

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ДЕЛОВОГО ПРЕДПРИЯТИЯ С ПОМОЩЬЮ МЕТОДА ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

В статье автором рассмотрены особенности определения рыночной стоимости делового предприятия с помощью метода дисконтированных потоков в рамках доходного подхода. Для анализа были использованы международные и национальные стандарты оценки, а также взгляды на решение данной проблемы Американского общества оценщиков.

Ключевые слова: оценка, оценочные подходы, доходный подход, методы оценки, дисконтирование денежных потоков, терминальная стоимость.

Постановка проблемы. Коренные изменения, произошедшие в структуре собственности предприятий в Украине, с началом процесса приватизации повлекли за собой активизацию процессов в сфере экономики и явились предпосылкой для формирования рынка предприятий, функционирующего в соответствии с экономическими законами и обеспечивающего взаимосвязь реального и финансового секторов экономики.

В то же время осуществленные экономические реформы изменили и социальную структуру общества. Обозначились существенные диспропорции в уровне жизни населения, произошло расслоение общества по уровню доходов. Процесс приватизации, начавшийся после распада СССР, дал старт новому этапу развития страны. С появлением частной собственности и началом развития рыночной экономики потребность в определении стоимости бизнеса значительно увеличилась.

Оценка играет ключевую роль во многих сегментах финансовой сферы: в корпоративных финансах, при слиянии и приобретении фирм, а также при управлении инвестиционными портфелями. Однако следует помнить, что оценка не является вполне объективным методом, и любые предварительные установки и предубеждения, которые аналитик привносит в процесс оценки, отразятся на полученной величине ценности.

Целью статьи является исследование и анализ различных взглядов украинских, российских и международных теоретиков и практиков в области оценки бизнеса [1-6; 12].

Украинская школа оценки зародилась относительно недавно, и основная часть работ по определению стоимости бизнеса была проведена во время массовой приватизации. Принимая во внимание многолетний опыт зарубежных оценщиков, в данной статье выявлены проблемы и задачи,

которые стоят перед специалистом, целью которого является определение справедливой рыночной стоимости бизнеса.

Изложение основного материала. Методической основой любого вида имущества, имущественных прав, а также бизнеса выступает совокупность подходов, методов оценки, которые являются частями методологических подходов и оценочных процедур [7-9]. В украинской, а также в международной практике оценки бизнеса существует три основных подхода: рыночный (сравнительный), затратный и доходный. Данная работа в большей степени раскрывает понятие, сущность и перспективы доходного подхода.

Первое упоминание метода дисконтирования денежных потоков, который в настоящее время является основным методом доходного подхода, приходится на 1766 год. В это время купец и политик из Флоренции Франческо Балдуччи Пеголотти (Francesco Balducci Pegolotti) опубликовал таблицы процентных ставок возврата капитала [12, с. 4].

Метод дисконтирования денежных потоков – метод в рамках доходного подхода, предусматривающий приведение будущих денежных потоков к текущей стоимости, используя ставку дисконтирования.

Определение стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Однако существуют ситуации, когда он дает объективно наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия. Данный метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений) [1, с. 154].

Процесс оценки бизнеса с помощью метода дисконтирования денежных потоков предусматривает постепенное использование следующих основных этапов оценки:

1. Выбор модели денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации.
4. Анализ и прогноз расходов.
5. Анализ и прогноз инвестиций.
6. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.
7. Определение ставки дисконтирования.
8. Расчет терминальной стоимости.
9. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
10. Внесение итоговых поправок [1, с. 154].

Последовательно рассмотрим содержание основных этапов оценки. В международной практике используются две модели денежного потока: модель денежного потока для собственного капитала и модель денежного потока для инвестированного капитала.

Определение длительности прогнозного периода. Согласно методу дисконтирования денежных потоков, стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Задачей оценщика является выработка прогноза денежного потока на будущий временной период, начиная с текущего года.

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации. Анализ валовой выручки и ее прогноз требуют детального рассмотрения и учета ряда факторов, среди которых номенклатура, объемы производства и цены на продукцию, ретроспективные темпы роста предприятия, спрос на продукцию, темпы инфляции, имеющиеся производственные мощности, долгосрочные темпы роста, планы менеджеров и т.д.

Темпы инфляции измеряются с помощью индексов цен, характеризующих среднее изменение уровня цен за определенный период. Для этого используется формула [1, с. 157]:

$$I_p = \frac{\sum P_1 \cdot G_1}{\sum P_0 \cdot G_1}, \quad (1)$$

где I_p – индекс инфляции;

P_1 – цены анализируемого периода;

P_0 – цены базового периода;

G_1 – количество товаров, реализованных в анализируемом периоде.

На этапе анализа и прогноза доходов оценщик должен провести ряд процедур, основные из которых: учесть ретроспективные взаимоотношения и тенденции, изучить структуру расходов, оценить инфляционные ожидания, изучить статьи расходов, амортизационные отчисления и т.д.

Формула дисконтирования денежных потоков в бесконечном временном периоде имеет следующий вид [11, с. 60]:

$$Value = \frac{NCF_1}{(1+d)^1} + \frac{NCF_2}{(1+d)^2} + \frac{NCF_n}{(1+d)^n} = \sum_{n=1}^n \frac{NCF_n}{(1+d)^n}, \quad (2)$$

где $Value$ – стоимость объекта оценки;

NCF_n – чистый денежный поток в определенном периоде;

d – ставка дисконта;

n – временной период.

Принимая во внимание стоимость предприятия, которая имеет название терминальная стоимость, в постпрогнозный период, согласно Международным стандартам оценки, данный вид стоимости определяется по формуле [11, с. 105]:

$$PV\ terminal = \left(\frac{NCF_t \cdot (1 + g)}{k - g} \right) / (1 + k)^t, \quad (3)$$

где $PV\ terminal$ – терминальная стоимость объекта оценки;
 NCF_t – чистый денежный поток в постпрогножном периоде;
 g – долгосрочный уровень роста;
 k – ставка дисконта.

В экономическом смысле в роли ставки дисконтирования выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, иначе говоря, это требуемая ставка дохода по имеющимся вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки [11].

Наиболее часто для определения стоимости капитала применяется ставка дисконтирования, равная сумме средневзвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства. Такая ставка дисконтирования называется средневзвешенной стоимостью капитала (weighed average cost of capital – WACC) и рассчитывается по формуле [11, с. 86]:

$$WACC = k_e \cdot \left[\frac{E}{(D + E)} \right] + k_d \cdot (1 - t) \cdot \left[\frac{D}{D + E} \right], \quad (4)$$

где k_e – требуемая ставка возврата собственного капитала;
 E – рыночная стоимость собственного капитала;
 D – рыночная стоимость заемного капитала;
 k_d – стоимость привлечения заемного капитала;
 t – ставка налога на прибыль.

При определении WACC наибольшие трудности возникают при определении требуемой ставки возврата собственно капитала (k_e) и стоимости привлечения заемного капитала (k_d).

Стоимость привлечения заемного капитала определяется как средневзвешенная процентная ставка по заемным средствам, которые предприятие на данный момент может привлечь для оптимального функционирования хозяйственной деятельности.

Требуемая ставка возврата собственно капитала определяется по модели CAPM (Capital Asset Pricing Model). Формула выглядит следующим образом [11, с. 90]:

$$k_e = R_f + \beta \cdot (k_m - R_f) + Alpha, \quad (4)$$

где k_e – требуемая ставка возврата собственного капитала;
 R_f – безрисковая ставка;
 β – коэффициент бэта;
 k_m – ожидаемая ставка возврата капитала на рынке;
 $Alpha$ – специальный риск, присущий компании.

Специальный риск, присущий компании ($Alpha$), включает премию за размер, а также премию за специфический риск.

Коэффициент β рассчитывается по компаниям-аналогам, функционирующим в данной отрасли и имеющим подобную структуру капитала.

Выводы. Характеристика дисконтированных денежных потоков – это всего лишь один из трех подходов к оценке, и большинство оценок, реально выполняемых, основывается на сравнительной оценке. Данный подход является основой для построения всех остальных. Для получения корректной относительной оценки необходимо понимание основных идей оценки дисконтирования денежных потоков.

При проведении оценки существуют проблемы, с которыми часто сталкиваются оценщики при проведении оценки с помощью метода дисконтирования денежных потоков по международным стандартам оценки. Основные проблемы следующие:

1. Определение коэффициента β для получения требуемой ставки возврата собственного капитала сопровождается нехваткой финансовой информации по компаниям-аналогам, что затрудняет определение данного коэффициента.

2. Отсутствие достоверных маркетинговых исследований по отраслям, так как не все предприятия декларируют весь объем произведенной и проданной продукции, что затрудняет определить емкость рынка, и вместе с тем его перспективы в будущем.

3. Сложности при определении безрисковой ставки для определения ставки дисконта. В Украине не существует абсолютно безрисковых долгосрочных вложений. Применение наименее рискованных ценных бумаг других стран, например государственных облигаций, требует дополнительного анализа и учета премии страны. Данный аспект на сегодня практически не исследован.

4. Для определения коэффициента β необходимы исключительно компании, акции которых котируются на рынке. Поскольку фондовый рынок в Украине находится на начальной стадии своего развития, сложилась следующая ситуация: даже если компания является публичной, ее акции часто слабо котируются на рынке, что создает необъективное мнение о стоимости.

Список литературы

1. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса: Учебник. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 736 с.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов: Пер с англ. – М.: Альбина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
3. Кочетков В.М. Поняття ринкової вартості банку як ділового підприємства // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2005. – Т. 14. – С. 60-66.
4. Кочетков В.М. Сутність та методологічні аспекти ринкової оцінки вартості банку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – Т. 19. – С. 17-23.
5. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и бизнес-управление: Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: ЗАО “Олимп- Бизнес”, 2005. – 576 с.
6. Лебедь Н.П., Мендрул А.Г., Ларцев В.Г. и др. Оценка имущества и имущественных прав в Украине. – К.: ООО “Информационно-издательская фирма “Принт-Экспресс”, 2003. – 715 с.
7. Національний стандарт № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” від 10 вересня 2003 року № 1440 // www.rada.gov.ua.
8. Національний стандарт № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів” від 29 листопада 2006 року № 1655 // www.rada.gov.ua.
9. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12 липня 2001 року № 2658-III // www.rada.gov.ua.
10. International Valuation standards, the 8th edition, 2007.
11. Introduction to Business Valuation (BV201, BV202): American Society of Appraisers, 2007. – 200 p.
12. Damodaran Aswath. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. – Stern School of Business, 2006. – 77 p.

Summary

The article states about features of definition market value of business establishment by dint of discounted cash flow method as part of income approach. At the article we use International and National standards of appraisal and opinion of the American Society of Appraisers.

Получено 22.11.2007

Камарицкий, Ю.С. Оценка стоимости делового предприятия с помощью метода дисконтирования денежных потоков [Текст] / Ю.С. Камарицкий // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – Суми: УАБС НБУ, 2007. - Т. 22. - С. 46-52.