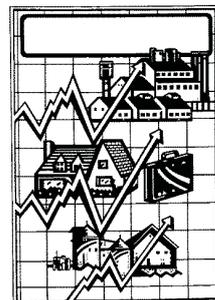


РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ И ПОТРЕБЛЕНИЕ



А.А. МОЗЖУХИН

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК В ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

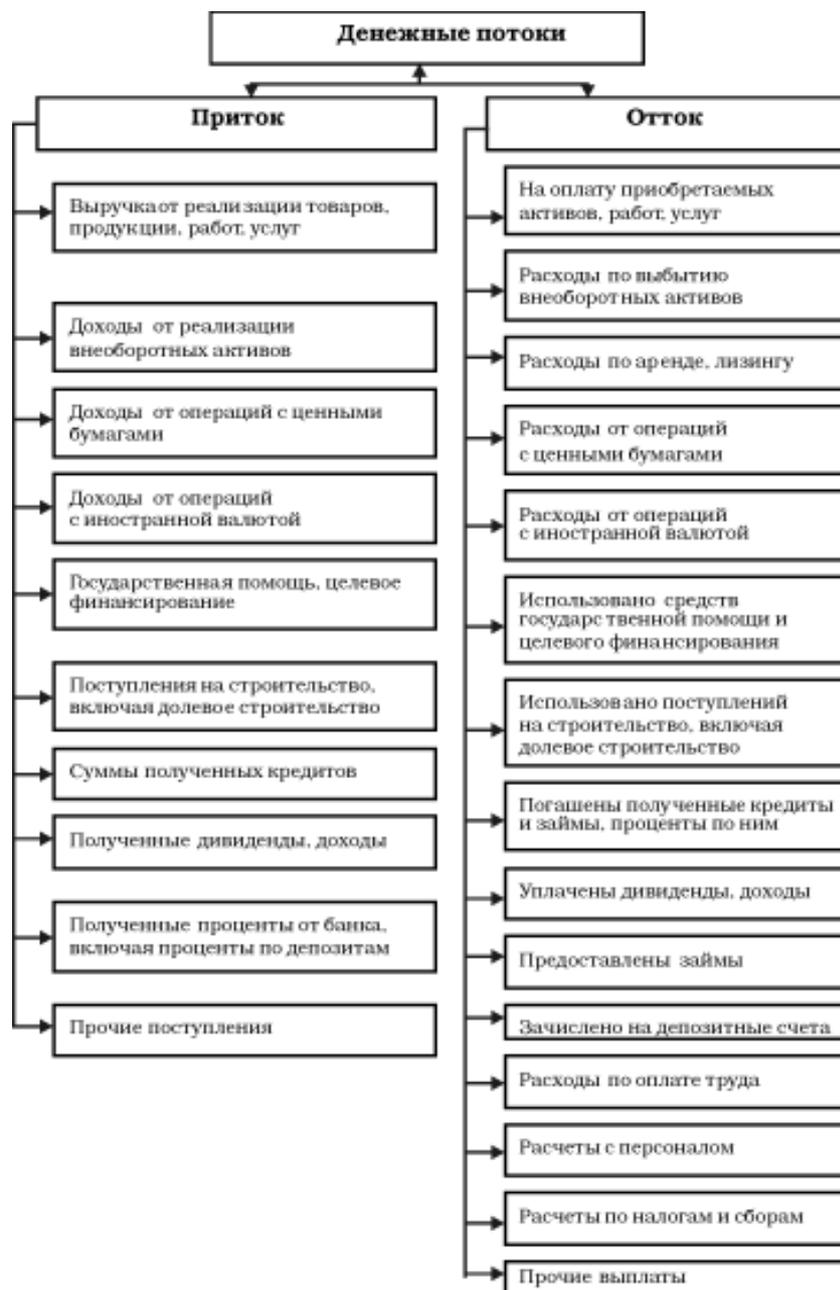
Несмотря на большой вклад ученых и практиков в исследование различных аспектов формирования денежных потоков предприятия, их экономическое содержание раскрыто недостаточно. Особую значимость это имеет при оценке рыночной стоимости предприятия.

Кругооборот средств организации выражен в расходовании и периодическом реинвестировании денежных средств, т.е. представляет взаимосвязанные денежные потоки. Так, денежные средства, полученные в качестве дохода предприятия, используются для оплаты труда, отчислений на социальные нужды, обеспечения чистыми денежными средствами амортизационных отчислений и чистой прибыли. В результате реализации продукции накопленные затраты трансформируются в дебиторскую задолженность, вместе с погашением которой происходит возмещение израсходованных денежных средств. При положительном финансовом результате полученные обратно денежные средства превысят вложенные суммы, и наоборот, если в результате финансово-хозяйственной деятельности получают убыток, то приток денежных средств уменьшается.

Денежные средства любого предприятия являются его стратегическим ресурсом. При оценке рыночной стоимости организации покупатель рассчитывает не только сохранить приток денежных средств, но и приумножить его величину. В связи с этим целесообразно классифицировать денежные потоки (движение денежных средств), чтобы получить возможность оперировать ими при оценке рыночной стоимости предприятия. До того как рассматривать классификационные признаки денежных потоков, целесообразно определиться с тем, что содержит в себе понятие «денежный поток» на уровне предприятия.

В белорусском законодательстве нет понятий «денежный поток» и «эквивалент денежных средств». Как указано в пункте 73 постановления Министерства финансов Республики Беларусь от 17 февраля 2010 г. № 76, Отчет о движении денежных средств должен содержать сведения о потоках денежных средств (поступления, направление денежных средств) с учетом их остатков на начало и конец отчетного периода в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности (см. рисунок).

Алексей Александрович МОЗЖУХИН, соискатель кафедры экономики промышленных предприятий Белорусского государственного экономического университета.



Приток и отток денежных средств, представляемые в ф. № 4
«Отчет о движении денежных средств»

Форма и содержание отчета о движении денежных средств, установленные нормами данного постановления, являются основным источником сводной информации о денежных потоках.

В отечественной и зарубежной практике для оценки рыночной стоимости предприятия по денежным потокам используются показатели отчета о движении денежных средств. Отчет содержит сгруппированные данные об изменениях величины денежных средств предприятия и их эквивалентов в разрезе основных видов деятельности. Он предоставляет информацию, позволяющую оценить годовую величину притока и оттока денежных средств предприятия.

Одной из моделей доходного подхода к оценке рыночной стоимости предприятия является метод свободного денежного потока (DCF), согласно которой стоимость предприятия определяется дисконтированной величиной свободного денежного потока, заработанного предприятием в течение определенного периода. Свободный денежный поток — это сальдо притока и оттока средств предприятия, свободных для изъятия с предприятия его владельцами и кредиторами, из которого вычитаются расходы на поддержание и развитие его активов.

Метод DCF позволяет рассчитать чистый денежный поток от основной (текущей, операционной, уставной) деятельности. Сущность данного метода заключается в том, каким образом имеющиеся в распоряжении организации активы способны генерировать денежные потоки в ближайшей перспективе. Так называемый свободный денежный поток определяется без учета выплат налогов и процентов по кредитам. Метод дисконтированных денежных потоков предусматривает определение рыночной стоимости предприятия как суммы чистых денежных потоков, приведенных к настоящему моменту с учетом риска, которые способны генерировать предприятие. Разновидность этого метода — метод капитализации доходов. Он основан на оценке стоимости предприятия как отношения чистого денежного потока к коэффициенту капитализации. Этот метод может быть использован для стабильных предприятий, не имеющих резких притоков или оттоков капитала.

Вместе с тем есть много нерешенных вопросов по количественному измерению величины денежного потока, учитываемого при оценке рыночной стоимости предприятия. В экономической литературе существуют различные точки зрения и по определению самого понятия «денежный поток». Так, некоторые авторы рассматривают денежный поток как совокупность поступлений и выплат за определенный период. В мировой практике денежный поток называют «кэш-флоу» (англ. Cash flow, хотя буквальный перевод (с англ.) этого термина — поток наличности). Чистый поток денежных средств — это разница между суммой притоков и оттоков.

«Денежный поток — поступление (входящий денежный поток) и расходование (исходящий денежный поток) денежных средств в процессе осуществления хозяйственной деятельности. Разница между положительными и отрицательными денежными потоками по конкретному виду деятельности или хозяйственной деятельности предприятия в целом называется чистым денежным потоком» [1, 41].

По утверждению других ученых, «с аналитической точки зрения определение денежных потоков является обобщенным, агрегированным, включающим в свой состав различные виды потоков, обслуживающих финансово-хозяйственную деятельность предприятия. Денежный поток — это объект управления финансовыми ресурсами; это процесс функционирования денег и денежной системы; это процесс формирования, распределения и использования денежного капитала; это процесс оборота, трансформации активов; это процесс генерирования экономического эффекта» [2, 7].

Вместе с тем сводить денежный поток к разности между притоком и оттоком денежных средств неправомерно. При этом подходе подменяется само понятие «поток» по причине формирования в конечном итоге остатка денежного потока, а не его движение.

При дисконтировании денежных потоков не решен основной вопрос: считать ли выручку от реализации, себестоимость реализованной продукции, прибыль от реализации, валовую прибыль, управленческие расходы, расходы на реализацию и прибыль от реализации денежными потоками? Именно по денежным потокам и определяется добавленная стоимость при оценке предприятия. По существующей практике в соответствии с нормативными документами по формированию показателей в отчете о прибылях

и убытках во всех странах СНГ операционная прибыль (уставная, прибыль от основной (текущей) деятельности) определяется методом начисления без учета фактического поступления денежных средств на расчетный счет. Проведенный сравнительный анализ показателей выручки от реализации продукции, работ и услуг в ф. № 2 «Отчет о прибылях и убытках» и в ф. № 4 «Отчет о движении денежных средств» показал, что поступление денежных средств от выручки составляет на многих промышленных предприятиях Республики Беларусь всего 50—80 %. Поэтому при определении добавленной стоимости чистой прибыли от операционной (текущей, основной) деятельности целесообразно установить, имеется ли таковая в наличии. Часть прибыли остается в дебиторской задолженности, которая после пяти лет ее неуплаты списывается на убытки. Эти недостатки обусловлены отсутствием информационного обеспечения по составу дохода, рассчитываемого по свободному денежному потоку, по чистой операционной прибыли, по капитализации чистых активов и др.

В ф. № 2 «Отчет о прибылях и убытках», хотя речь и не идет о притоке денежных средств, первый раздел назван «Доходы и расходы по видам деятельности», но с показателями притока и оттока денежных средств по ф. № 4 «Отчет о движении денежных средств» показатели доходов в ф. № 2 не взаимосвязаны. Промышленные предприятия, успешно реализующие произведенную продукцию по предоплате, всегда имеют превышение притока денежных средств по ф. № 4 над выручкой от реализации. И неважно, что поступившие авансы за еще не отгруженную продукцию являются заемными средствами, но последние учитываются как приток денежных средств в ф. № 4. В условиях финансово-экономического кризиса происходит наоборот, доходы по ф. № 2 очень большие, а приток денежных средств в несколько раз меньше. Что считать доходом вообще и при оценке предприятия, в частности? Рассчитанные в моделях по оценке стоимости предприятия прибыль до налогообложения (ЕБИТ) и после налогообложения (NOPLAT), а также рентабельность активов носят слишком условный характер. При определении ставки дисконтирования целесообразно учитывать не только структуру капитала по критерию удельного веса собственного и заемного, но и качество самого капитала и в первую очередь собственного. Анализ структуры собственного капитала на промышленных предприятиях в 2008—2009 гг. показал, что в его составе 80 % и более — добавочный фонд, уставный фонд — всего 1—10 %. Главное в добавочном фонде — это переоценка основных средств, которая принимает участие в притоке денежных средств только через амортизационные отчисления, включаемые в себестоимость реализованной продукции в размере 5—10 %. Поэтому представляется более правомерным включить в модели оценки не авансированный капитал, а функционирующий — внеоборотные и оборотные активы, принимающие участие в производственном процессе или в сфере обращения. Именно эти активы обеспечивают приток денежных средств. Вместе с тем в сложившейся практике работы промышленных предприятий Республики Беларусь и других стран СНГ в состав внеоборотных активов включаются не только производственные активы, но и активы социально-жилищной сферы деятельности, незавершенное строительство. Последние необоснованно увеличивают стоимость функционирующего капитала. Поэтому, определяя величину чистых активов (собственного капитала), необходимо очистить их от вложений во внеоборотные активы. При оценке стоимости промышленного предприятия будет учитываться собственный функционирующий капитал как обеспечивающий приток денежных средств организации от основной (текущей, уставной) деятельности. Именно функционирование этого капитала обеспечивает добавленную стоимость, а не вся его величина. В качестве чистого денежного потока целесообразно использовать чистую прибыль от основной деятельности, обеспеченную денеж-

ными средствами, плюс амортизационные отчисления, обеспеченные денежными средствами, за минусом инвестиций и прироста собственных средств.

Представляется неправомерным рассматривать денежный поток без взаимосвязи с кругооборотом средств предприятия. С учетом того что оборот средств каждого предприятия начинается и заканчивается денежными средствами, правомернее было бы определять денежный поток как денежные средства, находящиеся в непрерывном кругообороте средств предприятия. В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности денежный поток определяется как «...поступления и выплаты денежных средств и эквивалентов денежных средств» [3]. Такой подход к определению денежных потоков позволяет учитывать данный показатель при оценке рыночной стоимости предприятия в соответствии с моделью дисконтированного денежного потока.

Важно подчеркнуть, что всем категориям, производным от категории «денежный поток», присуще то, что их исчисление производится в рассматриваемом периоде в разрезе отдельных его интервалов.

Оценка эффективности работы предприятия и цена его рыночной стоимости предполагает изучение денежных потоков, которые формируются в процессе осуществления хозяйственной деятельности, с целью обеспечения бесперебойного кругооборота его средств. Поступление и использование денежных средств находятся в тесной взаимосвязи, поэтому они характеризуют эффективность функционирования предприятия как неотъемлемую часть его рыночной стоимости.

С учетом сказанного вполне правомерно рассматривать категорию «денежный поток» в свете динамической концепции. Подчеркивая особую роль денежного потока как важнейшего показателя результативности функционирования предприятия, следует использовать его как показатель рыночной стоимости предприятия.

Полученные от реализации продукции, работ, услуг денежные средства являются отправной точкой для нового их кругооборота.

Статичность метода DCF является недостатком стоимостной оценки предприятия. Первый момент статичности связан с тем, что метод DCF позволяет получить оценку предприятия, проекта, фундаментальную оценку финансовых активов (например, акции через дисконтирование дивидендов) на определенный момент времени, но не позволяет проводить текущий мониторинг происходящих изменений. Следовательно, по этому критерию не удастся строить мотивационные механизмы для менеджеров (на практике они строятся по динамике рыночной капитализации, т.е. по котировкам акций на бирже через программы фондовых опционов). Второй момент, связанный со статичностью метода DCF, — невозможность отразить управленческие опционы, т.е. игнорирование возможности менеджеров «переигрывать» ранее принятые решения в связи с изменением ситуации на рынке. Это ситуации, когда активы, сегодня не создающие стоимость, завтра могут оказаться инвестиционно-привлекательными. Еще один важный опцион — расширение ныне принятых проектов, т.е. закладывание в анализ возможностей роста.

Другим аспектом проблемы статичности является оценка усилий менеджера. Фиксируя для менеджера значение оцененного ранее эффекта (например, на реализацию проекта с NPV = 100 тыс. дол.), далее метод DCF не мотивирует его усилия на активное изменение внешних и внутренних факторов. Ситуация на рынке постоянно меняется и, возможно, если бы менеджер более активно принимал решения (пересмотрел выбор момента начала инвестирования, изменил варианты финансирования, более гибко подошел к выбору ассортимента и технологии, построил инвестирование поэтапно и т.п.), итоговый вклад проекта в стоимость предприятия был бы выше. Управлен-

ческая гибкость (возможность адаптации к изменению внешней среды) — конкурентное преимущество предприятия, специфический нематериальный актив. Капитал, вложенный в этот актив, может трактоваться как стратегический капитал. Гибкость в данном случае связана с нестабильностью внешних условий, т.е. с факторами риска. Риск становится при таком рассмотрении еще одним конкурентным преимуществом.

С учетом всего сказанного при определении рыночной стоимости предприятия в свете динамических изменений как макро-, так и микросреды функционирования организации, целесообразно при применении доходного подхода использовать метод дисконтирования чистого денежного потока.

Литература

1. Семенов, С.К. Деньги: понятие и моделирование оборота / С.К. Семенов // Финансы и кредит. — 2006. — № 23.

2. Никулина, Н.Н. Новая парадигма денежных потоков как объекта управления финансовыми ресурсами страховщика / Н.Н. Никулина, С.В. Березина // Страховое дело. — 2007. — № 2.

3. Международные стандарты финансовой отчетности 2008: изд. на рус. яз. — М.: Аскери-АССА, 2008.

Статья поступила
в редакцию 28.10. 2010 г.

КАРИМ ДЖАБЕР ДАХИ

РАЗВИТИЕ ПРОИЗВОДСТВЕННО-ОРГАНИЗАЦИОННЫХ ФОРМ МЕНЕДЖМЕНТА В ЭКОНОМИЧЕСКОМ СОТРУДНИЧЕСТВЕ ГОСУДАРСТВ

Успехи, достигнутые в сфере интеграции различных стран с транзитивной экономикой в мировое хозяйство, отличаются по тем или иным аспектам. Одним из направлений развития таких стран на международной арене является тесное сотрудничество с развивающимися странами.

Страны с переходной экономикой, в том числе Республика Беларусь и Республика Ирак, обладают технологиями, которые крайне нужны развивающимся странам, причем эти технологии достаточно эффективны и значительно дешевле предлагаемых развитыми государствами. Таким странам необходимо совместное строительство инфраструктуры, энергетического сектора, разведка и добыча нефти, различных минералов.

Республика Беларусь с 2004 г. обратила внимание на важность развития торговых и инвестиционных отношений между развивающимися странами и странами с переходной экономикой. Статистические данные показывают, что за последние шесть лет объем торговли между ними рос в геометрической прогрессии. Экспорт из развивающихся стран увеличился с 14 до 73 млрд дол. США. Потоки импорта из стран с переходной экономикой выросли за этот же период с 21 до 82 млрд дол. США [1]. Постоянно диверсифицируется и развивается товарная номенклатура торговли. По ряду товаров с высокой добавленной стоимостью (автомобили, металлы, корабли) рост торговли превысил 700 %. Укрепляется также инвестиционное сотрудничество.

*Карим Джабер ДАХИ, соискатель кафедры экономики и управления предприятия
МИ БГУ Белорусского государственного экономического университета.*

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.
□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.