

**В.Г. Зарецкая, канд. экон. наук,**  
*Всероссийский заочный финансово-экономический институт,*  
*г. Москва*

## **ПРОБЛЕМЫ ОБОСНОВАНИЯ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ПРИ РАСЧЕТЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ОТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Как известно, банковский кредит носит строго целевой характер. Это подразумевает обоснование экономической эффективности кредита, оценки риска его несвоевременного погашения. Если речь идет о кредитовании реальных инвестиционных проектов, то требуется расчет экономической эффективности инвестиционного проекта. Проблема приведения и сопоставления разновременных финансовых потоков остается актуальной и неоднозначной как в России, так и в Украине.

В настоящее время Россия полностью перешла и адаптировалась к методам обоснования, используемым в рыночной экономике, рекомендуемых UNIDO. Главным принципом такой оценки является учет фактора времени и риска через ставку дисконтирования. Овладев вполне методикой расчета предлагаемых показателей (NPV, IRR), мы по-прежнему испытываем большие затруднения при обосновании ставки дисконтирования, посредством которой находятся все эти показатели. Между тем от величины ставки многое зависит. Ошибка, разница в ставке дисконтирования, равная нескольким процентам, превращает эффективный по всем параметрам проект в убыточный.

В большинстве инвестиционных проектов при обосновании кредита ставка дисконтирования берется без всякого обоснования и поэтому выглядит весьма неубедительно. В основе ставки дисконта лежит одно из распространенных положений теории инвестиционного анализа о том, что проект инвестирования будет привлекательным для инвестора, если его норма доходности будет превышать таковую для любого иного способа вложения капитала с аналогичным риском. Таким образом, обоснование ставки дисконтирования сводится к обоснованию доходности капитала для инвестора. Мы можем использовать три метода.

**1. Кумулятивный метод.** Ставка дисконтирования должна включать минимально гарантированный уровень доходности, не зависящий от вида инвестиционных вложений, темп инфляции и коэффициент, учитывающий степень риска конкретного инвестирования. В общем случае предполагается взаимное влияние трех отмеченных факторов (минимальной доходности, инфляции и риска), поэтому можно предположить, что ставка равна  $(1+r) = (1+f) \cdot (1+I) \cdot (1+\beta)$ , где  $r$  – ставка дисконтирования;  $f$  – минимально гарантированная реальная норма доходности;  $I$  – процент инфляции;  $\beta$  – рискованная поправка.

Таким образом, мы предполагаем мультипликативное влияние выбранных нами факторов для расчета ставки дисконтирования. Безрисковая ставка может устанавливаться по депозитным ставкам банков первой категории надежности, освобожденным от инфляционной составляющей или по ставке *LIBOR*. Это годовая процентная ставка, принятая на Лондонском рынке банками первой категории для оплаты их взаимных кредитов. В стабильной ситуации она равна примерно 4-6 %, в кризисных 2008-2009 гг. доходила до 10 %.

В величине поправки на риск в общем случае учитывается три типа рисков: страновой; риск ненадежности участников проекта; риск неполучения предусмотренных проектом доходов. Обычно все компоненты рисковой составляющей берутся из Методических указаний по оценке инвестиционных проектов, рекомендованных Минфином РФ.

Исчисленная таким образом ставка дисконта отвечает всем требованиям, предъявляемым наукой, однако учет всех факторов приводит к тому, что размер ставки достаточно велик. Проекты, рассчитанные с такой ставкой дисконтирования, заведомо оказываются убыточными. Даже при расчете экономической эффективности в базовых ценах, при исключении инфляционной составляющей реальная ставка обычно превышает 30 %.

**2. Метод на основе средневзвешенной стоимости капитала (WACC).** Этот метод, пожалуй, является самым “популярным”, он излагается в большинстве пособий, нормативных документов. Но, к сожалению, практическое его применение, так же как и кумулятивного метода, весьма затруднительно. Рассмотрим, что является ценой (стоимостью) капитала. Для собственного капитала это, безусловно, отношение выплаченных дивидендов к среднегодовой стоимости собственного капитала. Для банковского кредита соответственно ставка, причем тоже надо сделать средние расчеты по году. Для облигационного займа – купонная ставка.

Когда мы сталкиваемся с расчетом этой величины на практике, то видим, что по большинству российских предприятий дивиденды либо не платятся, либо они мизерные. Это приводит к тому, что показатель WACC получается очень маленьким и целиком зависит от доли долгосрочного кредита в капитале и его ставки. Если кредита нет, то он и вовсе может стать нулевым.

**3. Метод на основе модели оценки капитальных активов (CAPM).** Этот метод рекомендует к использованию Всемирный банк. Модель CAPM утверждает, что доходность конкретной ценной бумаги  $k_i$ , а по сути отдача на капитал равна  $k_j = k_f + \beta_j \cdot (k_m - k_f)$ ,  $k_f$  – безрисковая доходность,  $k_m$  – средняя рыночная доходность,  $\beta$  – коэффициент, характеризующий как доходность конкретной акции изменяется вследствие изменения доходности рынка. Проблема состоит в том, что на российском фондовом рынке обращаются акции лишь небольшого числа российских корпораций. Доходность по другим акциям неизвестна, и если даже рассчитать ее по

ограниченному, доступному аналитику кругу продаж, результаты таких расчетов будут весьма ненадежны.

Подводя итоги, хочется еще раз подчеркнуть, что проблема обоснования ставки дисконтирования в современных экономических условиях остается открытой. Ни один из предложенных методов не дает надежного результата. По нашему мнению, следует в большей степени ориентироваться на кумулятивный метод, поскольку он дает возможность с соответствующей степенью обоснования учесть требуемую надбавку за риск, безрисковую составляющую и если требуется сделать соответствующую надбавку на инфляцию.