

## ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

УДК 338.2

*С. В. Валдайцев*

### «ПРИНЦИП НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ» И УЧЕТ РИСКОВ БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

#### Принцип наиболее эффективного использования объекта оценки

Как известно, общепринятые стандарты оценки любой собственности предусматривают обязательное следование принципу наиболее эффективного использования этой собственности (см.: [4, с. 730; 6, ФСО № 1, Раздел 2, п. 10]).

Названный принцип распространяется и на оценку справедливой рыночной стоимости бизнеса и компаний. Им, следовательно, необходимо руководствоваться также при использовании для этой оценки метода дисконтированных денежных потоков.

Иначе говоря, оценку нужно проводить в расчете на наилучшее (наиболее эффективное, выгодное для владельца) использование оцениваемой собственности — при том, что современное (примерно после 1985 г.) понимание оценки рыночной стоимости компании отчетливо подразумевает, что оценка (в рамках доходного подхода) зависит от того варианта стратегии и бизнес-плана предприятия, из которого она исходит [6, S. 101]. Это только раньше было принято считать, что существует какая-то не зависящая от стратегии развития и варианта бизнес-плана «объективная» стоимость (см., напр.: [7]).

Очевидно, в данном случае речь должна идти о том, какой вариант бизнес-плана компании будет закладываться в основу для прогноза денежных потоков по бизнесам компании.

Можно утверждать, что в полной мере принцип наиболее эффективного использования (активов компании, прав собственности, имеющихся деловых возможностей и проч.) будет реализовываться в том случае, когда бизнес-план компании оптимален с точки зрения максимизации в расчете на него рыночной стоимости компании.

Целевая функция упомянутой оптимизации предполагает, что и уровень ожидаемых денежных потоков, и их конфигурация во времени (максимальное приближение во времени ожидаемых положительных денежных потоков, с одной стороны, и максимизация пусть

---

**Сергей Васильевич ВАЛДАЙЦЕВ** — д-р экон.наук, профессор, заведующий кафедрой экономики исследований и разработок СПбГУ. В 1973 г. окончил Экономический факультет ЛГУ и с этого времени работает в Университете. С 1986 г. — д-р экон. наук, с 1987 — имеет ученое звание профессора. Заслуженный работник Высшей школы Российской Федерации. Сфера научных интересов — менеджмент в инновационной сфере, управление рисками, оценка бизнеса, оценка интеллектуальной собственности и т. д. Автор более 150 научных публикаций, ряд которых опубликован на иностранных языках.

© С. В. Валдайцев, 2009

и откладываемых во времени положительных денежных потоков — с другой) должны обеспечивать максимум их суммарной текущей ценности (Present Value).

В свете сказанного становится ясно, что приводившаяся выше формула для прогноза по ближайшим годам денежных потоков для владельцев собственного капитала по сути является выражением не прогноза, а *плана-прогноза* денежных потоков, соответствующих тому или иному варианту бизнес-плана развития оцениваемой компании.

Так, в зависимости от того, на что, когда и какие по размеру инвестиции  $I_t$  будут заложены в этот план-прогноз, в последующие годы могут и должны меняться планы-прогнозы количества продаж и цен продажи продукции (вследствие инвестиций в обновление продукции и оборудования, в повышении качества продукции), коэффициенты удельного расхода покупных материальных и трудовых ресурсов  $k_{jat}$  (в результате инвестиций во внедрение ресурсосберегающих и ресурсозаменяющих технологий). Точно так же разные варианты развития компании могут предполагать разные и по-разному нарастающие или снижающиеся постоянные издержки  $C^*_F$ . То же касается по-разному организуемого финансирования инвестиций, что отразится, в частности, на плане-прогнозе показателей движения и стоимости заемных средств.

Оптимизация по достигаемой целевой функции возможна и посредством минимизации рисков бизнеса, отражаемых в ставке дисконтирования либо учитываемых методом сценариев. Эта минимизация, в свою очередь, может осуществляться как выбором менее рискованных видов бизнеса (переключением на них), так и уменьшением внутрифирменных рисков (рисков структуры капитала, недостаточной диверсификации видов хозяйственной деятельности, сбыта и закупок и т. п.).

Эта же оптимизация достижима вследствие минимизации стоимости дополнительного капитала, привлекаемого для финансирования планируемых инвестиций предприятия.

Очевидно, что оптимальный бизнес-план должен быть также и реалистичным — так, чтобы выполнялись как бы ограничения оптимизационной задачи на максимизацию рыночной стоимости компании как целевой функции этой задачи.

К ограничениям для оптимального бизнес-плана тогда надо было бы отнести, в первую очередь, ограничения по доступному финансированию, по размеру обусловленных конкуренцией на рынках сбыта и закупок доступных для конкретного предприятия объемов продаж на определенных условиях продукции и закупок также на определенных условиях критичных для бизнеса специфических покупных ресурсов.

На практике за оптимальный (или близкий к оптимальному) бизнес-план для любой компании может быть принят тот бизнес-план, который будет разработан «оптимальным» его разработчиком, т. е. наиболее репутированной в области бизнеса (бизнесов) оцениваемой компании консультационной фирмой.

Очевидно, ее услуги должны оплачиваться из сметной стоимости («бюджета») оценки. Упомянутая выше необходимость привлекать для маркетинговых исследований независимые маркетинговые фирмы обуславливает то, что продавцы крупного бизнеса, который при продаже может быть оценен высоко, обычно не жалеют денег на оплату оценки рыночной стоимости компаний.

Произведенная согласно принципу наиболее эффективного использования оценка рыночной стоимости компании (собственного капитала компании) должна продолжать соответствовать содержащемуся в действующих в РФ стандартах оценки требованию о том, что оценка рыночной стоимости должна быть справедлива в условиях свободных сделок по сути для *любого* потенциального инвестора (покупателя объекта оценки) [5, ФСО № 2, Раздел 2, п.6].

Сочетание этого требования с соблюдением принципа наиболее эффективного использования объекта оценки на первый взгляд может показаться совершенно нереалистичным. В самом деле, «кандидатами» на оптимальный бизнес-план могут оказаться такие его варианты, которые хотя бы для кого-то из потенциальных новых владельцев компании (если продаваться и оцениваться будут 100% обыкновенных акций компании) представляются невыполнимыми с точки зрения уже приведенных выше ограничений. Особенно жестким при этом может оказаться ограничение по финансированию инвестиций, необходимых для соответствующего варианта развития предприятия.

Ниже мы попытаемся доказать, что сочетание требований принципа наилучшего использования и стандарта справедливой рыночной стоимости при применении метода дисконтированных денежных потоков все же возможно — при определенных условиях — и в теории, и на практике оказаться реалистичным.

Существенны три момента.

Во-первых, можно предположить, что при наличии достаточного времени на нахождение заинтересованных потенциальных инвесторов (покупателей компании) среди них всегда должен найтись тот, кто окажется способен положительно воспринять предложенный оптимальный вариант бизнес-плана.

Во-вторых, в принципе любой потенциальный инвестор (покупатель) также в состоянии нанять профессиональных консультантов или менеджеров, которые окажутся способны на это.

В-третьих, важно, что оптимальный бизнес-план, обычно предполагающий сначала значительные инвестиции предприятия (в обновление оборудования и технологий, в освоение новой продукции, переобучение персонала и проч.) и в результате еще более значительные и долговременные положительные денежные потоки, не требует от инвесторов (покупателей компании) дополнительных затрат на финансирование указанных инвестиций. Все они финансируются компанией, включая кредит, который, согласно оптимальному бизнес-плану, будет брать компания, а не ее новые владельцы. Как максимум от него могут потребоваться лишь гарантии под этот кредит, если для взятия кредита по разумной процентной ставке у самой компании не хватит находящегося на ее балансе достаточно ценного и ликвидного имущества, чтобы предложить его в залог под кредит.

Единственным исключением в части источников финансирования закладываемых в оптимальный вариант бизнес-плана инвестиций компании в свой основной и оборотный капитал при этом могут служить доходы компании от планируемого размещения компанией своих акций среди новых акционеров ( $PA_t$ , т. е.  $ЧРА_t$  с учетом затрат на подготовку размещения). При этом получается, что сегодняшний покупатель 100% акций компании после этого размещения будет обладать уже не всеми 100% обыкновенных, голосующих акций (если будут выпускаться обыкновенные акции; если будут выпускаться привилегированные акции, то рассматриваемой проблемы-исключения не возникнет). Следовательно, тогда предметом оценки методом дисконтированных денежных потоков оказывается оценка не всей компании, а только преобладающей доли в ней (как правило, больше 75% обыкновенных акций), размер которой зависит от закладываемого в бизнес-план количества обыкновенных акций, планируемых к размещению среди новых акционеров.

Возможно и планирование размещения дополнительных акций для того акционера, который уже успеет сегодня купить 100% акций компании. По сути это будет означать необходимость в будущем доложить в компанию средства. Тогда, очевидно, оценку справедливой рыночной стоимости 100% обыкновенных акций на сегодня следовало бы

уменьшить на текущий эквивалент (текущую ценность, *Present Value*) планируемого дополнительного будущего вложения средств  $PA_t$  в компанию со стороны ее сегодняшнего покупателя.

В отечественной и зарубежной практике достаточно часто возникают ситуации, когда одна и та же компания методом дисконтированных денежных потоков на основе разных вариантов бизнес-плана ее развития оценивается существенно по-разному. И что интересно — находятся покупатели, готовые ее приобрести за более значительную сумму, признавая тем самым реалистичность более оптимального варианта бизнес-плана.

Так, в октябре 2008 г. компания «City Group» была готова приобрести американский коммерческий банк «Wachovia» за 1,2 млрд долл., а другой покупатель (британская группа HBSO), исходящий из другого более оптимального варианта бизнес-плана для банка «Wachovia», предложил за этот банк 15 млрд долл. (и в итоге приобрел продававшуюся компанию) [2].

В конце концов на обсуждаемом эффекте строится и вся идея проведения торгов — особенно таких тендеров на покупку крупных пакетов акций компаний, на подачу заявок в которых отводится достаточно времени. Оно и будет использовано участниками тендера на оценку рыночной стоимости компании на основе того или иного варианта бизнес-плана ее развития. Причем можно сказать, что максимальная цена, за которую ее купит победитель тендера, исходящий из наиболее оптимального видения бизнес-плана для компании, по-видимому, оказывается близка к справедливой стоимости компании.

### **Корректный учет рисков бизнеса в условиях кризиса фондового рынка**

Как известно, риски бизнеса при использовании метода дисконтированных денежных потоков могут быть учтены двумя альтернативными способами:

- в ставке дисконтирования, которая обычно понимается как доходность, упускаемая при невложении тех же средств в сопоставимый по риску обращающийся на фондовом рынке актив\*;
- методом сценариев, при котором минимально требующаяся норма дохода на вкладываемый в бизнес собственный капитал устанавливается на уровне безрисковой ставки, но зато сами дисконтируемые ожидаемые денежные потоки подлежат корректировке в меньшую сторону (так что откорректированные денежные потоки могут пониматься как безрисковые).

В условиях кризиса фондового рынка, когда резко падает, затем несколько поднимается, а далее опять падает общий уровень цен на акции и облигации компаний, цены и доходность этих базовых активов фондового рынка отрываются от реальной экономики, от финансовых результатов бизнесов соответствующих компаний.

Риски вложения в финансовые активы становятся вообще несопоставимы с рисками реальных бизнесов.

Кроме того, те общепринятые модели для расчета адекватной ставки дисконтирования, которые основываются на измерении риска вложений в финансовые активы такими показателями, как стандартное отклонение  $\sigma$  доходности акций и облигаций, коэффициенты  $\beta$  и  $\alpha$  (в моделях CAPM и APT, *Arbitrary Pricing Theory*, модель арбитражной оценки финансовых активов, и схожих с ними), вообще становятся непригодными, потому что во времена резких колебаний фондового рынка не соблюдается главное условие корректности измерения риска подобными показателями — допущение о нормальном распределении вероятностей цен и доходностей активов на рынке<sup>2\*</sup>.

Регулярно (в специализированных базах данных — ежемесячно) пересчитываемые показатели  $\sigma$ ,  $\beta$  и  $\alpha$  из-за «всплесков» и резких падений всех финансовых активов в последние единичные периоды становятся резко больше их обычного, при «спокойном» фондовом рынке, уровня. Вследствие этого рассчитываемые согласно упомянутым классическим моделям ставки дисконтирования тоже резко завышаются. Соответственно оценки справедливой рыночной стоимости компаний, получаемые на базе дисконтированных по таким ставкам ожидаемым денежным потокам, оказываются столь резко заниженными.

Причем пока кризис фондового рынка (и вообще финансовый кризис) не перерос в экономический кризис (а этого, можно надеяться, не произойдет по причине массивной поддержки всеми ведущими государствами мира, в том числе России, банковской системы<sup>3\*</sup>), прогнозы самих ожидаемых с реальными бизнесов денежных потоков сколько-либо существенно меняться в худшую сторону не будут.

Из всего вышесказанного следует отчетливый вывод: в условиях кризиса (и даже нестабильности) фондового рынка учет рисков бизнеса при определении справедливой стоимости компаний методом дисконтированных денежных потоков должен осуществляться исключительно методом сценариев<sup>4\*</sup>.

Наиболее действен метод сценариев применительно к ближайшим во времени годам, так как в качественных бизнес-планах компаний вполне возможно предусмотреть хотя бы трех — оптимистического, пессимистического и наиболее вероятного — сценариев именно для ближайших тоже трех лет (совпадающих с тем, что в методе дисконтированных денежных потоков называется периодом отчетливого погодного прогноза,  $n_{ef}$ ).

В теоретическом изложении метод сценариев предполагает, что бизнес-план компании должен иметь вид построенного по событиям альтернативного сетевого графика, из которого для каждого ближайшего будущего года с номером  $t$  можно рассчитать среднеожидаемую (в качестве весовых коэффициентов используются вероятности соответствующих событий) величину денежного потока (см., напр.: [10, S. 142–149; 12, S. 79–83]).

Мы далее предлагаем, как представляется, более практичную и требующую менее структурированной исходной информации модификацию метода сценариев. В рамках данной модификации, чтобы не делать ее слишком громоздкой и непрактичной, следует выбрать не более двух наиболее критичных для бизнеса компании факторов риска (рисков как факторов измеряемого риска) и применительно к оптимистическому, пессимистическому и наиболее вероятным сценариям пересчитать для каждого ближайшего года  $t$  денежные потоки  $CF_t$  для владельцев собственного капитала согласно каждому из этих сценариев.

Чаще всего в качестве таких двух наиболее критичных факторов риска выступают:

- риск конкуренции (шире — конъюнктурный риск) при сбыте;
- курсовой риск.

Риск конкуренции связан с большим или меньшим количеством продаж ( $Q_{act}$ ) продукции на целевых рынках, а курсовой риск — с изменением обменного курса ( $k_{руб./долл.,t}$ ) национальной валюты по отношению к доллару (ее ослабление выгодно экспортерам, а усиление — импортерам).

Для примера рассмотрим предприятие, продающее продукцию на разных региональных рынках, но внутри России, и использующее для изготовления готовой продукции импортные (покупаемые за доллары) комплектующие изделия.

В этой ситуации денежные потоки логично номинировать в рублях (в валюте продаж), отражая цены на покупные ресурсы также в рублях — значит, переводя по текущему (будущему) обмену курсу долларовые затраты на закупку импортных компонентов в рубли.

Пусть в части выделенных факторов риска сценарии бизнес-плана для каждого года с номером  $t$  предусматривают значения зависящих от этих факторов риска параметров, отраженные в таблице.

**Исходные данные бизнес-плана,  
необходимые для применения метода сценариев**

Сценарии	Оптимистический	Пессимистический	Наиболее вероятный
Количество продаж на целевых рынках	$Q_{aet}^{opt}$	$Q_{aet}^{пес}$	$Q_{aet}^{н.в.}$
Курс национальной валюты по отношению к доллару	$k_{руб./долл.,t}^{opt}$	$k_{руб./долл.,t}^{пес}$	$k_{руб./долл.,t}^{н.в.}$

При этом параметры  $Q_{aet}^{opt}$ ,  $Q_{aet}^{пес}$  и  $Q_{aet}^{н.в.}$  должны быть предоставлены подназой для маркетинговых исследований независимой маркетинговой фирмой, специализирующейся на рынках соответствующей продукции (что, к сожалению, делает оценку еще более дорогой), а параметры  $k_{руб./долл.,t}^{opt}$ ,  $k_{руб./долл.,t}^{пес}$  и  $k_{руб./долл.,t}^{н.в.}$  могут быть взяты из прогнозов Центрального банка или из плана-прогноза социально-экономического развития страны на ближайшие три года (по трем сценариям) и на последующие пять лет, который, согласно Закону о Правительстве РФ, готовит и каждые полгода обновляет Министерство экономического развития РФ.

Подставляя в достаточно общепринятую формулу плана-прогноза денежных потоков для собственного капитала (см., напр.: [1, с. 116]) значения  $Q_{aet}^{opt}$  и  $k_{руб./долл.,t}^{opt}$ , для каждого года получим план-прогноз показателя  $CF_t$  для как бы «генерального» оптимистического сценария, т. е. в расчете на одновременное проявление оптимистических сценариев по обоим выделенным факторам риска (ниже приводится только часть формулы, изменяемая в применительно к трем рассматриваемым «генеральным» сценариям):

$$CF_t^{opt} = \sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E \left( P_{aet} \times Q_{aet}^{opt} \right) - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=1}^m P_{jat} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=m+1}^J P_{jat}^{долл.} \times k_{руб./долл.,t}^{opt} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \dots \quad (1)$$

Аналогично, подставляя значения  $Q_{aet}^{пес}$  и  $k_{руб./долл.,t}^{пес}$ , получаем план-прогноз денежного потока для владельцев собственного капитала в году  $t$  для «генерального» пессимистического сценария бизнес-плана:

$$CF_t^{пес} = \sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E \left( P_{aet} \times Q_{aet}^{пес} \right) - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=1}^m P_{jat} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=m+1}^J P_{jat}^{долл.} \times k_{руб./долл.,t}^{пес} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \dots \quad (2)$$

Подставляя значения  $Q_{aet}^{\text{н.в.}}$  и  $k_{\text{руб./долл.},t}^{\text{н.в.}}$ , получаем ожидаемую величину денежного потока  $CF_t^{\text{н.в.}}$  в году  $t$  для наиболее вероятного сценария:

$$CF_t^{\text{н.в.}} = \sum_{a=1}^A \sum_{e=1}^E \left( P_{aet} \times Q_{aet}^{\text{н.в.}} \right) - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{j=1}^m P_{jat} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \sum_{a=1}^A \left( \sum_{y=m+1}^J P_{jat}^{\text{долл.}} \times k_{\text{руб./долл.},t}^{\text{н.в.}} \times k_{jat} \right) \times \sum_{e=1}^E Q_{aet} - \dots \quad (3)$$

Теперь можно, наконец, определить и скорректированное на риски бизнеса «средне-взвешенное» ожидаемое в году  $t$  значение денежного потока для владельцев собственного капитала ( $CF_t^{\text{кор}}$ ):

$$CF_t^{\text{кор}} = (CF_t^{\text{опт}} \times p^{\text{опт}} + CF_t^{\text{пес}} \times p^{\text{пес}} + CF_t^{\text{н.в.}} \times p^{\text{н.в.}}) / (p^{\text{опт}} + p^{\text{пес}} + p^{\text{н.в.}}), \quad (4)$$

где параметры  $p^{\text{опт}}$ ,  $p^{\text{пес}}$  и  $p^{\text{н.в.}}$  представляют собой, соответственно, вероятности различных сценариев бизнес-плана компании.

Естественно, эти вероятности задаются экспертно. Причем в роли экспертов должны выступать как раз те независимые бизнес-консультанты, которые и помогали готовить (разрабатывали) лежащий в основе оценки компании бизнес-план ее развития.

По той причине, что здесь принимаются во внимание лишь три «генеральных» сценария бизнес-плана (могут быть и другие сценарии, могут проявиться другие значения количеств продаж и обменного курса), сумма их вероятностей не равна единице и, значит, результат взвешивания денежных потоков по разным сценариям на вероятности этих сценариев в формуле (4) нужно еще и поделить на сумму указанных вероятностей.

Сложность и трудоемкость описанного выше алгоритма действий компенсируется тем, что полученные откорректированные денежные потоки  $CF_t^{\text{кор}}$  уже нужно дисконтировать по рискованной (включающей в себя премию за риск) ставке дисконтирования, которую, как уже говорилось, во времена кризиса и вообще нестабильности фондового рынка абсолютно некорректно брать традиционными способами с фондового рынка. Достаточно дисконтировать эти денежные потоки по безрисковой ставке [6, S. 82], которая представляет собой слабо меняющуюся даже во время кризисов доходность к погашению долгосрочных государственных облигаций (из-за весьма небольших изменений в поддерживаемых государством ценах на эти облигации).

При этом если не учитывать сопоставимость времени связывания капитала в оцениваемой компании и получения в этом альтернативном наименее рисковом в каждой данной стране вложении<sup>5\*</sup>, то в качестве безрисковой ставки обычно предлагается брать средне-взвешенную (на объем разных, с разными сроками до погашения, выпусков рассматриваемых облигаций) доходность к погашению долгосрочных государственных облигаций.

Если же указанную выше сопоставимость учитывать, то дисконтирование ожидаемого через  $t$  лет денежного потока  $CF_t^{\text{кор}}$  следует проводить с использованием в качестве ставки дисконтирования доходности к погашению именно того ликвидного выпуска долгосрочных государственных облигаций, оставшееся по которому до его время приблизительно равно сроку  $t$  (так что ожидать всех доходов по данной облигации и денежного потока от оцениваемого бизнеса пришлось бы одинаковое время). Количественные же значения доходности к погашению разных выпусков долгосрочных государственных облигаций РФ («Облигаций Федерального займа») еженедельно пересчитываются и публикуются

в базах данных журнала «Эксперт», газеты «Коммерсант», в специализированных базах данных типа «Сbond».

В заключение также заметим, что еще более корректная оценка справедливой стоимости собственного капитала компаний должна была бы, как это характерно для европейской школы инвестиционного анализа и оценки [9, р. 334–347; 6, S. 84–87], учитывать и функцию полезности рискованного дохода не склонных к риску инвесторов (чаще всего ее отображают функцией натурального логарифма). Это потребовало бы еще и замены ожидаемых денежных потоков  $CF_t^{\text{кор}}$  на их более низкие эквиваленты для условий определенности.

---

\* Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования, предполагающий добавление к безрисковой ставке произвольно определяемых премий за отдельные виды рисков бизнеса, мы здесь не рассматриваем, так как он достаточно субъективен и уже поэтому некорректен.

<sup>2</sup> Заметим, что модель CAPM в качестве инструмента определения стоимости собственного капитала (т. е. ставки, по которой должны дисконтироваться ожидаемые денежные потоки для собственного капитала, или которая будет использоваться при расчете средневзвешенной стоимости капитала) даже применительно к временам «спокойного рынка» многими исследователями подвергается жесткой критике.

Так, Л. Крушвиц отмечает, что использование модели CAPM для многопериодного случая требует такой модификации, которая предполагает необходимость прибегать к недоступной на рынке информации [12, S. 409–419]. И он, и далее Е. Фама и К. Френч, обращают внимание на нестабильность во времени отраслевых (проектных) коэффициентов «бета», которые в модели CAPM придется использовать при оценке закрытых компаний определенной отраслевой принадлежности [9, р. 432–433].

<sup>3</sup> Главное, чтобы из-за своих потерь и недостатка ликвидности банки не начали сокращать предприятиям самых разных отраслей кредитные линии по краткосрочному кредиту, финансирующему оборот (закупки сырья, компонентов, полуфабрикатов, оплату труда, услуг сторонних организаций). Если это произойдет, то по крайней мере в крупном бизнесе собственных оборотных средств не хватит для поддержания прежних объемов операций. Начнутся сокращения персонала, снижение спроса со стороны крупного бизнеса на поставляемые ему покупные материальные ресурсы и т. д.

<sup>4</sup> Заметим, что именно метод сценариев рекомендуется для учета рисков инвестиционных проектов (по сути, рисков бизнеса в этих проектах) в официально действующих в России Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов [3].

<sup>5</sup> Доходность к погашению долгосрочных государственных облигаций как раз и удобна для нужд оценки компаний тем, что не является «абсолютно безрисковой» ставкой, а отражает страновой риск, который все равно где-то в оценке должен был бы учтен. Премия за страновой риск в эту доходность включается «автоматически» рынком: чем больше доверие инвесторов к способности страны обслуживать свои долгосрочные государственные облигации, тем больше на них спрос, ниже цена и, значит, ниже доходность, и наоборот.

Что же касается сопоставимости времени связывания капитала в компании до возникновения возможности через  $t$  лет изъять из компании денежный поток  $CF^{\text{кор}}$ , с вложением того же капитала в конкретный выпуск долгосрочных государственных облигаций с погашением тоже через  $t$  лет, то учет данного момента требует дисконтирования денежных потоков  $CF^{\text{кор}}$  по переменной безрисковой ставке  $R$ , равной доходности к погашению того ликвидного выпуска долгосрочных государственных облигаций, по которому оставшийся до погашения срок примерно совпадает со сроком  $t$ . Причем, в отличие от средневзвешенной доходности к погашению  $R$  всех ликвидных выпусков долгосрочных государственных облигаций, доходности к погашению конкретных выпусков названных облигаций являются первичными данными рынка и публикуются еженедельно (см. базы данных газеты «Коммерсант» или еженедельного журнала «Эксперт»).

---

1. Валдайцев С. В. Типы денежных потоков в оценке стоимости компаний и управлении ею // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2009. Вып. 3. С. 105–122.

2. Ведомости. 2008. 17 окт.

3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утверждены Министерством финансов и Министерством экономического развития РФ, а также Госстроем РФ. 12.06.1999 (вторая версия).

4. Оценка бизнеса / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2005.

5. Федеральные стандарты оценки. Утверждены Приказами Министерства экономического развития РФ № 254–256 от 2.07.2007.
6. *Drukarczyk J., Schueler A.* Unternehmensbewertung. 5 Aufl. Muenchen: Vahlen Verlag, 2007.
7. *Moxter A.* Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung. 2 Aufl. Wiesbaden, 1984.
8. *Fama E. F., French K. R.* The CAPM is wanted, dead or alive // Journal of Finance. 1996. Vol. 47. P. 427–465.
9. *Francis O.* Investments. New York.-Boston: Harvard Press, 1998.
10. *Hachmeister D.* Diskontierung unsicherer Zahlungsstroeme: Methodische Anmerkungen zu Bestimmung risikoangepasster Kapitalrosten // Zeitschrift fuer Controlling und Management. 2006. S. 142–149.
11. *Kruschwitz L.* Investitionsrechnung. 11 Aufl. Muenchen-Wien: Oldenbourg Verlag, 2007.

Статья поступила в редакцию 17 сентября 2009 г.