

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-3-83-88  
УДК 338.22

## ОСОБЕННОСТИ ПРОЦЕССА ФОРМИРОВАНИЯ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

**Григорьев Владимир Викторович**, д-р экон. наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, заслуженный деятель науки РФ, Москва, Россия  
*Vv\_grigoriev@mail.ru*

В статье исследуются два основных метода формирования ставки дисконтирования в оценке бизнеса: кумулятивный и средневзвешенной стоимости капитала, раскрывается значение оценки бизнеса в процессе повышения деловой активности компании, предлагаются принципы формирования ставок дисконтирования, рассматриваются способы определения дополнительных рисков при реализации кумулятивного метода, анализируются стоимости собственного и заемного капитала при осуществлении метода средневзвешенной стоимости капитала.

*Целью статьи* является иллюстрация комплексного анализа методов формирования ставок дисконтирования денежных потоков для собственного капитала и всего инвестированного капитала.

*Результатами исследования* является установление способов определения размеров дополнительных рисков при формировании ставки дисконтирования денежного потока для собственного капитала и рисков при формировании средневзвешенной ставки дисконтирования денежного потока для всего инвестированного капитала.

*Сделан вывод* о том, что каждый процент дополнительного риска при формировании ставки дисконтирования увеличивает ее размер и снижает стоимость оцениваемого бизнеса.

**Ключевые слова:** оценка бизнеса; ставки дисконтирования; безрисковая ставка; методы расчета ставки дисконтирования; собственный капитал; заемный капитал; кумулятивный метод; метод средневзвешенной стоимости капитала.

## Specifics of the Discount Rate Calculation in the Business Valuation

**Grigoryev Vladimir V.**, ScD (Economics), full professor of the Corporate Finance and Corporate Governance Department, Financial University, Honored Scientist of Russia, Moscow, Russia  
*Vv\_grigoriev@mail.ru*

The paper examines two main methods of the discount rate calculation for business valuation: cumulative and weighted average capital cost (WACC), discloses the importance of business valuation for improving the business activity of a company, proposes the principles of the discount rate calculation, examines ways to determine additional risks in the implementation of the cumulative method, and analyzes the costs of the equity and borrowed capital in the implementation of the WACC method.

*The purpose of the research* was to perform a comprehensive analysis of the methods for calculating cash flow discount rates for equity capital and for all invested capital.

*The research resulted* in the development of methods for measuring additional risks in the calculation of the cash flow discount rate for equity and identifying risks in the calculation of the weighted average discount rate of the cash flow for the total invested capital.

The research findings can be used for boosting business activities as well as for business valuation and management.

*It is concluded* that every percent of additional risk in the discount rate calculation increases the size of the rate and reduces the cost of a valuated business.

**Keywords:** business valuation; discount rates; risk-free rate; discount rate calculation methods; equity; borrowed capital; cumulative method; weighted average capital cost method.

### Значение оценки бизнеса для повышения его деловой активности

Основная цель любого вида бизнеса — увеличение его стоимости для акционеров, которая является главным показателем эффективности деятельности компании и ее деловой активности. Увеличение стоимости компании может реализовываться посредством создания эффективной системы управления, суть которой заключается в систематическом воздействии на элементы этой системы с целью формирования добавочной стоимости бизнеса. В связи с этим можно сделать вывод, что оценка стоимости бизнеса имеет большое значение для повышения его деловой активности.

Одной из задач, решаемых в процессе оценки бизнеса, является формирование ставки дисконтирования для приведения будущих денежных потоков к текущей стоимости. Сложность этой задачи обусловлена тем, что на ставку дохода влияет множество различных факторов, которые оказывают на ставку разнохарактерное воздействие, и иногда трудно установить основные факторы, а главное, количественно определить характер этого влияния на ставку дисконтирования.

Можно сформулировать ряд принципов, которыми следует руководствоваться при формировании ставок дисконтирования:

- 1) необходимо анализировать только те факторы, которые не рассматриваются при формировании соответствующего денежного потока, для исключения дублирования;
- 2) ставка дисконтирования должна соответствовать виду денежного потока, для которого она формируется;
- 3) все факторы и параметры, рассматриваемые при формировании ставок дисконтирования, должны быть количественно определены [1].

Существуют три основных общепринятых метода формирования ставок дисконтирования: кумулятивный метод, метод оценки капитальных активов и метод средневзвешенной стоимости капитала [4]. В данной статье рассмотрим кумулятивный метод и метод средневзвешенной стоимости капитала.

### Кумулятивный метод формирования ставки дисконтирования

Кумулятивный метод определения требуемой ставки дисконтирования (или метод суммирования) в оценке бизнеса заключается в увеличении *номинальной безрисковой ставки доходности*<sup>1</sup> благодаря учету «несистематических» рисков инвестирования именно в данное предприятие.

Диверсифицированный (несистематический) риск<sup>2</sup> — обусловленный неопределенностью появления негативных случайных событий рисков, влияющих на уровень будущих доходов оцениваемого предприятия, но который можно устранять путем диверсификации инвестиций (подбором комбинаций инвестиционных инструментов, когда достигается их разнообразие по составу и динамике ставок их доходности).

Чаще всего в состав факторов дополнительного риска, учитываемых в кумулятивном методе, включают [2, 3]:

- 1) *риск, характеризующий качество управления предприятием*, рассматриваемый с различных точек зрения: наличия или отсутствия квалифицированных управляющих; отсутствия или наличия команды квалифицированных управляющих на оцениваемом предприятии; наличия или отсутствия квалифицированного «первого лица» — ключевой фигуры, ее недобросовестности, непредсказуемости, неподконтрольности, некомпетентности; отсутствия или наличия стратегических и оперативных бизнес-планов и других признаков, характеризующих качество управления на оцениваемом предприятии.

Исходя из опыта оценки предприятий вероятный общепринятый интервал данного и других видов дополнительных рисков, увеличивающих безрисковую ставку, находится

<sup>1</sup> Безрисковая ставка — это процент доходности, который можно получить при работе с тем или иным финансовым инструментом. Основное условие — наличие нулевого кредитного риска. В качестве предмета инвестирования может выступать любой актив, инвестиции в который имеют минимальные риски для вкладчика.

<sup>2</sup> Диверсифицированный (несистематический) риск — это часть инвестиционного риска, обусловленного неопределенностью появления негативных случайных событий, влияющих на уровень будущих доходов, но который можно устранить путем диверсификации инвестиций.

в пределах от 0 до 5%. Величина этих премий в России определяется оценщиком экспертным путем. Средние премии за отдельные виды дополнительных рисков<sup>3</sup> в экономически развитых западных странах Европы и в США достигают 50–60% реальной безрисковой ставки ссудного процента.

Риск, характеризующий качество управления бизнесом, дифференцируется по шести категориям (0,1–5), соответствующим шести уровням качества управления бизнесом и шести уровням риска: 0%, 1%, 2–5%. Каждая категория описывается определенным набором признаков, характеризующим качество управления на оцениваемом предприятии; и при оценке стоимости конкретного предприятия оценщик анализирует качество управления на оцениваемом предприятии и сравнивает его с той или иной категорией качества из шести имеющихся. Если в процессе анализа качества управления оцениваемым предприятием оценщик выявляет его самый высокий уровень, т.е. по этому фактору отсутствуют дополнительные риски, размер дополнительных рисков в этом случае будет равен 0%. Наоборот, если выявляется самый низкий уровень качества управления, т.е. имеются значительные дополнительные риски по этому фактору, размер дополнительного риска будет равен 5%.

Нередко оценщики для определения величины данного дополнительного риска используют Методику оценки качества корпоративного управления, утвержденную приказом Росимущества от 22.01.2004 № 306;

2) *риск, связанный с размерами предприятия*. Чем меньше предприятие, тем больше риск инвестиций в него. Для компенсации большего риска вложений в малые предприятия используется эта поправка. Наиболее вероятный интервал данного вида риска составляет, как и предыдущий, от 0 до 5%. Этот вид риска связан, *во-первых*, со слабой кредитоспособностью малых предприятий (у них

недостаточно активов для имущественного обеспечения кредитов, необходимых для покрытия возможных убытков, развития предприятия и увеличения основного и оборотного капитала); *во-вторых*, с финансовой неустойчивостью предприятия, имеющего небольшой размер уставного капитала. Размер этой премии может составлять до 75% от безрисковой ставки.

---

**Основная цель любого вида бизнеса – увеличение его стоимости для акционеров, что является главным показателем эффективности деятельности компании и ее деловой активности**

---

В исследовании Ф. Эванса и Д. Бишопа [5], посвященном доходности разных по размерам американских компаний, утверждается, что средняя долгосрочная (почти за восемьдесят лет: 1926–2000 гг.) доходность крупнейших публичных компаний составила 12,06%; по мере понижения размера компаний их доходность растет, и по микрокомпаниям средняя долгосрочная доходность составляет 24,56%.

При определении размера данного вида риска необходимо руководствоваться принципом оптимального размера организации: оптимальному размеру организации соответствует максимальный доход, а значит, и максимальная стоимость. Данный оптимальный размер организации определяется в отраслевом и территориальном разрезе. Если размер оцениваемой организации приближается к оптимальному размеру, размер данного вида риска будет уменьшаться;

3) *риск, связанный с финансовым состоянием оцениваемого предприятия*, который зависит от: *во-первых*, узости набора источников финансирования предприятия; *во-вторых*, его финансовой неустойчивости *в-третьих*, нецелевого использования амортизационного фонда предприятия; *в-четвертых*, недооцен-

---

<sup>3</sup> Премия за риск — дополнительная прибыль инвестора. Эти средства выплачиваются сверх той суммы, которую получает инвестор в случае совершения безрисковых финансовых сделок. Размер премии может расти в зависимости от увеличения уровня риска при совершении вложений в тот или иной финансовый инструмент.

ки важности использования привлеченных источников финансирования (например, дополнительных эмиссий ценных бумаг предприятия и пр.); *в-пятых*, неиспользования финансового лизинга и других прогрессивных схем инвестирования; *в-шестых*, риска финансовой неустойчивости оцениваемого предприятия (риск недостатка обеспечения собственными денежными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности текущими оборотными средствами, недостаточного покрытия общей задолженности ликвидными активами и всей суммой активов и пр.); *в-седьмых*, способности приносить стабильную прибыль в течение ряда лет (с качеством прибыли). При этом, если предприятие доказало свою способность приносить стабильную прибыль в течение ряда последних лет, это одна величина поправки (меньшая), если наоборот, — большая; если прибыль за последние годы получена от основной деятельности предприятия, это одна величина поправки; если прибыль последних лет получена от продажи активов, принадлежащих предприятию, — это другая величина поправки (большая). Рассматривается также риск, зависящий от финансового состояния оцениваемого предприятия, связанный, *в-восьмых*, со структурой затрат (например, соотношением постоянных и переменных расходов предприятия); чем это соотношение выше, тем больше величина данной поправки, и наоборот.

---

***Основное правило роста стоимости предприятия: рентабельность инвестированного капитала должна быть выше средневзвешенной стоимости капитала***

---

Данные риски оцениваются исходя из уровня соответствующих финансовых коэффициентов в их сравнении со среднеотраслевыми аналогичными параметрами или такими же пара-

метрами высокорентабельных аналогичных предприятий. Например, чем выше соотношение собственного и заемного капитала, тем меньше величина этой поправки. Этот вид риска также составляет величину от 0 до 5% (размер каждого подвида — до 1%);

4) *риск неудовлетворительной диверсификации предприятия*. При этом анализируются товарная, территориальная и клиентская диверсификации предприятия, которые характеризуются недостаточной диверсификацией рынков сбыта предприятия, источников приобретения сырья и других факторов производства, а также номенклатуры продукции оцениваемого предприятия. Размер поправки по данным подвидам дополнительного риска составляет от 0 до 2%.

Важнейшим подвидам дополнительного риска из трех вышепредставленных подвигов является диверсификация по клиентуре (по составу потребителей продукции и заказчиков услуг). Чем выше степень диверсифицированности клиентуры и больше период эффективной связи с ними, тем меньше риск инвестиций в данное предприятие.

Величина данного вида дополнительного риска — от 0 до 5%;

5) *прочий риск*, к которому относится наиболее специфический для данного предприятия риск. Этот вид риска в совокупности составляет 0–5%.

Определение величин вышеперечисленных видов рисков обуславливают порядок учета соответствующих премий, увеличивающих размер номинальной безрисковой ставки дохода. В развитых промышленных странах размеры этих премий публикуются в деловых периодических изданиях. В США это журнал «Новости оценки бизнеса». Величина таких премий в России определяется оценщиком экспертным путем. Ориентиром при этом могут быть приведенные выше значения различных видов рисков, а также то, что средние премии за отдельные вышеуказанные виды дополнительных рисков в экономически развитых странах Европы и в США достигают 50–60% безрисковой ставки ссудного процента.

Кумулятивный метод построения требуемой ставки дохода широко применяется в странах,

где не развит фондовый рынок, поэтому в России он наиболее распространен.

Этот метод используется в большей степени для предприятий:

- с ограниченными ретроспективными данными;
- со снижающейся доходностью;
- со значительной зависимостью от поставщика;
- с высокими постоянными затратами в сопоставлении с переменными затратами.

Ставка дисконта, определяемая с использованием кумулятивного метода, используется для дисконтирования денежного потока для собственного капитала.

В данной статье мы рассмотрели один из методов расчета ставки дисконтирования — кумулятивный (или метод суммирования), который, так же как модель оценки капитальных активов, служит для определения ставок дохода при дисконтировании денежного потока для собственного капитала.

### Метод средневзвешенной стоимости капитала

Если оцениваемое предприятие имеет значительные долговые обязательства и определенная часть прибыли формируется за счет заемных средств, то к деловому риску прибавляется финансовый риск. И чем больше величина долга предприятия, тем больше по величине финансовый риск. В этом случае оценивается стоимость всего инвестированного капитала, а не только стоимость собственного капитала, и проводится дисконтирование бездолгового денежного потока. Для дисконтирования бездолгового денежного потока применяется ставка дисконта, рассчитанная по методу средневзвешенной стоимости капитала согласно формуле средневзвешенной стоимости капитала (С):

$$C = U_{c.k.} \times K_{c.k.} + U_{z.k.} \times K_{z.k.} \cdot (1 - H),$$

где  $U_{c.k.}$  — удельный вес собственного капитала в общей совокупности капитала предприятия;

$K_{c.k.}$  — ставка дохода на собственный капитал (стоимость собственного капитала);

$U_{z.k.}$  — удельный вес заемного капитала в общей совокупности капитала предприятия;

$1 - H$  — налоговая корректировка заемного капитала предприятия;

$H$  — ставка налога на прибыль;

$K_{z.k.}$  — ставка дохода на заемный капитал \ стоимость заемного капитала.

В этой формуле при определении ставки дисконтирования для всего инвестированного капитала (собственного и заемного) «взвешиваются» ожидаемые доходности собственного и заемного капитала. Для того чтобы исходя из стоимости всего инвестированного капитала получить стоимость собственного капитала, необходимо из стоимости инвестированного капитала вычесть заемный капитал на дату оценки.

**Кумулятивный метод построения требуемой ставки дохода широко применяется в странах, где не развит фондовый рынок, поэтому в России он наиболее распространен**

Соотношение средневзвешенной стоимости капитала и показателя рентабельности инвестированного капитала важно для определения роста или снижения стоимости предприятия. Основное правило роста стоимости предприятия: рентабельность инвестированного капитала должна быть выше средневзвешенной стоимости капитала. В связи с этим правилом основными задачами руководства предприятия являются повышение рентабельности инвестированного капитала и снижение средневзвешенной стоимости капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала характеризует уровень рисков привлечения собственного и заемного капиталов. Из этих двух видов капитала наименее рискованны заемные средства, так как проценты по кредитам выплачиваются после оплаты налогов, т. е. стоимость заемных средств ниже стоимости собственного капитала.

Если сравнивать стоимости различных видов собственного капитала, например стоимость обыкновенных и стоимость привилегированных акций, можно констатировать, что уровень риска по привилегированным акциям меньше, чем по обыкновенным акциям, так как по привилегированным акциям гарантированно выплачиваются дивиденды в размере, определенном в проспекте эмиссии. Таким образом, стоимость привилегированных акций ниже стоимости обыкновенных акций, но выше стоимости заемного капитала.

Первоначально стоимость собственного (обыкновенного) капитала определяется на основании источника его появления: исходя из затрат по выпуску и продаже вновь выпущенных обыкновенных акций. Расчет стоимости собственного (обыкновенного) капитала устанавливается исходя из капитализации (или дисконтирования) дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям, либо на основании соотношения прибыли.

Стоимость собственного (привилегированного) капитала определяется отношением выплачиваемого дивиденда и котировочной стоимости привилегированной акции.

Стоимость заемного капитала различна в зависимости от источника его получения: для

кредитных средств — по процентным ставкам на кредитном рынке; для облигационных средств — по величинам выплачиваемых по облигациям купонов.

### Выводы

Рассмотренные в данной статье методы формирования ставки дисконтирования: кумулятивный метод и метод средневзвешенной стоимости капитала — наиболее часто используются в практике оценки бизнеса. Метод оценки капитальных активов чаще применяется для оценки предприятий, акции которых котируются на фондовом рынке. В нашей стране таких предприятий менее 1%.

Самый распространенный метод формирования ставки дисконтирования в нашей стране — кумулятивный, так как он подходит для оценки любого бизнеса. В статье приводятся основные факторы, которые следует анализировать при формировании ставки дисконтирования кумулятивным методом. Однако надо иметь в виду, что каждый процент дополнительного риска при формировании ставки дисконтирования увеличивает ее размер и снижает стоимость оцениваемого бизнеса. А, как известно, стоимость активов в нашей стране сильно занижена.

### ЛИТЕРАТУРА

1. Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П. Современные корпоративные финансы. М.: Кнорус, 2017.
2. Григорьев В.В. Оценка стоимости бизнеса: основные подходы и методы. М.: Русайнс, 2017.
3. Григорьев В.В. и др. Оценка предприятий: доходный подход. М.: Гильдия специалистов по антикризисному управлению, 2000.
4. Оценка стоимости бизнеса / под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. М.: Кнорус, 2015.
5. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Бизнес Бук, 2004.

### REFERENCES

1. Brusov P. N., Filatova T. V., Orekhova N. P. Modern corporate Finance [Sovremennyye korporativnyye finansy]. Moscow, KnoRus, 2017.
2. Grigoriev V. V. Valuation of business: basic approaches and methods [Ocenka stoimosti biznesa: osnovnyye podhody i metody]. Moscow, Rusyns, 2017.
3. Grigoriev V. V., etc. business Valuation: the income approach [Ocenka predpriyatij: dohodnyj podhod]. Moscow, Guild of specialists in crisis management, 2000.
4. Valuation of the business [Ocenka stoimosti biznesa]. Ed. M. A. Eskindarov, M. A. Fedotova. Moscow, KnoRus, 2015.
5. Evans F., Bishop D. Valuation of companies in mergers and acquisitions [Otsenka kompanii pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh]. Moscow, Alpina Business Book, 2004.