Авраменко Сергей Владимирович. Методические аспекты формирования и дисконтирования денежных потоков при реализации доходного подхода к оценке предприятий (бизнеса) : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2007 167 с. РГБ ОД, 61:07-8/2309

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДОХОДНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) 10

1.1. Значение и содержание методики дисконтирования денежных потоков 10

1.2. Особенности структур основных видов денежных потоков, формируемых в процессе реализации методики дисконтирования денежных потоков 23

1.3. Исследование методов определения ставок дисконтирования

денежных потоков в оценке предприятий 37

Глава II. АНАЛИЗ ПРОЦЕССА ФОРМИРОВАНИЯ И ДИСКОНТИ

РОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ 57

2.1. Особенности анализа финансового состояния оцениваемого предприятия как необходимого элемента его оценки 57

2.2. Прогнозирование параметров, характеризующих финансовое состояние ЗАО «Парк» за период 2006-2010 гг 67

2.3. Прогнозирование денежного потока и определение стоимости ЗАО «Парк» 72

Глава III. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИКИ ДИСКОНТИРО ВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ДОХОДНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЙ (БИЗНЕСА) 83

3.1. Совершенствование методов определения ставок дисконтирования денежных потоков 83

3.2. Технологические и информационные особенности разработки финансового прогноза оцениваемого предприятия (бизнеса) 105

3.3. Исследование процесса формирования прогнозного денежного потока и его дисконтирования 116

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 129

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 131

ПРИЛОЖЕНИЯ 139

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования Оценочная деятельность, основанная на международных стандартах, возродилась в России с принятием в 1991 году закона о приватизации государственных и муниципальных предприятий и процессом его практической реализации. В результате приватизационного процесса появился вторичный рынок предприятий, на котором частные собственники были заинтересованы в оценке реальной рыночной стоимости собственности. С середины 1992 года стал формироваться рынок оценочных услуг, основные субъекты которого (оценщики) определяли стоимость собственности в соответствии с международными стандартами. Таким образом, становление и развитие рыночных отношений хозяйствования, выражаемое в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий закономерно обусловило возникновение оценочной деятельности в России.

В условиях развития рыночных отношений хозяйствования в Российской Федерации и во все более увеличивающейся потребности в оценке собственности появляется острая необходимость в совершенствовании методики определения рыночной стоимости предприятий. Нерешенность ряда важных проблем, связанных с отсутствием устоявшегося понятийного аппарата, общепринятых методик оценки рыночной стоимости предприятий, основанных на затратном, доходном и сравнительном подходах к оценке, неразработанностью отдельных методов определения ставок капитализации и дисконтирования будущих денежных потоков предприятий снижает качество работ по оценке рыночной стоимости предприятий. Несовершенство методик оценки предприятий, наряду с другими причинами, обусловливает намечающееся в последние годы противоречие между нарастающими объемами оценочных работ и низким качеством отчетов об оценке.

В этой связи совершенствование методик оценки предприятий приобретает не только теоретическое, но и важное практическое значение. Актуальность исследования методических основ оценки предприятий, в том числе

исследования методики дисконтирования денежных потоков как наиболее широко используемой в практике оценки предприятий, обусловили выбор темы настоящей диссертации, постановку ее цели и основных задач.

Кроме того, наблюдается постоянно возрастающий интерес менеджеров предприятий и компаний как государственного, так и частного секторов российской экономики к использованию стоимости в ежедневной практике управления, что не может не служить дополнительным подтверждением заинтересованности экономических агентов в появлении все более современных и надежных методик определения стоимости, в том числе и с помощью дисконтирования денежных потоков.

В 90-х годах для отечественных практикующих оценщиков стало очевидным, что многие методические положения расчета стоимости собственности, основанные на международных стандартах, не позволяют получить адекватные результаты оценки и что требуются активные научные исследования для адаптации в России зарубежной методологии оценки. В 1998 году был принят Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», который дал новый импульс практической оценочной деятельности в России и активизировал научные исследования в этой области.

В современной научной литературе имеются публикации по исследуемой тематике как общетеоретического, так и узкопрактического характера. Исследование методологических аспектов современных подходов к оценке бизнеса посвящены труды таких зарубежных авторов, как: Ш. П. Пратт, Г. М. Десмонд, Р.Э. Келли, Д. Фридман, Н. Ордуэй, Г.С. Харрисон, Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, С. Коттл, Р.Ф. Мюррей, Д. Эккерт, К. Гриффит, К. Уил-сон, Д. Фишмен.

Заметный вклад в развитие оценки предприятия (бизнеса) внесли отечественные ученые: Артеменков И.Л., Григорьев В.В., Федотова М.А., Вал-дайцев СВ., Рутгайзер В.М., Коплус С.А., Нейман Е. Отдельные аспекты оценки предприятий (бизнеса) в российских условиях рассмотрены в работах Межирова Б.Л., Зимина B.C., Егерева И.А., Воловича Н.В., Черняка В.З.

Проблемы оценки бизнеса достаточно широко исследованы в развитых странах. Анализ разработанности проблем оценки предприятий (бизнеса) в Российской Федерации показал, что наблюдается дефицит научной литературы по адаптации зарубежной методологии оценки и совершенствованию отдельных методик оценки предприятий (бизнеса).

Форсирование научных разработок в этих направлениях позволит сформулировать и утвердить отечественные стандарты оценки и повысить качество оценочных работ. Стремление усовершенствовать одну из основных методик оценки предприятий - методику дисконтирования денежных потоков определило содержание и структуру данного диссертационного исследования.

**Цель диссертационной работы**состоит в совершенствовании методического обеспечения доходного подхода к оценке стоимости предприятий (бизнеса) и повышении обоснованности определения его рыночной стоимости. Достижению вышеуказанной цели служит решение следующих задач:

исследование существующих методик формирования и дисконтирования денежных потоков при оценке предприятий доходным подходом;

сравнительный анализ современных методов определения ставок дисконтирования денежных потоков с целью выявления проблемных аспектов в процессе их расчета;

раскрытие взаимосвязи этапов процедуры оценки стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков с позиции их влияния на достоверность получаемых результатов;

выделение из пространства финансовых параметров предприятия показателей, позволяющих повысить объективность итоговой величины его стоимости;

экспертиза совокупности факторов, влияющих на отдельные слагаемые ставки дисконтирования в кумулятивном методе, их классификация и измерение.

**Объектом исследования**является финансово-экономическая деятельность предприятий.

**Предметом исследования**является процесс оценки стоимости предприятий (бизнеса) доходным подходом.

**Теоретической основой исследования**послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области оценки стоимости предприятий (бизнеса), анализа и планирования их развития и эффективного финансирования. В процессе написания работы использовались положения теорий рыночной экономики, стоимостного анализа, системного подхода к исследованиям, дедуктивных и индуктивных методов экономического анализа, планирования эксперимента, а также экономико-математические методы.

**Нормативно - правовой основой**диссертационной работы явилось действующее в Российской Федерации законодательство в области оценки, финансирования и кредитования, налогообложения и корпоративного управления.

**Научная новизна диссертационной**работы заключается в разработке научно-методических и практических рекомендаций по совершенствованию методики дисконтирования денежных потоков, используемой в оценке рыночной стоимости предприятий (бизнеса).

**Научную новизну**составляют следующие результаты диссертационного исследования:

1. Выявлены достоинства и недостатки основных подходов и методов оценки предприятий, определены ключевые направления применения различных методов, описаны факторы, оказывающие наибольшее влияние на стоимость предприятия (бизнеса) (уровень производственной мощности; квалификация персонала; будущий чистый денежный поток; степень учета различных видов рисков **в**управлении предприятием).
2. Уточнена процедура оценки дисконтированием денежного потока и предложены различные варианты расчета стоимости предприятия в остаточный период.
3. Обоснована подробная классификация факторов, формирующих ставку дисконтирования; сформулированы рекомендации по размерам номинальной и реальной ставки дисконтирования как в рублевом, так и в валютном эквиваленте; даны рекомендации по установлению рыночной премии за риск инвестирования; разработаны способы определения величин поправок к безрисковой ставке дохода при расчете ставки дисконтирования кумулятивном методом.
4. Детализирована логическая последовательность процесса формирования финансового прогноза оцениваемого предприятия с использованием разработанного комплекта форм результирующих документов: производственная программа, прогнозируемый объем продаж, потребность в основных средствах, материальных ресурсах, персонале и дополнительных инвестициях, прогноз финансовых результатов и формирования источников инвестирования.
5. Раскрыты особенности расчета основных составляющих денежного потока предприятия и сформулированы предложения по совершенствованию прогнозирования амортизационных отчислений, собственного оборотного капитала и будущей задолженности оцениваемого предприятия.

Практическая значимость полученных результатов заключается в возможности широкого применения усовершенствованной методики дисконтированных денежных потоков в практике оценки рыночной стоимости предприятий доходным подходом. Методика может быть использована в качестве инструментария по оценке стоимости в процессе финансирования и кредитования предприятий.

Разработанные автором методические рекомендации и результаты экспериментальных расчетов использовались в практике оценки рыночной стоимости конкретных промышленных предприятий строительной, машиностроительной, энергетической отраслей, таких как «СТРОЙИНКОМ», «ДОН СТРОЙ», РАО «ЕЭС РОССИИ», «ЛЕГИОН-ДЕВЕЛОПМЕНТ» а так-

же для оценки бизнеса отдельных предприятии, в уставном капитале которых имеется доля города Москвы.

Структура работы следующая.

Во введении обоснована актуальность темы, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, теоретические основы и методологические подходы к решению поставленных задач.

**В первой главе**охарактеризованы, критически проанализированы и уточнены различные категории и термины оценки предприятий, раскрыты особенности структур основных видов денежных потоков, используемых при реализации доходного подхода к оценке предприятий, дан анализ современных методов определения ставок дисконтирования денежных потоков и на основе данного анализа, выявлены наиболее важные проблемы реализации методики дисконтирования денежных потоков.

**Во второй главе**выполнен финансовый анализ и разработан перспективный финансовый прогноз предприятия, который в дальнейшем положен в основу экспериментального расчета его рыночной стоимости с использованием методических положений, предложенных автором, что само по себе является наглядной демонстрацией практической применимости описанных в ходе исследования подходов к учету премий за риск и правил построения денежных потоков.

**В третьей главе**изложены методические положения по совершенствованию методики дисконтированных денежных потоков при реализации доходного подхода и оценке предприятий (бизнеса), в частности, высказаны предложения по повышению уровня обоснованности методов определения ставок дисконтирования денежных потоков, уточнена модель расчета ставки дисконтирования методом суммирования, разработана методика построения финансового прогноза оцениваемого предприятия, предложена детальная схема формирования прогнозного денежного потока и его дисконтирования.

По материалам диссертационной работы опубликовано шесть научных работ общим объемом 3,1 п.л.

Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы и приложений. Общий объем составляет 167 страниц машинописного текста, в том числе 138 страниц основного текста, 33 таблицы, 7 рисунков и 29 страниц приложений.

## Значение и содержание методики дисконтирования денежных потоков

В условиях перехода России к рыночной экономике оценка стоимости отечественных предприятий приобретает особенно важное значение. Создание нового рыночного хозяйственного механизма требует решения целого комплекса весьма сложных и жизненно важных задач. Среди них процесс оценки предприятия, позволяющий определить его рыночную стоимость, может стать важной предпосылкой трансформации (реформирования) предприятия, подготовки его к борьбе за инвестиции и выживание на конкурентном рынке и помочь новой рыночной структуре завоевать общественное признание. Оценка позволит улучшить управление предприятием, поскольку оценочный процесс является основанием для выработки долгосрочной стратегии развития предприятия.

В рыночных условиях хозяйствования необходимость оценки обусловлена тем, что предприятие (или его часть) становится товаром и подлежит купле-продаже на рынке. Одной из причин расширения сферы применения оценки предприятия является развитие залогового кредитования и аренды. Дело в том, что обычно по ряду причин, в том числе из-за инфляционных процессов, величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности резко отличается от их фактической рыночной стоимости. Поэтому требуется их оценка по рыночной стоимости. От ее величины будет зависеть размер предоставляемого кредита и оценка деятельности менеджмента со стороны собственника предприятия.

Повышение степени риска, характерное для рыночной экономики, ведет к дальнейшему развитию страхования, в процессе которого возникает не обходимость определения стоимости активов в преддверии возможных потерь.

Потребность в оценке возникает и при выборе инвестиционных решений. Чтобы ответить на вопрос, инвестиции в какую область принесут наибольшую отдачу, нужно в первую очередь оценить активы предприятий и будущие доходы от предпринимательской деятельности.

Рыночный механизм немыслим без развития рынка ценных бумаг, а это также требует проведения оценки предприятия. В частности, потребность в оценке обусловлена необходимостью определить цену выкупа акций при конвертации акций из одного типа в другой, при решении вопроса о целесообразности купли-продажи акций тех или иных предприятий.

Новый хозяйственный механизм предполагает и новые отношения между товаропроизводителями и государством. В силу этого возникает потребность в объективной оценке предприятий в целях налогообложения.

В плановой экономике при оценке предприятий обычно использовалась балансовая стоимость. Однако, в рыночной экономике, как правило, требуется определить их рыночную стоимость и другие виды стоимостей.

Существует несколько десятков методик, методов и способов оценки стоимости предприятий, обычно классифицируемых (группируемых) специалистами в рамках трех подходов: затратного, доходного и сравнительного. Исследование этих подходов и методов оценки предприятий позволило нам выявить их основные достоинства и недостатки (см. табл. 1.1).

class2 **АНАЛИЗ ПРОЦЕССА ФОРМИРОВАНИЯ И ДИСКОНТИ**

**РОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ** class2

## Особенности анализа финансового состояния оцениваемого предприятия как необходимого элемента его оценки

Анализ финансового состояния оцениваемого предприятия перед его оценкой сводится, в основном, к анализу основных факторов, определяющих величину денежного потока предприятия, т.к. при применении доходного подхода именно величина денежного потока (при неизменной ставке дисконтирования) определяет стоимость оцениваемого предприятия. А поскольку стоимость предприятия зависит от дисконтированного денежного потока, постольку основополагающие факторы стоимости бизнеса должны быть также факторами, определяющими величину денежного потока.

Существуют два основных фактора, общих и для денежного потока и для стоимости предприятия - это темп роста прибыли предприятия и рентабельность инвестированного капитала.1

Предприятие, которое дает больше прибыли на каждый инвестированный рубль, стоит выше. Точно также как предприятие, которое растет более быстрыми темпами стоит выше, чем предприятие, растущее медленнее (даже если первый параметр рентабельность инвестиций, будет одинаково высоким и на первом и на втором предприятии).

Рентабельность инвестированного капитала - это отношение чистой прибыли от основной деятельности к величине инвестированного капитала. В свою очередь инвестированный капитал определяется как сумма оборотных средств (без беспроцентных текущих обязательств), чистых основных средств (недвижимости и оборудования) и прочих активов.2

См. Т.Коупленд, Т.Коллер, Д. Муррин. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.- С.158. 2 Там же. Оборотные средства включают в себя все текущие оборотные активы, в том числе кассовый остаток, дебиторскую задолженность и товарно-материальные запасы. При этом вычитается избыточная денежная наличность, которая иногда аккумулируется на предприятиях для определенных целей.

К беспроцентным текущим обязательствам относятся следующие статьи: счета к оплате и отложенные платежи. Они вычитаются из величины оборотных средств.

К прочим активам в данном случае относятся нематериальные активы и доходы будущих периодов.

Расчеты вышеперечисленных показателей осуществляются обычно на конец года или в среднем по году путем деления пополам суммы величин показателя на начало и на конец года.

В таблице 2.1. приведен расчет рентабельности инвестированного капитала для оцениваемого нами предприятия - закрытого акционерного общества «Парк» за ряд лет: 1999-2005 гг. В приложении 3.1. представлены балансовые данные, а также данные бухгалтерской формы № 2 «Отчет о прибылях и убытках» за исследуемый аналитический период 1999 - 2005 гг. по оцениваемому предприятию ЗАО «Парк».

## Совершенствование методов определения ставок дисконтирования денежных потоков

Совершенствование методов определения ставки дисконтирования денежных потоков может быть осуществлено как в рамках оптимизации расчетов параметров существующих трех основных методов определения ставки дисконтирования (модели оценки капитальных активов, кумулятивного метода и модели средневзвешенной стоимости капитала), так и в формулировании новых методов и способов расчета ставки дисконтирования. Ниже мы сделаем попытку совершенствования определения ставки дисконтирования именно по этим двум направлениям.

В теории и практике оценки бизнеса предполагается, что ставка дисконтирования должна включать минимально гарантированный уровень доходности (не зависящий от направлений инвестиционных вложений), темп инфляции и поправки, учитывающие степень риска конкретного инвестирования. Все эти три составляющие ставки дисконтирования - безрисковая норма доходности, риск вложения в конкретное предприятие и параметр, характеризующий инфляцию, требуют дополнительных исследований и совершенствования.

Исследование методов определения безрисковой ставки.

Выше, в пункте 1.3 первой главы мы отмечали, что безрисковая ставка может быть определена тремя способами: по доходности государственных долгосрочных или среднесрочных облигаций, по результатам анализа финансового рынка и по формуле Фишера. В приложении 1.1 сформулировали свои предложения по совершенствованию параметров модели оценки капитальных активов, а также подробно проанализировали параметры формулы Фишера, поэтому остановимся на первых двух способах расчета безрисковой ставки дохода.

Не каждая государственная ценная бумага может быть признана безрисковой. Это объясняется наличием таких рисков как риск изменения процентной ставки и риск изменения ставки рефинансирования. Если срок погашения рассматриваемой ценной бумаги меньше, чем планируемый инвестором срок владения оцениваемым предприятием, то доходность по этой ценной бумаге нельзя принять в качестве безрисковой, поскольку инвестор не знает, сколько будет стоить эта ценная бумага в конце периода владения предприятием, т.е. каков будет уровень процентной ставки. Ставка рефинансирования у нас в стране также постоянно изменяется (пока в сторону снижения).

Единственный подходящий вариант, когда не учитываются эти два вида рисков, это вариант совпадения срока погашения ценной бумаги со сроком планирования владения оцениваемым предприятием. В этом случае инвестор может с уверенностью говорить о том, что знает, какова будет доходность в течение всего срока владения предприятием.

Подобными финансовыми инструментами, например, в США, являются казначейские векселя, десятилетние и тридцатилетние казначейские облигации. В нашей стране по ряду причин долгосрочные государственные ценные бумаги внутреннего займа отсутствуют.

Исследование опубликованных материалов по определению безрисковых ставок дохода позволил нам сделать вывод о том, что в качестве возможных безрисковых ставок в нашей стране можно рассматривать следующие финансовые инструменты.