



«Оценочная деятельность и судебная экспертиза:
современные условия, актуальная практика и
перспективы развития»

Научно-практическая конференция

3-4 апреля 2025 года, г. Самара

Примеры использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости и бизнеса

Савельев Андрей Викторович

Региональный представитель Союза финансово-экономических судебных экспертов
на территории Самарской области

Член Экспертного совета Ассоциации Саморегулируемая организация
«Национальная коллегия специалистов-оценщиков»

Заместитель директора по научно-методической и экспертной работе
ООО «Территориальное агентство оценки»

Для того, чтобы быть востребованным и хорошо оплачиваемым специалистом необходимо:

- заниматься тем, что востребовано у максимально большого количества потенциальных покупателей;
- число людей, которые могут это делать на высокопрофессиональном уровне, должно быть как можно меньше;
- должно быть интересно этим заниматься и развиваться в этом направлении;
- делать это лучше других

Оценщик 2025 года VS Оценщик 2005 года ?

Оценщик 2025 года VS Оценщик 2005 года

В части «инструментария»:

- массовое внедрение интернет-площадок по рынку недвижимого и движимого имущества (агрегаторов рынка) – пользователи услуг имеют точно такой же доступ, как и оценщики;
- появление агрегаторов ретроспективной рыночной информации - пользователи услуг имеют точно такой же доступ, как и оценщики;
- массовое внедрение разнообразных «справочников корректировок» и «справочников рыночных показателей» - пользователи услуг имеют точно такой же доступ, как и оценщики;
- массовое внедрение «автоматизированной оценки» типовых объектов без участия оценщика – оценщик не нужен, если только не нужна подпись оценщика

Оценщик 2025 года VS Оценщик 2005 года

В части отношения к оценщикам и «оценочным практикам»:

- существенное снижение **«сакральности»** оценочной деятельности в «типовых объектах» – **«да я так же могу!»**;
- перемещение «типовой розницы» в «автоматизированную оценку» - **нужен не оценщик с оценочным образованием, а «оператор ввода данных – характеристик объекта» и «осмотрщик»**;
- небрежное отношение некоторых оценщиков к используемым рыночным объектам-аналогам – **«зачем «заморачиваться» и «фильтровать рынок», если «справочники» «учтут» все различия и показатели?»** – на выходе зачастую получаем результаты, которые вызывают недоумение у пользователей оценки и очень далеки от рыночных реалий;
- за оценку «типового объекта» заказчики готовы платить **существенно меньше, чем 20 лет назад** – **а оценщики зачастую готовы работать за это существенно меньшее вознаграждение**

Оценщик 2025 года VS Оценщик 2005 года

Ситуация на 2025 год:

- оценка «типовой розницы» – рынок «покупателя», а не рынок «продавца» - «покупатель» диктует условия – и это надолго/навсегда;
- «крестовый поход 2023-2024 гг. против справочников» - «справочники корректировок» и «справочники рыночных показателей» с нами всерьез и надолго – пользователи оценочных услуг их по больше части понимают и принимают;
- «приоритет «рыночных корректировок» над «корректировками по справочникам» – 07.11.2024 г. Союз саморегулируемых организаций оценщиков («Союз СОО») выступил против;
- выбор профессиональной специализации в рамках оценочной деятельности – смотри в направлении, где тебя будет трудно заменить «алгоритмами»

«Инструкция» по использованию «справочников корректировок»

Проблема:

- небрежное отношение некоторых оценщиков к используемым рыночным объектам-аналогам – «зачем «заморачиваться» и «фильтровать рынок», если «справочники» «учтут» все различия и показатели»? – на выходе зачастую получаем результаты, которые вызывают недоумение у пользователей оценки и очень далеки от рыночных реалий

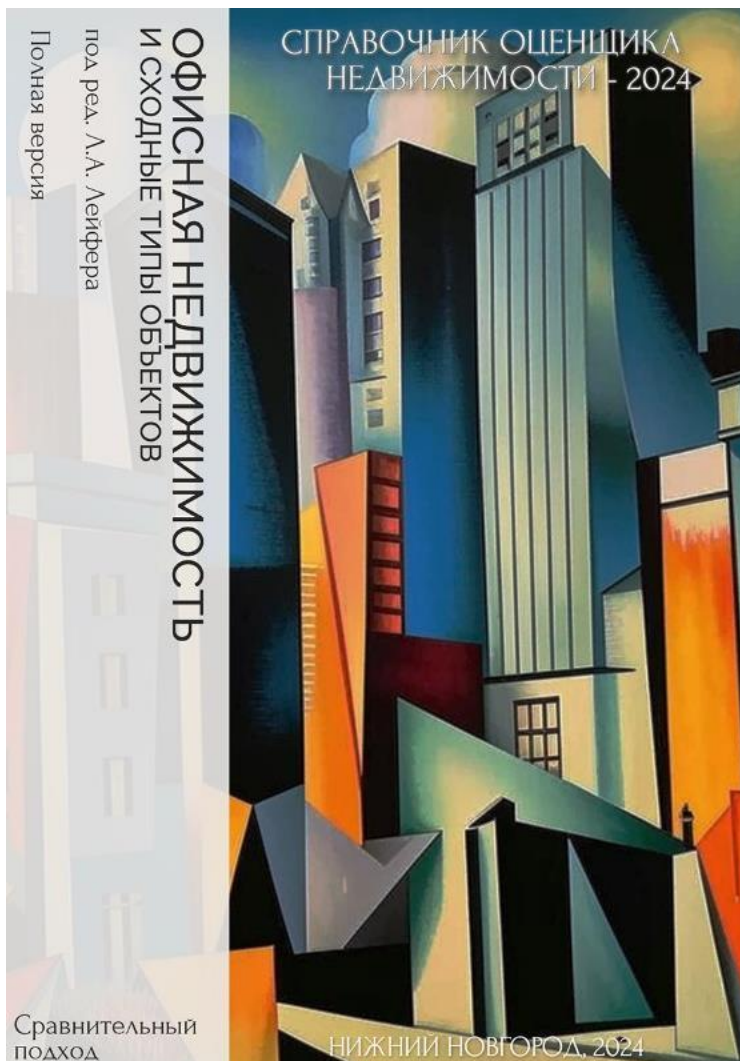
Цель:

- минимизация затрат при максимизация качества

Возможное решение:

- «приоритет меньшего количества внесенных корректировок над большим количеством внесенных корректировок» – «нужно «заморачиваться» и «фильтровать рынок» - чтобы подобрать наиболее сопоставимые объекты-аналоги, требующие минимального количества корректировок (каждая экспертная корректировка содержит в себе погрешность расчетов!);
- «принцип разумности действий сторон сделки» – цена сделки - наибольшая из достижимых по разумным соображениям цен для продавца и наименьшая из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя

«Инструкция» по использованию «справочников корректировок»



ИНЕ СПРАВОЧНИК ОЦЕНЩИКА НЕДВИЖИМОСТИ-2024. ОФИСНАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ И СХОДНЫЕ ТИПЫ ОБЪЕКТОВ. КОРРЕКТИРУЮЩИЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ И СКИДКИ ДЛЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА. ПОЛНАЯ ВЕРСИЯ.

объектов- аналогов с помощью корректировок «приводятся» к ценам объекта оценки.

3. На основе образованной из скорректированных цен квазигомогенной выборки рассчитывается рыночная стоимость объекта оценки.

Отметим, что применение данного подхода возможно при условии, что оцениваемый объект не является уникальным и в распоряжении оценщика имеется достаточно полная информация об объектах-аналогах, в том числе и по всем ценообразующим параметрам, по которым будет производиться сравнение. Объекты-аналоги должны относиться к тому же сегменту, что и объект оценки, сделки с ними должны осуществляться на типичных для данного сегмента условиях и механизм ценообразования должен быть таким же, как и у объекта оценки.

6.2. ПОДБОР ОБЪЕКТОВ-АНАЛОГОВ

В качестве критерия, в соответствии с которым осуществляется выбор объектов-аналогов, является сходство объектов-аналогов с объектом оценки по основным факторам ценообразования.

Сравнение оцениваемого объекта с объектами-аналогами проводится по элементам сравнения. Элементы сравнения – конкретные характеристики объектов имущества и сделок, которые приводят к вариациям в ценах, учитываемых за недвижимость.

Согласно п. 22 ФСО № 7 [7] основные факторы включают:

- передаваемые имущественные права, ограничения (обременения) этих прав;
- условия финансирования состоявшейся или предполагаемой сделки (вид оплаты, условия кредитования, иные условия);

84

ИНЕ СПРАВОЧНИК ОЦЕНЩИКА НЕДВИЖИМОСТИ-2024. ОФИСНАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ И СХОДНЫЕ ТИПЫ ОБЪЕКТОВ. КОРРЕКТИРУЮЩИЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ И СКИДКИ ДЛЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА. ПОЛНАЯ ВЕРСИЯ.

- условия продажи (нетипичные для рынка условия, сделка между аффилированными лицами, иные условия);
- условия рынка (изменения цен за период между датами сделки и оценки, скидки к ценам предложений, иные условия);
- вид использования и (или) зонирование;
- местоположение объекта;
- физические характеристики объекта;
- экономические характеристики (уровень операционных расходов, условия аренды, состав арендаторов, иные характеристики);
- другие характеристики (элементы), влияющие на стоимость.

Для корректной реализации сравнительного подхода оценщик должен использовать объекты-аналоги с аналогичными ценообразующими факторами такими, как сегмент рынка, площадь и местоположение. В качестве критериев сходства с объектом оценки следует использовать:

- небольшое отличие объектов-аналогов от оцениваемого объекта, не более, чем по двум-трем характеристикам;
- различие в характеристиках, приводящее к отклонению в стоимости по модулю не более, чем на 30%;
- разброс цен объектов-аналогов (соотношение между минимальной и максимальной ценой) в исходной или скорректированной выборках не должен превышать 50%.

6.3. РАСЧЕТ И ВНЕСЕНИЕ КОРРЕКТИРОВОК

Корректировки осуществляются следующим образом: каждый объект-аналог сравнивается с объектом

85

6.2. ПОДБОР ОБЪЕКТОВ-АНАЛОГОВ

В качестве критерия, в соответствии с которым **осуществляется выбор объектов-аналогов**, является сходство объектов-аналогов с объектом оценки по основным факторам ценообразования.

Для корректной реализации сравнительного подхода оценщики должны использовать объекты-аналоги с аналогичными ценообразующими факторами такими, как сегмент рынка, площадь и местоположение. В качестве критериев сходства с объектом оценки следует использовать:

- небольшое отличие объектов-аналогов от оцениваемого объекта, не более, чем по двум-трем характеристикам,
- различие в характеристиках, приводящее к отклонению в стоимости по модулю не более, чем на 30%;
- разброс цен объектов-аналогов (соотношение между минимальной и максимальной ценой) в исходной или скорректированной выборках не должен превышать 50%.

Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости

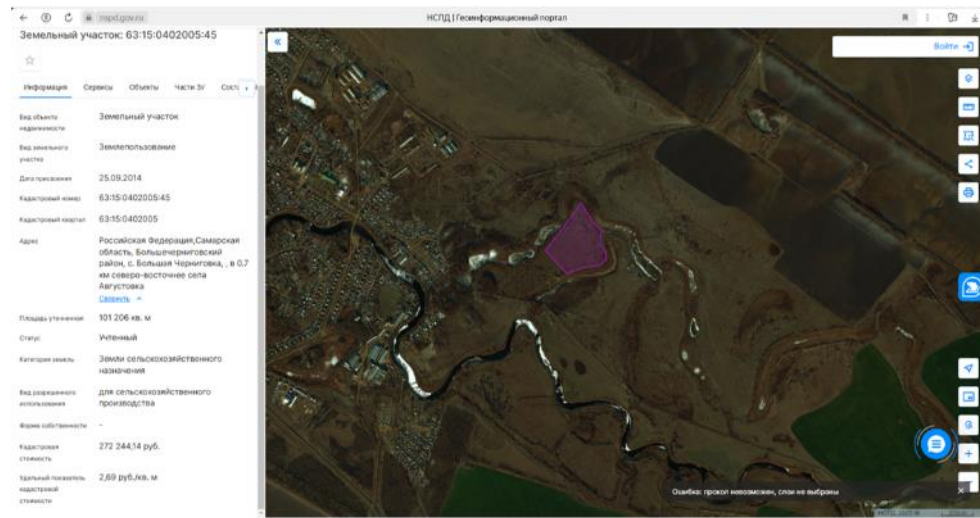


Рисунок 8. Местоположение земельного участка кадастровый номер 63:15:0402005:45 относительно села Августовка Большечерниговского района Самарской области

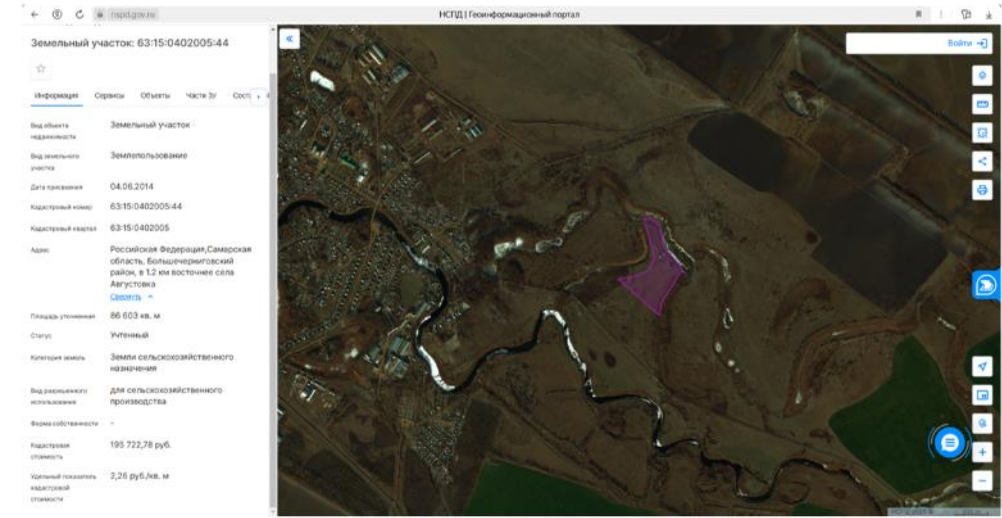


Рисунок 9. Местоположение земельного участка кадастровый номер 63:15:0402005:44 относительно села Августовка Большечерниговского района Самарской области

НСПД/Геoinформационный портал

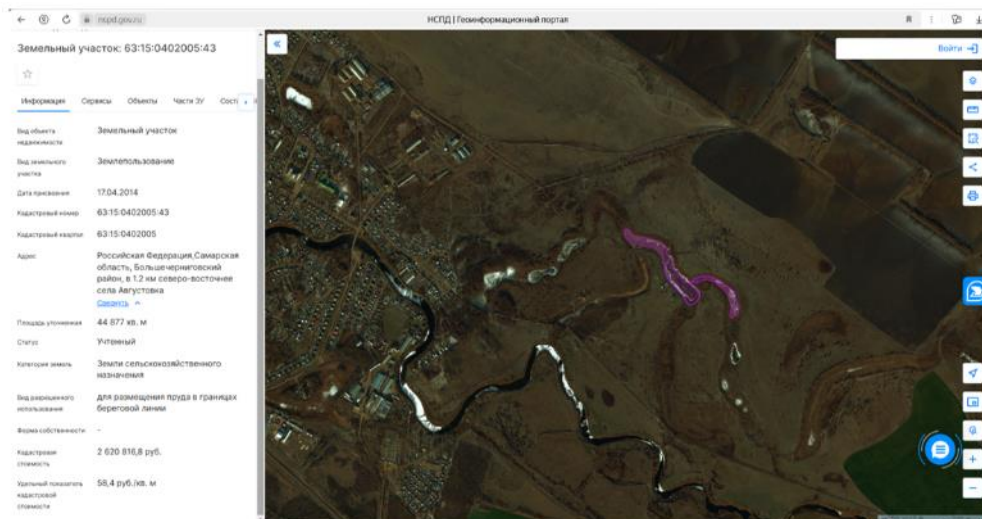
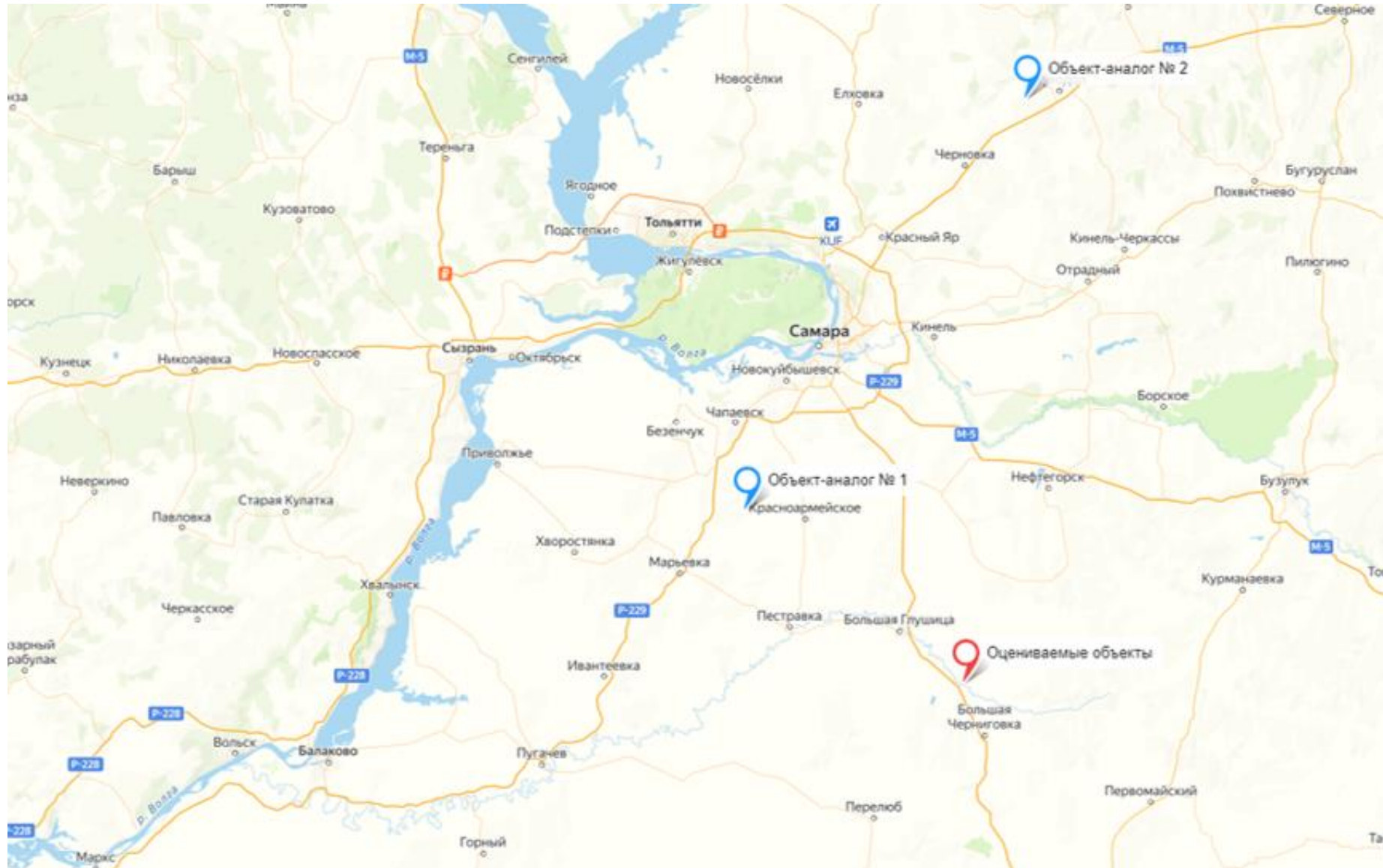


Рисунок 10. Местоположение земельного участка кадастровый номер 63:15:0402005:43 относительно села Августовка Большечерниговского района Самарской области

Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости




Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости

Объект-аналог № 1

Главная > ... > Земельные участки > Купить > Сельхозназначение (СНТ, ДНП)

Участок 15 га (СНТ, ДНП)

Добавить в избранное Сравнить Добавить заметку



Без звонков
Позвонить, посмотреть объявления

Написать сообщение
Отправит в течение дня

Рассчитать ипотеку

Спросите у продавца

Здравствуйте!

Еще просмотреть? Торг уместен?
Когда можно посмотреть?

Елена
Частное лицо
На Авито с декабря 2021
Документы проверены Звонки: 9 из 100
13 объявлений пользователя
Подписаться на продавца

Об участке
Площадь: 1500 сот. Расстояние до центра города: 28 км

Расположение
Самарская обл., Красноармейский р-н, сельское поселение Павловка, пос. Соленика [Показать карту*](#)

Описание
Продам пруд, 11 га и 5 га земли вокруг. Пруд зарыблен. На территории свет, электричество, видеонаблюдение. Построено 3 каркасных дома, имеется свайный фундамент еще под один дом. У пруда есть дамба с возможностью слива. До пруда полностью асфальтированная дорога. Собственник

https://www.avito.ru/chapaevsk/zemelnye_uchastki/uchastok_15_ga_snt_dnp_4034212113?context=H4sIAAAAAAAAAwEFAOD_YTovOntzOjEzOjSb2NhbFBvaW9yaXR5IjtiOiA7fQseF2QFAAAA

Примечание!!!


В объявлении указана цена предложения объекта – 7 000 000 руб. По результатам телефонных переговоров с представителем собственника оценщику была сообщена информация, что затраты на строительство трех каркасных домов и свайного фундамента под четвертый дом, расположенных на земельном участке, составили примерно 1 000 000 рублей. Таким образом, цена предложения земельных участков без учета стоимости трех каркасных домов и свайного фундамента под четвертый дом составляет 6 000 000 руб.

Объект-аналог № 2

Главная > ... > Земельные участки > Купить > Сельхозназначение (СНТ, ДНП)

Участок 15,7 га (СНТ, ДНП)

Добавить в избранное Сравнить Добавить заметку



8 958 730-53-26

Написать сообщение

Рассчитать ипотеку

Спросите у продавца

Здравствуйте!

Еще просмотреть? Торг уместен?
Когда можно посмотреть?

Юрий
Частное лицо
На Авито с октября 2015
Подписаться на продавца

Об участке
Площадь: 1570 сот. Расстояние до центра города: 10 км

Расположение
Самарская обл., Сергиевский р-н, с. Павловка [Показать карту*](#)

Описание
Продаю земельный участок площадью 15,7 га. На участке два озера, одно размером с гектар, второе поменьше. Хорошие подъездные пути. Живописное место. Идеально подойдет под турбазу или базу отдыха. Есть свидетельство возможна отдельная продажа

https://www.avito.ru/sergievsk/zemelnye_uchastki/uchastok_157_ga_snt_dnp_1819635807?context=H4sIAAAAAAAAAwEAMD_YTovOntzOjEzOjSb2NhbFBvaW9yaXR5IjtiOiA7czoxOjI4IjtzOjE2OjIqSWNleXNkWWVvaHYxU24zIit9VPOB5z8AAAA

Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости

Элементы сравнения	Вид объекта недвижимости	Земельные участки	Земельные участки	Земельные участки
	Составляющие элементов сравнения	Оцениваемые объекты	Объект - аналог № 1 №1	Объект - аналог № 2 №2
Передаваемые имущественные права	Вид права на объект	право собственности	право собственности	право собственности
Условия финансирования состоявшейся или предполагаемой сделки	Вид оплаты Условия кредитования	соответствует рыночным условиям соответствуют рыночным условиям	соответствует рыночным условиям соответствуют рыночным условиям	соответствует рыночным условиям соответствуют рыночным условиям
Условия продажи	Нетипичные для рынка условия	нет	нет	нет
	Сделка между аффилированными лицами	нет	нет	нет
Условия рынка	Дата получения информации	февраль 2025 года	февраль 2025 года	январь 2025 года
	Скидка к цене предложения	нет	есть	есть
Вид использования и (или) зонирование	Категория земель	Земли сельскохозяйственного назначения	Земли сельскохозяйственного назначения	Земли сельскохозяйственного назначения
	Разрешенное использование / назначение земельного участка	Для сельскохозяйственного производства, для размещения пруда в границах береговой линии	Для сельскохозяйственного производства, для размещения пруда в границах береговой линии	Для сельскохозяйственного производства, для размещения пруда в границах береговой линии
Местоположение объекта	Адрес объекта	Самарская область, Большечерниговский район, в 0.7 км северо-восточнее села Августовка, в 1.2 км восточнее села Августовка, в 1.2 км северо-восточнее села Августовка	Самарская область, Красноармейский район, сельское поселение Павловка, пос. Соляники	Самарская область, Сергиевский район, с. Павловка
	Кадастровый номер объекта	63:15:0402005:44; 63:15:0402005:45;	н/д	н/д
	Статус ближайшего населенного пункта расположения объекта	прочие населенные пункты	прочие населенные пункты	прочие населенные пункты
	Расстояние от объекта до областного центра	более 70 км	более 70 км	более 70 км
	Наличие асфальтированного подъездного пути к объекту	подъезд по грунтовой дороге	асфальтированный подъезд	подъезд по грунтовой дороге
	Доступ к объекту	свободный доступ	свободный доступ	свободный доступ
	Физические характеристики	Площадь объекта, кв. м	232 686	160 000
	Площадь объекта, га	23,27	16,00	15,70
	Площадь объекта (качественная характеристика)	от 10 до 30 га	от 10 до 30 га	от 10 до 30 га
	Площадь земельного участка, занятого водоемом, в составе объекта, кв.м	44 877	110 000	17 000
	Площадь земельного участка, занятого водоемом, в составе объекта, га	4,49	11,00	1,70
	Площадь прилегающего к водоему земельного участка в составе объекта, кв.м	187 809	50 000	140 000
	Площадь прилегающего к водоему земельного участка в составе объекта, га	18,78	5,00	14,00
	Инженерные коммуникации, подходящие к объекту	электроснабжение по границам участка	электроснабжение по границам участка	электроснабжение по границам участка
	Наличие сельскохозяйственной обработки объекта	не обрабатывается	не обрабатывается	не обрабатывается
Экономические характеристики объекта	Фактическое (текущее) использование объекта	Земельные участки, занятые водоемами, и прилегающие к водоемам земельные участки, пригодные для ловли рыбы	Земельные участки, занятые водоемами, и прилегающие к водоемам земельные участки, пригодные для ловли рыбы	Земельные участки, занятые водоемами, и прилегающие к водоемам земельные участки, пригодные для ловли рыбы
Стоимостные характеристики	Цена предложения (сделки) объекта, руб.		6 000 000	3 300 000
	Цена предложения (сделки) объекта, руб./га		375 000	210 191
Источники	Источник информации		https://www.avito.ru/chapaevsk/zemelnye_uchastki/uchastok_15_ga_snt_19635807?context=H4sIAAAAdnp_4034212113?context=H4sIAAAwEAAAAMd_YTovOntzOIEzOjIj2NhbFBvaW9vaXR5IitiOIA7QseF2QAAAA	https://www.avito.ru/sergievsk/zemelnye_uchastki/uchastok_157_ga_snt_dnp_1819635807?context=H4sIAAAAAAAAAAAAMd_YTovOntzOIEzOjIj2NhbFBvaW9vaXR5IitiOIA7QseF2QAAAA
	Контактная информация		Представитель собственника, Елена	Представитель собственника, Юрий, 8-958-730-53-26

Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости

Элементы сравнения	Вид объекта недвижимости	Земельные участки	Земельные участки	Земельные участки
	Составляющие элементов сравнения	Оцениваемые объекты	Объект - аналог № 1 №1	Объект - аналог № 2 №2
Корректировка на передаваемые имущественные права	Величина корректировки (относительная) на передаваемые имущественные права, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		6 000 000	3 300 000
Корректировка на условия финансирования состоявшейся или предполагаемой сделки	Величина корректировки (относительная) на вид оплаты, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на условия кредитования, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		6 000 000	3 300 000
Корректировка на условия продажи	Величина корректировки (относительная) на нетипичные для рынка условия, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на сделку между аффилированными лицами, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		6 000 000	3 300 000
Корректировка на условия рынка	Величина корректировки (относительная) на изменение цен, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на скидку к цене предложения, %		-26,1%	-26,1%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		4 434 000	2 438 700
Корректировка на вид использования и (или) зонирование	Величина корректировки (относительная) на категорию земель, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на разрешенное использование / назначение земельного участка, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		4 434 000	2 438 700
Корректировка на местоположение объекта	Величина корректировки (относительная) на статус ближайшего населенного пункта расположения объекта, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на расстояние от объекта до областного центра, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на наличие асфальтированного подъездного пути к объекту, %		-18%	0%
	Величина корректировки (относительная) на доступ к объекту, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		3 635 880	2 438 700
Корректировка на физические характеристики объекта	Величина корректировки (относительная) на площадь объекта, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на инженерные коммуникации, подходящие к объекту, %		0%	0%
	Величина корректировки (относительная) на наличие сельскохозяйственной обработки объекта, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		3 635 880	2 438 700
Корректировка на экономические характеристики объекта	Величина корректировки (относительная) на фактическое (текущее) использование объекта, %		0%	0%
	Скорректированная цена предложения объекта, руб.		3 635 880	2 438 700
Физические характеристики	Площадь земельного участка, занятого водоемом, в составе объекта, га	4,49	11,00	1,70
	Площадь прилегающего к водоему земельного участка в составе объекта, га	18,78	5,00	14,00

Пример использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости

Составляющие элементов сравнения	Оцениваемые объекты	Объект - аналог № 1	Объект - аналог № 2
		№1	№2
Скорректированная цена предложения объекта, руб.		3 635 880	2 438 700
Площадь земельного участка, занятого водоемом, в составе объекта, га	4,49	11,00	1,70
Площадь прилегающего к водоему земельного участка в составе объекта, га	18,78	5,00	14,00

Обозначим стоимость 1 га земельного участка, занятого водоемом, в составе объекта, как **X**.

Обозначим стоимость 1 га прилегающего к водоему земельного участка в составе объекта, как **Y**.

Таким образом, мы можем составить систему уравнений:

- первое уравнение системы: **$11X + 5Y = 3\,635\,880$**
- второе уравнение системы: **$1,7X + 14Y = 2\,438\,700$**

Путем простых математических преобразований решение данной системы уравнений даст следующие значения **X** и **Y**:

- **$X = 266\,040$ руб./га;**
- **$Y = 141\,888$ руб./га.**

Таким образом, рыночная стоимость оцениваемых объектов составляет:

$$4,49 \times 266\,040 + 18,78 \times 141\,888 = 3\,859\,177 \text{ руб.}$$

Примеры использования прямых рыночных данных при оценке недвижимости и бизнеса

Рыночные показатели среднегодовой доходности российского рынка на конец 2024 года за период 2004-2024 гг., % годовых:

- **Real Estate RUS** – жилая недвижимость в России. Используются средняя цена 1 кв. м на рынке жилья от Росстата и 3.5% годовой доходности чистого (то есть с учетом затрат/амортизации) денежного потока от использования объектов для построения индекса полной доходности - **13,9%**;
- **Акции RUB** – акции российских компаний, включая дивиденды. Индекс МосБиржи (полной доходности) - **13,3%**;
- **Corp Bond RUB** – корпоративные облигации в RUB. До 2020г. используется индекс IFX-Cbonds. Начиная с 2020г. - Cbonds CBI RU Total Market Investable – **9,4%**;
- **MMarket RUB** – денежный рынок в RUB. До 2014г. используется средневзвешенная %ставка по депозитам для физ. лиц на срок до 1 года (без учета счетов до востребования), умноженная на коэф. 0.85. С 2014 по 2021гг.: MOEXREPO Equity Rate. Начиная с 2021гг.: LQDT ETF – **8,6%**;
- **Инфляция RUB** – индекс потребительских цен по данным Росстата (последние доступные данные) – **8,3%**;
- **Наличный USD** – курс USD/RUB Банка России – **6,1%**

Пример использования прямых рыночных данных при оценке бизнеса

Доходность портфелей российских акций и корпоративных облигаций

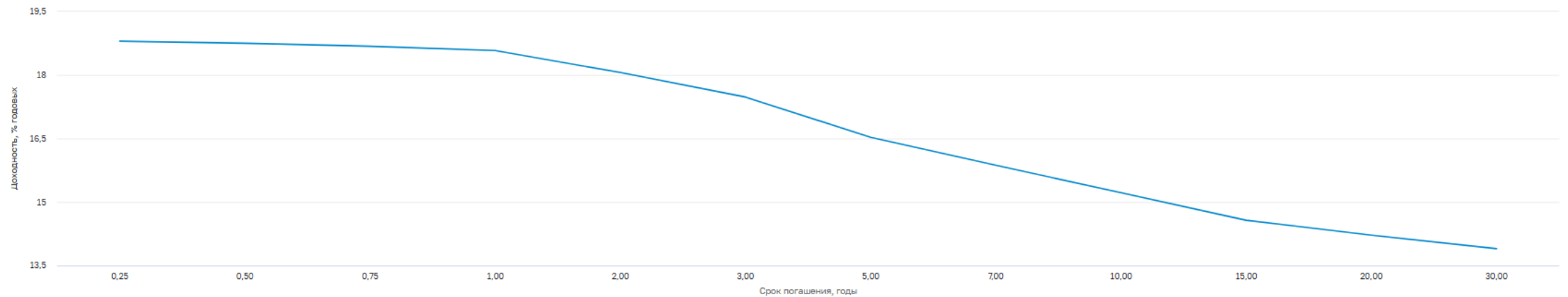
Доля	Акции	Доходность портфелей										Депозиты	Инфляция	
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%			100%
	Облигаций	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%	0%		
	2003	22.5%	25.9%	29.3%	32.7%	36.1%	39.5%	43.0%	46.4%	49.8%	53.2%	56.6%	12.8%	12.0%
	2004	13.2%	12.6%	12.0%	11.4%	10.8%	10.2%	9.6%	9.0%	8.5%	7.9%	7.3%	11.0%	11.7%
	2005	11.2%	18.6%	26.0%	33.3%	40.7%	48.0%	55.4%	62.8%	70.1%	77.5%	84.9%	9.7%	10.8%
	2006	8.2%	14.4%	20.5%	26.7%	32.8%	39.0%	45.2%	51.3%	57.5%	63.6%	69.8%	8.9%	9.1%
	2007	7.0%	7.6%	8.2%	8.7%	9.3%	9.8%	10.4%	11.0%	11.5%	12.1%	12.7%	8.5%	11.8%
	2008	-7.1%	-13.0%	-19.0%	-24.9%	-30.9%	-36.8%	-42.8%	-48.7%	-54.7%	-60.7%	-66.6%	8.5%	13.2%
	2009	28.8%	38.5%	48.3%	58.0%	67.7%	77.5%	87.2%	96.9%	106.6%	116.4%	126.1%	12.9%	8.9%
	2010	12.2%	13.5%	14.8%	16.1%	17.4%	18.7%	20.0%	21.3%	22.7%	24.0%	25.3%	8.8%	8.7%
	2011	6.0%	4.0%	1.9%	-0.1%	-2.2%	-4.2%	-6.3%	-8.3%	-10.4%	-12.4%	-14.5%	6.7%	6.2%
	2012	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.8%	8.8%	8.8%	8.0%	6.5%
	2013	8.9%	8.7%	8.4%	8.1%	7.9%	7.6%	7.4%	7.1%	6.8%	6.6%	6.3%	8.3%	6.5%
	2014	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	-1.6%	-1.8%	6.5%	11.3%
	2015	17.6%	19.1%	20.5%	22.0%	23.5%	24.9%	26.4%	27.9%	29.3%	30.8%	32.3%	10.5%	12.9%
	2016	12.7%	14.7%	16.7%	18.7%	20.7%	22.7%	24.7%	26.7%	28.8%	30.8%	32.8%	7.7%	5.4%
	2017	12.2%	10.9%	9.7%	8.5%	7.2%	6.0%	4.8%	3.5%	2.3%	1.1%	-0.2%	6.4%	2.5%
	2018	4.4%	5.9%	7.3%	8.8%	10.3%	11.7%	13.2%	14.7%	16.1%	17.6%	19.1%	5.6%	4.2%
	2019	15.0%	17.3%	19.7%	22.0%	24.4%	26.7%	29.1%	31.4%	33.8%	36.1%	38.5%	5.7%	3.1%
	2020	11.1%	11.5%	11.8%	12.2%	12.6%	13.0%	13.3%	13.7%	14.1%	14.5%	14.8%	4.1%	4.9%
	2021	4.3%	6.1%	7.8%	9.6%	11.3%	13.1%	14.8%	16.6%	18.3%	20.0%	21.8%	4.5%	8.4%
	2022	11.8%	6.9%	2.0%	-2.9%	-7.8%	-12.7%	-17.6%	-22.5%	-27.4%	-32.4%	-37.3%	8.6%	11.9%
	2023	6.0%	10.8%	15.6%	20.4%	25.2%	29.9%	34.7%	39.5%	44.3%	49.1%	53.8%	8.2%	7.4%
	2024	5.1%	4.7%	4.4%	4.0%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%	2.3%	2.0%	1.6%	17.7%	9.7%
	Среднегод доходность	9.8%	10.8%	11.8%	12.6%	13.3%	14.0%	14.5%	14.8%	15.1%	15.1%	15.0%	8.6%	8.5%
	Совокупная доходность	679.3%	861.5%	1059.1%	1266.2%	1474.8%	1674.6%	1853.3%	1997.0%	2090.4%	2117.7%	2063.6%	510.4%	497.9%
	Стандартное отклонение	7.2%	9.7%	12.6%	15.8%	19.1%	22.5%	25.9%	29.3%	32.8%	36.3%	39.7%	3.0%	
	Козф. Шарпа	0.168	0.234	0.254	0.256	0.250	0.240	0.227	0.213	0.198	0.181	0.162	-	

Акции: для 2003г Refinitiv Russia Total Market (полной доходности), с 2004г индекс Мосбиржи (полной доходности). Облигации: для 2003-2019гг IFX-Cbonds (полной доходности), с 2020г Cbonds CBI RU Middle Market Investable. Депозиты: средневзвеш. ставка по депозитам физ. лиц в RUB (без Сбербанка) сроком до 1 года (без "до востребования") с ежемесячным реинвестированием (с декабря пред. года по декабрь тек. года) по ставкам на конец каждого месяца * 0.6 + доходность денежного рынка за год (LQDT ETF) * 0.4 (денежный рынок с 2020 года, ранее вес ставок депозитов = 1). Если указанные данные по депозитам отсутствуют, используется max ставка по десяти банкам, привлекающих наибольший объем депозитов физ.лиц * 0.9. Инфляция: к декабрю пред. года по данным Росстата (для периодов без данных, используется последнее значение индекса). Козф. Шарпа = (CAGR(portfolio)- CAGR(deposit rate))/Std(portfolio). Источники: Мосбиржа, Банк России, Росстат. Расчеты УК ДОХОДЪ

Кривая бескупонной доходности государственных облигаций

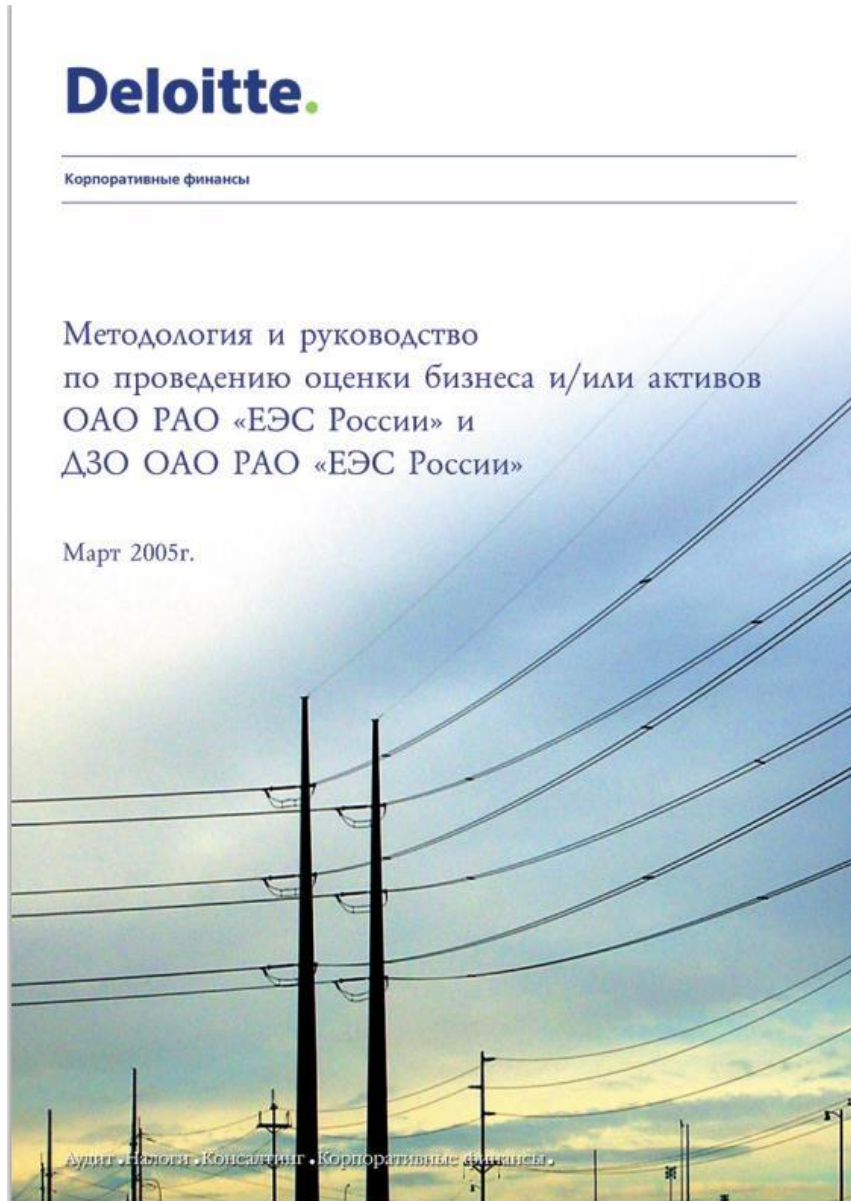
30.12.2024

Кривая бескупонной доходности



на 30.12.2024

Срок до погашения, лет	0.25	0.50	0.75	1.00	2.00	3.00	5.00	7.00	10.00	15.00	20.00	30.00
Доходность, % годовых	18.80	18.75	18.68	18.58	18.06	17.48	16.53	15.87	15.22	14.57	14.22	13.90



Deloitte.

Раздел III – ПРАКТИЧЕСКИЕ
РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПРОВЕДЕНИЮ
ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

Методология и руководство
по проведению оценки бизнеса и/или активов
ОАО ПАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО ПАО «ЕЭС России»

3.4.2. Расчет ставки дисконтирования

Расчет стоимости собственного капитала

При расчете стоимости собственного капитала для оценки стоимости бизнеса объектов ОАО ПАО «ЕЭС России» рекомендуется использовать модифицированную модель оценки капитальных активов (САРМ).

Применение модифицированной модели оценки капитальных активов для расчета стоимости собственного капитала можно представить в виде следующей формулы:

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + S1 + S2 + S3$$

Где:

- R_e = Ожидаемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал)
- R_f = Безрисковая ставка (США)
- β = Коэффициент бета
- $R_m - R_f$ = Рыночная премия за риск акционерного капитала (США)
- $S1$ = Премия за страновой риск (Россия в сравнении с США)
- $S2$ = Премия за малую капитализацию
- $S3$ = Премия за специфический риск оцениваемой компании

Расчет стоимости собственного капитала по указанной формуле начинается с определения безрисковой ставки. К данной величине затем прибавляется премия за риск акционерного капитала, умноженная на коэффициент бета, премия за страновой риск, премия, присущая компаниям с небольшой капитализацией, а также премия за специфический риск оцениваемой компании.

Безрисковая ставка R_f

В качестве безрисковой ставки, рекомендуется использовать доходность по 20-летним казначейским облигациям Правительства США. Данный выбор обосновывается тем, что произведенные расчеты премии за риск акционерного капитала базируются на показателях американского фондового рынка, как наиболее развитого и представительного с точки зрения сравнимых активов.

Выбранный период в 20 лет сопоставим с периодом, в течение которого инвесторы обычно сохраняют свои инвестиции в акции. Кроме того, доходность 20-летних казначейских облига-

После февраля 2022 года
– «не та дверь»



«не та дверь»



«та дверь»

После того, как в 2022 г. финансовая инфраструктура недружественных стран стала токсичной для российских инвесторов, гособлигации США утратили статус надёжного инструмента для вложения капитала. Поэтому в условиях отечественного финансового рынка в качестве безрискового актива необходимо рассматривать российские гособлигации.

Пример использования прямых рыночных данных при оценке бизнеса

Предположим, что в нашем примере расчётный период инвестиционного проекта составляет 10 лет. Поэтому в качестве безрискового актива мы выбираем 10-летние ОФЗ, по которым на конец 2024 г. ожидаемая доходность к погашению составляла 15,22% годовых (см. рисунок 1). Тогда принимаем $R_f = 15,22\%$.

Кривая бескупонной доходности

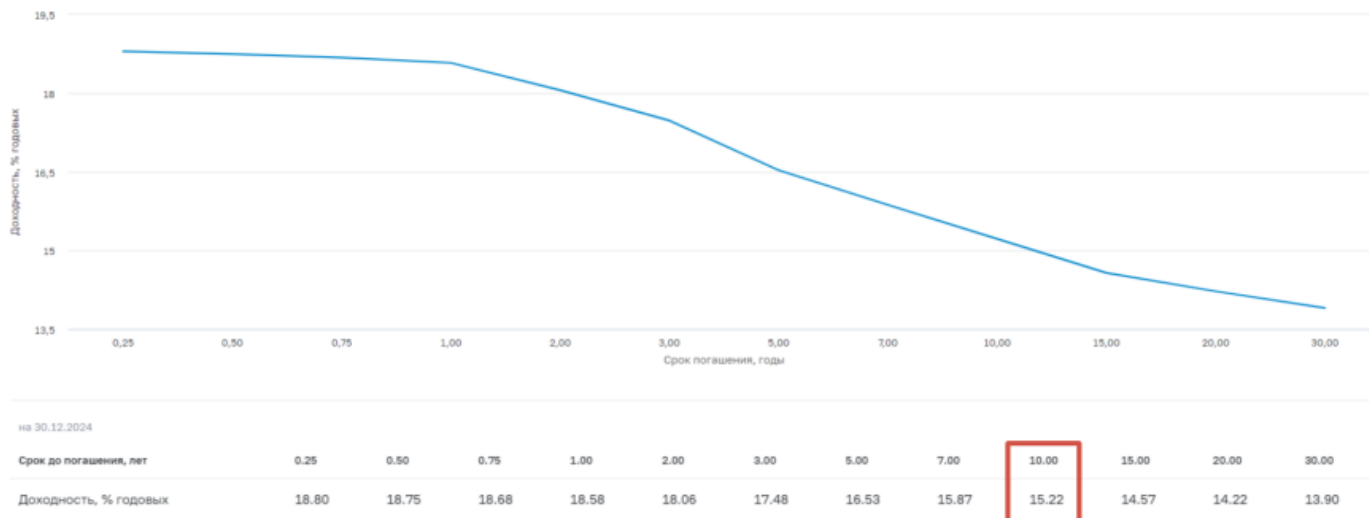


Рисунок 1 – Кривая бескупонной доходности государственных облигаций РФ по состоянию на 30.12.2024 г. (источник – ЦБ РФ)

На конец 2024 г. R_f составила 15,22% годовых, увеличившись за год 3,36 процентных пунктов.

При этом рост ключевой ставки ЦБ РФ за 2024 г. составил 5,0% (с 16,0 до 21,0%), что превышает рост безрисковой доходности.

Это происходит потому, что ключевая ставка регулятора в большей степени влияет на доходность краткосрочных ОФЗ, а безрисковая доходность отражает ожидания инвесторов в долгосрочном периоде.

Премия за рыночный (корпоративный) риск (*Equity Risk Premium, ERP*)

может быть определена как дополнительная доходность к безрисковой ставке, которая компенсирует дополнительные риски, связанные с инвестированием в корпоративный капитал. Также в литературе она получила название премии за систематические риски. Эта премия определяется как разница (спред) между доходностью широкого портфеля акций и безрисковой доходностью:

$$ERP = R_m - R_f^h \quad (3)$$

где ERP – премия за рыночный (корпоративный) риск, %;

R_m – историческая доходность широкого портфеля акций, %;

R_f^h – историческая доходность безрискового актива, %.

Премия за рыночный риск рассчитывается по историческим данным путём нахождения разности между среднегеометрической годовой доходностью широкого портфеля акций и доходностью безрискового актива [Дамодаран, 2021]. Обратите внимание на то, что **историческую** (прошлую) доходность безрискового актива (R_f^h), определяемую на основании статистики фондовых рынков, не следует путать с его **ожидаемой** (будущей) доходностью (R_f), которую мы нашли выше при помощи кривой бескупонной доходности ОФЗ.

Если в качестве безрискового актива выбраны российские гособлигации, то и рискованные надбавки должны быть российскими!

Премия за рыночный (корпоративный) риск (*ERP*) определяется как спред доходностей индекса акций МосБиржи и индекса долгосрочных российских облигаций.

С 2005 по 2024 гг. среднегодовой темп прироста индекса российских акций (МСFTR) составил 13,630% годовых (расчёт производился методом среднего геометрического), а среднегодовой темп прироста индекса российских облигаций (RGBITR) составил 7,515%.

Таким образом, премия за рыночный (корпоративный) риск (*ERP*) для российского рынка составляет 6,12% годовых.

Год назад эта величина составляла 5,75%, то есть возросла несущественно.

Коэффициент β (бета) характеризует меру отраслевого и финансового риска, свойственного для анализируемой компании (отрасли) и отражает амплитуду колебаний её доходности относительно рынка в целом. Можно утверждать, что коэффициент β показывает, на сколько процентов изменятся котировки акций анализируемой компании при изменении рынка акций в целом на 1%.

Математически бета представляет собой коэффициент регрессии в корреляционном уравнении зависимости доходности анализируемых акций от доходности фондового индекса за исследуемый период. Значение коэффициента рассчитывается по следующей формуле [Sharpe, 1964]:

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (4)$$

где β – коэффициент, характеризующий меру рыночного риска актива, ед.;

$COV(R_i, R_m)$ – ковариация между доходностью актива (R_i) и доходностью рынка в целом (R_m) за исследуемый период;

$\sigma^2(R_m)$ – дисперсия доходности рынка в целом за исследуемый период.

Тогда определение коэффициента β сопоставимых компаний может осуществляться на базе **отраслевых** индексов Московской Биржи, которые отражают динамику котировок акций ведущих российских компаний, экономическая деятельность которых относится к соответствующим секторам народного хозяйства. В настоящее время выделяется 10 отраслевых индексов, которые охватывают основные отраслевые группы отечественной экономики (от транспорта до информационных технологий)⁶.

Отраслевые индексы Московской Биржи обладают ещё одним неоспоримым преимуществом: их расчёт ведётся с учётом дивидендных выплат, что позволяет проводить регрессионный анализ относительно индекса Московской Биржи полной доходности с учётом дивидендных выплат (MCFTR), который мы взяли за базу при оценке спреда доходностей акций и гособлигаций. Это значительно увеличивает методическую согласованность элементов модели *CAPM*.

Коэффициенты бета (β) были рассчитаны через сопоставление доходности индекса широкого рынка акций (MCFTR) и отраслевых индексов МосБиржи за последние 5 лет с месячным шагом расчёта.

Премия за страновой риск (C) в случае с недружественным безрисковым активом определяется как разность между доходностью гособлигаций США и гособлигаций оцениваемой страны, либо на основании дефолтных рейтингов, присваиваемых странам специализированными рейтинговыми агентствами (Standard & Poor's, Moody's, Fitch и др.).

Поскольку в нашем расчете безрисковым активом выступают российские гособлигации, то их доходность включает все национальные геополитические, валютные и прочие риски. Поэтому **дополнительная надбавка за страновой риск не требуется** ($C = 0$).

Подчеркнём, что неверно будет трактовать нулевую надбавку за страновой риск, как его игнорирование. Он уже учтён в безрисковой доходности российского фондового рынка и поэтому дополнительная надбавка создавала бы повторный учёт указанного риска.

По той же причине отпадет необходимость в инфляционной корректировке, которая требуется при переводе валютных денежных потоков в российские рубли.

Премия за малый размер компании (S_1) отражает дополнительную премию за инвестирование в непубличные и малые компании, характеризующиеся повышенными рисками.

Для ответа на вопрос о существовании премии за размер на отечественном фондовом рынке, мы со своей стороны предлагаем сопоставить доходность основного индекса Московской Биржи полной доходности с учётом дивидендных выплат (MCFTR), который включает только крупнейшие российские компании, с доходностью индекса Московской Биржи компаний средней и малой капитализации полной доходности с учётом дивидендных выплат (MESMTR⁷).

Статистика по индексу средней и малой капитализации ведётся биржей с 2013 г., поэтому анализируемый период ограничивается указанным годом. Исходные данные для расчётов приведены в таблице 4.

Таблица 4 – Динамика индекса МосБиржи и индекса МосБиржи средней и малой капитализации (источник информации – Московская Биржа)

Год	Индекс МосБиржи (MCFTR, крупные компании)		Индекс средней и малой капитализации (MESMTR)	
	Закрытие	Изменение, %.	Закрытие	Изменение, %.
2013	1 827,30	---	896,03	---
2014	1 793,60	-1,84	951,35	6,17
2015	2 372,49	32,28	1 378,95	44,95
2016	3 150,20	32,78	2 193,32	59,06
2017	3 144,34	-0,19	2 053,14	-6,39
2018	3 744,45	19,09	1 853,75	-9,71
2019	5 184,22	38,45	2 235,61	20,60
2020	5 952,77	14,82	2 733,64	22,28
2021	7 250,04	21,79	2 975,26	8,84
2022	4 548,82	-37,26	1 842,06	-38,09
2023	6 997,68	53,84	3 017,05	63,79
2024	7 112,22	1,64	2 673,90	-11,37
2014-2024 (среднегодовое)		13,15		10,45

Анализ представленных данных позволяет констатировать, что с 2014 по 2016 гг. наблюдалось превышение доходности компаний средней и малой капитализации над крупными компаниями. Однако, начиная с 2017 г. большую доходность демонстрируют крупные компании (см. рисунок 3).

За период с 2013 по 2024 гг. среднегодовая (среднегеометрическая) доходность индекса компаний средней и малой капитализации составила 10,45% годовых. За тот же период индекс крупных компаний показал среднегодовую доходность 13,15% годовых.

Следовательно, доходность крупных компаний на отечественном фондовом рынке за исследуемый период выше, чем компаний средней и малой капитализации. Кроме того, коэффициент бета Индекса Московской Биржи компаний средней и малой капитализации близок к единице (см. таблицу 3), в силу чего можно сделать вывод о том, что **гипотеза о бóльшей доходности малых компаний на российском рынке не подтверждается.**

Следовательно, для применения дополнительной рискованной надбавки за малый размер в отношении российских компаний нет статистических оснований, и указанная рискованная премия на российском рынке не требуется ($S_1 = 0$).

Премия за специфические риски компании (S_2) отражает несистематические риски, которым подвержена компания. К числу указанных рисков можно отнести низкую диверсификацию поставщиков или покупателей, удалённое местоположение и недостатки инфраструктуры, особенности местных органов власти и повышенные регуляторные требования, а также ряд иных неблагоприятных факторов, которые повышают риски хозяйственной деятельности компании.

Для оценки премии за несистематические риски как правило используются экспертные и рейтинговые оценки. Так, компания Deloitte & Touche использует методику, суть которой заключается в изучении деятельности компании по десяти различным направлениям (от колебаний цен на продукцию, до компетентности руководства), после чего каждое из направлений экспертно оценивается рискованной надбавкой от 0 до 1% [Шепелева, Никитушкина, 2016)]. Легко посчитать, что суммарная рискованная надбавка по этой методике может составить до 10%.

Представьте, что аналитик провёл огромный объём исследований, и, проанализировав многолетний массив финансовой статистики, с точностью до сотых рассчитал, что стоимость собственного капитала до этого шага составила 17,61%. И к этой величине ему предлагается экспертно «накинуть» ещё 5-10% в качестве надбавки за специфические риски.

Очевидно, что такой подход представляется чрезмерно укрупнённым и весьма субъективным. Кроме того, он требует привлечения узких специалистов для проведения экспертной оценки, что, подчас, сложнее, чем анализировать многолетние массивы финансовой статистики.

Поэтому можно с сожалением констатировать, что **приемлемой методики количественной оценки специфических рисков компании в настоящее время не предложено**, вследствие чего эта премия большинством исследователей не применяется (включая А. Дамодарана).

Теперь, количественно оценив все элементы модели *CAPM*, мы можем рассчитать стоимость собственного капитала компании. С учётом сделанных нами выводов и допущений, выражение (2) приобретает следующий вид:

$$R_e = R_f + \beta \cdot ERP \quad (7)$$

где R_e – ожидаемая доходность (стоимость) собственного капитала, %;

R_f – ожидаемая доходность безрискового актива, %;

β – коэффициент, характеризующий меру рыночного риска актива, ед.;

ERP – премия за рыночный (корпоративный) риск, %.

Может показаться, что мы просто «вычеркнули» рисковые надбавки из выражения (2). Ещё раз отметим, что это не так. Страновые риски (C) мы учли в доходности безрискового актива, премия за размер компании (S_1) на отечественном рынке не наблюдается, а специфические риски (S_2) мы выносим за рамки стоимости собственного капитала.

Таблица 5 – Стоимость собственного капитала по отраслям российской экономики по состоянию на январь 2025 г.

Отраслевая группа	R_f , %.	ERP , %.	β	R_e , %.		
Металлы и добыча	15,22	6,12	0,79	20,0		
Химия и нефтехимия			0,59	18,8		
Нефть и газ			1,01	21,4		
Электроэнергетика			0,80	20,1		
Телекоммуникации			0,65	19,2		
Финансы			1,16	22,3		
Транспорт			1,20	22,6		
Потребительский сектор			1,04	21,6		
Информационные технологии			1,33	23,4		
Строительство			1,06	21,7		
Средней и малой капитализации			1,04	21,6		
В среднем по экономике					1,00	21,3

Если компания является диверсифицированной, то стоимость собственного капитала следует принимать как средневзвешенную величину по нескольким отраслям с учётом их удельного веса в выручке (или прибыли). Если оценка осуществляется без отраслевой привязки (для российского рынка в целом), то следует принимать показатели в среднем по экономике (21,3%).

Ситуация на **2025 год**:

- выбор профессиональной специализации в рамках оценочной деятельности – **смотри в направлении, где тебя будет трудно заменить «алгоритмами»**





Спасибо за внимание!

Андрей Викторович Савельев
+7 (846) 270-72-50
+7-917-101-46-21
saveliev@taosamara.ru
andreysav@mail.ru
taosamara.ru