

Ломинога И. В.

Украинская государственная академия железнодорожного транспорта

СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ В БИЗНЕС-ПЛАНИРОВАНИИ

В публикации рассмотрены функции и задачи процесса дисконтирования, а также основные схемы расчета ставки дисконтирования, включая достоинства и недостатки их применения в украинской экономике.

Оценка и обоснование инвестиционных проектов и бизнес-планов сопровождается одной из самых сложных задач, возникающих перед исследователями – расчетом ставки дисконтирования. Спор относительно экономической сущности и методах определения ставки дисконтирования ведется постоянно, ведь слишком много разнонаправленных экономических интересов затрагивает этот параметр.

Большинство специалистов во всем мире убеждены, что дисконтирование предназначено для реализации трех функций: учета альтернативных издержек, учета изменения покупательной способности денег (инфляции/дефляции) и, наконец, учета рисков. На самом деле, ставке дисконтирования неотъемлемо присуща лишь функция учета альтернативных издержек. И именно в силу реализации этой функции ставка дисконтирования отражает стоимость денег во времени. Посредством механизма дисконтирования может быть реализована функция учета инфляции/дефляции, но при этом необходимо использовать номинальную ставку дисконтирования (и соответственно не «очищенные» от инфляции прогнозные денежные потоки, рассчитанные в переменных ценах). Что же касается учета экономических рисков посредством какой-либо корректировки ставки дисконтирования, то тут попытки введения в ставку дисконтирования «премий за риск», каким бы методом эти «премии» не определялись, не только не приводят к адекватному учету экономических рисков, но и уводят в сторону от адекватного прогноза стоимости.

В настоящее время в большинстве разрабатываемых бизнес-планах редко уделяется серьезное внимание обоснованию выбранной ставки дисконтирования. Все мероприятия по расчету ставки дисконтирования сводятся в этих случаях к применению нормы дисконтирования, принятой в зарубежной практике, то есть без всякого обоснования (при этом никаких попыток адаптации величины ставки дисконтирования к отечественным условиям не производится), либо определяется равным доходности одного из наиболее популярных рыночных инструментов (например, доходности по банковским депозитам или ставке по банковским кредитам), либо к расчету ставки на основе зарубежных методик, в которых уже есть возможность учесть индикаторы отечественного финансового рынка, особенности конкретных компаний и проектов. В последнем случае возникают два проблематичных вопроса, на которые нет однозначного мнения: какие индикаторы применить в качестве базовых и как оценить объективность экспертной оценки той части ставки дисконтирования, которая не поддается точному количественному анализу.

При конкретных практических расчетах ставки дисконтирования возникают три взаимосвязанные задачи: 1) выбор определения ставки дисконтирования, который

зависит, прежде всего, от целей и условий проводимых расчетов; 2) выбор методики расчета ставки дисконтирования и подбор базовых ориентиров для расчета; 3) обоснование корректности выбранного определения и методов расчета ставки дисконтирования с точки зрения объективности отражения ими условий конкретного проекта.

Если для решения первой и второй из поставленных задач в теории финансово-экономического анализа уже накоплен значительный опыт, то последняя задача - обоснование рассчитанной ставки, доказательство ее сопоставимости с результатами расчетов по похожим проектам является, как правило, самым слабым звеном в исследовании.

Базой для расчета ставки дисконтирования служат всегда две группы факторов: 1) внутренние факторы, зависящие от структуры проекта, его рискованности, новизны и т.п.; 2) внешние факторы (не зависящие от хода реализации проекта) – государственные и политические риски, инфляция, ставки доходности (безрисковые, отраслевые и среднерыночные). Применяемые в настоящее время основные схемы расчета ставки дисконтирования – модель капитальных активов (САРМ) и средневзвешенной стоимости капитала (WACC) учитывают обе группы описанных факторов, хотя первая уделяет больше внимания внешним индикаторам, а вторая – внутренним показателям деятельности компании. В нормально функционирующей рыночной экономике ставка дисконтирования, определенная различными методами, должна быть примерно одинаковой.

В условиях Украины применение двух этих методов приводит к совершенно разным результатам. Применение модели WACC осложняется тем, что цена собственного капитала (дивиденды акционеров) не соответствует рыночному уровню доходности. Цена заемного капитала часто искажена ввиду льготного характера предоставляемых кредитов, запутанности схем кредитования или наличия просроченной задолженности.

Применение метода САРМ сталкивается с проблемой определения безрисковой и среднерыночной ставки доходности, коэффициента β (определение этого показателя вообще затруднительно для большинства отечественных предприятий), а также экспертной оценке сопутствующих рисков.

Приведенные доводы свидетельствуют о необходимости разработки единой системы индикаторов или методики расчета нормы дисконтирования, адаптированной к украинским условиям.

УДК 338

Сліпченко О. Л.

ДП «Донецька залізниця»

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

В настоящее время состояние производственно-технической базы железных дорог и технологический уровень перевозок по многим параметрам не отвечает европейским стандартам качества предоставления транспортных услуг. Степень
