
ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В ОЦЕНКЕ ФИРМЫ

© 2012 Н.В. Вейг

кандидат экономических наук, доцент

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail: fomin@sseu.ru

Рассматривается использование метода дисконтированных потоков в рамках доходного подхода. Показан учет риска вложений в капитальный актив. Отмечается возможность применения в расчетах долларовой денежной единицы.

Ключевые слова: дисконтирование, доходный подход, оценка фирмы.

Метод дисконтирования денежного потока наиболее широко применяется в рамках доходного подхода. Этот метод позволяет реально оценить будущий потенциал предприятия. В качестве дисконтируемого дохода используется либо чистый доход, либо денежный поток. При этом денежный поток по годам определяется как баланс между притоком денежных средств (имеем в виду чистый доход плюс амортизация) и их оттоком (точнее, приростом чистого оборотного капитала и капитальных вложений). Погодовой чистый оборотный капитал определяется как разность между текущими активами и текущими пассивами.

Данный метод делится на несколько этапов: расчет прогнозных показателей на ряд лет; выбор нормы дисконтирования; применение соответствующей нормы дисконтирования для дохода за каждый год; определение текущей стоимости всех будущих поступлений; выведение итогового результата путем прибавления к текущей стоимости будущих поступлений остаточной стоимости активов за вычетом обязательств.

Движение денежного потока средств фирмы представляет собой непрерывный процесс. Для каждого направления использования денежных средств должен быть соответствующий источник. В широком смысле активы фирмы представляют собой чистое использование денежных средств, а пассивы и собственный капитал - чистые источники. Анализ потоков денежных средств фирмы позволяет составить отчет об источниках и использовании денежных средств в рассматриваемом прогнозируемом периоде. Ключом к оценке движения денежных средств является прогноз объема продаж. Этот прогноз может быть основан на результатах анализа как внутренней, так и внешней информации. Для определения взаимосвязи между объемом продаж фир-

мы и развития спроса и предложения на продукцию или услуги соответствующей отрасли может быть использован регрессионный анализ. После составления основных прогнозов хозяйственной деятельности и объема продаж по отрасли определяют рыночную нишу для каждого товара, услуги, наиболее вероятную цену и ожидаемый спрос покупателей на прогнозируемую продукцию. Это является основой подготовки прогноза продаж для фирмы.

Наряду с прогнозированием объемов продаж фирмы, при реализации метода дисконтирования денежного потока составляют погодовой, на прогнозируемый период, отчет о прибылях и убытках и бухгалтерский баланс. Это позволяет спрогнозировать постатейно активы, кредиторскую задолженность и собственный капитал.

Прогнозирование денежных потоков вызывает необходимость решения проблемы точности методов их оценки и выбора из двух возможных методов расчета - в постоянных или текущих ценах. Наличие инфляционных процессов в любой экономической системе является более правилом, чем исключением, в связи с чем возникает необходимость определять, на какие цифры следует ориентироваться при прогнозировании развития фирмы: номинальные или реальные?

С одной стороны, прогнозные расчеты, выполненные в денежных единицах с постоянной покупательной способностью, т.е. в постоянных ценах, обеспечивают сопоставимость отдельных во времени показателей. С другой стороны, денежные потоки, более соответствующие действительности, могут быть определены только при использовании в расчетах действующих или текущих цен.

Сложившиеся в настоящее время в России макроэкономические условия с высокой неопределенностью их эволюции на перспективу вызы-

вают необходимость применения в практическом плане при расчете базового варианта развития фирмы метода расчета в постоянных ценах. Это позволяет снять с рассмотрения множество рабочих гипотез перспектив макроэкономического развития и остановиться на общей исходной позиции - сохранении сложившегося соотношения цен на товарном рынке и достигнутого уровня процентных ставок на рынке капитала. Это относится и к сценариям развития законодательной и нормативной базы, учитывая неопределенность взаимоотношений между исполнительной и законодательной властью. Расчет в постоянных ценах или в денежных единицах с постоянной покупательной способностью при дисконтированных ставках налогов и процента следует рассматривать как наиболее практически приемлемый подход к прогнозированию денежных потоков при оценке фирмы методом дисконтирования этих потоков в сложившихся российских условиях. При этом исследование воздействия инфляции на характеристики развития фирмы и выполнение расчетов в текущих оценках должно носить вспомогательный характер и может производиться, например, в рамках анализа фактора неопределенности и риска.

Более строгое уточнение нормы дисконтирования, учитывающее отраслевые и региональные отличия функционирования тех или иных форм, вызывает необходимость применения либо статистической обработки репрезентативной выборки группы фирм одной и той же отрасли (с региональной привязкой) с целью обоснования сложившейся и прогнозируемой для нее нормы прибыли, либо аналитического метода расчета нормы дисконтирования на основе кумулятивного метода. Последний метод широко используется в зарубежной оценочной практике.

Если оценка осуществляется на базе денежного потока, приносимого собственным капиталом, то коэффициент дисконтирования рассчитывается по модели оценки капитальных активов, Capital Asset Pricing Model, или по методу накопления.

При применении модели оценки капитальных активов в расчете дисконтного коэффициента учитывается риск вложения средств в данный актив. Расчеты проводятся по формуле

$$r = rf + b (rm - rf),$$

где r - искомый коэффициент дисконтирования, который также является ожидаемой ставкой дохода на собственный капитал;

rf - безрисковая ставка дохода, в качестве которой принято использовать доходность по долгосрочным государственным облигациям; если оценивается чистая прибыль или денежный поток, очищенный от инфляции, то при ее применении инфляция также не учитывается;

b - коэффициент, являющийся мерой рыночного или недиверсифицируемого риска и отражающий тенденцию движения доходности актива вместе с рынком;

rm - среднерыночная ставка дохода, определяемая исходя из доходности рыночных ценных бумаг за достаточно длительный период времени;

$(rm - rf)$ - премия за риск вложения в данный актив, которая тем больше, чем выше риск.

К формуле модели оценки капитальных активов можно добавлять премии для компенсации других видов рисков. Например, существует премия за риск инвестирования в малые компании, не котирующие свои акции на фондовом рынке. Иногда учитываются риски от вложения средств в зарубежные компании, т.е. политические и макроэкономические риски. Такого рода риски оцениваются экспертным путем при изучении политической и макроэкономической ситуации данной страны.

Для российских современных условий обоснование нормы дисконтирования кумулятивным методом при оценке конкретной фирмы пока затруднено. Если обосновать безрисковую ставку доходов еще представляется возможным, то определить среднерыночную ставку дохода, исходя из доходности рыночных ценных бумаг за достаточно длительный период и, тем более, коэффициент b весьма затруднительно (ограниченный круг корпоративных ценных бумаг, реализуемых на фондовом рынке, отсутствие развитой сервисной информационной службы по отслеживанию движения котировок ценных бумаг т.д.).

В данной связи в отечественной оценочной практике широко используются лишь эвристические методы обоснования нормы дисконта, которые в основном базируются на "здоровом смысле". В определенной мере нашли применение также методы статистического отслеживания нормы прибыли для фирм той или иной отрасли. При этом, как правило, проводится неформальная корректировка полученных статистических средних величин норм прибыли, исходя из ряда общих соображений. Очевидно, что по мере становления реальной финансовой стабилизации, выхода из экономического кризиса и создания разветв-

ленной рыночной информационной инфраструктуры в отечественной оценочной практике начнут широко применяться аналитические методы обоснования нормы дисконтирования.

Отмеченная выше необходимость применения в расчетах постоянных цен для современных российских условий вовсе не исключает проведение расчетов в текущих ценах для анализа риска реализации той или иной программы развития фирмы. В данном контексте должна исследоваться устойчивость рассматриваемой программы к вероятным изменениям внешних факторов. При этом в процессе анализа должно “проигрываться” достаточно большое количество сценариев в зависимости от изменения законодательства, макроэкономической политики и т.д. Эти расчеты целесообразно проводить на основе базового варианта, и они являются, по сути, дополнениями к нему.

Завершая рассмотрение метода дисконтирования денежных потоков, отметим возможность использования в расчетах долларовой денежной единицы. Прежде всего, применение этой денежной единицы целесообразно при оценке совместных предприятий, а также при финансировании развития фирмы за счет валютных кредитов. Однако не исключается также возможность применения этой валютной денежной единицы и при

оценке более широкого круга фирм. При этом необходимо иметь в виду, что конвертация в долларовые цены затрат и результатов хозяйственной деятельности оцениваемой фирмы должна производиться не по рыночному курсу ММВБ, а по паритетному курсу. В России уже имеются специальные фирмы, определяющие такого рода паритетные курсы, в частности, по затратам на строительство зданий и сооружений этот специальный курс отслеживает фирма “КО-ИНВЕСТ”. При расчетах в долларовой денежной единице в качестве базовой безрисковой процентной ставки можно использовать проценты на государственные валютные облигации.

1. Белолитецкий В.Г. Действительная стоимость бизнеса // Вестн. Моск. ун-та. Серия 6, Экономика. 2003. № 5.

2. Дамодоран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М., 2004.

3. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова [и др.]. М., 2003.

4. Саприцкий Э.Б. Методология оценки стоимости промышленного оборудования. М., 1996.

5. Саморегулируемая межрегиональная ассоциация специалистов-оценщиков : стандарты и правила оценочной деятельности. Протокол № 78 от 15 авг. 2008 г. URL: www.smao.ru.

Поступила в редакцию 01.10.2012 г.