

## НЕКОТОРЫЕ ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКИ

*Мында, ишкананын наркын баалоочу көрсөтмөлөр көргөзүлүп, Capital Asset Pricing Model (CAPM) — капиталдык активдерин баалоонун моделине басым көргөзүлүп каралды. Дисконттоо ставкаларынын эсебинде, бул модель аны эки бөлүккө бөлөт: тобокелсиз инвестициядан кирешелик ставкасы жана учурдагы ишкананы инвестициялоо менен байланышкан аныксыздыкты компенсациялоо үчүн болгон киреше ставкасы.*

*Рассмотрены методы оценки стоимости предприятий, более детально изложена модель оценки капитальных активов - Capital Asset Pricing Model (CAPM). В расчете ставки дисконтирования эта модель разбивает ее на две составляющие: ставку дохода от безрисковой инвестиции и дополнительную ставку дохода для компенсации за неопределенность, связанную с инвестированием в данное предприятие.*

*Methods of estimation of cost of the enterprises are considered, the model of an estimation of capital actives - Capital Asset Pricing Model (CAPM) is in more details stated. In calculation of the rate of discounting this model breaks it on two components: the rate of the income from without the brave investment and the additional rate of the income for indemnification for the uncertainty connected with investment in the given enterprise.*

Все известные способы расчета стоимости предприятия и преодоления главного "препятствия" оценки - временного разрыва между денежными поступлениями и выплатами - можно свести к двум основным группам /1-3/.

**Первая группа - статические методы** - обходит вопрос сравнения одновременных денежных потоков через обращение к ценам рынка на аналогичные предприятия (сравнительный подход в традиционной классификации) или на составляющие их активы и затраты по их созданию (затратный подход).

**Вторая группа - динамические методы** - пытается привести разделенные во времени непосредственно вычисляемые денежные поступления к единому знаменателю

посредством одного или нескольких факторов, отражающих вероятность их поступления (доходный метод, метод теории опционов).

Как правило, на практике используют все доступные методы, придавая результату каждого из них свой субъективный вес для того, чтобы после "взвешивания" получить узкий диапазон наиболее вероятных значений. Первая группа методов – при необходимом условии наличия активного рынка на сравниваемые объекты – относительно проста и не требует подробных пояснений. На второй группе методов необходимо остановиться подробнее, так как они представляются несколько более сложными.

В рамках группы динамических методов доходный подход является в настоящее время наиболее распространенным. В недавнем опросном исследовании оценщиков наибольшее число опрошенных специалистов поместили именно этот метод на первое место по частоте использования (рис. 1).

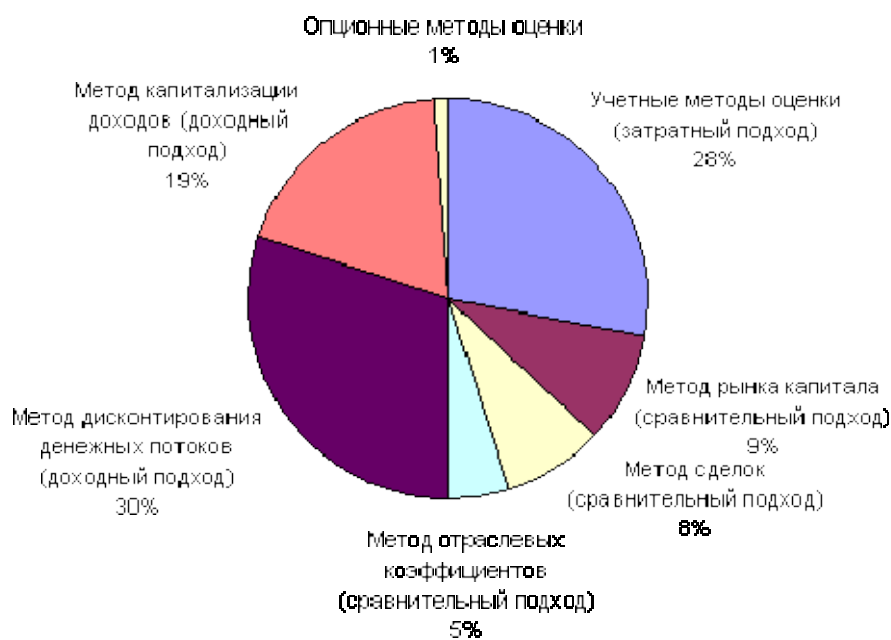


Рис. 1. Использование методов оценки

При применении доходного метода стоимость предприятия равна дисконтированной или приведенной к текущему моменту стоимости будущих свободных денежных потоков. Свободный денежный поток при этом равен прибыли после налогов, увеличенной на все выплаты инвесторам (т.е. проценты и дивиденды), плюс все неденежные расходы, относимые на издержки (амортизация), минус денежные выплаты (неполучения), связанные с увеличением оборотного (денежные средства, рост дебиторской задолженности) или основного (новое оборудование) капитала. Получившееся число отражает денежную сумму, произведенную предприятием, для тех,

кто вложил в него средства – его владельцев и кредиторов. При анализе с помощью этого метода свободные денежные потоки подробно рассчитывают для первых нескольких лет, как правило, пятидесяти, но обязательно охватывающих хотя бы один деловой цикл предприятия. Для остающихся лет (по определению, до бесконечности) берут некую сумму, равную так называемой "терминальной стоимости", или стоимости предприятия на тот момент времени. Желательно, чтобы в последующие годы, т.е. в те, для которых не делается детального расчета, работа фирмы была как можно более уравновешенной, были бы стабилизированы темпы роста, капитальных вложений и т.д. Только при таких условиях погрешность от расчета конечной стоимости как функции одного свободного денежного потока и одной ставки дисконта минимальна.

При выведении соответствующей ставки дисконтирования необходимо учитывать, что существующая в экономике неопределенность, асимметрично распределенные и подвижные области давления со стороны различных заинтересованных групп искажают структуру относительной "покупательной способности" инвестиций и стоимости предприятий. Дело в том, что в реальности рыночные процентные ставки отражают не столько просто прибыльность реальных инвестиций, сколько моральный риск и способ отбора инвестиционных проектов. Инвестиции в денежные активы не только не тождественны реальным инвестициям, но могут вытеснять их.

В наибольшей степени это относится к финансовым рынкам, выполняющим в экономике важнейшую функцию переброски капитала в более эффективные отрасли. В частности, банки склонны давать в долг старым клиентам, во многом руководствуясь субъективными, так называемыми "мягкими" критериями. И хотя этот усложняющий фактор присущ экономикам всех стран, его эффект гипертрофирован в казахстанских условиях, где рынок функционирует в весьма специфической форме, затрудняя тем самым объективное обоснование ставки дисконтирования исходя из применяемых в других странах методик при оценке стоимости предприятий.

Уточнение ставки дисконтирования, учитывающее отраслевые и региональные отличия функционирования тех или иных фирм, может быть произведено двумя путями: либо через статистическую обработку репрезентативной выборки группы фирм одной и той же отрасли с региональной привязкой с целью обоснования сложившейся и прогнозируемой для нее нормы прибыли, либо через применение одного из аналитических методов расчета нормы дисконтирования.

Очевидно, что первый путь затруднен в казахстанских условиях по причине краткости статистических рядов произведенных инвестиций и возврата на них, недостаточной надежности данных, а в большинстве случаев и просто их отсутствии.

Вероятно, такой подход будет задействован позже, когда накопится достаточный статистический материал.

Из аналитических методов основными и наиболее распространенными в зарубежной практике являются следующие: модель на основе оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM) и метод кумулятивного построения. При их помощи происходит расчет стоимости акционерного или собственного капитала.

Более подробно рассмотрим модель оценки капитальных активов (CAPM). В расчете ставки дисконтирования эта модель разбивает ее на две составляющие: ставку дохода от безрисковой инвестиции и дополнительную ставку дохода для компенсации за неопределенность, связанную с инвестированием в данное предприятие. Расчеты проводятся по формуле

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где  $R$  – искомый коэффициент дисконтирования, также являющийся ожидаемой ставкой дохода на вложенный капитал;  $R_f$  – безрисковая ставка дохода, в качестве которой принято использовать доходность по долгосрочным государственным облигациям;  $\beta$  – коэффициент, являющийся мерой рыночного или недиверсифицируемого риска и отражающий амплитуду колебаний доходности актива относительно рынка в целом;  $R_m$  – среднерыночная ставка дохода, определяемая исходя из долгосрочной общей доходности рынка; соответственно  $(R_m - R_f)$  – премия за риск вложения в данный актив. Для современных казахстанских условий обоснование нормы дисконтирования при оценке конкретной фирмы пока затруднено. Причем, одинаково трудно обосновать как безрисковую, так и среднерыночную ставки дохода /4-5/.

Некоторые казахстанские специалисты в данной области полагают, что для устранения из расчетов макроэкономических рисков следует проводить их в долларовой денежной единице, а в качестве базовой безрисковой ставки использовать доходность государственных валютных облигаций. Но, как показала практика, валютные государственные ценные бумаги в условиях Казахстана не воспринимаются инвестиционным сообществом как безрисковые и стабильные. Безрисковыми не признаются и ставки по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, например, таким, как валютный депозит в Сбербанке или долговые обязательства какой-нибудь крупной и стабильной нефтяной или газовой компании. Скорее, непосредственно сопоставимой могла бы быть ставка по казначейским обязательствам страны – эмитента валюты (для американских долларов, соответственно, США), увеличенная на транзакционные издержки по переводу денежных средств.

Показатель общей доходности рынка представляет собой среднерыночную доходность рынка и рассчитывается на основе долгосрочного анализа движения цен акций предприятий. В этом заключается еще одна проблема с использованием модели CAPM для вычисления ставки дисконтирования. Дело в том, что тем самым признается справедливость тезиса о преобладающем влиянии искомой фундаментальной стоимости предприятия на цену его акций. Вместе с тем, хотя это предположение вполне может быть верным в долгосрочном плане, зачастую цены акций оказываются под весьма продолжительным доминирующим влиянием абсолютно посторонних факторов. Так, трейдеры, торгующие казахстанскими акциями, очень большое внимание уделяют движению цен на американские акции, рынка, весьма слабо связанного с реальной казахстанской экономикой. И неспроста, так как технический анализ показывает существенную степень корреляции казахстанского и американского индексов акций. В то же время очевидно, что способность казахстанских предприятий приносить доход не определяется такими показателями, как изменения в американских процентных ставках, безработицей в США или отношением американских инвесторов к американским же Интернет-компаниям, т.е. с теми факторами, влиянию которых весьма сильно подвержено движение акций на американском рынке.

Коэффициенты  $\beta$  в мировой практике обычно рассчитываются также путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах  $\beta$  публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки, как, например, Datastream, Bloomberg, Barra и др. Однако ограниченное число корпоративных ценных бумаг, торгуемых на фондовом рынке, сужает возможности использования данного коэффициента в оценке стоимости широкого круга предприятий.

Некоторые исследователи и практики считают, что к формуле модели оценки капитальных активов можно добавлять премии для компенсации других видов рисков. Мы считаем, что это не совсем корректно, так как смешиваются два самостоятельных подхода – CAPM и метод кумулятивного построения. В результате лишается смысла применение в CAPM ставки  $R_m$  и коэффициента  $\beta$  как призванных отражать, в целом, рискованность инвестиции относительно безрискового уровня.

### Список литературы

1. Дымшаков А. Управляя – оценивай. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений // [Корпоративные финансы](#), 2006, № 4, с. 17-19.

2. Галасюк В., Вишневская-Галасюк А., Галасюк В. Как отражать активы в бухгалтерском учете в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности и на базе концепции ССФ\*. – Киев. По заказу консалтинговой группы “КАУПЕРВУД”. 2008 г.

3. Ансофф И. Стратегическое управление. – М. Экономика, 1989. - 224 с.

4. Использование материалов с сайта [//www.cfin/management/strategy/orgstr.ru](http://www.cfin/management/strategy/orgstr.ru) 2009 г.

5. Fernandez, Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories //Research Paper no. 449, University of Navarra. P., 2009