

СТРУКТУРА СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ С ПОЗИЦИЙ РИСКОВОГО ПОДХОДА

Ставка дисконтирования является важным инструментом оценки инвестиций, ценных бумаг и других финансовых расчетов. Авторами предложен подход, основанный на разделении заложенных в ставку дисконтирования рисков по иерархическому признаку: на риски странового уровня, отраслевые риски и риски уровня предприятия.

Ключевые слова: ставка дисконтирования, фактор риска, корреляция.

Аксиомой всех финансовых операций является утверждение о том, что рубль, полученный сегодня, стоит больше, чем рубль, который мы получим в будущем. Скажем больше, это девиз, который должен украшать кабинет любого финансиста и аналитика инвестиций. Инструментом, который позволяет произвести оценку этого временного обесценивания денег, является ставка дисконтирования. Теория финансово-экономических расчетов накопила большой объем системных знаний как по объяснению экономического смысла этого показателя, так и по методикам его расчета. Один из подходов трактует сущность дисконтирования как приведение разновременных экономических показателей к какому-то одному моменту времени, который называется точкой приведения.

Дисконтирование применяется при оценке вложений в ценные бумаги, определении эффективности капитальных вложений и других инвестиций.

К сожалению, в настоящее время в большинстве разрабатываемых в России инвестиционных проектов очень редко уделяется серьезное внимание обоснованию выбранной для них ставки дисконтирования. А между тем размер ставки дисконтирования имеет принципиальное значение при оценке результативности инвестиционного проекта, так как ставка дисконтирования – это тот инструмент, от правильности определения которого зависит расчет всех экономических показателей инвестиционного проекта и, в конечном итоге, принятие решения о реализации инвестиционного проекта или отказе от него. Чувствительность этих расчетов к верному определению ставки дисконтирования достаточна велика.

Существует несколько подходов, связанных с определением ставки дисконтирования. Согласно Методическим рекомендациям по оценке эффективности инвестиционных проектов и отбору для финансирования [1], ставка дисконтирования определяется как ставка выше банковского процента по вкладам на срок, аналогичный сроку инвестиционного проекта. Это обосновано тем, что если ставка дисконтирования будет меньше либо равна банковской ставке, инвесторы не будут вкладывать средства в проект, а разместят их на депозите. Превышение ставки дисконтирования над банковской ставкой включает в себя уровень инфляции, а также надбавку за риск. Если это превышение будет большим, чем уровень инфляции плюс надбавка за риск, то это повлечет перетекание денег в инвестиции, повышенный спрос на деньги и повышение банковского процента.

При использовании заемного капитала методические рекомендации предлагают брать WACC – средневзвешенную цену капитала, которая определяется как взвешенная по долям сумма ставок по собственному и привле-

ченному капиталу, скорректированная на ставку налогообложения.

В составленных в 1993 г. методических рекомендациях [1] подчеркивается, что в условиях российской переходной экономики норма банковского процента не является адекватной ставкой дисконтирования, поэтому каждая компания сама определяет с учетом налогов и риска приемлемую норму доходности, которая и выступает ставкой дисконтирования. При оценке народнохозяйственной эффективности норма дисконта должна устанавливаться государством как специфический социально-экономический норматив, учитывающий предпочтения общества в различные периоды времени.

Согласно сайту «Википедия» [2] ставка дисконтирования зависит от следующих факторов:

- стоимости альтернативного вложения средств на данный период: ставки банковского процента по депозитам, ставки рефинансирования, средней доходности уже имеющегося бизнеса и т. д.;
- уровня инфляции;
- оценки риска неполучения средств в период действия проекта.

Другая модель определения ставки дисконтирования, предложенная на сайте «Википедия», показывает взаимосвязь долевых и долговых ценных бумаг. Согласно данной модели доходность акций включает в себя доходность облигаций плюс премии за риск. Модель предполагает следующие составляющие ставки дисконтирования:

- базовая ставка – ставка доходности по облигациям данного эмитента, включающая в себя премию за кредитный риск;
- премия за страновой риск для владельцев долевых инструментов (учитывает риск вложения средств в долевые инструменты, характерный для российского рынка акций по сравнению с облигационным рынком);
- премия за отраслевые риски (учитывает волатильность денежных потоков, обусловленную отраслевой спецификой);
- премия, связанная с риском некачественного корпоративного управления;
- премия за риск неликвидности акций эмитента.

Итоговая ставка дисконтирования является суммой данных составляющих.

Во всех рассмотренных вариантах вычисления ставки дисконтирования предполагается, что она включает в себя некоторую базовую величину (ставку рефинансирования, безрисковую ставку, ставку по облигациям) и одну или несколько надбавок за риск. Если базовую ставку конкретно определить в зависимости от ситуации возмож-

но, то точных методов определения надбавок за риск в литературе и законодательстве не представлено.

В самом общем случае при выборе ставки дисконтирования руководствуются простой формулой: ставка дисконтирования равна ставке рефинансирования (в которой скрыты риски макроуровня) плюс риски. Но четких рекомендаций, как рассчитывать эти риски, не дается.

Отправным пунктом наших исследований будет тот неоспоримый факт, что инвестиционный проект будет привлекательным для инвестора только в том случае, если норма его доходности будет выше нормы доходности любого другого способа вложения капитала с аналогичным риском. Другими словами, ожидаемая норма доходности инвестиционного проекта должна компенсировать снижение реальной стоимости инвестиций, вызванное многочисленными факторами риска, скрытыми на временном интервале, соответствующем его реализации.

При учете этих факторов риска предлагается различать следующую иерархичную трехуровневую структуру: макроэкономические рисковые показатели, рисковые показатели, обусловленные принадлежностью предприятия к определенной отрасли, и, наконец, показатели риска, которые зависят от индивидуальных характеристик субъекта инвестирования.

С учетом вышесказанного, размер ставки дисконтирования определяется действующими на интересующем нас временном интервале факторами риска, влияющими на результативность проекта. И чем в большей степени этот временной интервал «утрамбован» различного рода рисками, тем в большей степени сказывается эффект обесценивания денег на этом интервале. В числе этих факторов, как уже указывалось, следует выделить факторы макроэкономического уровня, зависящие от условий хозяйствования в каждой отдельно взятой стране, факторы мезоуровня, которые определяются отраслевой принадлежностью предприятия, и факторы микроуровня, формирующиеся на уровне отдельно взятого предприятия.

Соответственно, в структуре ставки дисконтирования следует четко выделять три иерархических уровня. В общем случае:

$$R = R_c + R_o + R_n, \quad (1)$$

где R_c – величина странового риска; R_o – величина риска, определяемого отраслевой принадлежностью предприятия; R_n – величина риска, определяемого внутренними факторами риска предприятия.

Следует обратить внимание на то обстоятельство, что простое сложение рисков различных уровней будет неминуемо приводить к неоправданно завышенным размерам ставки дисконтирования, так как учет влияния рисков макроуровня на результативность инвестиций будет частично дублироваться на рисках мезо- и микроуровня,

а влияние рисков мезоуровня аналогичным образом будет частично дублироваться на микроуровне. Например, такой фактор маркоэкономического уровня, как большая степень износа средств производства, в той или иной степени дублируется и на уровне отдельно взятой отрасли, и на уровне отдельно взятого предприятия. Причем этот фактор риска на уровне отдельно взятого предприятия может быть как выше, чем в целом по стране или по отрасли, так и ниже этих значений, в зависимости от конкретного положения дел на предприятии. Для того, чтобы избежать этого двойного и тройного эффекта частично наложения отдельных факторов рисков, принадлежащих различным иерархическим уровням, следует использовать механизм корреляции. Тогда формула (1) приобретет более сложный вид:

$$R = R_c + kR_o + gR_n, \quad (2)$$

где k – коэффициент корреляции, исключающий дублирующее действие рисков макроуровня на риски мезоуровня; g – коэффициент корреляции, исключающий дублирующее влияние рисков мезоуровня на риски микроуровня.

Для расчета R_c , R_o , R_n и их корреляционных коэффициентов потребуется разработка новых методик, основанных на статистических показателях реализации аналогичных инвестиционных проектов в предшествующих периодах.

Часть факторов – слагаемых требуемого уровня доходности инвестиционного проекта – должна покрывать риски возможного обесценивания инвестируемых средств, вызванные макроэкономическими условиями его реализации. К этим факторам, в первую очередь, следует отнести страновой риск или, более конкретно, инфляционный, политический и другие риски, которые могут рассматриваться как отдельные составляющие странового риска. Для количественного их измерения могут использоваться фактические уровни доходности имеющихся в экономике вариантов инвестирования капитала.

Следующим уровнем составляющих факторов ставки дисконтирования являются факторы, обусловленные отраслевой принадлежностью предприятия, и, наконец, последняя составляющая – факторы, формирующиеся на уровне конкретного предприятия и связанные с особенностями реализации конкретного инвестиционного проекта.

Библиографические ссылки

1. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и отбору для финансирования [Электронный ресурс] : Постановление Совета министров Правительства РФ от 15.07.1993 г. № 683. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

2. Википедия: сайт [Электронный ресурс]. URL: www.wikipedia.org.

T. V. Vashenko, A. V. Zinenko

STRUCTURE OF DISCOUNT RATE IN TERMS OF RISK APPROACH

Discount rate is an important tool for valuation of investments, securities and other financial estimates. The authors offer an approach based on division of risks included into discount rate into three groups: state risks, branch risks and company risks.

Keywords: discount rate, risk factors, correlation.

© Ващенко Т. В., Зиненко А. В., 2011