

СПОСОБЫ НИВЕЛИРОВАНИЯ ОГРАНИЧЕНИЙ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ ПРИ ПРОГНОЗИРОВАНИИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Назаренко Оксана Владимировна¹,
канд. экон. наук, доцент,
e-mail: o.nazarenko@online.muiiv.ru,

Мальков Сергей Владимирович¹,
e-mail: 70172094@online.muiiv.ru,

¹Московский университет имени С.Ю. Витте, г. Москва, Россия

В статье сформировано определение системы финансового планирования корпорации. Анализируется необходимость прогнозирования стоимости бизнеса системой финансового планирования российских корпораций, в том числе в связи с применением международных стандартов финансовой отчетности в рамках сближения российских стандартов бухгалтерского учета с международными стандартами финансовой отчетности. Выявлено, что международные стандарты финансовой отчетности определяют метод дисконтированных денежных потоков основным для определения стоимости корпорации. В рамках метода средневзвешенной стоимости капитала рассматриваются существующие методы оценки стоимости собственного капитала корпораций и анализируется их применимость непубличными компаниями. Предлагается модифицированный метод оценки капитальных активов для организаций, акции которых не обращаются на фондовом рынке. Данный модифицированный метод оценки капитальных активов является соединением метода дисконтированного дивидендного потока и модели оценки капитальных активов У. Шарпа, при этом имеющий более низкий уровень субъективности, чем метод кумулятивного построения.

Ключевые слова: финансовое планирование, стоимость бизнеса, обесценение активов, непубличные компании

METHODS OF LEVELING THE LIMITATIONS OF THE FINANCIAL PLANNING SYSTEM OF NON-PUBLIC COMPANIES WHEN FORECASTING THE VALUE OF A BUSINESS

Nazarenko O.V.¹,
candidate of economic sciences, associate professor,
e-mail: o.nazarenko@online.muiiv.ru,

Malkov S.V.¹,
e-mail: 70172094@online.muiiv.ru,
¹Moscow Witte University, Moscow, Russia

The article defines the financial planning system of a corporation. The necessity of forecasting the cost of business by the financial planning system of Russian corporations is analyzed, including due to the application of international financial reporting standards as part of the convergence of Russian accounting standards with international financial reporting standards. It is revealed that international financial reporting standards define the discounted cash flow method as the main one for determining the value of a corporation. Within the framework of the weighted average cost of capital method, the existing methods of assessing the cost of equity of corporations are considered and their applicability by non-public companies is analyzed. A modified method of assessing capital assets is proposed for organizations whose shares are not traded on the stock market. This modified method of capital asset valuation is a combination of the discounted dividend flow method and the W.

Sharp capital asset valuation model, while having a lower level of subjectivity than the cumulative construction method.

Keywords: financial planning, business value, asset impairment, non-public companies

DOI 10.21777/2587-554X-2023-2-33-39

Введение

В современных условиях оценка стоимости бизнеса является первоочередной задачей для определения целесообразности инвестирования в компанию, динамики развития бизнеса, выбора оптимальной бизнес-стратегии. Методики оценки стоимости бизнеса, регламентируемые международными стандартами финансовой отчетности, относятся к доходному подходу и разрабатывались в основном для корпораций, акции которых размещаются и свободно обращаются на фондовом рынке. При этом в России доля таких компаний невелика, что вызывает диссонанс в данном вопросе у организаций прочих правовых форм, в том числе непубличных компаний.

Целью исследования является выявление методических ограничений системы финансового планирования непубличных компаний при прогнозировании стоимости их бизнеса. В соответствии с поставленной целью в работе решены следующие задачи:

- уточнено понятие системы финансового планирования;
- определены ограничения системы финансового планирования непубличных компаний при прогнозировании стоимости бизнеса;
- предложена модифицированная методика определения стоимости собственного капитала непубличной компании с практической апробацией.

Исследование базируется на использовании системного подхода как основного метода при оценке состояния, динамики и трансформации экономических явлений. Для решений поставленных задач в исследовании применены методы научного наблюдения, абстрагирования, анализа и синтеза, экономико-статистический и экспертный методы.

1. Анализ ограничений системы финансового планирования непубличных компаний при прогнозировании стоимости бизнеса

Финансовое планирование – это управленческая деятельность, направленная на формирование и последующий контроль исполнения комплексного плана привлечения, создания и распределения финансовых ресурсов с целью сохранения и развития бизнеса путем адаптации к постоянно изменяющимся условиям внешней среды. При этом система финансового планирования представляет собой совокупность специалистов, материально-технической базы, инструментов и методов финансового планирования, организованную для сохранения финансовой устойчивости и достижения поставленных целей [1]. Развитая система финансового планирования компании включает в себя работу не только с основными финансово-экономическими показателями бизнеса, такими как объем реализации, чистая прибыль, рентабельность, ликвидность, финансовая устойчивость, но и работу с планированием и прогнозированием стоимости бизнеса. Эта задача возникает перед системой финансового планирования корпорации как со стороны органического развития бизнеса, так и со стороны нормативно-правовых актов. В рамках сближения российских стандартов бухгалтерского учета с международными стандартами финансовой отчетности ФСБУ 6/2020 «Основные средства» и ФСБУ 26/2020 «Капитальные вложения» со ссылкой на IAS 36 «Обесценение активов» российские компании обязывают проводить тесты на обесценение внеоборотных активов, которые по своей сути являются тестами на снижение стоимости бизнеса в среднесрочной перспективе¹. IAS 36, в свою очередь, определяет метод дискон-

¹ Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 17 сентября 2020 г. № 204н «Об утверждении федеральных стандартов бухгалтерского учета ФСБУ 6/2020 “Основные средства” и ФСБУ 26/2020 “Капитальные вложения”»; Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 28 декабря 2015 г. № 217н «О введении международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности в действие на территории Российской Федерации».

тированных денежных потоков основным для определения стоимости бизнеса, поэтому функционирование системы финансового планирования в дальнейшем будет рассматриваться с точки зрения применимости данного метода.

Узким местом применения метода дисконтированных денежных потоков является корректное определение ставки дисконтирования, наиболее полно характеризующей текущую рыночную оценку временной стоимости денег и рисков для данного бизнеса [2].

Общепринятым подходом определения ставки дисконтирования для действующего бизнеса является применение метода средневзвешенной стоимости капитала организации (WACC) как важного стратегического финансового показателя [3].

Определение стоимости собственного капитала, необходимой для расчета WACC компаний, акции которых котируются на фондовом рынке, возможно несколькими способами, однако их применение непубличными компаниями сильно ограничено и вызывает необходимость принятия тех или иных допущений в расчетах. При этом количество непубличных компаний (далее – НПК) кратно больше публичных акционерных обществ. Согласно аналитическим материалам, приведенным информационным агентством «Интерфакс», в России на начало 2022 года было зарегистрировано 2803,3 тысячи коммерческих организаций, из них:

- 2715,9 тысячи обществ с ограниченной ответственностью;
- 48,6 тысячи непубличных акционерных обществ;
- 8,9 тысячи публичных акционерных обществ;
- 9,6 тысячи муниципальных унитарных предприятий;
- 6,9 тысячи крестьянских (фермерских) хозяйств;
- 5,6 тысячи сельскохозяйственных производственных кооперативов;
- 7,8 тысячи организаций прочих правовых форм².

Для определения стоимости собственного капитала на сегодняшний день существует несколько общепринятых методов. Их анализу и оценке эффективности посвящено множество работ российских и зарубежных ученых. Так, например, А.О. Володина и М.Б. Трachenko выделяют методы дисконтирования дивидендов, доходный метод, а также метод оценки капитальных активов компании как наиболее используемые на практике и проводят сравнительный анализ их эффективности [4]. А.В. Кравцов в своем исследовании дает критическую оценку использования применяемым на сегодняшний день зарубежными и отечественными компаниями моделям метода оценки капитальных активов (САРМ) [5]. В.Д. Мязин анализирует теории структуры капитала, среди которых выделяет теорию С. Росса, являющуюся основой метода арбитражного ценообразования [6]. Данное исследование не ставит задачи оценить эффективность применения указанных методов, а только их ограничения для использования непубличными компаниями. Результаты анализа приведены в таблице 1.

Таблица 1 – Методы определения стоимости собственного капитала организаций и их применимость непубличными компаниями³

№ п/п	Наименование	Концепция	Ограничения для НПК
1	Метод кумулятивного построения	Кумулятивный показатель экспертных оценок премий за риск инвестирования в бизнес	Применим, но основным недостатком является высокая степень субъективности получаемой оценки
2	Метод дисконтирования дивидендов	Стоимость определяется размером ожидаемых в будущем дивидендов	Применим, но получаемая оценка не учитывает конъюнктуру рынка
3	Доходный метод	Стоимость определяется эквивалентно рентабельности собственного капитала по чистой прибыли	Применим, однако предполагает направление всей чистой прибыли компании на выплату дивидендов собственникам

Федерации и о признании утратившими силу некоторых приказов (отдельных положений приказов) Министерства финансов Российской Федерации».

² Информационное агентство «Спарк-Интерфакс». – URL: <https://spark-interfax.ru/statistics?ysclid=lbuwj7he9p4750189> (дата обращения: 22.03.2023). – Текст: электронный.

³ Составлено авторами.

4	Метод оценки капитальных активов (САРМ) У. Шарпа	Кумулятивный показатель рыночных оценок за риск инвестирования в бизнес	Возможен только при расчете по организациям-аналогам, котирующимся на фондовом рынке
5	Метод арбитражного ценообразования С. Росса	Определяет совокупность факторов формирования стоимости капитала и чувствительность к ним	Не применим, только для публичных компаний
6	Метод Ю. Фамы – К. Френча	Модифицированный до трех факторов метод САРМ	Не применим, только для публичных компаний

Как видно из таблицы 1, из шести известных методов определения стоимости собственного капитала для НПК метод арбитражного ценообразования С. Росса и метод Ю. Фамы – К. Френча не применимы, поскольку берут в расчет рыночную стоимость акций, метод оценки капитальных активов (САРМ) У. Шарпа применим только посредством мультипликации стоимости публичных компаний-аналогов, а три оставшихся метода применимы с серьезными ограничениями или допущениями, оказывающими непосредственное влияние на полученный результат.

В России наиболее популярна на практике модель оценки капитальных активов (САРМ) [7]. При этом, если рассматривать отрасли промышленности, где мало или полностью отсутствуют компании, акции которых котируются на фондовом рынке, то применить метод САРМ для НПК в общепринятой трактовке становится невозможно.

2. Модификация метода оценки капитальных активов для использования в системе финансового планирования непубличных компаний

САРМ модель, применяемая на практике на сегодняшний день, в общем виде представляет собой следующую зависимость (1):

$$R_E = R_f + \beta_L * (RP_m) \quad (1)$$

или более детальную, применяемую на текущий момент на практике как в России, так и за рубежом (2), к примеру международной компанией, специализирующейся на корпоративных расследованиях, оценке рисков, консультировании по безопасности и обеспечении безопасности Kroll Associates [8]:

$$R_E = R_f + \beta_L * (R_m - R_f) + S, \quad (2)$$

при этом, если в формуле (2) учитывать формулы расчета долгового и бездолгового коэффициента бета, то ее можно выразить в следующем представлении (3):

$$R_E = R_f + \frac{\sigma_i * r_{i,m}}{\sigma_m} * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right) * (R_m - R_f) + S, \quad (3)$$

где R_E – стоимость собственного капитала;

R_f – ставка доходности по безрисковым финансовым инструментам;

RP_m – премия за риск вложения денежных средств в организацию;

R_m – доходность по портфелю акций, отрасли, рынку;

β_L – долговой коэффициент бета;

S – несистематический риск (например, размер компании);

D/E – отношение заемного капитала компании к собственному;

T – налог на прибыль;

σ_i – стандартное отклонение доходности акций;

σ_m – стандартное отклонение доходности по портфелю акций, отрасли, рынку;

$r_{i,m}$ – корреляция между доходностью акций компании и доходностью портфеля акций, отрасли, рынка.

Расчетом несистематических рисков (S) сегодня занимается несколько международных институтов и аналитических агентств, например, CFA Institute Research Foundation проводит аналитику международных рынков, а также региональных и страновых рисков [9].

Для определения доходности рынка (R_m) в России применяется индекс ММВБ или ИМОЕХ – взвешенный композитный показатель, отражающий динамику акций крупнейших и динамично развивающихся российских компаний⁴.

Основная сложность, возникающая у системы финансового планирования при использовании метода САРМ – определить доходность акций непубличной компании для последующего расчета стандартного отклонения доходности акций (σ_j). Однако если рассматривать ситуацию, что акции НПК не обращаются на фондовом рынке, а распределяются внутри закрытого контура акционеров, их цена остается неизменной и равной номиналу, то для акционеров основным измерителем инвестиционной привлекательности акций этих компаний становится стабильный нарастающий дивидендный поток. Таким образом, для непубличных компаний доходность акций целесообразно выразить следующей зависимостью (4):

$$R_s = \frac{DPS}{N} * 100\%, \quad (4)$$

где R_s – доходность акции;

DPS – величина дивиденда на одну акцию;

N – номинал акции.

Для примера рассмотрим непубличную компанию оборонно-промышленного комплекса, где применить САРМ по предприятиям-аналогам невозможно, имеющую следующие показатели (таблица 2):

Таблица 2 – Показатели анализируемой непубличной компании⁵

Показатель	Ед. изм.	2018	2019	2020	2021	2022
Чистая прибыль	тыс. руб.	299 164,90	401 295,90	301 068,00	502 345,00	652 635,03
Норма дивидендных выплат	%	50 %	50 %	50 %	0 %	50 %
Количество акций	шт.	2 033 624	2 033 624	2 033 624	2 033 624	2 033 624
Номинал акции	руб.	1000	1000	1000	1000	1000

На основании этих данных получим следующую динамику дивидендной доходности акций компании с 2018 по 2022 год: 7,4 %; 9,9 %; 7,4 %; 0,0 %; 16,1 % соответственно.

Подставив эти значения в модифицированную САРМ, получим стоимость собственного капитала равной 8,91 %. Значение показателя объясняется спецификой отрасли, слабо чувствительной к общей динамике рынка. WACC при этом фиксируется на уровне 8,89 %.

Таким образом, используя модифицированную модель оценки капитальных активов, возможно нивелировать ограничение системы финансового планирования непубличных компаний при прогнозировании стоимости бизнеса.

Заключение

Развитая система финансового планирования корпорации включает в себя работу не только с основными финансово-экономическими показателями бизнеса, но и управление стоимостью бизнеса. Эта задача возникает перед системой финансового планирования корпорации как со стороны органического развития бизнеса, так и со стороны нормативно-правовых актов, например, ФСБУ и МСФО. IAS 36 «Обесценение активов» определяет для расчета стоимости бизнеса использование метода дисконтированных денежных потоков, сложностью которого является корректное определение ставки дисконтирования. Среди действующих методов оценки стоимости собственного капитала, используемой для расчета ставки дисконтирования посредством средневзвешенной стоимости капитала, на сегодняшний день не существует метода, применяемого непубличными компаниями без принятия тех или иных допущений.

В рамках данного исследования предложена модифицированная модель оценки капитальных активов, являющаяся синтезом общей модели оценки капитальных активов и метода дисконтированного дивидендного потока, которые в результате нивелируют ограничения друг друга. Полученная

⁴ Официальный сайт Московской биржи. Индексы. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX> (дата обращения: 01.04.2023). – Текст: электронный.

⁵ Составлено авторами.

модель в сравнении с прочими методами определения стоимости собственного капитала имеет ряд преимуществ:

- непосредственное применение непубличными компаниями;
- низкий уровень субъективности получаемой оценки;
- учет влияния как конъюнктуры рынка, так и внутренних факторов функционирования бизнеса.

Предлагаемая модель не только снимает имеющееся ограничение системы финансового планирования непубличных компаний при определении стоимости бизнеса, но и представляет собой решение, имеющее наименьшую среди анализируемых методов степень допущений.

Список литературы

1. Мальков С.В., Назаренко О.В. Новые методики оценки эффективности системы финансового планирования корпораций в условиях цифровой экономики // Устойчивое развитие: исследования, инновации, трансформация: материалы XVIII Международного конгресса с элементами научной школы для молодых ученых. – М., 2022. – С. 850–859.
2. Бушуева Н.В., Гофман Ж. Проблемы оценки стоимости бизнеса в современных условиях // Вестник Московского университета имени С.Ю. Витте. Серия 1: Экономика и управление. – 2017. – № 2 (21). – С. 33–37.
3. Пудовкина О.Е., Шарохина С.В. Управление структурой капитала // E-Scio. – 2019. – № 10 (37). – С. 44–49.
4. Володина А.О., Траченко М.Б. Совершенствование оценки стоимости собственного капитала компании // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2019. – Т. 217, № 3. – С. 334–345.
5. Кравцов А.В. Анализ моделей оценки стоимости собственного капитала на примере российской нефтяной компании ПАО «Роснефть» // Синергия наук. – 2018. – № 28. – С. 94–104.
6. Мязин В.Д. Развитие методов оценки влияния структуры капитала на стоимость компании // Modern Economy Success. – 2022. – № 2. – С. 207–211.
7. Аббясова Д.Р., Воротникова Д.В., Струкова А.А. Современное состояние проблематики оценки стоимости собственного капитала корпорации и направления совершенствования модели CAPM // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2022. – № 9-1. – С. 5–18.
8. Ibbotson R.G., Harrington J.P. Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) – 2021 Summary Edition. – N.Y.: D&P/Kroll, 2021. – 200 p.
9. Harrington J.P., Nunes C.S., Aboulamer A., Grabowski R.J. Valuation handbook – International guide to cost of capital: 2021 Summary Edition. – N.Y.: D&P/Kroll/CFA Institute Research Foundation, 2021. – 158 p.

References

1. Mal'kov S.V., Nazarenko O.V. Novye metodiki ocenki effektivnosti sistemy finansovogo planirovaniya korporacij v usloviyah cifrovoj ekonomiki // Ustojchivoe razvitie: issledovaniya, innovacii, transformaciya: materialy XVIII Mezhdunarodnogo kongressa s elementami nauchnoj shkoly dlya molodyh uchenyh. – M., 2022. – S. 850–859.
2. Bushueva N.V., Gofman Zh. Problemy ocenki stoimosti biznesa v sovremennyh usloviyah // Vestnik Moskovskogo universiteta imeni S.Yu. Vitte. Seriya 1: Ekonomika i upravlenie. – 2017. – № 2 (21). – S. 33–37.
3. Pudovkina O.E., Sharohina S.V. Upravlenie strukturoj kapitala // E-Scio. – 2019. – № 10 (37). – S. 44–49.
4. Volodina A.O., Trachenko M.B. Sovershenstvovanie ocenki stoimosti sobstvennogo kapitala kompanii // Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii. – 2019. – T. 217, № 3. – S. 334–345.
5. Kravcov A.V. Analiz modelej ocenki stoimosti sobstvennogo kapitala na primere rossijskoj neftyanoj kompanii PAO «Rosneft'» // Sinergiya nauk. – 2018. – № 28. – S. 94–104.
6. Myazin V.D. Razvitie metodov ocenki vliyaniya struktury kapitala na stoimost' kompanii // Modern Economy Success. – 2022. – № 2. – S. 207–211.
7. Abbyasova D.R., Vorotnikova D.V., Strukova A.A. Sovremennoe sostoyanie problematiki ocenki stoimosti sobstvennogo kapitala korporacii i napravleniya sovershenstvovaniya modeli CAPM // Vestnik Altajskoj akademii ekonomiki i prava. – 2022. – № 9-1. – S. 5–18.

8. *Ibbotson R.G., Harrington J.P.* Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (S&B) – 2021 Summary Edition. – N.Y.: D&P/Kroll, 2021. – 200 p.

9. *Harrington J.P., Nunes C.S., Aboulamer A., Grabowski R.J.* Valuation handbook – International guide to cost of capital: 2021 Summary Edition. – N.Y.: D&P/Kroll/CFA Institute Research Foundation, 2021. – 158 p.