

ОСОБЕННОСТИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ АРЕНДНЫХ ПЛАТЕЖЕЙ В КОНТЕКСТЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ

В. С. Левин

Оренбургский государственный университет, Оренбург, Россия
e-mail: vslevin@mail.ru

Аннотация. При дисконтировании арендных платежей ключевое значение играет уровень ставки дисконтирования. Если в соответствии с условиями арендного договора ставка не может быть точно определена, необходимо прибегнуть к аналогичным ставкам заимствования с сопоставимыми условиями, либо рассчитать ее аналитическим путем.

Цель исследования – выявить особенности дисконтирования арендных платежей в контексте определения ставки дисконтирования. Предмет исследования – отношения в виде операционной и финансовой аренды.

Методический аппарат исследования: анализ существующих займов, рыночные данные, оценка кредитных рейтингов, регрессионный анализ, модель оценки финансовых активов, метод мультипликаторов, кумулятивного построения.

Новизна и результаты исследования: выявлено сходство арендных отношений с инвестиционными и кредитными операциями, проблемы определения ставки дисконтирования аналитическим путем. Построена авторская классификация ставок дисконтирования, включающая подразумеваемые (неявные) ставки, инкрементальные ставки заимствования, безрисковые ставки. Дифференциация ставок основывается на учете: различий в информационных источниках, требований в стандартах учета, возможностей использования сторонами арендных отношений, влияния выбранной ставки на величину арендных обязательств и ключевых проблем.

Доказана необходимость отражения в ставке дисконтирования инвестиционных, кредитных и страновых рисков. Выявлены причинно-следственные связи между факторами, влияющими на премию за риск аренды. Проведен сравнительный анализ ставок дисконтирования в странах БРИКС, включающих три детерминанты: безрисковые процентные ставки, страновые премии и премии за риск аренды. Особенности дисконтирования арендных платежей обусловлены необходимостью поиска дополнительных источников информации и сравнения данных по наблюдаемым ставкам дисконтирования с ненаблюдаемыми, альтернативными ставками: ключевой ставкой Банка России, средневзвешенной ставкой, ставками по государственным и корпоративным облигациям.

Теоретическое значение проведенного исследования заключается в уточнении терминологии и систематизации информации о способах определения ставки дисконтирования в случаях, когда она явным образом определена быть не может.

Практическое значение имеют: разработанная авторская классификация ставок дисконтирования в арендных отношениях, рассмотренные примеры определения ставки дисконтирования в бюджетных учреждениях и коммерческих организациях, которые подвержены инвестиционным, кредитным и страновым рискам.

В дальнейшем потребуются проверить гипотезу, о том, можно ли для оценки ставки дисконтирования при аренде применить методы и модели, используемые при анализе рисков инвестиционных проектов. Рекомендуется также устранить пробел определения ставки дисконтирования в контексте устойчивого развития.

Ключевые слова: дисконтирование, подразумеваемая ставка, инкрементальная ставка заимствования, безрисковая ставка, арендные платежи, синтетические рейтинги, спрэд дефолта, премия за риск аренды, страновые риски.

Благодарности. Автор выражает искреннюю признательность за рецензирование и методическую поддержку главному бухгалтеру ООО «Моппетек» Ширяеву Евгению Владимировичу, г. Санкт-Петербург.

Для цитирования: Левин В. С. Особенности дисконтирования арендных платежей в контексте определения процентной ставки // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2025. – № 3. – С. 35–51. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-3-35>.

FEATURES OF DISCOUNTING LEASE PAYMENTS IN THE CONTEXT OF DETERMINING THE INTEREST RATE

V. S. Levin

Orenburg State University, Orenburg, Russia

e-mail: vslevin@mail.ru

Abstract. When discounting rental payments, the discount rate level plays a key role. If, in accordance with the terms of the lease agreement, the rate cannot be precisely determined, it is necessary to resort to similar borrowing rates with comparable conditions, or calculate it analytically.

The purpose of the study is to identify the features of discounting rental payments in the context of determining the discount rate. The subject of the study is the relationship in the form of operating and financial leases.

Research methodology: analysis of existing loans, market data, credit rating assessment, regression analysis, financial asset valuation model, multiplier method, cumulative construction.

The novelty and results of the study: revealed the similarity of rental relations with investment and credit transactions, the problems of determining the discount rate analytically. The author's classification of discount rates is constructed, including implied (implicit) rates, incremental borrowing rates, and risk-free rates. The differentiation of rates is based on accounting for: differences in information sources, requirements in accounting standards, the possibilities for the parties to use the lease, the impact of the chosen rate on the amount of lease obligations and key issues.

The necessity of reflecting investment, credit and country risks in the discount rate is proved. The causal relationships between the factors influencing the premium for rental risk have been identified. A comparative analysis of discount rates in the BRICS countries has been carried out, including three determinants: risk-free interest rates, country premiums and rental risk premiums. The specifics of discounting lease payments are due to the need to find additional sources of information and compare data on observed discount rates with unobserved alternative rates: the key rate of the Bank of Russia, the weighted average rate, and rates on government and corporate bonds.

The theoretical significance of the study is to clarify terminology and systematize information on ways to determine the discount rate in cases where it cannot be explicitly determined.

The developed author's classification of discount rates in rental relations is of practical importance, as well as the examples of determining discount rates in budget institutions and commercial organizations that are subject to investment, credit and country risks.

In the future, it will be necessary to test the hypothesis of whether it is possible to use methods and models used in the risk analysis of investment projects to estimate the discount rate for leases. It is also recommended to eliminate the gap in determining the discount rate in the context of sustainable development.

Key words: discounting, implied rate, incremental borrowing rate, risk-free rate, lease payments, synthetic ratings, default spread, rental risk premium, country risks.

Acknowledgements. The author expresses his sincere gratitude for the review and methodological support to the chief accountant of LLC «Mopletek» Shiryayev Evgeny Vladimirovich, St. Petersburg.

Cite as: Levin, V. S. (2025) [Features of discounting lease payments in the context of determining the interest rate]. *Intellekt. Innovacii. Investicii* [Intellect. Innovations. Investments]. Vol. 3, pp. 35–51. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-3-35>.

Введение

Проблема определения ставки дисконтирования арендных платежей стала актуальной после 2022 года и получила особенно широкое обсуждение в профессиональной среде после внедрения ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды». На практике ставка определяется конкретными условиями договоров и от специалистов не требуется дополнительных усилий для ее определения. Часто воз-

никает необходимость ее пересмотра, когда меняются условия договоров: происходит досрочное их расторжение, пересматриваются сроки или др. Эта проблема становится актуальной, когда отсутствуют наблюдаемые исторические данные по арендуемым объектам, что требует использования дополнительной информации, учета вновь появившихся рисков, применения специальных аналитических инструментов и принятия профессионального суждения.

Эти и иные обстоятельства повлияли на цель, задачи и гипотезу исследования.

Цель исследования – определение особенностей дисконтирования арендных платежей в контексте определения ставки дисконтирования. Для этого требуется решение ряда задач: уточнение сущности исследуемых экономических категорий, разграничение видов ставок и ключевых особенностей дисконтирования арендных платежей с точки зрения учетной практики, а также методов отражения исходной информации в арендном договоре.

Также возникла потребность проверки ряда гипотез, связанных с выявлением сходства арендных операций с инвестиционными и кредитными отношениями для изучения степени их влияния на оценку инвестиционных, кредитных, страновых и других специфических для аренды рисков, а также решения проблемы определения ставки дисконтирования аналитическим путем.

При определении ставки дисконтирования некоторые гипотезы не требуют дополнительной проверки и доказательств, так как основываются на действующих стандартах или находятся по правилам финансовой математики. Например, гипотеза о сроке аренды: «долгосрочные арендные договоры требуют применения более низкой ставки дисконтирования из-за снижения риска вакантности». Гипотеза о ликвидности актива: «недвижимость с высокой ликвидностью (например, в центре города) дисконтируется по более низкой ставке, чем объекты в менее популярных локациях».

Другие гипотезы требуется объяснить и проверить в рамках данного исследования. Об инвестиционном риске: «арендные отношения следует рассматривать как альтернативные инвестиции для арендодателя с высоким уровнем инвестиционных рисков». О кредитном риске: «ставка дисконтирования включает кредитный риск невыплаты арендных платежей». О страновом риске: «ставка дисконтирования арендных платежей должна включать премию за страновой риск».

Обзор литературы

Представим краткий анализ предыдущих работ, которые дополняют настоящее исследование и направлены на решение сформулированной проблемы.

Алексеева Г. И., проанализировав положения ФСБУ 25/2018 и МСФО (*IFRS*) 16 «Аренда», делает вывод, что «... отличия несущественны и в целом демонстрируют идентичность российских правил бухгалтерского учета арендных отношений и требований МСФО в ключевых аспектах» [1]. Вместе с тем,

в стандартах отсутствуют определения экономической категории «риск», при том, что экономический субъект при заключении договора аренды должен правильно классифицировать объекты учета аренды. Именно переход риска от арендодателя к арендатору является главным критерием при классификации аренды на операционную и финансовую.

Филатова О. А. в контексте особенностей определения ставки дисконтирования говорит о том, что ФСБУ, как и МСФО, содержит два способа определения ставки дисконтирования: основной и дополнительный. Основной способ основывается на ставке, «вшитой» в сам договор, предполагающей, что тело займа будет равно справедливой стоимости арендуемого актива. Дополнительный метод, при невозможности использования основного, имеет в основе своей ставку, по которой арендатор смог бы получить необходимый объем финансирования, валюта, срок, обеспечение которого были бы релевантными валюте, сроку, предмету договора аренды¹.

Неелова Н. В., Кочинев Ю. Ю., Гузикова Л. А. утверждают, что применение нового порядка учета аренды положительным образом повлияет на финансовое состояние арендатора и ключевые показатели эффективности, так как повысится достоверность и прозрачность финансовой отчетности, что даст возможность пользователям точнее оценивать кредитные риски. Они описывают, как выбор величины ставки дисконтирования повлияет на динамику финансовых результатов, амортизационных и процентных расходов, прав пользования активами (ППА) и обязательств по аренде [8]. Вместе с тем, неясно, как определяется ставка, чем она обусловлена, какие источники информации необходимо привлечь.

Ермолина К. В. обнаруживает трудности в оценке справедливой стоимости и определении величины ставки дисконтирования для расчета ППА и обязательства по аренде. Она утверждает, что «большинство организаций применяют п. 15 ФСБУ 25/2018 и в учетной политике закрепляют ставку дисконтирования, расчет которой не требуется». Автором указывается несколько альтернативных источников информации для определения ставки дисконтирования: сопоставимые условия по кредитным договорам, запрашиваемая информация по условиям кредитования, статистика Центрального банка РФ [4]. При этом не указываются конкретные методы и инструменты аналитического определения ставки дисконтирования, какие виды рисков сопровождают арендные отношения.

¹ ФСБУ 25/2018: первые итоги применения. Серия статей эксперта Русаудита Оксаны Филатовой: часть 2. – URL: <https://www.russaudit.ru/insights/publications/fsbu-25-2018-pervye-itogi-primeneniya2/> (дата обращения: 09.02.2025).

Бродунов А. Н., Буневич К. Г., Мохова А. И. описывают традиционные методы, которые можно использовать при дисконтировании: стоимости собственного капитала; модель дисконтирования дивидендов; нормативный метод; кумулятивный метод; модель ценообразования капитальных активов; метод средневзвешенной стоимости капитала и др. [3]. Однако авторы не приводят деталей применения этих методов и моделей в арендных отношениях.

Попов А. Ю., ссылаясь на те же методы, предлагает анализировать каждый договор с позиции экономического содержания для достоверного определения ставки дисконтирования, доходов и расходов, связанных с арендой [9].

Наряду с научной литературой также опубликован и ряд практических рекомендаций, где прямо говорится о проблемах выбора ставки дисконтирования: оценочный характер и субъективность при принятии решений, основанных на профессиональном суждении; нечеткие требования стандартов; отсутствие единых подходов и требований; методологическая неопределенность; низкий уровень надежности бухгалтерской информации².

Учитывая перечисленные проблемы, считаем, что определение ставки дисконтирования аналитическим путем является нетривиальной задачей, а хорошо себя зарекомендовавшие модели и формальные методики инвестиционного анализа с трудом могут быть адаптированы для аренды [6; 7].

Вместе с тем, Li K., You L. на примере компаний США показывают, что после изменений, введенных в стандарты и правила учета аренды, неоклассические теории инвестирования, такие как теория Тобина, хорошо проявляют себя на практике и свидетельствуют о превосходных инвестиционных возможностях фирм, которые арендуют больше капитала [16]. Особенно это касается фирм, которые испытывают трудности с заимствованием капитала и имеют высокую вероятность дефолта, что порождает дополнительные риски для кредиторов и необходимость повышения ставок дисконтирования. Они рассматривают лизинг, как альтернативу покупке оборудования, выявляя его преимущества и недостатки.

Одним из таких решений описанных проблем может быть поиск альтернативных источников финансирования арендных операций. Для этого, прямо ассоциируя арендные отношения с инвестиционными и кредитными операциями, стоит увязать данный вопрос со стоимостью долга компании. Это объясняет необходимость обращения к альтернативным бан-

ковскому кредитованию источникам заимствования средств на фондовом рынке посредством эмиссии облигационных займов.

В этом смысле согласимся с Поповой Ю. А., которая предлагает при расчете учитывать безрисковую норму доходности по облигациям федерального займа (ОФЗ) и включать премию за риск, которая предполагает дополнительную доходность, необходимую для компенсации специфических рисков, связанных с доходом от аренды [10]. Автор не дает рекомендаций по поводу выбора конкретных выпусков ОФЗ и расчета самой премии за риск. Данный подход ориентирован на зарубежные методики, в которых фокус делается не на требования банков и регуляторов, а на характеристики долгового рынка и взаимодействия хозяйствующих субъектов с рейтинговыми агентствами.

Важно рассмотреть арендные отношения в контексте анализа устойчивого развития. Так, Marintseva K., Athousaki R., оценивая эффективность лизинга воздушных судов, приходят к заключению о том, что текущее состояние рынка авиационных перевозок характеризуется значительной волатильностью [18]. Это объясняется заметными сдвигами в регуляторной политике, связанной с декарбонизацией, критериями ESG и зеленым финансированием. Данная волатильность усугубляется политическими и юрисдикционными рисками.

Minh N. A., Nishiuchi H., Shiomi Y., Hoan L., анализируя бизнес-модели общественного транспорта, сравнивают экономические и экологические преимущества модели аренды автопарка для электробусов наряду с традиционными бизнес-моделями (автобусы, работающие на дизельном топливе или природном газе) [19]. Они утверждают, что модель лизинга электробусов приносит большие финансовые выгоды компаниям, подтверждая их намерения соблюдать экологические требования.

В попытке решить экологические проблемы, связанные с использованием ископаемого топлива, Hong T. и др. исследовали тенденции на рынке солнечной электрогенерации, построили бизнес-модель, которая позволяет клиентам арендовать солнечную фотоэлектрическую систему, принадлежащую сторонней компании. В результате были определены оптимальные размеры арендных платежей для жилых домов и прочей недвижимости [15].

Liu B., Liu Y. выстроили оптимальные стратегии ценообразования и финансирования операций с лизинговым оборудованием. Одной из ключевых проблем, возникающих при смене условий договоров

² Рекомендация БМЦ Р-65/2015-кпр «Ставка дисконтирования» // БМЦ. – URL: http://bmcenter.ru/Files/R-KpT-Opredeleniye_stavki_diskontirovaniya (дата обращения: 30.01.2025).

аренды, авторы называют нарушение цепочек поставок [17]. Технология блокчейн и зеленое финансирование, по мнению авторов, могут решить проблемы устойчивости и окружающей среды в цепочке поставок лизинговых услуг, а также повысить доверие для лизингодателей из сектора малого и среднего бизнеса.

Schoenmaker D., Schramade W. ставят вопрос: «какая ставка дисконтирования должна отвечать требованиям устойчивого развития?». В ответе они предлагают использовать «социальную ставку дисконтирования» [20]. С одной стороны, ее уровень должен быть ниже, чем стандартные ставки. С другой стороны, использование таких пониженных ставок приведет к добавлению в аналитическую модель параметра риска, чтобы справиться с макроэкономическими последствиями вероятных негативных событий (пандемий, природных и техногенных катастроф, вызванных активным внедрением искусственного интеллекта и др.).

Изучая труды ученых, нововведения в нормативной базе, можно утверждать, что решение выше обозначенных проблем невозможно без более глубокого понимания: сущности арендных отношений в отрыве от инвестиционных и кредитных операций, необходимости классификации ставок дисконтирования арендных платежей, оценки дополнительных страновых рисков, их отражения при расчете ставки дисконтирования.

В дальнейшем наше исследование структурировано следующим образом. В разделе 1 обсуждаются опыт и практика определения ставки дисконтирования на основе наблюдаемых данных. В разделе 2

показано как связаны между собой ненаблюдаемые данные и инкрементальная ставка заимствования, как учитывается кредитный риск. Наконец, в разделе 3 рассмотрен зарубежный опыт определения ставки дисконтирования и проведена оценка страновых рисков.

Опыт и практика определения ставки дисконтирования на основе наблюдаемых данных

Новации в области учета аренды коснулись сущности понятий, характеризующих инвестиционные отношения. В нормативных документах и научных трудах широко стали использоваться термины: «инвестиции в аренду», «инвестиционная недвижимость», «чистая стоимость инвестиций в аренду». Например, в соответствии с п. 32 ФСБУ 25/2018 при классификации аренды в качестве объекта учета финансовой аренды арендодатель признает инвестицию в аренду в качестве актива; при учете ППА у лизингополучателя «инвестиционная недвижимость» оценивается по справедливой стоимости; при налогообложении арендатора рассчитывается «чистая стоимость инвестиций в аренду» и др.

Ковалев В. В. рассматривает лизинговые операции как инвестиционную деятельность при анализе ее эффективности. Описывая логику финансовых операций при дисконтировании и наращении, им предлагается использовать формулы (1) и (2) в зависимости от того, что принять за базу сравнения при дисконтировании – современную или будущую стоимость потока платежей:

$$r_t = \frac{FV - PV}{PV}, \quad (1)$$

$$d_t = \frac{FV - PV}{FV}, \quad (2)$$

где

FV – будущая стоимость,

PV – современная стоимость потока платежей (от англ. *future value, present value*).

Показатель r_t имеет названия: «процентная ставка», «процент», «рост», «ставка процента», «норма прибыли», «доходность», а d_t – «учетная ставка», «дисконтная ставка», «дисконт»³. Когда применяются новые стандарты учета аренды, определение правильной процентной и учетной ставки может быть сложной задачей. Ставка, подразумеваемая в договоре аренды («неявная» или «имплицитная», от англ. *implicit rate*), является наиболее подходящей ставкой дисконтирования для использования при учете аренды.

Если нет уверенности в такой ставке после изучения условий договора аренды, или арендатор не может получить от арендодателя информацию об ее уровне, есть способы определить ставку самостоятельно. Для этого потребуется определить справедливую стоимость актива на начало и в конце срока аренды, а также величину арендных платежей для расчета текущей (дисконтированной) стоимости обязательства по аренде. Если не удастся определить справедливую стоимость актива, придется использовать став-

³ Ковалев В. В. Лизинг: финансовые, учетно-аналитические и правовые аспекты: Учебно-практическое пособие. – М.: ООО «Пропспект», 2023. – 448 с. – EDN: MWYSWX.

ку по дополнительному займу. В стандартах учета есть конкретные указания на этот счет: в п.15 ФСБУ 25/2018 и п. 26 МСФО (IFRS) 16. В международных стандартах словосочетание «*incremental borrowing rate*» (*IBR*) можно перевести как «инкрементальная ставка заимствования». Будем понимать под *IBR* такую величину ставки, по которой арендатор мог бы привлечь заемные средства, чтобы получить: актив со стоимостью, аналогичной стоимости базового актива, на аналогичный срок, при аналогичном обеспечении, в аналогичных экономических условиях. Значит, это ставка, которую компания заплатила бы за заем с аналогичными условиями.

Стандарт учета аренды ASC 842 для американских

компаний, составленный в соответствии с принципами *US GAAP*, также подразумевает использование безрисковой ставки (*risk-free rate*)⁴. Правда, это распространяется только на частные непубличные компании при условии, что нельзя найти ни одну из вышеуказанных ставок.

Систематизируем информацию о видах ставок дисконтирования с учетом: различий в информационных источниках, требований МСФО (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости», возможности использования сторонами арендных отношений, влияния на величину арендных обязательств и ключевых проблем идентификации и возможности применения в таблице 1.

Таблица 1. Классификация ставок дисконтирования в арендных отношениях

Вид ставки	Источник информации и соответствие МСФО (IFRS) 13 ⁵	Используется арендатором/арендодателем	Влияние на величину арендных обязательств	Проблемы идентификации и возможности применения
Подразумеваемая (неявная) ставка	Определяется условиями договора по правилам финансовой математики ³⁾	Да / Да	Низкое	Может быть невозможно определить арендатору
Инкрементальная ставка заимствования	Кредитные ставки, сопоставимые с условиями аренды ²⁾	Да / Нет	Среднее	Может быть дорогостоящим для определения арендатором
Безрисковая ставка	Доходность государственных облигаций ^{1), 4)}	Да / Нет	Высокое	Доступна только для непубличных компаний

¹⁾ у организации есть доступ на дату оценки к ценовым котировкам на активных рынках для оцениваемых активов или обязательств;

²⁾ исходные данные прямо или косвенно наблюдаемы в отношении актива или обязательства;

³⁾ исходные данные в отношении актива или обязательства на активных рынках не наблюдаемы;

⁴⁾ в РФ учетная ставка ЦБ, *RUONIA* могут рассматриваться в качестве альтернативы доходности различных выпусков облигаций федерального займа (ОФЗ)

Источник: составлено автором

Рассмотрим применение подразумеваемой (неявной) ставки на примере 1.

Пример 1. Компания X арендует единицу оборудования за 0,5 млн руб. в год с ежегодной оплатой в начале каждого года сроком на 5 лет. На момент начала аренды компания X оценивает справедливую стоимость арендованного актива в 2,5 млн руб. на основе рыночных цен. Арендатор не осведомлен о каких-либо отложенных первоначальных прямых

затратах арендодателя, и ожидается, что стоимость актива будет равна нулю в конце срока аренды.

Требуется определить подразумеваемую (неявную) ставку дисконтирования. Для решения воспользуемся функцией внутренней нормы доходности (*IRR*) в *Excel* для расчета ставки, в результате которой приведенная стоимость арендных платежей будет равна справедливой стоимости оборудования, указанной в таблице 2.

⁴ Портал FASB ASC. – URL: <https://asc.fasb.org> (дата обращения: 28.03.2025). FASB ASC – официальная система структурированного представления общепринятых принципов бухгалтерского учета (GAAP) в США.

⁵ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости». – URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2016/02/main/RU_BlueBook_GVT_2015_IFRS_13.pdf (дата обращения: 09.02.2025).

Таблица 2. Расчет подразумеваемой (неявной) ставки дисконтирования

Период	Справедливая стоимость, руб.	Арендные платежи, руб.	Чистый денежный поток, руб.
0	2 500 000	–500 000	2 000 000*
1		–500 000	–500 000
2		–500 000	–500 000
3		–500 000	–500 000
4		–500 000	–500 000
5		–500 000	–500 000
Всего	2 500 000	–3 000 000	–500 000
Внутренняя нормы доходности (IRR) =			7,93%
* Чистые первоначальные инвестиции при получении лизинга в начале срока аренды			

Источник: рассчитано автором

Чистые первоначальные инвестиции при получении предмета лизинга в начале срока лизинга составят 2 млн руб. Величина подразумеваемой (неявной) ставки дисконтирования будет 7,93%. Вероятно, для арендатора это очень заманчивая инвестиция, однако для арендодателя это не самая высокая норма прибыли, которая бы его могла удовлетворить в современных условиях.

Подобный подход разделяют специалисты ИПБ России, применяя функции *Excel*: «СТАВКА»

и «ВСД»⁶. Для получения информации о ставке, если она прямо не следует из условий договора, не определяется в бухгалтерских программах (таких, как 1С: ERP) или требует пересчета в связи с изменившимися условиями, рекомендуется обратиться за информацией в обслуживающие банки либо определить ставки на основе информации Банка России⁷.

Иногда на практике ставки дисконтирования используются для расчета коэффициентов дисконтирования по формуле (3):

$$КД = 1 / (1 + СД)^N, \quad (3)$$

где

КД – коэффициент дисконтирования;

СД – ставка дисконтирования;

N – период дисконтирования, например, номер года или месяца.

В формуле (3) СД представляет годовую ключевую ставку Банка России. Подобный подход применяется в бюджетных учреждениях, а также в организациях МСП при получении грантов на развитие бизнеса. В случае применения бюджетными учреждениями ФСБУ для организаций государственного сектора «Аренда»⁸ стороны могут указать ставку в

договоре аренды. Если в договоре никаких условий на этот счет нет, ставка считается равной ключевой ставке ЦБ РФ⁹. В качестве альтернативы ключевой ставке Банка России мы предлагаем использовать ставку Банка России RUONIA, как гибкий инструмент, более оперативно реагирующий на ситуацию на денежном рынке¹⁰.

⁶ ИПБ России: практикум ПР 2/2023. ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды» – дисконтирование. – URL: https://www.ipbr.org/assets/documents/developments/workshop/230411_fsbu-25-2018.pdf. (дата обращения: 21.10.2024).

⁷ Статистический бюллетень Банка России № 9 (352) 2022. – URL: <https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42382/Bbs2209r.pdf> (дата обращения: 09.02.2025).

⁸ ФСБУ для организаций государственного сектора «Аренда» отличается от ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды».

⁹ Энциклопедия решений. Как организовать учет по Стандарту «Аренда» (для бюджетной сферы, ноябрь 2024). – URL: <https://internet.garant.ru/document/redirect/58070989/0> (дата обращения: 30.01.2025).

¹⁰ RUONIA (сокр. от англ. Ruble Overnight Index Average) – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

Далее покажем, как доходность арендных операций коррелирует с уровнем инвестиционных рисков на примере лизинговых компаний, чьи акции и облигации торгуются на Московской бирже.

Пример 2. *Определение ставки дисконтирования для лизинговой компании «Европлан».*

В современной портфельной теории применяется

«рыночная модель» (*market model*), характеризующая зависимость между доходностью рыночного актива и доходностью всего рынка, на котором этот актив торгуется¹¹. На рисунке 1 показано графическое представление регрессионной модели, характеризующей зависимость между доходностью акций ЛК «Европлан» и доходностью индекса Московской биржи.

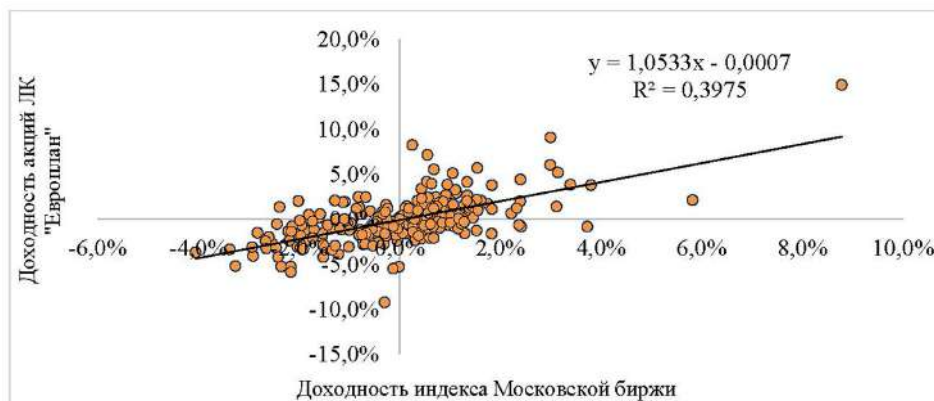


Рисунок 1. Взаимосвязь между доходностью ЛК «Европлан» и доходностью индекса Московской биржи *IMOEX*

Источник: составлено автором

Данная компания выбрана не случайно. Она одна из немногих отечественных публичных лизинговых компаний, которая представлена на фондовом рынке и является признанным лидером на российском рынке автомобильного лизинга. В марте 2024 года компания вышла на торги своими акциями, за первый год биржевых торгов накопился массив данных, позволяющий получить надежные выводы на основе регрессионного анализа.

Коэффициент регрессии или «бета»-коэффициент характеризует риск инвестирования. Уровень этого показателя, превышающий единицу, говорит о повышенном риске инвестирования, так как свидетельствует о повышенной чувствительности к изменению рыночного индекса. В нашем случае «бета»-коэффици-

циент больше единицы ($\beta = 1,0533$), а, значит, инвестирование в акции ЛК «Европлан» сопряжено с более высоким риском, чем в среднем по отечественному рынку акций, представленному индексом Московской биржи *IMOEX*. Параметр «альфа» незначительно отличается от нуля, но все же говорит об отрицательной эффективности инвестирования в акции ЛК «Европлан» ($\alpha = -0,0007$). Другие известные модели инвестиционного анализа, широко применяемые в зарубежной практике [2; 3; 9], имеют ограниченное применение. Так, модель оценки финансовых активов (*CAPM*) указывает на отрицательную ожидаемую доходность для акционеров. В *CAPM*, ожидаемая доходность любого актива $E(r_i)$ определяется по формуле (4):

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (E(r_M) - r_f), \quad (4)$$

где

r_f – безрисковая процентная ставка;

β_i – «бета»-коэффициент;

$E(r_M)$ – ожидаемая доходность рыночного портфеля

Рассчитаем по формуле (4) ожидаемую доходность акций ЛК «Европлан»:

$$E(r_i) = 18,45\% + 1,0533 \times (-3,14\% - 18,45\%) = -4,30\%.$$

¹¹ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / пер. с англ. [А. Н. Буренина, А. А. Васина]. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 1028 с.

В качестве безрисковой процентной ставки (r_f) использовалась средняя за период ставка Банка России RUONIA. «Бета»-коэффициент (β_i) рассчитан выше на основе «рыночной модели». Ожидаемая доходность рыночного портфеля ($E(r_M)$) в анализируемом периоде оценивалась как средняя доходность индекса Московской биржи IMOEX.

По причине отрицательной ожидаемой доходности акционерного капитала компании, которая могла бы использоваться в качестве ставки дисконтирования, не целесообразным представляется использовать метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Использовать дивидендную модель Гордона и определить параметр $E(r_M)$ по текущим рыночным

показателям не представляется возможным, так как ЛК «Европлан», хоть и выплатила дивиденды акционерам, это было разовым случаем. Пока нет длительной дивидендной истории, поэтому нельзя определить «скорость роста дивидендов» – ключевой показатель в данной модели.

Представление о ставке дисконтирования можно получить на основе рыночного мультипликатора P/E (Price to Earnings), который показывает количество лет, за которое компания окупит инвестиции. Формула расчета мультипликатора P/E в знаменателе содержит чистую прибыль на акцию EPS (Earnings per Share) в стоимостном выражении (5):

$$P/E = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Годовая чистая прибыль на одну акцию EPS}} \times 100\% . \quad (5)$$

P/E может использоваться следующим образом. Один рубль прибыли обеспечивает n рублей рыночной стоимости бизнеса. Значит, планируемые инвестиции должны показать схожую отдачу, то есть величина, обратная коэффициенту P/E , будет использоваться как индикатор доходности и сопоставляться с риском. При текущем значении индикатора $P/E = 6,22$ значение ставки дисконтирования составит 16,1% ($1/6,22 \times 100\%$).

Как можно понять из примера 2, с точки зрения современной портфельной теории для инвесторов и акционеров ЛК «Европлан», уровень инвестиционного риска является более высоким относительно ожидаемой доходности рыночного портфеля, то есть всего остального рынка. Уровень инвестиционного риска также можно определить по состоянию долго-

вого рынка и таких инструментов, как корпоративные облигации. Сравнивая доходность корпоративных облигаций лизинговых компаний России с доходностью государственных облигаций, показанную в таблице 3, можно убедиться, что более высокая доходность таких инструментов ассоциируется с большим риском инвестирования.

Таблица 3. Доходность корпоративных облигаций лизинговых компаний

Наименование лизинговой компании	Наименование выпуска	Доходность к погашению/ дате оферты, %
«ПСБ Лизинг»	ПСБ Лизинг оббП01	19,7
«Государственная транспортная лизинговая компания»	ГТЛК 002Р-04	21,5
«Европлан»	Европлан 001Р-09	22,5
«РЕСО-Лизинг»	РЕСО-Лизинг БО-02П-05	22,9
«Совкомбанк Лизинг»	Совкомбанк Лизинг выпуск 7	23,0
«Балтийский лизинг»	Балтийский лизинг БО-П15	25,0
«Дельта Лизинг»	Дельта Лизинг 001Р-02	25,4
«Делимобиль»	Каршеринг Россия 001Р-02	26,1
«Интерлизинг»	Интерлизинг выпуск 6	28,9
«Простые решения»	ПР-Лизинг выпуск 2	35,0

Источник: выборка по данным Московской биржи на 26.03.2025 года

Доходность ОФЗ в зависимости от срока погашения колеблется в пределах 14–20%, то есть ниже доходности корпоративных облигаций.

Ненаблюдаемые данные и инкрементальная ставка заимствования

Если ставка является ненаблюдаемой, и нельзя получить информацию из банковской статистики, или она неактуальна, предлагается использовать *IBR* – ставку, которая отражает стоимость заимствований компании с учетом конкретных условий аренды. Важно, что это не просто средняя ставка по кредитам компании, а ставка, скорректированная на кредитные риски, связанные с конкретным активом. Например, аренда офиса в деловом центре крупного города может иметь более низкую *IBR*, чем аренда аналогич-

ного оборудования в пригороде или сельском районе. Определить *IBR* можно следующим образом.

1. Анализ существующих займов компании. Если у компании есть задолженность с аналогичными условиями (валюта, срок, обеспечение), можно использовать ставку по этим займам.

2. Рыночные данные. Для публичных компаний можно использовать ставки по корпоративным облигациям или кредитам с аналогичным кредитным рейтингом.

3. Оценка кредитного риска. Если у компании нет займов, *IBR* рассчитывается методами *WACC*, *CAPM* или кумулятивного построения.

Кредитный риск, учитываемый в ставке *IBR* и оцениваемый методом кумулятивного построения [3], можно определить по формуле:

$$IBR = \text{Безрисковая ставка} + \text{Кредитный спрэд} + \text{Премия за риск аренды}, \quad (6)$$

где

безрисковая ставка, кредитный спрэд – надбавка за кредитный риск компании (определяется на основе кредитного рейтинга или анализа финансовых показателей);

премия за риск аренды – зависит от ликвидности актива, вероятности его обесценения и других факторов, предполагаемый характер влияния которых отразим в таблице 4.

Таблица 4. Факторы, влияющие на премию за риск аренды

Фактор	Влияние на премию за риск аренды
Кредитный рейтинг компании	Чем ниже рейтинг, тем выше премия за риск
Ликвидность актива	Низкая ликвидность актива повышает премию за риск
Срок аренды	Чем более длительный срок аренды, тем выше премия за риск
Наличие обеспечения	Наличие обеспечения снижает премию за риск
Волатильность рынка актива	Высокая волатильность повышает премию за риск

Источник: составлено автором

В каждом конкретном случае степень влияния факторов должна оцениваться экспертным путем, или специально созданной комиссией оценщиков, исходя из условий договора, его качественных и количественных характеристик, отражающих актуальное состояние предмета аренды.

Кредитный спред – это разница в доходности меж-

ду долговой ценной бумагой (корпоративной облигацией) и безрисковой ставкой. Он отражает дополнительную премию за риск, которую инвесторы требуют за вложение в актив с кредитным риском. Его можно определить, зная доходность рискованного актива и доходность по безрисковой ставке (7).

$$\text{Кредитный спрэд} = \text{Доходность рискованного актива} - \text{Безрисковая ставка}. \quad (7)$$

Так, для компании «Европлан» величина кредитного спреда будет равна 4,05%. Она рассчитана как разница между доходностью корпоративной облигации, име-

ющей высокий уровень рейтинга ruAA серии Европлан 001P-09 в 22,5%, указанной в таблице 3, и средней за период доходностью ставки *RUONIA*, равной 18,45%¹².

¹² «Эксперт РА» присвоил кредитный рейтинг облигациям ПАО «ЛК «Европлан» серии 001P-09 на уровне ruAA 31.01.2025 года // Эксперт РА. – URL: <https://raexpert.ru/releases/2025/jan31b> (дата обращения: 29.03.2025).

Если у компании нет корпоративных облигаций и присвоенных рейтинговыми агентствами рейтингов, расчет премии за риск может быть основан на «синтетических рейтингах»¹³.

Golden J., Liu X. K. применяют данный подход на примере лечебных учреждений США, которые в основном используют операционный лизинг, не имеют рейтингов, ограничены в возможности выпуска облигаций, основным источником финансирования арендных операций для них являются банковские кредиты [14]. Авторы убеждены в том, что требуемое новыми стандартами дополнительное раскрытие информации влияет на условия аренды и ставки дисконтирования так, что банки в условиях большей прозрачности и открытости снижают ставки дисконтирования. Признавая ценность описанного выше подхода к оценке стоимости долга и возможного составления российского аналога «синтетических рейтингов», обратим внимание на отсутствие подобной практики у отечественных компаний и невозможность его слепого копирования.

Рассмотрим пример определения *IBR* при лизинге оборудования.

Пример 3. Выбор *IBR* при лизинге оборудования и решения о целесообразности лизинга по сравнению с покупкой.

1. *Исходные данные.*

Компания берет в лизинг оборудование на следующие

условиях: срок лизинга 5 лет, ежегодный лизинговый платеж 500 000 руб. (в начале года), выкупная стоимость 200 000 руб. в конце 5-го года, рыночная ставка по аналогичным кредитам – 28–30%. Справедливая стоимость арендованного актива оценена в 2,5 млн руб. на основе рыночных цен на аналогичные активы по данным электронных торговых площадок. Облигации компании не выпускала, кредитный рейтинг не оценивался.

2. *Определение инкрементальной ставки заимствования.*

IBR должна отражать ставку, которую компания реально платила бы за аналогичный кредит.

2.1. Если у компании есть аналогичные займы (компания недавно брала кредит на 5 лет под 20%), лизинг сопоставим с ними по уровню риска, *IBR*=20%).

2.2. Если нет точных аналогов, оценка производится на основе:

А. Безрисковой ставки (например, основываясь на ключевую ставку ЦБ РФ – 21%).

Б. Ставки по корпоративным облигациям компании – 25%.

С. Моделирования методом кумулятивного построения с учетом оценки кредитного спреда и премии за риск аренды по формуле (6): $21 + 4 + 3 \approx 28\%$.

Примем минимальную ставку *IBR* = 20%.

3. *Расчет приведенной стоимости лизинговых обязательств* рассмотрен в таблице 5.

Таблица 5. Дисконтирование арендных платежей по *IBR*=20%

Период	Лизинговые платежи, руб.	Коэффициент дисконтирования	Приведенная стоимость (<i>PV</i>), руб.
0	500 000	1	500 000
1	500 000	0,8333	416 667
2	500 000	0,6944	347 222
3	500 000	0,5787	289 352
4	500 000	0,4823	241 127
5	500 000	0,4019	281 314
Всего	3 000 000		2 075 682

Источник: рассчитано автором

4. *Учет первоначальных прямых затрат.*

Если лизингодатель требует оплату страховки, регистрации, затрат на доставку и установку оборудования на сумму 100 000 руб., их добавляют к *PV*. Общая сумма обязательств = 2 075 682 + 100 000 = 2 175 682 руб.

5. *Сравнение с рыночной стоимостью актива.*

Если рыночная стоимость оборудования 2 500 000 руб., а общая сумма обязательств 2 175 682 руб., то лизинг выгоднее покупки (экономия 324 318 руб.). Если общая сумма обязательств больше рыночной стоимости, лизинг невыгоден. Альтернативные варианты ставок *IBR* представим в таблице 6.

¹³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Паблишер, 2021. – 1316 с.

Таблица 6. Общая сумма обязательств и экономии при использовании альтернативных ставок дисконтирования

Название альтернативной <i>IBR</i>	Ставка дисконтирования, %	Общая сумма обязательств по аренде, руб.	Экономия на лизинговой операции, руб.
Ставка по аналогичному займу	20,0	2 175 682	324 318
А. Безрисковая ставка	21,0	2 140 101	359 899
Б. Ставка по корпоративным облигациям	25,0	2 010 176	489 824
С. Модельная ставка на основе метода кумулятивного построения	28,0	1 924 211	575 789

Источник: рассчитано автором

Альтернативные ставки более высокие по сравнению с аналогичными займами, способствуют снижению общей суммы обязательств по аренде и увеличению экономии от лизинга. Для арендодателя более высокие ставки связаны с более высокими рисками. В примере $IBR = 20$, $PV = 2\,175\,682$ руб. Для арендатора лизинг предпочтительнее приобретения оборудования.

Итак, если у компании нет возможности точно определить *IBR*, можно: взять за основу ставку по последнему привлеченному кредиту с похожими условиями, добавить к ней премию за риск, зафиксировать расчет в учетной политике. В зависимости от конкретной ситуации можно добавить шаги к расчету: учесть оценку кредитной истории компании, провести анализ геополитических рисков, рыночных условий, осуществить корректировку на специфические риски аренды.

Применение безрисковой процентной ставки в оценке страновых рисков

Безрисковая ставка является самой простой ставкой для определения. Вместо того, чтобы требовать сложных расчетов или исследований, безрисковую ставку можно просто найти в Интернете на сайтах государственных учреждений и бирж. Она сводит к минимуму работу и потенциальные затраты, как правило, является самой низкой из трех возможных вариантов. При расчете обязательства по аренде более низкая ставка может привести к существенному увеличению обязательств по аренде.

На примере рынка авиаперевозок приведем обо-

снование необходимости учета в ставке дисконтирования странового риска. Wandelt S., Sun X., Zhang A. сравнивают эту ситуацию с «идеальным штормом», утверждая, что украинский кризис оказал значительное влияние на деятельность лизингодателей во всем мире, в результате чего зарубежные лизинговые компании потеряли около 400 самолетов общей стоимостью 10 млрд долл. США. Другой вероятный конфликт с высоким потенциалом глобальной эскалации может в ближайшее время произойти между США и Китаем из-за ситуации на Тайване [21].

Теперь покажем, как можно применить метод кумулятивного построения [3] при оценке странового риска. Niso, A. [11], Damodaran, A. [13], Bekaert G. и др. [12] утверждают, что по мере того, как компании и инвесторы становятся более глобальными, они чаще сталкиваются с оценкой рисков, связанных с глобализацией, подвержены политическим и экономическим потрясениям, которые часто характерны для рынков с развивающимися экономиками.

Если компания представлена на зарубежных рынках, важно учитывать в премии за риск её страновую принадлежность. Рекомендуется при оценке стоимости долга для фирм на формирующихся рынках учитывать следующие обстоятельства: для отечественных организаций зарубежные рейтинги не оцениваются; «синтетические рейтинги» искажены под воздействием различий в процентных ставках между формирующимися и зрелыми рынками; существует риск суверенного дефолта. Поэтому при расчете стоимости долга компании на формирующемся рынке надо включать спрэд суверенного дефолта (8):

$$\text{Стоимость долга} = \text{Безрисковая ставка} + \text{Спрэд суверенного дефолта} + \text{Спрэд дефолта компании}. \quad (8)$$

На основе безрисковой ставки и спреда суверенного дефолта, рассмотренного в таблице 7, определяется

премия за страной риск для стран БРИКС, показанной на рисунке 2.

Таблица 7. Безрисковые ставки в валютах стран БРИКС – июль 2024 года

Валюта	Доходность по государственным облигациям, %	Рейтинг облигаций Moody's	Спрэд дефолта, основанный на рейтинге, %	Безрисковая процентная ставка, %
Бразильский реал	11,83	Ba2	2,83	9,00
Китайский юань	2,26	A1	0,66	1,60
Индийский рупий	6,98	Baa3	2,07	4,91
Российский рубль	14,50	Baa3	2,07	12,43
Южноафриканский рэнд	9,78	Ba2	2,83	6,95

Источник: составлено автором по данным работы [14]

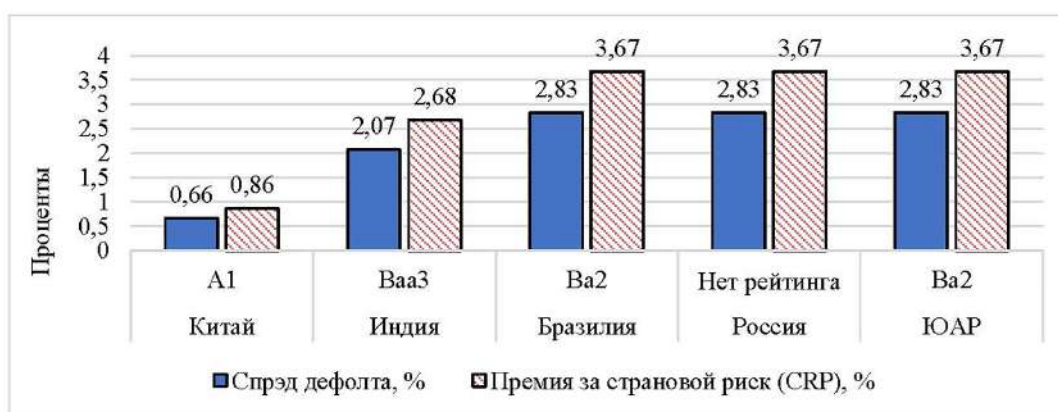


Рисунок 2. Премия за страновой риск в странах БРИКС – июль 2024 г.

Источник: составлено автором по данным работы [13]

Теперь определим ставки дисконтирования для организаций, связанных арендными отношениями с зарубежными фирмами, по формуле (9):

$$\text{Ставка дисконтирования} = \text{Безрисковая ставка} + \text{Премия за страновой риск} + \text{Премия за риск аренды}. \quad (9)$$

Пример 4. Имеются следующие данные на середину 2024 года по России: безрисковая ставка = 12,43% годовых; премия за страновой риск = 3,67%; премия за риск аренды = 3,03%.

Требуется рассчитать СД для России и сравнить ее с другими странами объединения БРИКС при условии, что премия за риск аренды, оцененная экспертным путем, будет одинаковой.

СД (Россия) = 12,43% + 3,67% + 3,03% = 19,13%.

СД (Китай) = 1,60% + 0,86% + 3,03% = 5,49%.

СД (Индия) = 4,91% + 2,68% + 3,03% = 10,62%.

СД (Бразилия) = 9,00% + 3,67% + 3,03% = 15,70%.

СД (ЮАР) = 6,95% + 3,67% + 3,03% = 13,65%.

Таким образом, в России СД максимальная из всех рассматриваемых стран – 19,13%, а наиболее благоприятные условия с точки зрения страновых рисков в Китае – 5,49%.

Премия за риск аренды в конкретной стране должна также учитывать национальные особенности дисконтирования арендных платежей.

Заключение

Таким образом, ставка дисконтирования – это ключевой параметр, используемый арендатором для дисконтирования арендных платежей. Она отражает стоимость привлечения средств компанией с учетом рисков,

связанных с конкретной арендой. Это не абстрактный показатель, а инструмент, который требует применения профессионального суждения, включающего анализ конкретных условий компании и арендуемого актива. Ее корректный расчет позволяет соблюсти требования стандартов и избежать претензий аудиторов.

Новизна представленного исследования заключается в том, что при проверке сформулированных гипотез было выявлено сходство арендных отношений с инвестиционными и кредитными операциями, а также ключевые проблемы определения ставки дисконтирования аналитическим путем, вызванные отсутствием наблюдаемых данных или сопоставимой информации. На базе отечественного и зарубежного опыта доказана необходимость отражения в ставке дисконтирования инвестиционных, кредитных и страновых рисков. Выявлены причинно-следственные связи между факторами, влияющими на премию за риск аренды. Проведен сравнительный анализ ставок дисконтирования в странах БРИКС, включающих три слагаемые: безрисковые процентные ставки, страновые премии и премии за риск аренды. Особенности дисконтирования арендных платежей обусловлены необходимостью поиска дополнительных источников информации и сравнения данных по наблюдаемым ставкам дисконтирования с ненаблюдаемыми, альтернативными ставками.

Теоретическое значение проведенного исследования заключается в том, что автор уточнил терминологию и систематизировал информацию о способах определения ставки дисконтирования в случаях, когда она явным образом определена быть не может. Пра-

ктическое значение имеют рассмотренные примеры определения ставки дисконтирования в организациях, которые подвержены инвестиционным, кредитным и страновым рискам.

В дальнейшем потребуются проверить гипотезу, подтверждающую или опровергающую взаимосвязь между инвестиционными и арендными операциями. Например, относительно того, можно ли для оценки ставки дисконтирования при аренде применить методы и модели, широко применяемые при анализе рисков инвестиционных проектов: метод достоверных эквивалентов; анализ чувствительности критериев эффективности; метод сценариев; анализ вероятностных распределений потоков платежей; деревья решений; метод имитационного моделирования [5]. Кроме того, рекомендуется устранить пробел определения ставки дисконтирования в контексте устойчивого развития и, особенно, учета в ставке дисконтирования экологических, социальных и управленческих рисков.

Отдельные результаты исследования («Методика дисконтирования. Применение дисконтирования в ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды») прошли апробацию на курсах повышения квалификации для профессиональных бухгалтеров и аудиторов в Учебно-методическом центре ИПБ России, а также в учебном процессе Института менеджмента, экономики и предпринимательства Оренбургского государственного университета при преподавании дисциплин «Оценка рисков», «Стратегический анализ» для обучающихся по специальности «Экономическая безопасность».

Литература

1. Алексеева Г. И. Новые правила бухгалтерского учета арендных отношений // Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. – 2020. – № 7(487). – С. 9–27. – EDN: CAFOII.
2. Беннинга Ш. Основы финансов с примерами в Excel: Пер. с англ. – М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2014. – 960 с.
3. Бродунов А. Н., Буневич К. Г., Мохова А. И. Анализ возможностей и проблем внедрения стоимостного подхода к управлению российскими корпорациями банковского сектора : монография. – М.: Московский университет им. С.Ю. Витте, 2020. – 162 с. – EDN: XXKVFC.
4. Ермолина К. В. ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды» в контексте анализа финансового состояния предприятий // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2024. – № 1. – С. 80–94. – <https://doi.org/10.17308/econ.2024.1/11841>. – EDN: NOONVD.
5. Левин В. С. Классификация и виды инвестиционных рисков // Развитие и взаимодействие реального и финансового секторов экономики в условиях цифровой трансформации: Материалы Международной научно-практической конференции, Оренбург, 05–06 октября 2023 года. – Оренбург: Оренбургский государственный университет, 2023. – С. 210–215. – EDN: DZZPGW.
6. Левин В. С. Определение процентной ставки при дисконтировании арендных платежей // Проблемы и перспективы развития учетно-аналитической и контрольной системы в условиях цифровизации экономических процессов: Мат.-лы Межд. научно-практ. конф. посв. 30-летию каф. бухгалтерского учета, анализа и аудита, Оренбург, 19–20 ноября 2024 года. – Оренбург: Оренбургский государственный университет, 2024. – С. 231–236. – EDN: ESRRTD.

7. Левин В. С. Оценка ставки дисконтирования и определение справедливой стоимости компании в стратегическом инвестиционном анализе // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2023. – № 2. – С. 34–46. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2023-2-34>. – EDN: SAAMJA.
8. Неелова Н. В., Кочинев Ю. Ю., Гузикова Л. А. Влияние применения ФСБУ 25/2018 «Бухгалтерский учет аренды» на финансовые показатели арендатора // Аудитор. – 2023. – Т. 9, № 5. – С. 33–44. – <https://doi.org/10.12737/1998-0701-2023-9-5-33-44>. – EDN: GDRYOH.
9. Попов А. Ю. Актуальные вопросы применения ФСБУ 25/2018 «бухгалтерский учет аренды» // Актуальные проблемы бухгалтерского учета, аудита и анализа в современных условиях: монография / Под редакцией Н. Н. Бондиной. – Пенза: Пензенский государственный аграрный университет, 2023. – С. 173–195. – EDN: TWSJRF.
10. Попова Ю. А. Метод расчёта ставки дисконтирования для учёта арендных платежей // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. – 2023. – № 8. – С. 227–229. – <https://doi.org/10.23672/SAE.2023.17.48.017>. – EDN: OSTRBP.
11. Abuaf N. (2011) Valuing Emerging Market Equities – The Empirical Evidence. *Journal of Applied Finance*, No. 2, 19 p. (In Eng.).
12. Bekaert G., et al. (2016) Political risk and international valuation, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 37, pp. 1–23. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.007>. (In Eng.).
13. Damodaran A. (2024) Country Risk: Determinants, Measures, and Implications – The 2024 Edition. – 129 p. – <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4896539>. (In Eng.).
14. Golden J., Liu X. K. (2025) Capitalization of operating leases and the cost of Bank loans, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 92, p. 102773. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102773>. (In Eng.).
15. Hong T., et al. (2018) A model for determining the optimal lease payment in the solar lease business for residences and third-party companies – With focus on the region and on multi-family housing complexes. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Vol. 82, Part 1, pp. 824–836. – <https://doi.org/10.1016/j.rser.2017.09.068>. (In Eng.).
16. Li K., You L. (2023) Leased capital and the investment-q relation. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 80, p. 102354. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102354>. (In Eng.).
17. Liu B., Liu Ya. (2024) Optimal pricing and financing strategies for leased equipment operations. *Reference Module in Social Sciences*, Elsevier. – <https://doi.org/10.1016/B978-0-443-28993-4.00038-X>. (In Eng.).
18. Marintseva K., Athousaki R. (2024) Assessment of aircraft leasing efficiency: An airline perspective. *Journal of the Air Transport Research Society*, Vol. 3, p. 100039. – <https://doi.org/10.1016/j.jatrs.2024.100039>. (In Eng.).
19. Ngoc A. M., et al. (2025) Pursuing higher compliance for the mandatory electric bus program in Vietnam: Should we keep a traditional business model or promote a fleet leasing model? *Research in Transportation Business & Management*, Vol. 60, p. 101327. – <https://doi.org/10.1016/j.rtbm.2025.101327>. (In Eng.).
20. Schoenmaker D., Schramade W., (2024) Which discount rate for sustainability? *Journal of Sustainable Finance and Accounting*, Vol. 3, p. 100010. – <https://doi.org/10.1016/j.josfa.2024.100010>. (In Eng.).
21. Wandelt S., Sun X., Zhang A. (2023) Is the aircraft leasing industry on the way to a perfect storm? Finding answers through a literature review and a discussion of challenges. *Journal of Air Transport Management*, Vol. 111, p. 102426. – <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2023.102426>. (In Eng.).

References

1. Alekseeva, G. I. (2020) [New lease accounting rules]. *Buhgalterskij uchet v byudzhetnyh i nekommercheskih organizacijah*. [Accounting in budgetary and non-profit organizations]. Vol. 7(487), pp. 9–27. (In Russ.).
2. Benninga, Sh. (2014) *Osnovy finansov s primerami v Excel* [Fundamentals of finance with examples in Excel]. Moscow: «I.D. Williams», 960 p.
3. Brodunov, A. N., Bunevich, K. G., Mohova, A. I. (2020) *Analiz vozmozhnostej i problem vnedreniya stoimostnogo podhoda k upravleniyu rossijskimi korporacijami bankovskogo sektora* [Analysis of opportunities and problems of implementing a cost-based approach to the management of Russian corporations in the banking sector]. Monograph (scientific edition). Moscow: Witte Moscow University, 162 p.
4. Ermolina, K. V. (2024) [FSBU 25/2018 «Lease Accounting» in the context of the analysis of the financial condition of enterprises]. *Vestnik Voronezhskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika i upravlenie*. [Bulletin of Voronezh State University. Series: Economics and Management]. Vol. 1, pp. 80–94. – <https://doi.org/10.17308/econ.2024.1/11841>. (In Russ.).
5. Levin, V. S. (2023) [Classification and types of investment risks]. *Razvitie i vzaimodejstvie real'nogo i finansovogo sektorov ekonomiki v usloviyah cifrovoj transformacii: Materialy Mezhdunarodnoj nauchno-*

prakticheskoy konferencii, Orenburg, 05–06 oktyabrya 2023 goda. [Development and interaction of the real and financial sectors of the economy in the context of digital transformation: Proceedings of the International Scientific and Practical Conference Orenburg State University]. Orenburg, pp. 210–215. (In Russ.).

6. Levin, V. S. (2024) [Determining the interest rate when discounting rental payments]. *Problemy i perspektivy razvitiya uchetno-analiticheskoy i kontrol'noy sistemy v usloviyakh cifrovizacii ekonomicheskikh processov: Materialy Mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferencii posvyashchennoj 30-letiyu kafedry buhgalterskogo ucheta, analiza i audita, Orenburg, 19–20 noyabrya 2024 goda.* [Problems and prospects of the accounting, analytical and control system development in the context of digitalization of economic processes: Proceedings of the International Scientific and Practical Conference dedicated to the 30th anniversary of the Department of Accounting, Analysis and Audit, Orenburg, November 19–20, 2024]. Orenburg, pp. 231–236. (In Russ.).

7. Levin, V. S. (2023) [Estimating the discount rate and determining the fair value of a company in strategic investment analysis]. *Intellekt. Innovacii. Investicii.* [Intelligence. Innovation. Investment]. Vol. 2, pp. 34–46. – <https://doi.org/10.25198/2077-7175-2023-2-34>. (In Russ.).

8. Neelova, N. V., Kochinev, Yu. Y., Guzikova, L. A. (2023) [The impact of the application of FSB 25/2018 «Lease Accounting» on the financial performance of the tenant]. *Auditor* [Auditor]. Vol. 9, No. 5, pp. 33–44. – <https://doi.org/10.12737/1998-0701-2023-9-5-33-44>. (In Russ.).

9. Popov, A. Yu. (2023) [Current issues of application of FSB 25/2018 «accounting of leases»]. *Aktual'nyye problemy buhgalterskogo ucheta, audita i analiza v sovremennykh usloviyakh* [Current issues of accounting, audit and analysis in modern conditions]. Penza: Penza State Agrarian University, pp. 173–195. (In Russ.).

10. Popova, Y. A. (2023) [The method of calculating the discount rate for accounting for rental payments]. *Gumanitarnye, social'no-ekonomicheskie i obshchestvennye nauki.* [Humanities, socio-economic and social sciences]. Vol. 8, pp. 227–229. – <https://doi.org/10.23672/SAE.2023.17.48.017>. (In Russ.).

11. Abuaf, N. (2011) Valuing Emerging Market Equities – The Empirical Evidence. *Journal of Applied Finance*. Vol. 2, 19 p. (In Eng.).

12. Ngoc, A. M., et al. (2025) Pursuing higher compliance for the mandatory electric bus program in Vietnam: Should we keep a traditional business model or promote a fleet leasing model? *Research in Transportation Business & Management*. Vol. 60, p. 101327. – <https://doi.org/10.1016/j.rtbm.2025.101327>. (In Eng.).

13. Liu, B., Liu, Ya. (2024) Optimal pricing and financing strategies for leased equipment operations. *Reference Module in Social Sciences*, Elsevier. – <https://doi.org/10.1016/B978-0-443-28993-4.00038-X>. (In Eng.).

14. Damodaran, A. (2024) Country Risk: Determinants, Measures, and Implications. The 2024 Edition 129 p. – <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4896539>. (In Eng.).

15. Schoenmaker, D., Schramade, W. (2024) Which discount rate for sustainability? *Journal of Sustainable Finance and Accounting*. Vol. 3, p. 100010. – <https://doi.org/10.1016/j.josfa.2024.100010>. (In Eng.).

16. Bekaert, G., et al. (2016) Political risk and international valuation, *Journal of Corporate Finance*. Vol. 37, pp. 1–23. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.007>. (In Eng.).

17. Golden, J., Liu, X. K. (2025) Capitalization of operating leases and the cost of Bank loans, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 92, p. 102773. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102773>. (In Eng.).

18. Li, K., You, L. (2023) Leased capital and the investment-q relation. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 80, p. 102354. – <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102354>. (In Eng.).

19. Marintseva, K., Athousaki, R. (2024) Assessment of aircraft leasing efficiency: An airline perspective. *Journal of the Air Transport Research Society*, Vol. 3, p. 100039. – <https://doi.org/10.1016/j.jatrs.2024.100039>. (In Eng.).

20. Wandelt, S., Sun, X., Zhang, A. (2023) Is the aircraft leasing industry on the way to a perfect storm? Finding answers through a literature review and a discussion of challenges. *Journal of Air Transport Management*, Vol. 111, p. 102426. – <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2023.102426>. (In Eng.).

21. Hong, T., et al. (2018) A model for determining the optimal lease payment in the solar lease business for residences and third-party companies. With focus on the region and on multi-family housing complexes. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*. Vol. 82, Part 1, pp. 824–836. – <https://doi.org/10.1016/j.rser.2017.09.068>. (In Eng.).

Информация об авторе:

Владимир Сергеевич Левин, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры бухгалтерского учета, анализа и аудита, Оренбургский государственный университет, Оренбург, Россия

ORCID ID: 0000-0003-0532-6053

e-mail: vslevin@mail.ru

Статья поступила в редакцию: 31.03.2025; принята в печать: 22.05.2025.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

Information about the author:

Vladimir Sergeevich Levin, Doctor of Economics, Professor, Professor of the Department of Accounting, Analysis and Audit, Orenburg State University, Orenburg, Russia

ORCID iD: 0000-0003-0532-6053

e-mail: vslevin@mail.ru

The paper was submitted: 31.03.2025.

Accepted for publication: 22.05.2025.

The author has read and approved the final manuscript.