Многие из тех, кто регулярно использует ставку дисконтирования в разнообраз е м ных экономических расчетах, даже не задумываются об ее истинных функциях, концентрируясь лишь на утилитарном аспекте ее влияния на стоимость: «ставка дисконтирования стоимость » и «ставка дисконтирования — стоимость П ». Однако ставка дисконтирования — это не искусственный технический параметр для «подгонки» стоимости и не абстрактная математическая «пустышка», лишенная экономического смысла. Хотя, к сожалению, в результате ряда «общепризнанных» экономико-математических изощрений, ставка дисконтирования зачастую становится таковой, утрачивая свою изначальную экономическую сущность.

Оценщики и аналитики с упорством средневековых алхимиков применяют «магические» формулы кумулятивного подхода, CAPM и им подобные для построения ставки дисконтирования, скорректированной на риски. Это в корне ошибочный, но широко распространенный подход. Дальнейшее движение по этому пути может нанести мощнейший удар институту профессиональной оценки в целом, подорвав доверие к нему, подобно тому, как это произошло в сфере аудита после скандального банкротства Enron , Worldcom и трагической «гибели» Arthur Andersen .

«Вечная» тема

Дискуссия относительно экономической сущности и методов определения ставки дисконтирования будет вестись, если не вечно, то, по крайней мере, до тех пор, пока будет существовать рыночная экономика. Это объективно — слишком много разнонаправленных экономических интересов затрагивает этот параметр, каждый процент которого ценится дороже золота.

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.

Учет альтернативных издержек

На самом деле, ставке дисконтирования имманентна (неотъемлемо присуща) лишь функция учета альтернативных издержек. И именно в силу реализации этой функции ставка дисконтирования отражает стоимость денег во времени.

Альтернативные издержки представляют собой те выгоды, от которых приходится

отказываться, вкладывая средства в тот или иной бизнес-проект. То, что стоимость рождается не в «вакууме», а в экономической среде, в которой практически всегда есть определенные «запасные варианты», требует обязательного учета альтернативных издержек. Ставка дисконтирования как раз и служит этим целям. Другими словами, ставка дисконтирования, базирующаяся на альтернативных издержках, позволяет выявить ценность любого актива, исходя из выгодности альтернативных вариантов инвестирования.

На наш взгляд, необходимо изначально различать «среднерыночные» и «персональные» альтернативные издержки. «Среднерыночные» альтернативные издержки отражают доходность тех вариантов инвестирования, от которых отказывается условный «среднерыночный» субъект. Индикатором «среднерыночных» альтернативных издержек, в первом приближении, может выступать доходность государственных ценных бумаг или депозитных вкладов в надежных банках (варианты инвестирования доступны практически любому участнику рынка).

«Персональные» альтернативные издержки отражают доходность лучшего из тех вариантов инвестирования, от которых отказывается конкретный субъект экономических отношений, отдавая предпочтение конкретной инвестиции. Необходимо подчеркнуть, что говорить о конкретном уровне «персональных» альтернативных издержек корректно лишь применительно к конкретной сумме инвестиций. В то же время, при оценке «среднерыночных» альтернативных издержек проблема привязки к конкретной сумме инвестиционных вложений, как правило, не возникает.

Следует отметить, что «среднерыночные» альтернативные издержки в отдельно взятой точке экономического континуума (например, в Украине в августе 2007 года), как правило, находятся в довольно узком интервале значений (например, от 7 до 1 0% для долларов США), в то время как о «персональных» альтернативных издержках можно сказать лишь то, что они априори не могут быть меньше «среднерыночных». Однако их верхнюю «теоретическую» границу определить практически невозможно.

Особую значимость имеет тот факт, что сферы применения «среднерыночных» и «персональных» альтернативных издержек различны. Решая задачу оценки рыночной стоимости актива или инвестиционного анализа проекта с точки зрения некоего условного типичного или «среднестатистического» субъекта, для получения адекватного результата мы должны использовать «среднерыночные» альтернативные издержки. Если же перед нами поставлена задача оценки инвестиционной стоимости актива или проведения инвестиционного анализа проекта с позиций конкретного

субъекта экономических отношений, корректным будет использование в ставке дисконтирования его «персональных» альтернативных издержек.

Учет инфляции/дефляции

А вот функция учета изменения покупательной способности денег во времени уже не имманентна ставке дисконтирования. 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).

Кроме того, корректно учесть инфляцию/дефляцию применением единой номинальной ставки дисконтирования при расчете стоимости (как в контексте задач оценки, так и инвестиционного анализа) возможно лишь в частном (и на практике довольно редком) случае равномерной инфляции. При неравномерной инфляции (когда темпы прироста общего уровня цен не постоянны в различных интервалах периода прогнозирования) необходимо использовать переменную по периодам времени номинальную ставку дисконтирования. Представьте себе, насколько некорректным было бы в период гиперинфляции начала 90-х годов прошлого столетия дисконтировать все ожидаемые денежные потоки долгосрочного инвестиционного проекта по неизменной единой номинальной ставке дисконтирования величиной, например 3 000%.

Единственный выход — дефлировать прогнозируемые денежные потоки, а затем дисконтировать их по реальной (очищенной от инфляционной компоненты) ставке дисконтирования.

Учет экономических рисков

Что же касается учета экономических рисков посредством какой-либо корректировки ставки дисконтирования, то тут, на основании результатов наших исследований, следует констатировать полную теоретическую несостоятельность и серьезную практическую опасность такого подхода (а ведь применение его практически тотально). 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. По нашему глубокому убеждению, корректно учесть экономический риск «настройкой» ставки дисконтирования невозможно.

Сущность экономического риска

Краеугольным камнем методологии учета экономических рисков нам представляется осознание того факта, что какими бы разнообразными и многочисленными не были

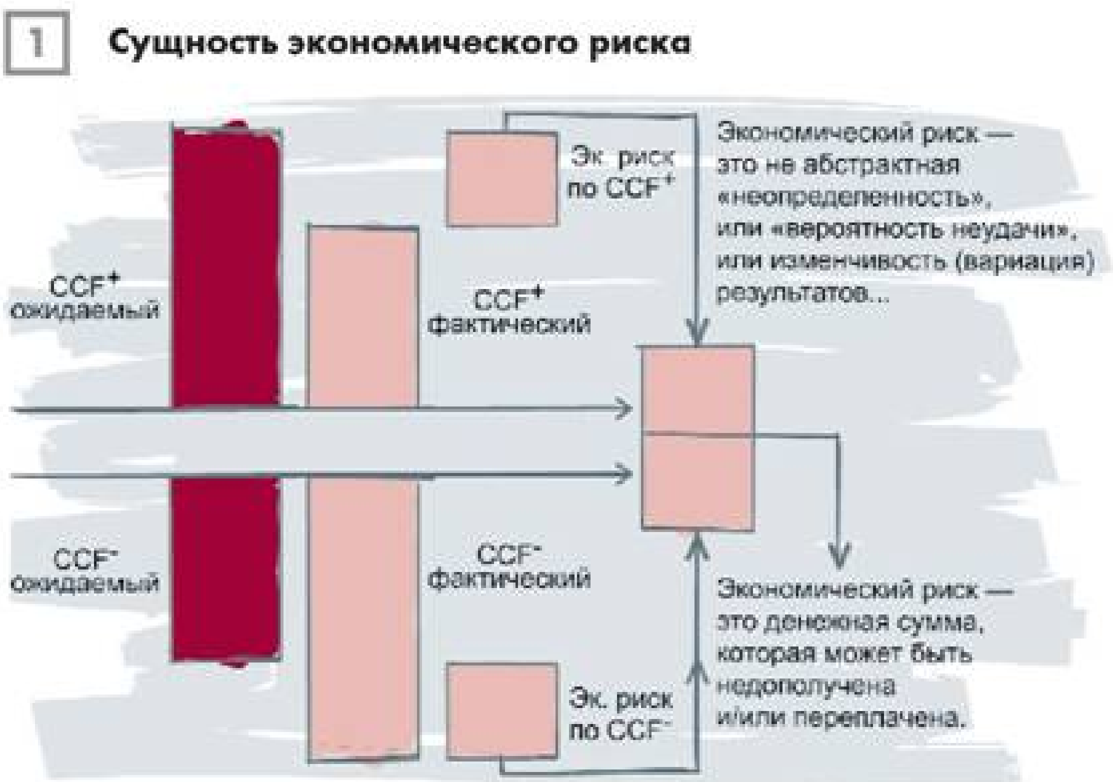
факторы риска конкретного проекта/бизнеса (например, скачок цен на сырье, срыв сроков строительства нового цеха, нарушение технологии производства, появление на рынке серьезного конкурента, потеря группы ключевых специалистов, смена политического режима, погодные катаклизмы и т. д.), все они в конечном итоге проявляются лишь в двух ипостасях. Многолетние исследования и многоотраслевой практический опыт специалистов консалтинговой группы «КАУПЕРВУД» показали, что **экономический риск состоит в следующем**
:

- **фактические положительные условно-денежные потоки (денежные потоки, доходы) окажутся меньше ожидаемых**

И / ИЛИ

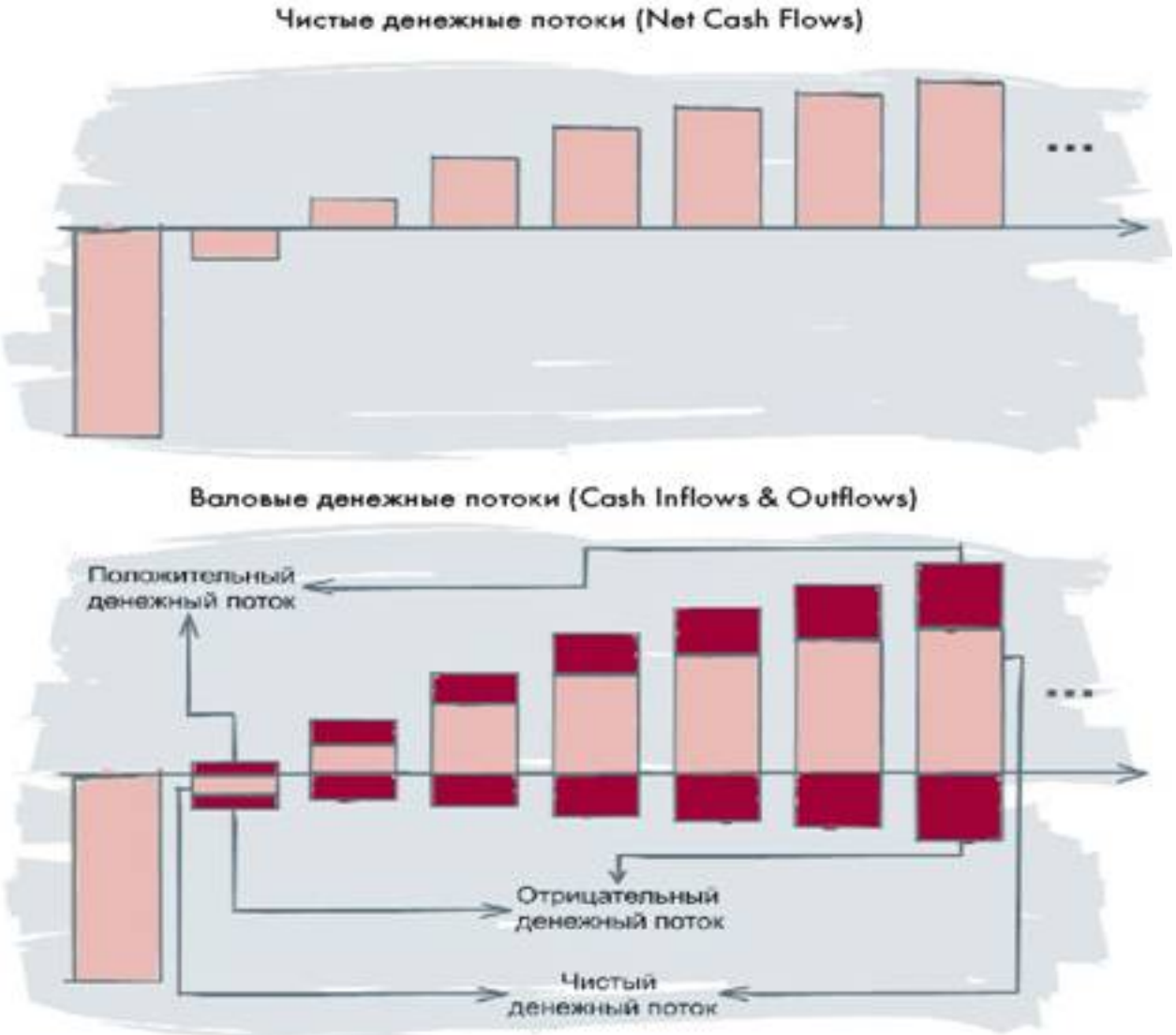
- **фактические отрицательные условно-денежные потоки (денежные потоки, расходы) окажутся больше ожидаемых (по абсолютной величине).**

Такая прозрачная и недвусмысленная концептуальная трактовка столь сложного и многоликого понятия, как экономический риск, акцентирует внимание на сути вопроса. Экономический риск — это не абстрактная «неопределенность», или «вероятность неудачи», или изменчивость (вариация) результатов… Экономический риск — это денежная сумма, которая может быть недополучена и/или переплачена. Поэтому, для характеристики экономического риска необходимо оперировать денежными единицами, а не процентами ставки дисконтирования, значениями волатильности или чем-либо иным (рис. 1).

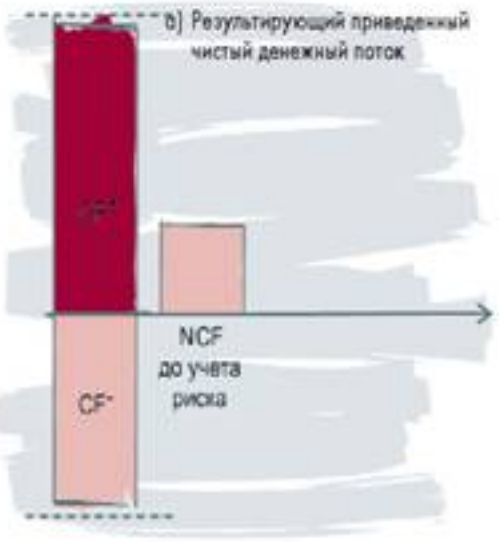

1
Сущность экономического риска
Эк. риск по CCF⁺
Экономический риск — это не абстрактная «неопределенность», или «вероятность неудачи», или изменчивость (вариация) результатов...
CCF⁺ ожидаемый
CCF⁺ фактический
CCF⁻ ожидаемый
CCF⁻ фактический
Экономический риск — это денежная сумма, которая может быть недополучена и/или переплачена.
Эк. риск по CCF⁻

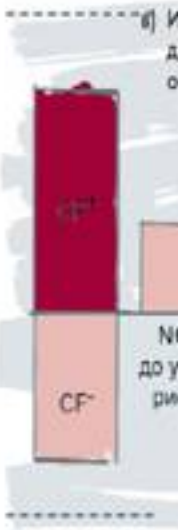
[illegible]

2 Формирование денежных потоков



3 Некорректность введения премий за риск в ставку дисконтирования: адекватно ли учтен риск?





[redacted]

$$V = \sum \frac{\$10\,000\,000}{(1+0{,}08+?)^1} = \dots \qquad (1)$$

[redacted]

Лотерея «1 из 10 000 000»:

$$V = \sum \frac{\$10\,000\,000 \times 0{,}0000001 + \$0 \times 0{,}9999999}{(1+0{,}08)^1} = \$0{,}93 \qquad (2)$$

[redacted]

Лотерея «1 из 100»:

$$V = \sum \frac{\$10\,000\,000 \times 0{,}01 + \$0 \times 0{,}99}{(1+0{,}08)^1} = \$92\,593 \qquad (3)$$

[illegible] (4) оценке

$$V = \sum \frac{\$10\,000\,000}{(1+0{,}08+10\,799\,778{,}2)^1} = \$0{,}93 \qquad (4)$$

[illegible]

$$V = \sum_{t=0}^{N} \frac{CCF^{+}_{max} \times \lambda^{+}_{t} + CCF^{+}_{min} \times (1-\lambda^{+}_{t})}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^{N} \frac{CCF^{-}_{max} \times \lambda^{-}_{t} + CCF^{-}_{min} \times (1-\lambda^{-}_{t})}{(1+r)^t} \qquad (5)$$

$$\lambda^{+}_{t} < 0{,}5$$

$$\lambda^{-}_{t} < 0{,}5$$

[illegible] ков