

ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

УДК 338.2

С. В. Валдайцев

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ В ОЦЕНКЕ И УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ

Наиболее общепринятым определением денежного потока является «сальдо реальных денег»*, т. е. сальдо поступлений (на операционные, расчетные счета предприятия и его оприходованную кассу) и платежей (с указанных счетов и из названной кассы)^{2*}.

При этом всегда имеется в виду денежный поток за некий единичный период — сутки, неделя, месяц, год. Если же этот термин используют во множественном числе («денежные потоки»), то должен подразумеваться просто некоторый ряд чисел, каждое из которых представляет сальдо денежных поступлений и платежей за соответствующие последовательные единичные периоды.

Заметим, что в более «богатом» английском финансовом языке существуют два приблизительно одинаково переводимых на русский язык термина — «cash flow» и «cash stream». Первый означает сальдо денежных поступлений и платежей за один период, а второй — ряд этих сальдо за несколько последовательных периодов. В немецком языке последнее соответствует термину «Zahlungsreihe», который иногда переводят на русский язык как «платежный ряд».

Как известно, главными достоинствами показателей денежных потоков по сравнению с показателями прибылей являются:

- независимость от принятой на предприятии системы учета (которая может позволять манипулировать показываемыми в отчетности прибылями);
- возможность отражения в денежных потоках не только текущих затрат и финансовых результатов, но и всех платежей и поступлений, не связанных с операционной деятельностью компании (инвестиций в основные и оборотные фонды, движения кредитных средств и накоплений предприятия, внереализационных доходов типа доходов от дополнительных эмиссий акций, выручки от продажи избыточных активов и проч.).

Сергей Васильевич ВАЛДАЙЦЕВ — д-р экон. наук, профессор, заведующий кафедрой экономики исследований и разработок Экономического факультета СПбГУ. В 1973 г. окончил Экономический факультет ЛГУ и с этого времени работает в Университете. В 1986 г. защитил докторскую диссертацию. Заслуженный работник Высшей школы Российской Федерации. Автор более 150 научных публикаций, ряд которых опубликован на иностранных языках. Сфера научных интересов — менеджмент в инновационной сфере, управление рисками, оценка бизнеса, оценка интеллектуальной собственности и т. д.

© С. В. Валдайцев, 2009

В силу отмеченных достоинств показатель денежных потоков используется в наиболее ответственных областях управления предприятием, таких как:

- управление рыночной стоимостью компаний (Value Management);
- финансовое планирование (как планирование притоков и оттоков денежных средств) и управление денежными потоками с целью простого недопущения «кассовых разрывов» (нехватки свободных средств для срочных платежей);
- то же, но и с целью максимизации денежных потоков вследствие планирования возможного вложения временно свободных денежных средств в финансовые активы (ликвидные ценные бумаги, банковские депозиты);
- то же, но также с целью максимально эффективно осуществлять не только операционную, но и инвестиционную деятельность компании (включая построение наиболее эффективных схем привлечения внешнего долевого и заемного финансирования).

Особенно важно последнее. Ведь финансово-хозяйственный процесс на любом предприятии может включать в себя не только операционную деятельность (текущий финансово-хозяйственный процесс), но и инвестиционный финансово-хозяйственный процесс, сопряженный с процессом привлечения и обслуживания внешнего финансирования.

Переходя к различным классификациям денежного потока как основного реального показателя финансово-хозяйственного процесса на предприятии, подчеркнем главное: *вся разница в принятых рассматриваемых ниже классификациях как раз и связана с тем, для каких управленческих целей удобнее (адекватнее, корректнее) опираться на тот или иной вид (модель) денежного потока.*

Заметим, что нас здесь интересует классификация денежных потоков с точки зрения того, какой круг разных видов притока и оттока денежных средств учитывается в том или ином типе денежного потока как финансового показателя, а не то, как во времени производится этот учет (денежные потоки «пренумерандо» и «постнумерандо», ординарные и неординарные денежные потоки и т. п.) [12, с. 215–217].

Самое общее деление управленческих целей может быть предложено исходя из того, что в конкретном случае (конкретными владельцами бизнеса, высшим менеджментом) понимается в качестве приоритетной цели как такового управления на предприятии.

1. Если приоритетной целью управления считать *максимизацию текущих финансовых результатов деятельности не развивающегося, т. е. не осуществляющего инвестиционных проектов, предприятия* (в виде неким образом объективизированных его прибылей), то, по-видимому, под денежным потоком следует понимать сальдо денежных поступлений и платежей, связанных с операционной деятельностью предприятия. Иначе говоря, на первый план в управлении денежными потоками выходит управление так называемыми **операционными денежными потоками** (operating cash flows), которые как раз и представляют собой для каждого текущего периода указанное сальдо.

Очевидно, такой подход важен, в свою очередь, для операционного менеджмента.

2. Если же приоритет для менеджмента видеть в *обеспечении текущей платежеспособности развивающегося, т. е. осуществляющего инвестиционные проекты, предприятия* (другими словами, в обеспечении и максимизируемых его текущих финансовых результатов, и намеченного развития предприятия), то наряду с операционными денежными потоками объектом управления становятся также и прочие характерные для подобного предприятия денежные поступления и платежи, связанные с инвестициями предприятия и их финансированием.

Иначе говоря, в сферу управления тогда вовлекается не только текущий финансово-хозяйственный процесс на предприятии, но и его инвестиционный финансово-хозяйственный процесс.

Именно в контексте подобной постановки вопроса во многих специальных литературных источниках помимо операционного денежного потока выделяют так называемые **инвестиционный** и **финансовый** денежные потоки [1, с. 38–39].

Сходная классификация приводится в немецкоязычных учебниках по экономике предприятия, где инвестиционный денежный поток выделяется как прибавление к операционному денежному потоку, превращающему его в совокупный свободный денежный поток брутто. Финансовый же денежный поток при этом представляет разницу между последним и чистым свободным денежным потоком [28, р. 46–49; 20, с. 470–471].

3. Если, наконец, подчинять менеджмент (хотя бы в среднесрочном и долгосрочном плане) приоритетной цели *роста справедливой стоимости компании*^{3*}, то основными предметами управления денежными потоками при оптимизации бизнес-плана фирмы и оценке указанной стоимости оказываются наиболее существенные для оценочной деятельности и управления стоимостью компании:

– **денежные потоки для владельцев собственного капитала** (cash flows to equity-holders – «flows to equity» [25, р. 153; 6, с. 52–53], по-русски – денежные потоки для владельцев собственного капитала^{4*}), а также

– так называемые **свободные денежные потоки** (free cash flows (см.: [16, с. 135; 7, с. 87–88])), по-русски их иногда именуют бездолговыми^{5*}.

Схематически отмеченное соответствие конкретной альтернативной выбираемой модели анализируемого и управляемого денежного потока той или иной приоритетной в определенном контексте цели управления предприятием отражено на приводимом ниже рис. 1. Все приведенные классификации довольно просто сводятся воедино.

Приоритетные в рассматриваемом контексте цели управления	Максимизация текущих финансовых результатов предприятия (в краткосрочном плане – прибылей), не осуществляющего инвестиций в свои основные и оборотные фонды	Обеспечение надежности текущей платежеспособности предприятия, осуществляющего инвестиции в свои основные и оборотные фонды	Максимизация и оценка справедливой рыночной стоимости компании (ее акционерного или всего инвестированного капитала)
Адекватные данным целям модели денежного потока	Операционный денежный поток	Операционный (оперативный), инвестиционный, финансовый денежные потоки	Денежный поток для владельцев собственного капитала («денежный поток для владельцев собственного капитала»), свободный («бездолговой») денежный поток

Рис. 1. Соответствие моделей (видов) денежного потока целям управления предприятия в рассматриваемых конкретных ситуациях.

«Денежный поток для владельцев собственного капитала», иногда также именуемый «полным», или «конечным», денежным потоком, равен сальдо *всех* притоков и оттоков денежных средств компании.

То же, что называется «инвестиционным денежным потоком», представляет собой, по сути, сальдо притоков и оттоков денежных средств, обеспечивающих инвестиционный финансово-хозяйственный процесс предприятия (например, инвестиции в обновление технологического оборудования, в разработку и освоение новой продукции и т. п.) — однако только в расчете на финансирование инвестиций предприятия из источников самофинансирования или, в более широком смысле — внутреннего финансирования.

Под *самофинансированием* здесь понимается финансирование из:

- прибылей, не распределяемых в текущем периоде;
- накопленных нераспределенных прибылей (включая финансирование за счет не израсходованных амортизационных отчислений как формы скрытых нераспределенных прибылей^{6*});
- выручки от продажи избыточного имущества (за исключением выручки от продажи внеоборотных финансовых активов, в которых, собственно, и накапливаются нераспределенные прибыли).

Реализация накоплений компании формально может также пониматься как выручка от продажи избыточного имущества — только тогда в качестве этого имущества выступают внеоборотные активы типа «долгосрочные» или краткосрочные финансовые вложения. На обычном языке экономистов это будет означать выручку от продажи ликвидных ценных бумаг из инвестиционного портфеля предприятия, в котором его нераспределенные средства и накапливались.

Отдельно при этом в качестве притока денежных средств должно учитываться и снятие накоплений с депозитных банковских счетов.

Инвестиционный денежный поток также в качестве денежных притоков включает в себя источники *внутреннего долевого финансирования*, а также *внешнего долевого финансирования*:

- поступления от внесения старыми акционерами акционерного общества дополнительных денежных средств в уставный капитал компании в порядке приобретения предлагаемых им по закрытой подписке дополнительной эмиссии акций («внутреннее долевое финансирование»);
- денежные поступления от размещения дополнительных эмиссий акций компании по открытой подписке и на фондовые биржи для их покупки новыми акционерами (включая первоначальные публичные размещения, Initial Public Offerings, IPO и последующие размещения, Sequent Public Offerings, SPO — внешнее долевое финансирование)^{7*}.

Конечно, можно расширить понятие внутреннего финансирования (в отличие от самофинансирования в узком смысле слова) до таких границ, что получение средств в уставный капитал предприятия от новых акционеров компании тоже будет рассматриваться как внутреннее финансирование для фирмы с расширенным составом акционеров. Тогда *инвестиционный* денежный поток можно будет понимать как сальдо притоков и оттоков средств, обеспечивающее инвестиционный финансово-хозяйственный процесс компании только с учетом возможностей самой фирмы и ее владельцев (чей состав, в свою очередь, может расширяться).

Однако тогда было бы логичным называть финансовый денежный поток, представляющий собой сальдо поступлений средств от получения новых кредитов и платежей, связанных с обслуживанием и погашением старых и новых кредитов, не финансовым,

а *кредитным* денежным потоком. Ведь эти сальдо за ряд следующих друг за другом периодов покажут только то, как фирма собирается (или фактически использует) лишь внешнее заемное финансирование.

В самом деле, непонятно, почему эту часть общего сальдо поступлений и платежей предприятия называют «финансовым» денежным потоком. Ведь в нем учитывается лишь заемное финансирование, в то время как внешнее и внутреннее доленое финансирование, а также самофинансирование из нераспределенных накапливаемых прибылей и, возможно, за счет накапливаемых амортизационных отчислений оказываются, согласно рассматриваемой классификации, в составе «инвестиционного» денежного потока.

Иначе говоря, «кредитные» денежные потоки за ряд планируемых лет (кварталов, месяцев) будут рассчитываться как сальдо поступлений и платежей, связанных со взятием, обслуживанием (выплатой процентов) и погашением (по частям, согласно конкретным соглашениям) долгосрочных (инвестиционных) кредитов, имея в виду, что сумма процентных платежей по ранее взятым кредитам будет уменьшаться по мере планируемого погашения кредитов.

В силу того, что размещение корпоративных облигаций обычно рассматривается как форма заимствований, в «кредитный» денежный поток тогда нужно будет включать еще и сальдо притока и оттока денежных средств в виде притока средств, привлеченных в результате размещения корпоративных облигаций, и последующей уплаты компанией по ним процентных (купонных) платежей и номинальной стоимости облигаций при их погашении, когда истечет срок погашения облигаций. Точно так же в «кредитный» денежный поток нужно будет включать и сальдо поступлений и платежей по выдаваемым фирмой векселям.

Количественное соотношение друг с другом различающихся по критериям их выделения рассмотренных типов денежных потоков в итоге представлено на рис. 2.

Управление по отдельности операционными денежными потоками, очевидно, является составной частью управления операционной деятельностью предприятия и тем бюджетом, который выделяется для подразделений, отвечающих за текущий финансово-хозяйственный процесс фирмы.

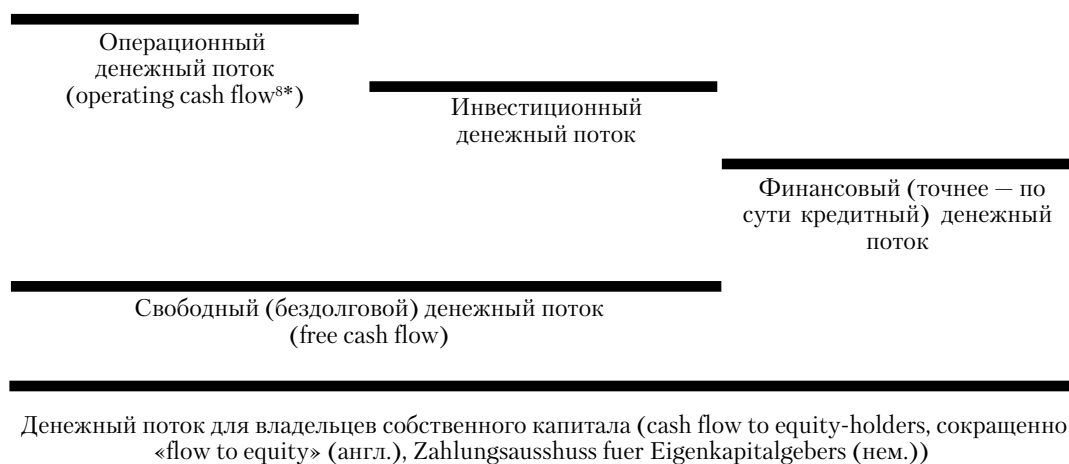


Рис. 2. Соотношение различных типов (моделей) денежных потоков.

Управление по отдельности инвестиционными денежными потоками может являться предметом управленческих решений подразделения компании, которое имеет внутри фирмы бюджет, опирающийся только на источники самофинансирования и внутреннего финансирования предприятия. Собственно, только применительно к этому случаю, по-видимому, и целесообразно выделять внутри сальдо всех притоков и оттоков денежных средств компании подобный «инвестиционный» денежный поток.

Управление же по отдельности «финансовыми» (точнее — «кредитными») денежными потоками — это не что иное, как управление отношениями (в том числе поступлениями и платежами) с финансирующими предприятие кредитными учреждениями и его облигационерами.

«Свободный» («бездолговой», не учитывающий изменения и стоимости долга) денежный поток в рассматриваемой систематике просто оказывается равным алгебраической сумме операционного (оперативного) и инвестиционного денежного потоков.

Помимо вопросов управления стоимостью предприятия, очевидно, что управление свободными денежными потоками также актуально для предприятий, осуществляющих как текущий, так и инвестиционный финансово-хозяйственный процессы, но по каким-либо причинам предпочитающих (либо вынужденных) не пользоваться для финансирования своих инвестиций кредитами.

Однако в интересах акционеров и максимизации справедливой рыночной стоимости компании (ста процентов ее акций) и рыночной капитализации фирмы (если она уже разместила свои акции на фондовой бирже) важнейшим и самым сложным является управление всей алгебраической суммой операционных, инвестиционных и финансовых (точнее — кредитных) денежных потоков — другими словами, денежными потоками для [владельцев] собственного капитала фирмы.

Схожая, но не совсем совпадающая с приведенной выше классификация денежных потоков предусматривается действующими Российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ) и Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) [14, с. 361–364].

Согласно РСБУ (точнее — согласно приказу Министерства финансов России от 22 июля 2003 года № 67) формой 4 бухгалтерского баланса предприятия в России выделяются:

— *поток денежных средств от текущей деятельности* (с ним недоразумений нет, так как это — сальдо притоков и оттоков средств от операционной деятельности после налогов — т. е. чистый, после налогов, операционный денежный поток);

— *чистый поток денежных средств от инвестиционной деятельности*, который содержит в себе не только оттоки средств на инвестиции, но и притоки средств в виде выручки от продажи внеоборотных активов (например, ценных бумаг), доходов в виде дивидендов и процентных доходов предприятия, а также погашения предприятию выданных им ранее кредитов;

— *поток от финансовой деятельности предприятия*, являющийся сальдо притоков и оттоков средств по кредитам, которые берет предприятие, а также чистых его доходов от дополнительных эмиссий акций (привлечения новых пайщиков) [11, с. 105, 420–421].

С точки зрения теории инвестирования и финансирования выделение последних двух видов денежных потоков, однако, сомнительно, так как инвестиции — это всегда оттоки средств (со знаком «минус»), а финансирование — это всегда притоки средств (со знаком «плюс») [32, S. 210–212; 10, с. 531]. В то же время в расчет «потока от инвестиционной деятельности», согласно РСБУ, включаются и некоторые притоки средств (т. е. часть средств для финансирования инвестиций).

Подобная классификация разумна, когда инвестиционная деятельность предприятия рассматривается как отдельный бизнес предприятия, в котором не используются заемные и долевое финансирование (отдельно рассматриваемые здесь в рамках потоков от финансовой деятельности) и который ведется для зарабатывания распределяемых прибылей. Но инвестиционная деятельность

обычного предприятия — это чаще всего лишь инвестиции в поддержание и повышение конкурентоспособности предприятия, специализированного на выпуске и продажах определенной продукции. Поэтому логичнее было бы говорить о «полном финансовом плане» конкретных инвестиционных проектов предприятия [13, с. 195–197; 5, с. 258–259], где, например, как краткосрочные, так и долгосрочные вложения в ценные бумаги (инвестиционный портфель) понимаются только как способ накопления средств для планируемых инвестиций предприятия в реальные активы типа нового оборудования.

Не случайно в литературе [5, с. 71–72; 1, с. 35; 3, с. 508–509], используя термины «инвестиционный» и «финансовый» денежные потоки (вместо терминов РСБУ и МСФО), стремятся уйти от жесткой классификации денежных потоков, предписанных РСБУ и МСФО, допуская разные вариации классификаций в зависимости от удобства конкретных целей анализа и управления.

Для акционеров важно управление денежным потоком для владельцев собственного капитала [23, р. 14–15], в то время как и для акционеров, и для кредиторов *вместе* (stakeholders) — независимо от того, кто из них в конкретных ситуациях первым получит доступ к этим сальдо притоков и оттоков средств предприятия — важны *общие сальдо операционных денежных потоков, инвестиций предприятия, а также всех финансирующих их заемных притоков средств*.

Именно это общее сальдо и называется в международно принятой англоязычной терминологии «free cash flows» (свободный денежный поток).

В РСБУ и МСФО для этого сальдо вообще нет своего наименования.

Остановимся на вопросе использования различных моделей денежных потоков для оценки справедливой стоимости собственного капитала компании.

Как уже указывалось, наиболее адекватным для оценки собственного капитала компании (Equity) типом денежных потоков являются денежные потоки для владельцев собственного капитала (Equity Cash Flows, согласно терминологии Российских стандартов бухгалтерского учета — *конечные денежные потоки*). Однако их прогноз из-за трудностей с составлением обоснованного и реалистичного плана движения кредитных средств на практике весьма сложен.

В самом деле, если для финансирования разумных и/или необходимых инвестиций в основные и оборотные фонды предприятия планируется прибегать к инвестиционному кредиту, то для прогноза денежных потоков для собственного капитала надо знать не только общую сумму привлекаемого кредита, но и график его погашения по частям, размер процентной ставки по кредиту, а также экономию налога на прибыль вследствие выведения из налогооблагаемой прибыли суммы уплачиваемых процентных платежей («налоговый щит»).

Задача еще более усложняется, когда упомянутые инвестиции намечается финансировать в счет выделенной на необходимую сумму кредитной линии. При этом кредиты будут браться траншами («порциями»), для каждого из которых окажутся характерными свои график погашения и некая «плавающая» процентная ставка (обычно привязанная к будущей инфляции либо ставке рефинансирования Центрального банка).

Кроме того, оцениваемая компания на момент оценки может уже иметь долгосрочную задолженность, по которой также существуют собственный график погашения и процентная ставка.

Поэтому действительно можно понять тех практикующих оценщиков и даже «классиков» теории оценки^{9*} [25, р. 135–138], кто стремится даже при необходимости оценки собственного капитала работать не с денежными потоками для владельцев собственного капитала, а со свободными («бездолговыми») денежными потоками (Free Cash Flows),

которые учитывают необходимые будущие инвестиции в бизнес, но не претендуют на учет стоимости и движения кредитных средств.

Хотя надо заметить, что не менее известные ученые, которые специализировались не только на оценке компаний, разрабатывали более общие вопросы теории инвестирования, ничуть не сомневаются в том, что касается оценки справедливой рыночной стоимости собственного капитала компаний. Его оценку следует осуществлять на базе денежных потоков для владельцев собственного капитала (Flows To Equity, Equity Cash Flows, Cash Flows To Equity Holders) [24, p. 65–67]. То же касается и тех, кто использует показатели денежных потоков (не обязательно называя их указанным термином, но имея в виду именно его, так как учитывают *все* виды притоков и оттоков средств) при оценке инвестиционных проектов посредством расчета показателей чистой дисконтированной или чистой терминальной стоимости инвестиционных проектов, а также их внутренней нормы рентабельности (прибыли) [9, с. 286–287; 8, с. 230–235].

Кроме того, есть все же и те исследователи, специализирующиеся на оценке компаний, кто признает как минимум равную роль в современной оценочной деятельности модели, основывающейся на денежных потоках для владельцев собственного капитала (Equity Model, Eq.M) (см.: [21, S. 169–176]).

Есть в научной литературе и промежуточные модели оценки, среди которых, например, выделяется схожая с моделью Eq.M модель APV (Adjusted Present Value), в которой для оценки собственного капитала:

- сначала вычисляют текущую ценность свободных (но до процентов по задолженности) денежных потоков, используя стоимость только собственного капитала как ставку дисконтирования;

- затем суммируют полученную текущую ценность с рассчитываемым по безрисковой ставке текущим эквивалентом обусловленных финансовым рычагом будущих налоговых экономий;

- и, наконец, вычитают из полученной суммы отдельно считаемую текущую стоимость всех будущих платежей по погашению и процентному обслуживанию задолженности (см.: [26, S. 139–141]).

И все же из-за недооценки в американской литературе роли денежных потоков для владельцев собственного капитала дело дошло даже до того, что в некоторых немецкоязычных многократно переиздающихся базовых учебниках по более широким вопросам всей экономики предприятия вообще игнорируется существование денежных потоков для владельцев собственного капитала. В них речь идет только об операционных и свободных денежных потоках, хотя на всю экономику предприятия наиболее логично было бы смотреть именно с позиций их владельцев^{10*} [31, S. 657, 671].

В том, что касается оценки рыночной стоимости компаний, в России на сегодня многое изменилось. По сравнению с действовавшими до 2008 года стандартами оценки современные федеральные стандарты оценки отличаются тем, что предписывают обязательность расчета рыночной стоимости объекта оценки на основе применения принципа наиболее эффективного использования объекта оценки, определяя указанную рыночную стоимость как *максимальную* из стоимостей, которые могли бы быть обеспечены при разных вариантах использования объекта оценки [18; 15] (применительно к оценке компаний — к разным вариантам бизнес-плана их развития).

Очевидно, что моделировать разные варианты бизнес-плана оцениваемой компании без учета того, во что она будет средства инвестировать и как она эти инвестиции будет финансировать, невозможно. Следовательно, современные российские стандарты оценки

действительно предполагают на ближайшие годы необходимость плана-прогноза разных вариантов денежных потоков именно для владельцев собственного капитала.

Свою лепту в принижение значимости денежных потоков для владельцев собственного капитала вносит и ставшая по соображениям «политкорректности» модной в последние два десятилетия концепция управления не стоимостью акционерного капитала (Shareholders Value Concept [29, S. 23–24], управление в интересах только акционеров), а стоимостью предприятия как стоимостью всего инвестированного в него капитала (Value Based Management (см.: [4]), т. е. ценностно ориентированный менеджмент в интересах так называемых Stakeholders — всех лиц, делящих с предприятием риски бизнеса, включая кредиторов, работников, местную власть, получающую от компании налоги). Ведь справедливая стоимость всего инвестированного в предприятие капитала оценивается именно на основе свободных денежных потоков.

Свободные денежные потоки дисконтируются, как известно, по ставке, учитывающей также стоимость заемного капитала и «налоговый щит». Эта ставка называется средней взвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital).

Сумма дисконтированных по этой ставке свободных денежных потоков позволяет сначала оценить справедливую стоимость всего инвестированного в компанию капитала (Entity). Затем же из нее — без учета текущей стоимости платежей по погашению кредитов — просто вычитают задолженность компании на момент оценки и ее прирост вследствие взятия запланированного нового инвестиционного кредита.

При этом оценка будет, конечно, относиться к концу периода (года), когда будет принято решение о взятии дополнительного долгосрочного кредита (и когда он будет взят) по финансированию инвестиций, которые необходимы для обеспечения планируемых денежных потоков.

В формульном виде это выглядит следующим образом.

Для компаний с краткосрочным бизнесом, когда общий срок бизнеса компании n не превышает горизонта отчетливого годового прогноза (explicit forecasting period):

$$CK^* = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} - (ЗК + ИнвКредит). \quad (1)$$

Для компаний с долгосрочным бизнесом, когда остаточный срок бизнеса компании n превышает длительность n_{ef} горизонта отчетливого годового прогноза (explicit forecasting period) и требуется за этим горизонтом выделять так называемый «постпрогнозный период»^{11*}, который зачастую принимается за неопределенно длительный:

$$CK^* = \sum_{t=0}^{n_{ef}} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF^*}{WACC^*} : (1+WACC)^{n_{ef}} - (ЗК + ИнвКредит), \quad (2)$$

где FCF_t — ожидаемые в годах с номерами t свободные денежные потоки;

$t = 0$ — номер текущего календарного (финансового) года, для остатка которого, если до конца года остался еще как минимум один квартал, на основе поквартальных планов производства и продаж можно спрогнозировать денежный поток;

FCF^* — ожидаемый в постпрогнозном периоде среднегодовой (по отдельным годам для столь отдаленного будущего составить прогноз невозможно) свободный денежный поток;

$WACC^*$ – долгосрочная средневзвешенная стоимость капитала; оценивается из расчета оптимальной (минимизирующей $WACC$) структуры капитала компании (обычно таковой принимается структура с 20% возобновляемого заемного капитала), прогнозной среднерыночной процентной ставки $i_{кр}^*$ по надлежащим образом обеспеченным долгосрочным кредитам и минимально требующейся, компенсирующей риски бизнеса нормы дохода на собственный капитал (i^*), которая, в свою очередь, рассчитывается на основе безрисковой ставки R^* при длительном связывании капитала (обычно это доходность к погашению выпуска ликвидных долгосрочных государственных облигаций с наибольшим оставшимся до погашения сроком);

ЗК – заемный капитал компании на момент оценки;

ИнваКредит – планируемый для финансирования инвестиций предприятия дополнительный инвестиционный кредит.

В формуле (2) вклад постпрогнозного периода в справедливую рыночную стоимость всего инвестированного в компанию капитала представляет собой результат капитализации среднегодового свободного денежного потока FCF^* . Однако по той причине, что этот результат во времени привязан к началу постпрогнозного периода (когда начинается серия свободных денежных потоков по FCF^* в год), его надо еще привести по фактору времени к моменту оценки. Результат указанной капитализации дисконтируется с использованием в качестве ставки дисконтирования, равной сегодняшней средневзвешенной стоимости капитала $WACC$ и с показателем степени в коэффициенте дисконтирования, равным сроку n_{ef} , который отделяет момент оценки от начала постпрогнозного периода.

Указанная вторая формула в части постпрогнозного периода может быть трансформирована в более реалистичную с точки зрения владельца предприятия, которому не столько важен постоянный денежный поток в номинальном выражении, сколько он же в реальном выражении, т. е. за вычетом среднегодовой ожидаемой инфляции (так чтобы с предприятия можно было ежегодно брать некоторую постоянную сумму денег с непадающей покупательной способностью).

Такая трансформация предполагает использование для постпрогнозного периода не прямой капитализации среднегодового денежного потока, а капитализации по Гордону постоянным темпом роста g денежных потоков, который как раз и можно принять за ожидаемую в этом периоде среднегодовую инфляцию.

Тогда формула (2) принимает вид:

$$CK^* = \sum_{t=0}^{n_{ef}} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n_{ef}+1}}{WACC^*} : (1+WACC)^{n_{ef}} - (ЗК + ИнваКредит), \quad (3)$$

где $FCF_{n_{ef}+1}$ – свободный денежный поток, прогнозируемый на первый год постпрогнозного периода (если темп g , согласно бизнес-плану, уже должен установиться в пределах периода n_{ef} , то $FCF_{n_{ef}+1} = FCF_{n_{ef}}(1+g)$).

Именно такой вид стандартной на сегодня формулы применения метода дисконтированных денежных потоков и наиболее принят во всей учебной литературе по оценке бизнеса (за исключением, пожалуй, применения показателя долгосрочной средневзвешенной стоимости капитала $WACC^*$, вместо которой совсем некорректно – как будто структура капитала и стоимость заемного капитала компании на неопределенно длительный срок останутся такими же, как сейчас – используют средневзвешенную

стоимость капитала компании на момент оценки; кроме того, зачастую упускается ожидаемое из-за взятия инвестиционного кредита наращивание задолженности уже в текущем году)^{12*}.

В приведенных выше формулах при более глубоком анализе обнаруживаются серьезные методологические и методические недостатки^{13*}.

Во-первых, в показателе средневзвешенной стоимости капитала стоимость заемного капитала компании учитывается так, как будто размер процентных платежей по долгосрочной задолженности одинаков во времени. На самом же деле, при наличии обычного для долгосрочных кредитов графика постепенного погашения долга процентные платежи в абсолютном выражении во времени уменьшаются, так как в каждом следующем году по той же процентной ставке они взимаются со все сокращающейся суммы непогашенной задолженности, с которой заемщик будет входить в этот год.

Только в исключительных случаях, когда длительность льготного периода (в течение которого не надо начинать погашать основную сумму долга) по долгосрочному кредиту равна сроку кредита, стоимость заемного капитала постоянна во времени и действительно может отражаться одной и той же применяемой ко всем будущим годам средневзвешенной стоимостью капитала.

Во-вторых, не совсем понятно, о какой средневзвешенной стоимости капитала *WACC* в приведенных выше формулах идет речь: то ли о средневзвешенной стоимости капитала на момент оценки и без учета вновь привлекаемого инвестиционного кредита; то ли о средневзвешенной стоимости и собственного и заемного капитала, дополнительно привлекаемого для финансирования планируемых инвестиций предприятия; то ли о средневзвешенной стоимости капитала компании с учетом ее изменения в результате привлечения инвестиционного кредита^{14*}.

В-третьих, сам показатель средневзвешенной стоимости капитала компании на некий настоящий момент представляется недостаточно определенным, способным быть совершенно неправильно рассчитанным.

Дело в том, что обычно при его расчете исходят из сложившейся в компании структуры капитала, воспринимаемой так, как она видна из баланса компании. Однако величина собственного капитала предприятия по балансу практически никогда не совпадает со справедливой рыночной стоимостью этого собственного капитала (иначе и не стояла бы задача специальной оценки последней).

В самом деле, даже если баланс «закрывается» по результатам переоценки справедливой рыночной стоимости или по рыночной цене всех активов, и балансовая стоимость собственного капитала совпадает с рыночной стоимостью чистых (за минусом задолженности) активов компании, то такая балансовая стоимость собственного капитала представляет собой всего лишь справедливую ликвидационную стоимость компании — но не справедливую рыночную стоимость собственного капитала компании как действующего предприятия. Оценщики же чаще всего имеют дело с действующими, не ликвидируемыми компаниями.

Конечно, в теории существует возможность — например, в результате применения так называемой «роллинговой» процедуры — специально, не по балансу оценить приемлемую для корректного расчета показателя *WACC* величину рыночной стоимости собственного капитала на начало периода (не на момент оценки) (см.: [26, S. 215–216]). Но реализация этой возможности требует огромной информации (о структуре капитала компания в момент ее учреждения, о финансовых результатах компании за все время ее существования) и поэтому всерьез здесь и не рассматривается.

Всех этих проблем можно избежать, если хотя бы в рамках периода отчетливого прогноза n_{ef} работать все же с денежными потоками для собственного капитала. Тогда их можно было бы дисконтировать непосредственно по стоимости только собственного капитала (альтернативной стоимости — на уровне выгоды, упускаемой от неинвестирования его в сопоставимый по рискам ликвидный актив). Таким образом, не появлялось бы необходимости вообще задаваться вопросом о средневзвешенной стоимости капитала компании WACC на момент оценки (с учетом или без учета стоимости вновь привлекаемого кредита).

Правда, в этом случае придется много сил и времени, опираясь на детальную информацию об оцениваемом бизнесе, посвятить прогнозу всех отдельных притоков и оттоков денежных средств, составляющих денежный поток для собственного капитала — включая кредитный план с подробным расписанием того, какие суммы новых кредитных поступлений и когда можно будет получать, а какие суммы и когда в порядке погашения старого и нового долга, а также процентных платежей надо будет выплачивать.

Нужно будет учесть и возможные иные, связанные с долевым внешним и внутренним финансированием, а также самофинансированием притоки и оттоки денежных средств для операционной и инвестиционной деятельности: получение доходов от продажи ценных бумаг и размещения вновь выпускаемых акций, получение процентных доходов и возврат средств с банковских депозитов, уплату дивидендов по привилегированным акциям (если оценке подвергается только 100% обыкновенных акций или их конкретный пакет) и др.

Иначе говоря, для каждого года в пределах периода n_{ef} окажется необходимым прогнозировать денежный поток CF_t следующей структуры:

$$CF_t = \sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E (P_{aet} \times Q_{aet}) - \sum_{a=1}^A \left(\sum_{j=1}^J P_{jat} \times K_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - C_{Ft}^* - \text{Пр}_t - \text{НнП}_t - \\ - \text{ЧПрочН}_t - I_t - \text{ПрирСОС}_t + \text{УвелЗад}_t - \text{УменЗад}_t - \text{ФВ}_t + \\ \text{ПродЦБ}_t + \text{ПродД}_t + \text{ПродОФ} + \text{Прод ОбФ} + \text{ВБДеп}_t + \text{ЧРА}_t, \quad (4)$$

где $a = 1, \dots, A$ — условные номера разных видов продукции (бизнесов) компании;
 $e = 1, \dots, E$ — условные номера разных целевых рынков, на которых продаются (могут продаваться) продукты предприятия;

P_{aet} — ожидаемая цена (с оплатой по факту поставки) продукции с номером a на целевом рынке с номером e в году с номером t ;

Q_{aet} — количество единиц продукции с номером a , которое ожидается продать на целевом рынке с номером e в году с номером t ;

$\sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E (P_{aet} \times Q_{aet})$ — планируемая выручка от продаж продукции, которая при условии, что оплата продукции осуществляется по факту поставки, стремится к показателю ожидаемых поступлений от продаж^{15*};

$j = 1, \dots, J$ — условные номера покупных ресурсов (материалов, компонентов, полуфабрикатов, разных по профессиям и квалификации видов труда основного производственного персонала, разных кредитных линий по выделению финансирующих оборот заемных средств);

P_{jat} — ожидаемая в году t цена на покупной ресурс с номером j , необходимый для выпуска продукции с номером a ;

K_{jat} — ожидаемый в году t коэффициент удельного расхода покупного ресурса с номером j на единицу готовой (не бракованной, с учетом возврата проданной продукции с позднее выявившимся браком) продукции; коэффициенты K_{jat} в части материальных покупных ресурсов имеют размерность удельной материалоемкости, удельной энергоемкости, удельного расхода компонентов и полуфабрикатов; в части труда основного производственного персонала — размерность удельной трудоемкости; в части заемных оборотных средств — размерность удельного расхода этих средств^{16*};

C_{Ft}^* — ожидаемые в году t постоянные (условно-постоянные) издержки компании (арендные платежи, оплата труда административно-управленческого, вспомогательного и обслуживающего персонала, расходы на содержание основных фондов, налог на имущество и проч.), исключая не представляющие собой отток средств амортизационные отчисления;

Pr_t — планируемые для года t процентные платежи по долгосрочной задолженности; $Pr_t = Zад_{t-1} \cdot Ч i_{кр}$, $Zад_{t-1}$ — задолженность компании на начало года t (т. е. на конец предыдущего года с номером $t-1$); сюда же должны включаться и процентные платежи по выпущенным и размещенным компанией ранее корпоративным облигациям;

$НнП_t$ — планируемые на год t платежи по налогу на прибыль; $НнП_t = (ОП_t - Pr_t) \times h$, $ОП_t$ — планируемая к объявлению за год t операционная прибыль^{17*}, h — ставка налога на прибыль (из налогооблагаемой прибыли разрешается вычитать процентные платежи по долгосрочному кредиту);

$ЧПрочН_t$ — планируемые на год t чистые платежи по всем прочим налогам, включая налог на добавленную стоимость и возврат ранее переплаченных сумм по этому налогу^{18*};

I_t — планируемые на год t инвестиции компании в свой основной нефинансовый капитал (оборудование, недвижимость, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, права интеллектуальной собственности и проч.);

$ФВ_t$ — планируемые в году t финансовые вложения компании (долгосрочные — на покупку стратегических долевых участия в иных фирмах в порядке увеличения вертикальной или интегральной интеграции, на приобретение ценных бумаг, открытие банковских депозитов и займов другим фирмам в целях накопления нераспределенных прибылей; краткосрочные — на покупку ликвидных ценных бумаг и открытие банковских депозитов для эффективного помещения временно свободных денежных средств);

$ПрирСОС_t$ — планируемые на год t инвестиции в прирост собственных оборотных средств (собственного оборотного капитала) — например, на прирост складского запаса и увеличение незавершенного производства при планируемом расширении производства^{19*};

$УвелЗад_t$ — увеличение задолженности компании, ожидаемое в году t вследствие планируемого на этот год взятия нового кредита или транша по выделенной компании кредитной линии, а также от размещения вновь выпускаемых компанией долгосрочных корпоративных облигаций;

$УменЗад_t$ — уменьшение задолженности компании, ожидаемое в году t вследствие планируемых на этот год платежей в счет погашения ранее взятых кредитов;

$ПродЦБ_t$ — ожидаемые в году t поступления денежных средств в результате планируемой на этот год продажи принадлежащих компании ценных бумаг;

$ПродД_t$ — ожидаемые в году t процентные доходы по принадлежащим предприятию облигациям, займам, выделенным им другим фирмам, а также по банковским депозитам компании;

ПродОФ — чистые (за вычетом комиссионных посредникам) доходы от продажи основных фондов (избыточных материальных и нематериальных активов типа оборудования, недвижимости, технологий^{20*});

ПродОбФ — чистые (за вычетом комиссионных посредникам) доходы от продажи оборотных фондов (избыточных материального складского запаса, незавершенного производства, дебиторской задолженности^{21*});

ВБДеп_{*t*} — планируемые на год *t* поступления от возврата банковских депозитов (средств, положенных на банковские депозиты);

ЧРА_{*t*} — ожидаемые в году *t* чистые поступления от размещения компаний своих ранее выкупленных или вновь выпускаемых акций («чистые» здесь означает уменьшение доходов на затраты по подготовке соответствующей формы размещения — дополнительной эмиссии акций по закрытой подписке, по открытой подписке, IPO^{22*} и последующих эмиссий акций с размещением их на бирже)^{23*}.

Как видно, расчет прогнозируемых на будущие ближайшие годы (в рамках периода n_{ef}) действительно представляется весьма трудоемким и требующим привлечения большой исходной информации.

Однако вся эта информация окажется доступной, если у компании есть хорошо проработанный на ближайшие годы бизнес-план. Без его наличия само применение метода дисконтированных денежных потоков вообще теряет смысл, так как главным достоинством этого метода как раз и является возможность учесть то, какими будут денежные потоки предприятия после того как, согласно тому или иному варианту бизнес-плана его развития, предприятием будут сделаны определенным образом профинансированные некие инвестиции.

Подчеркнем, что работа с денежными потоками для владельцев собственного капитала вообще полезна не столько для оценки собственного капитала компаний, сколько для управления его стоимостью посредством прямого экономического (не бухгалтерского) управления денежными потоками.

В самом деле, именно такое подробное представление денежного потока позволяет влиять на стоимость компании, анализируя взаимосвязи между, например:

- инвестициями I_t в повышение качества продукта и его ценами P_{aet} ;
- инвестициями I_t во внедрение ресурсосберегающих технологий и коэффициентами k_{jat} удельного расхода покупных ресурсов на единицу готовой небракованной продукции и, соответственно, в целом переменными издержками;
- инвестициями I_t в продвижение продукта и количествам и его продаж Q_{aet} ;
- параметрами заключаемых кредитных соглашений (по процентной ставке $i_{кр}$ и графику погашения основного долга) и абсолютными суммами процентных платежей Pr_v ;
- с одной стороны, потребностью в инвестициях в основные фонды предприятия I_t и инвестициях в его оборотные фонды ПрирСОС_{*t*} и, с другой стороны, возможностями привлечь для этих инвестиций средства, задействуя параметры ПродЦБ_{*t*}, ПроцД_{*t*}, ПродОФ, ПродОбФ, ВБДеп_{*t*} и ЧРА_{*t*}.

При этом становится возможным планировать наилучшие для максимизации стоимости собственного капитала компании бизнес-решения по поводу отмеченных выше моментов.

Если же применять формулу (4) для оценки собственного капитала, то, как минимум, последними восемью членами правой части этой формулы можно пренебречь, так как при обычной оценке практически невозможно обеспечить адекватную точность их оценки.

Точно так же можно будет пренебречь необходимостью расчета трудно прогнозируемого показателя ЧПрочН.

В итоге сокращенная формула (4) в этом случае окажется более «считабельной»^{24*}.

При отсутствии бизнес-плана и намечаемых в нем инвестиций в развитие предприятия оценку компании в рамках так называемого доходного подхода можно было бы осуществлять методами простой капитализации уже имеющихся на предприятии и просто экстраполируемых (с поправками) операционных денежных потоков. Как максимум — что характерно для модифицированной модели капитализации по Гордону — можно было бы учесть лишь необходимость выделять часть будущего среднегодового операционного денежного потока на финансирование инвестиций, всего только поддерживающих уже имеющиеся производственно-сбытовые мощности.

Следовательно, когда для оценки компаний применяется метод дисконтированных денежных потоков, бизнес-план все равно надо составлять и все, образно говоря, упирается именно в составление адекватного и достаточно проработанного, «рабочего» бизнес-плана предприятия.

И при наличии такого бизнес-плана работать с денежными потоками для собственного капитала можно и нужно — хотя бы в рамках 3-х лет (так что период n_{ef} оказывается равным трем годам), на которые в бизнес-планировании принято составлять детализированные даже поквартально планы по продажам, затратам, финансированию, инвестированию, прибылям и убыткам, плановые балансы, движению кредитных средств и проч.

Оценку справедливой рыночной стоимости собственного капитала компании со сколь угодно долгосрочным бизнесом тогда оказывается целесообразной осуществлять по следующей формуле:

$$CK^* = \sum_{t=0}^{n_{ef}} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \left[\frac{FCF^*}{WACC^*} - Зад'_{t=n_{ef}} \right] / (1+i)^{n_{ef}}, \quad (5)$$

где i — используемая вместо проблематичного показателя $WACC$ минимально требуемая норма дохода только на собственный капитал (может определяться, например, согласно модели оценки капитальных активов, CAPM);

$Зад'_{t=n_{ef}}$ — ожидаемая задолженность компании на конец периода отчетливого прогноза (берется из планового баланса последнего квартала периода поквартального планирования в качественном бизнес-плане компании).

Выражение, заключенное в формуле (5) в квадратные скобки, представляет собой вклад постпрогнозного периода уже не в стоимость всего инвестированного в компанию капитала, а только в стоимость ее собственного капитала. Это обеспечивается вычитанием из результата капитализации среднегодового свободного денежного потока в постпрогнозный период задолженности компании, ожидаемой на начало данного периода.

Коль скоро по фактору времени к моменту оценки здесь будет приводиться вклад постпрогнозного периода уже непосредственно в стоимость собственного капитала, в осуществляющем это приведение коэффициенте дисконтирования с показателем степени n_{ef} в качестве ставки дисконтирования используется не средневзвешенная стоимость всего капитала компании на момент оценки, а стоимость i только собственного капитала компании.

При этом с учетом реальных трудностей прогнозирования денежных потоков для собственного капитала в постпрогнозный период (возникают слишком большие

неопределенности по поводу условий возобновления заемного капитала в компании в очень отдаленном времени) следовало бы действительно продолжать работать со свободными («бездолговыми») денежными потоками.

В заключение анализа использования в методе дисконтированных денежных потоков разных типов денежных потоков можно сказать и несколько слов об использовании операционных (точнее — чистых, после налогов, операционных) денежных потоков.

Очевидно, что метод дисконтированных денежных потоков на основе прогноза только операционных (даже не свободных) денежных потоков, т. е. без учета будущих инвестиций предприятия разумен только тогда, когда инвестиции в создание производственно-сбытовых мощностей уже сделаны — и совсем недавно. Так что достаточно длительное (даже при использовании моделей прямой капитализации и капитализации по Гордону, неопределенно длительное) время предприятию можно не делать указанных инвестиций и не прибегать к их заемному финансированию.

И тогда, кстати, операционные денежные потоки постпрогнозного периода вообще можно было бы дисконтировать (капитализировать) не по средневзвешенной стоимости капитала, а по стоимости лишь собственного капитала компании. Ведь имеющаяся задолженность компании в рамках периода n_{ef} отчетливого прогноза к началу постпрогнозного периода окажется, по-видимому, уже погашенной.

* Официально принятый в России термин — см. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов — Утверждены Министерством финансов и Министерством экономического развития РФ, а также Госстроем РФ 12.06.1999. В США впервые показатель денежного потока был введен в 1984 г. с принятием Положения о понятиях финансового учета [2, с. 334].

²* Анализировать притоки и оттоки денежных средств, осуществляемые «черным налом», в каких-либо официальных документах не имеет смысла, так как это раскроет информацию о нарушениях предприятием законодательства. При этом учет нелегальных форм притока и оттока денежных средств в некоторых целях вообще им противоречит — например, оценка так называемой справедливой рыночной стоимости компаний в принципе не может опираться на нелегальные формы платежей, так как существует вероятность, что подобная практика может быть в любой момент пресечена.

³* В данном случае имеет смысл не отождествлять предприятие с фирмой как юридическим лицом, которое владеет предприятием (т. е. бизнесом, делом, а, согласно Гражданскому кодексу РФ, статья 132 — имущественным комплексом).

⁴* Вместо этого полного термина в 90-е годы прошлого века после появления первого перевода на русский язык учебника по оценке бизнеса Ш. Пратта получил распространение и сокращенный его вариант — «денежные потоки для собственного капитала» (см.: [16]), «пошел» из этого перевода. Сам Ш.Пратт тогда также проводил в России под эгидой Всемирного банка серию первых семинаров по подготовке профессиональных оценщиков бизнеса.

⁵* По-русски денежные потоки для владельцев собственного капитала иногда называют «денежными потоками для акционеров», а свободные (бездолговые) денежные потоки — «денежными потоками для всего инвестированного капитала» (см.: [19, с. 248, 244]). (В. В. Царев и А. А. Канторович также выделяют и «чистый денежный поток», являющийся, по сути, «денежным потоком для акционеров», т. е. «денежным потоком для владельцев собственного капитала» или «денежным потоком для акционеров», но без учета выплаты процентных платежей по задолженности — так, чтобы его можно было дисконтировать, используя в качестве ставки дисконтирования средневзвешенную стоимость всего, а не только собственного капитала — см.: [19, с. 258]).

В мировой научной литературе встречаются и иные, более специфические категории денежных потоков. Так, различают «классические» свободные денежные потоки и «денежные потоки Йенсена», которые представляют собой те же свободные денежные потоки, но в них в качестве связанного с инвестициями предприятия оттока средств рассматриваются только инвестиции, которые планируется профинансировать непосредственно за счет сальдо притока и оттока денежных средств по основной (операционной) деятельности. При этом предполагается, что иных инвестиционных возможностей у предприятия нет и именно поэтому все остальное «свободно для изъятия» из предприятия владельцами его собственного и заемного капитала (см.: [27, р. 323–329]). Однако

эти более специфические типы денежных потоков, применимые лишь при дополнительно накладываемых допущениях, мы не будем здесь рассматривать.

^{6*} Думается, что разрешение, вследствие изменения в России в 1994 г. правил бухгалтерского учета, расходовать амортизационные отчисления в текущем периоде на практически любые нужды, совсем не означает обязанности их расходовать в том же периоде, когда они осуществляются. Значит, по нашему мнению, незрасходованные амортизационные отчисления, по сути, могут рассматриваться как одна из форм скрытой нераспределенной прибыли.

^{7*} В таких случаях покупка вновь выпускаемых старыми акционерами акций в основном происходит на вторичном рынке акций — в порядке контркупки акций при попытках их скупки конкурентами.

^{8*} Часто именуется еще и «чистым» операционным денежным потоком (net operating cash flow), т. е. «очищенным от налогов», «после налогов», так как уплата налогов рассматривается в качестве необходимого во избежание конфликтов с властями элемента операционной деятельности фирмы.

^{9*} При этом надо заметить, что классики оценки бизнеса с таким пренебрежением все же не относились к денежным потокам для собственного капитала, именно их рекомендуя в качестве базовых для оценки справедливой рыночной стоимости компаний [16, с. 34–35.]

^{10*} В этом учебнике вообще экономика предприятия рассматривается не с позиции акционеров, а с позиции наемных менеджеров, так как даже операционный денежный поток понимается как то, что остается именно в их распоряжении после распределения прибыли на дивиденды; кроме того, в немецкоязычных учебниках денежные потоки крайне упрощенно рассчитываются на основе зависящей от системы учета прибыли, что все же не допускается в большей части американских источников.

^{11*} Иногда его не совсем правомерно называют «резидуальным», остаточным.

^{12*} Обобщение стандартной практики оценки бизнеса, см., напр.: [30, S. 131–132].

^{13*} Вообще в последнее время за рубежом в более продвинутой специализированной научной (не учебной) литературе стали появляться весьма критические наблюдения за установившимися на практике методами оценки бизнеса (см., напр.: [22, S. 1139–1146]).

^{14*} По-видимому, наиболее обоснованно было бы понимать здесь под WACC именно последнее. Однако и это не решает главной проблемы работы с показателем WACC конкретной компании в конкретный момент времени — проблемы «циркулятивности», отражаемой в следующем, третьем критическом моменте.

^{15*} Здесь принципиально важно, что прогноз денежного потока отталкивается не от прогноза прибыли, а от прогноза ожидаемых реальных денежных поступлений. Ведь не зря виднейший идеолог бухгалтерского учета в России Я. В. Соколов отмечает, что одним из опасных мифов бухгалтерского учета является то, что он, даже если не подвергается сознательной фальсификации, объективно и точно отражает состояние и движение хозяйственных средств [17, с. 483]. Точно так же важно, что второй член формулы — по сути, это переменные издержки — представляет собой показатель не бухгалтерского, а управленческого учета. Постоянные издержки (третий член формулы) — это тоже категория из управленческого учета.

^{16*} Все показатели ожидаемых цен и объемов продаж при надлежащем «бюджете оценки» должны получаться от независимых нанимаемых в порядке аутсорсинга специализированных маркетинговых фирм. Ожидаемые коэффициенты удельного расхода покупных ресурсов «в идеале» также должны определяться независимыми фирмами, специализирующимися на инженерном аудите.

^{17*} Она рассчитывается отдельно согласно принятой на предприятии системе учета и не совпадает с представляющей собой операционный денежный поток до налогов алгебраической суммой первых трех компонентов комментируемой формулы.

Вообще заметим, что первый член приведенной формулы при условии, что продукция продается с оплатой по факту поставки и не на бартерных условиях оплаты, дает хорошую аппроксимацию ожидаемых денежных поступлений от продаж продукции компании. Второй член формулы — также при условии, что покупные ресурсы оплачиваются по факту поставки или хотя бы в течение года оказания предприятию соответствующих услуг — является приблизительным выражением для ожидаемых платежей в связи с переменными издержками компании. Третий член формулы, соответственно, указывает на платежи в связи с ее постоянными (условно-постоянными) издержками.

Поэтому с целью добиться наибольшей независимости от принятой на предприятии системы учета здесь предлагается основывать прогноз денежных потоков не на плановой прибыли (считаемой согласно принятым в компании принципам списания расходов на затраты и учета объема реализованной продукции), а на прямом прогнозе продаж, переменных и постоянных издержек. Так рекомендуют многие учебники (см., напр.: [21, S. 53–54]).

Если же теперь — еще до вычитания процентных платежей по долгосрочному кредиту, не составляющих части операционной деятельности предприятия - из полученной алгебраической суммы первых трех членов

формулы вычесть налог на прибыль и все чистые прочие налоговые платежи, то, как легко заметить, в результате получим оценку ожидаемого в году t операционного денежного потока.

^{18*} В американской и соответствующей переводной литературе этот член формулы денежных потоков отсутствует в силу простоты американской системы налогообложения, которая предусматривает только три налога — налог на продажи (просто добавляется к цене и передается предприятиями государству, поэтому отдельно не фигурирует в формулах денежного потока), налог на имущество (учитывается в составе постоянных издержек) и налог на прибыль (корпоративный подоходный налог). Для России же (как и для Германии и ряда других стран с более сложной системой налогообложения) игнорирование чистых прочих налоговых платежей абсолютно недопустимо.

^{19*} При шаге анализа во времени, равном году, собственные оборотные средства, исчисляемые как разность между оборотными активами и краткосрочными обязательствами, оказываются зависимыми в первую очередь именно от инвестиций в собственный оборотный капитал.

^{20*} Технологии могут быть и не избыточными, если они продаются по простым либо исключительным лицензиям на изобретения и ноу-хау.

^{21*} В том числе для замены финансирования оборота из краткосрочного кредита на факторинговое финансирование за счет продажи с дисконтом, равным проценту за кредит, регулярно возникающей дебиторской задолженности заказчиков продукции при продаже ее им с оплатой в рассрочку.

^{22*} Initial Public Offering — первоначальное размещение небольшими лотами вновь выпускаемых компанией 20–25 % акций на фондовой бирже.

^{23*} В принципе, конечно, данный вид доходов не может рассматриваться как достаточно определенный, так как еще не ясно, по какой цене удастся разместить вновь выпускаемые акции — ведь для этого в том числе и проводится еще не осуществленная оценка справедливой рыночной стоимости собственного капитала компании. Поэтому включение в формулу прогнозируемых денежных потоков (как для собственного капитала, так и свободных) может представляться неочевидным.

^{24*} Заметим, однако, что новые отечественные стандарты оценки требуют, чтобы рыночная стоимость любых объектов оценки определялась на основе принципа наиболее эффективного использования объекта оценки, при котором рассчитываемая стоимость будет наибольшей (см.: [15; 18, № 1, ч. 2, п. 10].) Если этим объектом является компания, то, следовательно, указанный принцип предполагает оптимизацию бизнес-плана развития бизнеса компании — иначе говоря, проработку разных вариантов инвестирования в бизнес и финансирования инвестиций. А это, в свою очередь, опять возвращает нас к необходимости применения формулы (4) в ее сокращенном виде.

1. *Бойко И. П.* Лекции по курсу «Экономика предприятия и предпринимательства». Лекция 7 «Доходы предприятия». СПб., 2002.

2. *Бернштейн Л. А.* Анализ финансовой отчетности. М., 1990.

3. *Бульчева Г. В.* Реструктуризация предприятия на основе оценки рыночной стоимости // Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2005.

4. *Волков Д. Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издательский дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008.

5. *Воронцовский А. В.* Инвестиции и финансирование. СПб.: Изд-во СПбГУ, 1998.

6. *Грэхем Б.* Разумный инвестор. М.: Вильямс, 2007.

7. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. М.: Альпина бизнес букс, 2006.

8. *Ковалев В. В.* Курс финансового менеджмента. М.: Проспект, 2008.

9. *Ковалев В. В.* Методы оценки инвестиционных проектов // Инвестиции. Учебник: 2-е изд. / Под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. М.: Проспект, 2006.

10. *Ковалев В. В.* Финансовый анализ: методы и процедуры М.: Финансы и статистика, 2001.

11. *Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Анализ баланса, или как понимать баланс. М.: Проспект, 2008.

12. *Ковалев В. В., Уланов В. А.* Курс финансовых вычислений М.: Финансы и статистика, 2002.

13. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестирование / Пер с нем.; Под общ. ред. В. В. Ковалева и З. А. Сабова. СПб.: ПИТЕР, 2000.

14. Международные стандарты финансовой отчетности / Под ред. И. А. Смирновой. М.: Финансы и статистика, 2005.

15. Постановление Правительства РФ от 08.11.2007 №765 // Собрание законодательства РФ. 25.12.2007.

16. *Пратт Ш.* Оценивая закрытые компании / Пер с англ. М.: Институт экономического анализа, 1996.

17. *Соколов Я. В.* Основы теории бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 2000.

18. Федеральные стандарты оценки, утверждены Приказами Министерства экономического развития РФ № 254 – 256 от 20.07.2007.
19. Царев В. В., Капторович А. А. Оценка стоимости бизнеса. М.: ЮНИТИ, 2007.
20. Шуренбек Х. Экономика предприятия: 15 изд. / Пер. с нем. СПб.: ПИТЕР, 2005
21. Ballwieser W. Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme. Stuttgart: Schaeffer-Poeschel Verlag, 2004.
22. Behr G., Caliz S. Schwächen der herkömmlichen Bewertungsmethoden und notwendige Anpassungen – Unternehmensbewertung in der New Economy. Der Schweizer Treuhändler. Heft 11. S 1139–1146.
23. Black A., Wright Ph., Bachman J. In Search of Shareholder Value. London: Price Waterhouse, 2002.
24. Brealey R. A., Myers S. C. Principles of Corporate Finance. 7-th ed. Boston: McGraw-Hill, Irwin, 2003.
25. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York: McKinsey & Company Inc., 1996.
26. Drukarczyk J., Schueler A. Unternehmensbewertung, 5 Aufl. München: Vahlen Verlag, 2007.
27. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover // American Economic Review. 1986. Vol. 76. P. 323–329.
28. Lachnit L. Controllingssysteme für ein PC-gestütztes Erfolgs- und Finanzmanagement. München: Vahlen, 1992.
29. Rappaport A. Shareholder Value. 2 Aufl. Stuttgart: Schaeffer-Poeschel Verlag, 1998.
30. Thiessen F. Unternehmensbewertung von KMU: das Problem der Standardisierung, in: Unternehmensbewertung und Base II in kleinen und mittleren Unternehmen. Lohmar – Köln, Josef Eul Verlag, 2003.
31. Wöhe G. Einfuehrung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21 Auflage. München: Verlag Vahlen, 2002.
32. Woll A. Wirtschaftslexikon. München-Wien: Oldenburg Verlag, 1996.

Статья поступила в редакцию 25 мая 2009 г.