороженным поведением инвесторов.

Российский рынок в последние несколько лет столкнулся с особенно сильными политическими и экономическими потрясениями, включающими пандемию и антиковидные ограничения, принятие неоднозначных политических решений, изменения федерального законодательства, а также беспрецедентное санкционное давление, что не могло не вызвать значительных колебаний на рынке. Но, несмотря на все вышеуказанное, рынок остается открытым и доступным как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. В этой связи центральным вопросом для принятия инвестиционных решений остается риск и премия, которую каждый инвестор должен требовать для себя при инвестировании собственного капитала на российском рынке.

Основная часть

Рассмотрим механизмы оценки странового риска Российской Федерации в текущих условиях и то, как инвесторы в настоящее время воспринимают действующие обстоятельства, с использованием как классических, так и альтернативных инструментов.

Ставка дисконтирования (*hurdle rate*) – один из основных факторов принятия инвестиционных решений. Данная ставка символизирует альтернативную гипотетическую доходность инвестиций, которую инвестор может получить, при заданном уровне риска. Таким

образом, требования к доходности возможной инвестиции не могут быть ниже указанной ставки дисконтирования.

Модель оценки долгосрочных активов (САРМ) [Lintner, 1965; Sharpe, 1964] приобрела наибольшую популярность среди моделей оценки альтернативной доходности за счет своей простоты, удобства и не меньшей точности по сравнению с аналогичными моделями.

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f), \quad (1)$$

где: r – ставка дисконтирования;

r_f – ставка безрисковой альтернативной доходности;

$(r_m - r_f)$ – рыночная премия за риск (ERP);

β – бэта, чувствительность к рыночным изменениям (фактор риска).

Рассматривая инвестора, согласно классической портфельной теории, как рационального и диверсифицированного участника рынка, можно заметить следующее. Страновой риск не оказывает влияния ни на безрисковую ставку, ни на β . Это верно потому, что безрисковая ставка отражает лишь гарантированную доходность, не подверженную никаким рискам. В то время как β – показатель только систематического (недиверсифицируемого) риска, а страновой риск можно диверсифицировать. В этой связи единственным подверженным влиянию странового риска является показатель ERP.

ERP рассчитывается на уровне рынка, в связи с чем влияние на данный показатель могут осуществлять только макроэкономические риски. Принято считать, что основным фактором, отражающим разность размера рыночной премии за риск различных стран, является риск дефолта государства по своим обязательствам, поскольку все остальные макроэкономические факторы в большей или меньшей степени одинаково влияют на рынки всех стран мира. В этой связи ERP России можно рассчитать по следующей формуле [Damodaran, www]:

$$ERP_R = ERP_f + Default\ Spread, \quad (2)$$

где: ERP_R – рыночная премия на российском рынке;

ERP_f – рыночная премия на рынке стран без риска дефолта (Норвегия);

Default Spread – премия за риск дефолта Российской Федерации.

Норвегия выбрана в качестве примера страны без риска дефолта в связи с наличием стабильного правительства, независимых финансовых институтов, развитого фондового рынка, значительного суверенного фонда и иных признаков стабильной экономической системы.

Рассмотрим, как страновой риск России видят инвесторы.

1) Расчет с использованием доходности облигаций.

В основе расчета лежит принцип свободного рыночного обращения и близкое к рациональному поведение инвесторов. В настоящее время ни один из указанных пунктов нельзя применить по отношению к суверенному долгу Российской Федерации по следующим причинам: запрет обращения российских еврооблигаций [Stubington, www]; вероятность применения вторичных санкций к инвесторам за приобретение облигаций; препятствия на обслуживание российского госдолга [Saeedy, Duehren, 2022].

В этой связи нахождение премии по классической формуле невозможно:

$$Default\ spread = YTM_{NR} - YTM_N \quad (3)$$

где YTM_{NR} – доходность к погашению еврооблигаций России (НОК);

YTM_N – доходность к погашению облигаций Норвегии.

Единственным рынком, где российские облигации могут свободно обращаться, остается российский рынок. В целях применения вышеуказанной формулы сравним отношение российских инвесторов и отношение норвежских инвесторов к собственным государственным облигациям. Для учета инфляции реальные значения приведены в норвежских кронах (НОК) (табл. 1).

Таблица 1 – Вычисление Default spread

	YTM_N	YTM_R	$Inflation_N$	$Inflation_R$	YTM_R (НОК)	Default spread
01.06.2021	1.51%	7.26%	2.70%	6.00%	3.92%	2.41%
01.07.2021	1.33%	7.21%	2.90%	6.50%	3.59%	2.26%
02.08.2021	1.23%	6.97%	3.00%	6.50%	3.45%	2.23%
01.09.2021	1.30%	7.09%	3.40%	6.68%	3.80%	2.49%
01.10.2021	1.59%	7.45%	4.10%	7.40%	4.15%	2.56%
01.11.2021	1.68%	8.32%	3.50%	8.13%	3.68%	2.00%
01.12.2021	1.47%	8.35%	5.10%	8.40%	5.05%	3.58%
03.01.2022	1.73%	8.37%	5.30%	8.39%	5.28%	3.55%
01.02.2022	1.98%	9.42%	3.20%	8.73%	3.85%	1.87%
01.03.2022	1.95%	13.57%	3.70%	9.15%	7.90%	5.95%
01.04.2022	2.57%	11.36%	4.50%	16.69%	-0.27%	-2.84%
02.05.2022	2.74%	10.32%	5.40%	17.83%	-1.32%	-4.06%
01.06.2022	2.67%	9.23%	5.70%	17.10%	-1.40%	-4.07%

Примечание: составлено автором на основании данных центральных банков стран.

Как видно из таблицы 1, учитывая действующую монетарную политику и уровень инфляции, российские инвесторы абсолютно уверены в платежеспособности Российской Федерации, соглашаясь на сидку за отсутствие риска дефолта по ОФЗ, в сравнении с норвежским государственным внутренним долгом. Стоит дополнительно отметить, что подобная ситуация в свободных рыночных условиях практически невозможна. Рыночное равновесие значительно смещено под воздействием экономической политики государств.

Таким образом, до наступления момента нормализации обращения российского госдолга применение данного способа не является объективным.

2) Расчет с использованием инструментов страхования от дефолта.

В последнее десятилетие среди финансовых инструментов особую популярность приобрели кредитные дефолтные свопы (Credit Default Swaps (CDS)). Суть инструмента заключается в попытке инвесторов оценить и спекулировать риском дефолта на рынке страхования. Сформированные цены представляют текущее восприятие рынком риска дефолта стран, предприятия или иных формирований.

Согласно докладам Министерства финансов Российской Федерации и Банка России, Россия способна в полной мере обслуживать свой государственный долг. Однако санкционный режим не позволяет физически осуществить платежи согласно обязательствам [Stein, 2022]. В этой связи 1 июня 2022 года Комитетом по определению кредитных событий при Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA) было признано событие «неплатежа», что означает неминуемое изменение вероятности дефолта России до 100%. Таким образом, согласно данному способу расчета, премия за риск дефолта стремится в бесконечность, что не является показательным для целей исследования. До момента урегулирования юридических вопросов

дефолта, а также нормализации обращения на рынке CDS по российским облигациям применение данного способа не является возможным.

3) Расчет с использованием кредитных рейтингов.

Кредитный рейтинг, определяемый такими международными рейтинговыми агентствами, как S&P, Moody's, Fitch и иными, является удобным механизмом определения значения Default Spread. Распределение вероятности дефолта напрямую зависит от кредитного рейтинга, то есть чем выше рейтинг, тем ниже риск дефолта, тем ниже Default Spread и наоборот. В январе 2022 года суверенный рейтинг России составлял Baa3 (Moody's) [Рейтинговое агентство Moody's, www], что соответствовало Default spread 2,18% [Damodaran Online, www].

В настоящее время в связи с объемом беспрецедентного санкционного давления, затрудненным доступом к международному капиталу, а также рисками неисполнения Россией своих обязательств крупнейшие рейтинговые агентства перестали присваивать России рейтинг (табл. 2).

Таблица 2 – Кредитный рейтинг России

Рейтинговое агентство	Рейтинг	Прогноз	Обновлено	Действие
Standard & Poor's	NR	-	11 Апр. 2022	Рейтинг понижен
Moody's Investors Service	NR	-	19 Апр. 2022	Рейтинг понижен
Fitch Ratings	NR	-	19 Апр. 2022	Рейтинг понижен

Примечание: составлено автором на основании данных рейтинговых агентств [Рейтинговое агентство Moody's, www].

Таким образом, в настоящее время использование данного инструмента не представляется возможным.

Исходя из вышесказанного, использование Default Spread для учета страновых рисков не является объективным. Рассмотрим иной способ определения странового риска России.

Воспользуемся прогнозным значением индекса ИМОЕХ через индекс американских компаний S&P 500. При отсутствии серьезных колебаний, вызванных принятием определенных политических решений, корреляция между двумя индексами сильная, поскольку на них действуют одни и те же макроэкономические факторы. Для этого возьмем выборки, состоящие из ежедневных значений индексов в момент закрытия за период с 01 января 2015 г. по 01 января 2022 г. [Yahoo Finance, www] Спецификация имеет следующий вид:

$$Y = -54,25 + 0,895 * X + C, \quad (4)$$

$$Std Err. \quad (13,9) \quad (0,005)$$

где Y – значение ИМОЕХ в момент закрытия на определенную дату;

X – значение S&P 500 в момент закрытия на определенную дату;

Значений в выборке: 1753;

$$R^2 = 95,28\%$$

Прогноз, составленный на основании имеющейся спецификации и текущих значений американского индекса, представлен в таблице 3.

Таблица 3 – Прогноз значений индекса московской биржи

Дата	S&P 500	ИМОЕХ _н	ИМОЕХ _р	Скидка
17.06.2022	3 674.84	3 234.77	2 353.98	27.23%

Дата	S&P 500	ИМОЕХ _n	ИМОЕХ _p	Скидка
16.06.2022	3 666.77	3 227.54	2 369.75	26.58%
15.06.2022	3 789.99	3 337.83	2 318.96	30.52%
14.06.2022	3 735.48	3 289.04	2 289.75	30.38%
13.06.2022	3 749.63	3 301.70	#N/A	#N/A
10.06.2022	3 900.86	3 437.06	2 285.52	33.50%
09.06.2022	4 017.82	3 541.74	2 293.99	35.23%
08.06.2022	4 115.77	3 629.40	2 318.85	36.11%
07.06.2022	4 160.68	3 669.60	2 291.62	37.55%
06.06.2022	4 121.43	3 634.47	2 282.16	37.21%
03.06.2022	4 108.54	3 622.93	2 308.03	36.29%
02.06.2022	4 176.82	3 684.04	2 340.17	36.48%
01.06.2022	4 101.23	3 616.39	2 374.60	34.34%

Примечание: составлено автором на основании источников [Московская биржа, www; Yahoo Finance, www].

Как видно из таблицы 3, медианное значение отклонения от прогноза составило 34,78%, что значительно ниже значений скидки, имевшей место в марте 2022 года после возобновления работы Мосбиржи, и соответствует общей тенденции последних недель к снижению.

Придерживаясь концепции эффективности рынка капитала в Российской Федерации, то есть учитывая, что цены на рынке объективно отражают действующие обстоятельства и всю имеющуюся в открытом доступе информацию, можно сказать, что стоимость также должна отразить указанную скидку 34,78%.

Учитывая воздействие текущих экономических и политических обстоятельств, а также временное разрешение российским компаниям воздержаться от публикации отчетности, имеет смысл внедрение поправочного коэффициента 0,64x при оценке стоимости бизнеса при использовании данных на дату оценки, предшествующую 24 февраля 2022 г. Однако стоит особо отметить значительные макроэкономические факторы, влияющие на значение цен российских компаний на бирже и не дающие делать однозначные выводы на основании приведенного прогноза, такие как ограничения на выход иностранного капитала, государственная финансовая и законодательная поддержка российских компаний, а также монетарная политика Банка России и другие. В связи с этим применение поправочного коэффициента за страновой риск должно быть рассмотрено в каждом случае отдельно.

Заключение

В заключение стоит выделить основные причины невозможности однозначного определения скидки за страновой риск России в условиях кризиса 2022 года:

- 1) Выборочное санкционное давление. Точечные санкции не позволяют применять одинаковые макроэкономические предпосылки для всех компаний, имеющих операционную деятельность в России.
- 2) Отсутствие достоверной информации и надежных источников. Прекращение присвоения рейтингов, чрезмерная реакция на рынках, послабления в части открытости данных российских компаний – препятствия для всестороннего и объективного анализа.
- 3) Угрозы вторичных санкций инвесторам, размещающим капитал в России, и ограничения на вывод капитала из России. Нерыночные условия не способствуют рациональному отражению в биржевых ценах восприятия риска инвесторами.
- 4) Изменчивость монетарной политики. Несмотря на доказанную полную дееспособность

Банка России в кризисных ситуациях, нестабильность монетарной политики влечет долгосрочные негативные последствия.

Таким образом, применение некоторых усовершенствованных классических методов возможно наравне с альтернативными методами. Однако стоит учитывать высокую степень неопределенности и несовершенство рынка и его механизмов при оценке стоимости российского бизнеса.

Библиография

1. Московская биржа. URL: <https://www.moex.com>.
2. Рейтинговое агентство Moody's. URL: <https://www.moodys.com>.
3. Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures and Implications. URL: <https://ssrn.com/abstract=2630871>.
4. Damodaran Online. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
5. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // Review of Economics and Statistics. 1965. No. 47. P. 13-37.
6. Saeedy A., Duehren A. Treasury to Block U.S. Investors From Receiving Russian Debt Payments // The Wall Street Journal. 2022. No. 24. URL: https://www.wsj.com/articles/treasury-to-block-u-s-investors-from-receiving-russian-debt-payments-11653420533?mod=article_inline.
7. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance. 1964. No. 19. P. 425-442.
8. Stein J. U.S. pushes Russia toward default by blocking debt payments // The Washington Post. 2022. URL: <https://www.washingtonpost.com/us-policy/2022/05/24/treasury-russia-debt-default>.
9. Stubbington T., Fleming S. Fresh US sanctions imposed on Russian bonds add 'more teeth' to existing curbs // Financial Times. 2022. URL: <https://www.ft.com/content/5908b0a1-f384-4a5e-8a31-581452321ae7>.
10. Yahoo Finance. URL: <https://finance.yahoo.com>.

Country risk assessment when determining the value of a business in Russia in a crisis

Kirill D. Isaev

Student,
Financial University under the Government of the Russian Federation,
125993, 49 Leningradskii ave., Moscow, Russian Federation;
e-mail: kisaefff@yandex.ru

Abstract

For the economy of the Russian Federation, 2022 will be one of the most difficult years in the entire modern history of the country. A large number of macroeconomic factors, the undermined confidence of a number of foreign investors, as well as the rapid change in federal legislation entail the need to revise the existing mechanisms for taking into account country risk when assessing the value of a business in Russia. In this regard, the author of this article presents classical and alternative methods for calculating the country risk adjustment, taking into account the existing macroeconomic uncertainty. The arguments against the use of the most common methods of risk accounting are considered, as well as the conditions under which their use will become optimal again. In conclusion, the main reasons for the impossibility of unambiguously determining the discount for the presence of country risk in the current political and economic conditions are given.

For citation

Isaev K.D. (2022) Otsenka stranovogo riska pri opredelenii stoimosti biznesa v Rossii v usloviyakh krizisa [Country risk assessment when determining the value of a business in Russia in a crisis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 12 (5A), pp. 110-117. DOI: 10.34670/AR.2022.33.15.012

Keywords

Risk premium, country risk, crisis, business valuation.

References

1. Damodaran A. *Country Risk: Determinants, Measures and Implications*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2630871> [Accessed 16/05/2022].
2. Damodaran Online. Available at: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
3. Lintner J. (1965) The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, pp. 13-37.
4. *Moskovskaya birzha* [Moscow stock exchange]. Available at: <https://www.moex.com> [Accessed 19/05/2022].
5. *Reitingovoe agentstvo Moody's* [Moody's rating agency]. Available at: <https://www.moodys.com> [Accessed 11/05/2022].
6. Saeedy A., Duehren A. (2022) Treasury to Block U.S. Investors From Receiving Russian Debt Payments. *The Wall Street Journal*, 24. Available at: https://www.wsj.com/articles/treasury-to-block-u-s-investors-from-receiving-russian-debt-payments-11653420533?mod=article_inline [Accessed 16/05/2022].
7. Sharpe W.F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, pp. 425-442.
8. Stein J. (2022) U.S. pushes Russia toward default by blocking debt payments. *The Washington Post*. Available at: <https://www.washingtonpost.com/us-policy/2022/05/24/treasury-russia-debt-default> [Accessed 18/05/2022].
9. Stubbington T., Fleming S. (2022) Fresh US sanctions imposed on Russian bonds add 'more teeth' to existing curbs. *Financial Times*. Available at: <https://www.ft.com/content/5908b0a1-f384-4a5e-8a31-581452321ae7>.
10. *Yahoo Finance*. Available at: <https://finance.yahoo.com> [Accessed 16/05/2022].