

має ряд вагомих переваг перед концесією саме у автодорожній галузі: збільшує мотивацію підрядника до будівництва якісної автодороги; надає державні гарантії оплати робіт підряднику, що залежать тільки від якості дороги; дозволяє підтримувати якісний стан автодороги протягом усього терміну експлуатації; економить додаткові витрати на обслуговування системи оплати за проїзд автодорогою.

Література:

1. Платна автомобільна дорога [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uk.wikipedia.org/>.
2. Святець О.О. Аналіз світового досвіду фінансового забезпечення автодорожньої галузі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://global-national.in.ua/archive/5-2015/190.pdf>.
3. Рогатинський Р.М., Ковальчик О.А. Особливості використання моделі КЖЦ для автодорожніх проєктів// Формування ринкової економіки в Україні: зб. наук. пр. Серія економічна Вип. 32 / Львівський нац. ун-т ім. І. Франка. - Л.: Видавництво ЛНУ ім. І. Франка, 2014. - С. 122-126.

УДК 330.322

Коненко О.

Науковий керівник: к.е.н., доцент Паславська І.М.

Львівський національний університет імені Івана Франка

ПРОБЛЕМИ РОЗРАХУНКУ СТАВКИ ДИСКОНТУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЄКТУ

Konenko O.

PROBLEMS OF CALCULATION OF DISCOUNT RATE OF CASH FLOWS OF INVESTMENT PROJECT

Для мінімізації ризику і аналізу можливостей для збільшення приросту майбутніх прибутків для сучасного інвестора важливо правильно оцінити, скільки коштує придбана компанія чи її частина. Для цього найчастіше використовують аналіз дисконтованих грошових потоків, так звану DCF-оцінку.

Найважливішою складовою такого аналізу безперечно є визначення ставки дисконтування, яка застосовуватиметься для аналізу. З економічної точки зору ставка дисконтування є прийнятною для інвестора нормою доходності на вкладений капітал з урахуванням ризиків, які несе таке вкладення і її визначення може бути складним процесом через сукупність факторів, що впливають та неповноту інформації.

Оскільки ставка дисконтування залежить від ризику в грошових потоках, то відповідно чим вищим буде ризик, тим вищою буде ставка і навпаки. Два окремих грошових потоки не будуть однаково ризикові і не принеситимуть однаковий прибуток. Хоча й можна для приблизних розрахунків

використовувати загальну ставку дисконтування, базуючись на ринкових спостереженнях, вона не обов'язково відобразить ту ж ситуацію для усіх компаній у відповідній галузі. Необхідно правильно співставляти ставку дисконтування з ризиком. Наприклад, якщо грошові потоки розподіляються лише між акціонерами, необхідно враховувати вартість капіталу, а не WACC.

Існують різні методи визначення ставки дисконтування. Середньозважена вартість капіталу (WACC) відображає середню вартість фінансування боргу компанії та її власного капіталу зважену відповідно до її використання. Сама ж вартість капіталу по суті складається з безризикової норми прибутку та премії за володіння бізнесом, і найчастіше визначається за двома підходами: методом кумулятивної побудови (Build-up підхід) та моделлю оцінки капітальних активів (CAPM). В теорії обидва ці підходи мали б приводити до тієї ж ставки дисконтування, проте на практиці, оцінювані ставки відрізнятимуться залежно від компанії, географічних районів, галузей, ринків тощо через судження оцінювачів щодо певних ключових компонент ставки дисконтування.

Хоча вартість боргу після податку визначити нескладно, оцінка вартості капіталу, як зазначалось вище, є суб'єктивною і відрізняється різним баченням оцінювачів щодо наступних показників:

1. Безризикова ставка – зазвичай для її визначення використовують дані державних облігацій, проте дуже часто спеціалісти використовують облігації з різним терміном тривалості (наприклад 10, 20 чи 30 років) для відображення необхідних саме їм даних, що призводить до відмінностей у ставці дисконтування. Насправді вибрана безризикова ставка повинна відповідати тривалості основних грошових потоків. Крім того варто аналізувати правильність навіть таких даних, оскільки під час фінансової кризи в США, внаслідок експансійної грошової політики даний показник знижувався, а ризик інвестування в акції, очевидно не зменшувався, тому використання даних державних облігацій США може приводити до нереалістично занижених даних вартості капіталу і відповідно WACC.

2. Бета – це співвідношення сектора промисловості чи бізнесу з економікою. Для багатьох країн, в тому числі й України, проблемою є відсутність адекватних даних для кореляційного аналізу. Це призводить до того, що оцінювачі використовують бета, визначені з різних джерел, серед них найчастіше беруться дані з публікацій професора Ешвата Дамодарана, а також свої особисті судження, що не завжди коректно відображає дійсність і спричиняє відмінності в обчисленнях.

3. При оцінці вартості капіталу в Україні часто використовують дані з більш розвинутих ринків, тому слід враховувати корегування на премію за ризик країни. Існують різні судження щодо того, як скоригувати премію за ризик країни так, щоб найкраще відобразити її вплив для кожної окремо визначеної компанії. Цей показник повинен відображати ризик компанії на основі її діяльності в цій країні, тобто відносного впливу її діяльності на

економіку, щоб врахувати ризик, який може бути диверсифікований внаслідок прибутку компанії.

Ще одною типовою помилкою є невідповідне використання реальних і номінальних грошових потоків і ставок дисконтування. Важливо їх не плутати, оскільки неврахування поправки на інфляцію може спотворити оцінку.

Для кращого відображення реальної ситуації варто перевіряти ставку дисконтування з використанням альтернативного підходу. Окрім використання розрахунків побудованих на основі окремих підходів Build-up та CAPM, корисно використовувати дані спостережень дисконтованих ставок у потрібній галузі і порівняння з інформацією інших подібних компаній. Це стане хорошим показником правильності і адекватності ставки дисконтування. Проте слід пам'ятати, що нерозвиненість фондового ринку в Україні та нестабільність в політичній та економічній сферах може призвести до ситуації, коли не можна визначити ставку дисконтування з високим рівнем достовірності.

Отже, одним із основних чинників прийняття рішення для інвестора є рівень доходності на вкладений капітал, що фактично і відображається ставкою дисконтування з урахуванням ризиків, які несуть такі інвестиції. Від правильного визначення цього показника залежить правильність прийняття рішення щодо інвестування в ту чи іншу сферу діяльності.

Жодна ставка дисконтування не буде працювати в будь-яких умовах і не має єдиного підходу, що переважає над іншими. Враховуючи це і суб'єктивність при визначенні певних показників, оцінювачі й надалі матимуть різні погляди на ставку дисконтування і результати чого ймовірно потенційно значні відхилення в значеннях. Тому важливо розуміти ключові особливості в кожній галузі, використовувати перевірки за допомогою різних методів та оцінювати отримані результати за допомогою порівняльної статистики. Проте використовуючи різні формули та джерела даних для визначення вартості капіталу, важливо не забувати, що будь-який розрахунок необхідно доповнити детальним аналізом, що спирається на здоровий глузд.

Література:

1. Top 10 mistakes when performing discounted cash flow calculations for impairment testing [Електронний ресурс] // Crowe Horwath. – 2012. – Режим доступу до ресурсу:

https://www.crowehorwath.net/uploadedfiles/au/insights/insights-assets/cf_impairment-testing_june2012.pdf.

2. Some common mistakes to avoid in estimating and applying discount rates [Електронний ресурс] // Deloitte. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/About-Deloitte/mepovdocuments/mepov13/dtme_mepov13_Discount%20rates.pdf.

3. Інвестування : Навч. посібн. / Вовк В.М., Паславська І.М. – Дрогобич: Коло. – 2011 р. – 465 с.