входящие в индекс MCFTR. Менее подвержены риску и гарантируют положительную доходность в рублях за 2015-ноябрь 2020г. корпоративные облигации отечественных эмитентов.

Перспективой развития данного исследования является сравнительная оценка изменения доходности других инструментов инвестирования, таких как валютные вклады, вложения в недвижимость, драгоценные металлы, ETF и другие фонды с целью определения наиболее эффективных инструментов по соотношению риск-доходность.

1. Банк России: Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: https://cbr.ru/currency_base/daily (дата обращения: 02.11.2020).
2. Московская биржа: Индексы: Индексы акций: Индексы полной доходности: Индексы МосБиржи полной доходности [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR> (дата обращения: 02.11.2020).
3. Московская биржа: Индексы: Индексы акций: Индексы полной доходности: Индексы РТС полной доходности «брутто» [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/RTSTR> (дата обращения: 02.11.2020).
4. Московская биржа: Индексы: Индексы облигаций: Корпоративные индексы: Индекс Мосбиржи корпоративных облигаций RUCBITR [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR/> (дата обращения: 02.11.2020).

Гимранова Г.Х.

Обоснование ставки дисконтирования для инвестиционных проектов в сфере туризма

*Бакирский государственный университет
(Россия, Уфа)*

doi: 10.18411/lj-12-2020-187
idsp: ljjournal-12-2020-187

Аннотация

В статье представлен поэтапный расчет ставки дисконтирования в соответствии с современными требованиями коммерческих банков для оценки эффективности реализации инвестиционного проекта в сфере туризма, который в отличие от традиционных подходов отличается отсутствием необходимости введения дополнительных корректировок на страновой и валютный риски.

Ключевые слова: ставка дисконтирования, средневзвешенная стоимость капитала, модель оценки капитальных активов, денежный поток на собственный капитал, денежный поток на инвестированный капитал, инвестиционная оценка

Abstract

The article presents a step-by-step calculation of the discount rate in accordance with the modern requirements of commercial banks to assess the effectiveness of the implementation of an investment project in the field of tourism, which, unlike traditional approaches, differs in the absence of the need to introduce additional adjustments for country and currency risks.

Keywords: discount rate, WACC, CAPM, FCFE, FCFF, investment valuation

Ставка дисконтирования в оценке инвестиционного проекта – показатель, характеризующий требуемую норму доходности на вложенный капитал с учетом макроэкономических, отраслевых и специфических проектных рисков. Ввиду многообразия видов денежных потоков и моделей оценки эффективности инвестиционных проектов, рассмотрим пример расчета ставки дисконтирования,

применимый для оценки проектов в целях привлечения финансирования со стороны коммерческих банков.

Для денежного потока для всего инвестированного капитала ставка дисконта рассчитывается по модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Для денежного потока для собственного капитала ставка дисконта рассчитывается по модели оценки капитальных активов (CAPM).

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по следующей формуле [5]:

$$WACC = K_d (1-t) W_d + K_s W_e, \quad (1)$$

где: K_d – стоимость привлечения заемного капитала;

t – ставка налога на прибыль;

K_s – стоимость привлечения собственного капитала;

W_d – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

W_e – доля собственного капитала.

В соответствии с модифицированной моделью оценки капитальных активов для целей оценки инвестиционных проектов ставка дисконта находится по формуле [2]:

$$K_s = R_f + \beta_1(R_m - R_f) + S_1 + S_2, \quad (2)$$

где: R_f – безрисковая ставка дохода;

β – коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

R_m – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 – премия для малых предприятий;

S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании;

Как правило, в представленную выше модель также включают страновые риски, а полученный результат корректируют с учетом валютных рисков. Это необходимо, если в качестве исходных данных используют данные для развитых стран. В нашем примере для оценки ставки дисконтирования использованы данные по РФ (величина безрисковой ставки, премия за риск вложения в акции), поэтому корректировка на валютный и страновой риск не производилась.

Предположим, что нам необходимо оценить эффективность проекта в сфере туризма по состоянию на 2 ноября 2020г. с продолжительностью прогнозного периода 5 лет, долей собственных средств в проекте 60%, заемного 40% и ставкой кредитования 6%. В таблице 1 представлены основные макроэкономические исходные данные, необходимые для расчета ставки дисконтирования.

Таблица 1.

Данные для расчета ставки дисконтирования

Показатель	Обозначение	Значение
Безрисковая ставка	r_f	5,64%
Безрычаговый коэффициент бэ́та для развивающихся стран. Отрасль - "Отели"	β_u	0,61
Безрычаговый коэффициент бэ́та для развивающихся стран. Отрасль - "Отдых"	β_u	0,81
Принятое значение безрычаговой бэ́ты по Проекту	β_u	0,71
Ожидаемая доходность рыночного портфеля	r_m	12,32%
Премия на размер компании		0,7%

Безрисковая ставка доходности определена согласно данным ЦБРФ о бескупонной доходности государственных облигаций со сроком погашения 5 лет

(ссылка) по состоянию на 02.11.20г. [1], значения по безрычаговым коэффициентам бэта приняты по наиболее близким отраслям экономики: «отели» и «отдых», принятое значение β_u составило 0,71 [4].

Доходность рыночного портфеля акций рассчитана на основании изменений значений индекса МосБиржи полной доходности «нетто» MCFTRR (по налоговым ставкам российских организаций) на 02.11.20г. [3]. Использование индекса полной доходности MCFTRR позволяет учитывать не только доходность от изменения цен акций, но также и дивидендную доходность. Расчет ожидаемой доходности рыночного портфеля R_m представлен в таблице 2.

Таблица 2.

Расчет доходности рыночного портфеля

Дата	MCFTRR	Доходность за год
02.11.2009	1353,53	
01.11.2010	1660,25	22,7%
01.11.2011	1622,18	-2,3%
01.11.2012	1644,06	1,3%
01.11.2013	1806,76	9,9%
03.11.2014	1852,19	2,5%
02.11.2015	2259,65	22,0%
01.11.2016	2705,52	19,7%
01.11.2017	2958,8	9,4%
01.11.2018	3532,79	19,4%
01.11.2019	4666,61	32,1%
02.11.2020	4613,45	-1,1%
среднее значение за 11 лет		12,3%

Таким образом, доходность рыночного портфеля R_m составила 12,3%.

Согласно формуле (2) для расчета ставки дисконтирования на собственный капитал необходима величина рычагового коэффициента бэта β_l . Определим величину данного коэффициента в соответствии с моделью Хамады [2]:

$$\beta_l = \beta_u * [1 + D/E * (1-t)] = 0,93, \quad (3)$$

где D/E – соотношение заемного и собственного капитала;

t – ставка налога на прибыль (20% в РФ).

Премия за риск на размер компании определена по данным А.Дамодарана [6]. Далее определим премию на специфический риск S_2 . Расчет премии кумулятивным методом приведен в таблице 3.

Таблица 3.

Расчет премии за специфический риск

Премия за специфический риск	2,00%
Перспективы развития отрасли и предприятия	1,0%
Местоположение предприятия и инфраструктура	0,0%
Технологические риски	0,5%
Зависимость от государственного регулирования тарифов	0,0%
Колебания цен на сырье и материалы	0,0%
Зависимость от ключевых покупателей	0,0%

Зависимость от ключевых поставщиков	0,0%
Доступность капитала	0,0%
Риск ключевой фигуры в управлении	0,0%
Компетентность руководства	0,0%
"Текучесть" и квалификация персонала	0,5%

Величины конкретных специфических рисков устанавливаются индивидуально для каждого конкретного проекта. Величина риска может быть определена, исходя из результатов оценки чувствительности проекта к изменению базовых параметров финансовой модели. Определим ставки дисконтирования на собственный капитал K_s по формуле (2) и на инвестированный капитал WACC по формуле (1):

$$K_s = 5,64\% + 0,93(12,32\% - 5,64\%) + 0,67\% + 2\% = 14,52\% \quad (4)$$

$$WACC = 6\% * (1-20\%)*40\% + 14,52\%*60\%=10,6\% \quad (5)$$

Таким образом при дисконтировании денежных потоков на инвестированный капитал FCFF принято значение средневзвешенной стоимости капитала 10,6%, а при дисконтировании денежных потоков на собственный капитал FCFE – 14,52%.

1. Банк России: Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых) [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: https://cbr.ru/hd_base/zcysc_params/ (дата обращения: 02.11.2020).
2. Методология и руководство Deloitte & Touche по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО "ЕЭС России" и ДЗО ОАО РАО "ЕЭС России" Deloitte & Touche [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ocenchik.ru/method/business/260/> (дата обращения: 02.11.2020).
3. Московская биржа: Индексы: Индексы акций: Индексы полной доходности: Индексы МосБиржи полной доходности [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR/archive> (дата обращения: 02.11.2020).
4. Betas by Sector (US) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (дата обращения: 02.11.2020).
5. Principles of Corporate Finance/ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. - 7. ed. - New York etc. : McGraw-Hill book co. - P.231.
6. Risk Measures by Market Cap Class (US) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/mktcaprisk.html (дата обращения: 02.11.2020).

Грязнов С.А.

Маркетинговые стратегии b2b и b2c

*ФКОУ ВО «Самарский юридический институт ФСИИ России»
(Россия, Самара)*

doi: 10.18411/lj-12-2020-188

idsp: ljjournal-12-2020-188

Аннотация

Маркетинг B2B и маркетинг B2C становятся все более похожими, благодаря технологическим инновациям и меняющимся ожиданиям клиентов. В этой статье автор обращает внимание на сходства маркетинговых стратегий, учитывая которые можно значительно улучшить способность эффективно продвигать свой бизнес на профессиональном уровне.

Ключевые слова: маркетинг B2B, маркетинг B2C, стратегия, бизнес, рациональный, эмоциональный.