

СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ОБЩЕСТВЕННЫЕ НАУКИ

УДК 336.648

DOI: 10.12737/1295

Учёт уровня существенности в процессе оценки деловой репутации методом дисконтированных будущих денежных потоков*

Н. А. Аникина, Л. В. Мясоедова

(Донской государственный технический университет)

Описанный алгоритм оценки деловой репутации методом дисконтированных будущих денежных потоков позволяет принимать обоснованные инвестиционные решения. Особенностью данного метода является сложность расчётов, так как для построения модели необходимо располагать значительным объёмом информации. Следует отметить, что в модели дисконтированных будущих денежных потоков оценка деловой репутации для инвестиционных целей не требует высокой детализации расчётов, так как деловая репутация представляет собой неосязаемый актив и точно оценить её стоимость невозможно. В таком случае допустимо упростить расчёт, учитывая лишь существенные параметры модели. Чтобы провести корректный сравнительный анализ объектов инвестирования, необходимо оценить уровень существенности для каждой из сравниваемых организаций.

Ключевые слова: гудвилл, деловая репутация, инвестиции, оценка, метод дисконтированных денежных потоков, WACC, чистые активы, существенность.

Введение. Анализ различных методов оценки деловой репутации (гудвилла) позволил сделать следующий вывод. Наиболее достоверно величину гудвилла отражает метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). Он позволяет оценить гудвилл компании — объекта инвестирования в сравнении с величиной гудвилла альтернативных объектов. Такая оценка может служить основанием для принятия инвестиционного решения.

С точки зрения целей инвестирования это наиболее приемлемый метод. Ведь инвестора интересуют не собственно здания, оборудование, кадры организации, а денежный поток — результат использования данных активов. Это следует учитывать и при оценке деловой репутации организации, так как при наличии гудвилла величина её денежного потока превышает среднеотраслевые показатели.

Один из недостатков метода — сложность расчётов. Для построения модели необходимо располагать значительным объёмом детализированной информации. Следует отметить, что при оценке деловой репутации методом ДДП нет необходимости в высокой детализации расчётов, ведь гудвилл — это неосязаемый актив и точная оценка его стоимости невозможна.

Необходимым и достаточным является знание:

- о наличии или отсутствии деловой репутации;
- о стоимости деловой репутации (такая информация не может быть абсолютно точной, однако существенные искажения недопустимы).

Таким образом, можно упростить расчёт, учитывая лишь существенные параметры модели ДДП. Для этого применительно к оцениваемой организации анализируется уровень существенности параметров — и в расчётах используются только те, значение которых выше данного уровня. Принимая во внимание уровень существенности, можно достичь цели анализа с меньшими трудовыми и временными затратами без потери качества.

* Работа выполнена в рамках инициативной НИР.

Основная часть. Для оценки деловой репутации методом ДДП мы предлагаем применить классический алгоритм дисконтирования будущих денежных потоков [1], но при этом учесть уровень существенности.

Таблица 1

Алгоритмы расчёта оценки деловой репутации методом ДДП

По методике оценки деловой репутации с учётом уровня существенности*	По методике оценки бизнеса А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой [1]
1. Выбор типа денежного потока	1. Выбор типа денежного потока;
2. Определение длительности прогнозного периода	2. Определение длительности прогнозного периода
3. Определение уровня существенности	
4. Анализ и прогноз существенных доходов	3. Анализ и прогноз доходов
5. Анализ и прогноз существенных расходов	4. Анализ и прогноз расходов
6. Анализ и прогноз существенных инвестиций	5. Анализ и прогноз инвестиций
7. Анализ влияния совокупности несущественных параметров на возможность искажения результата расчёта	
8. Расчёт величины денежного потока для каждого года прогнозного периода	6. Расчёт величины денежного потока для каждого года прогнозного периода
9. Определение ставки дисконтирования	7. Определение ставки дисконтирования
10. Расчёт величины денежного потока в постпрогнозный период (остаточная стоимость)	8. Расчёт величины денежного потока в постпрогнозный период (остаточная стоимость)
11. Расчёт суммарной текущей стоимости денежного потока в прогнозный и постпрогнозный периоды	9. Расчёт суммарной текущей стоимости денежного потока в прогнозный и постпрогнозный периоды
12. Внесение итоговых поправок	10. Внесение итоговых поправок
13. Расчёт величины гудвилла как разности суммарной текущей стоимости денежного потока в прогнозный и постпрогнозный периоды с учётом итоговых поправок и величины чистых активов организации	

Мы видим, что на данном этапе алгоритм стал длиннее — он включает в себя оценку уровня существенности и определение существенных параметров. Тем не менее в итоге объём расчётов в модели ДДП можно значительно сократить.

Первый этап — выбор типа денежного потока. Теоретики предлагают два алгоритма расчёта чистого денежного потока (*net free cash flows*). Различие между ними заключается в учёте долговых обязательств [2]:

— в *денежном потоке для собственного капитала* учитываются изменения платежей по заёмным средствам организации;

— в *бездолговом денежном потоке* платежи по заёмным средствам не учитываются.

Соответственно, приступая к построению модели, необходимо решить, какие виды денежных потоков будут использоваться в расчётах. От этого зависит ставка дисконтирования денежных потоков.

Так как метод дисконтирования денежных потоков основывается на перспективных, а не ретроспективных данных, следует разработать прогноз на определённый период, начиная с текущего года. Как правило, расчёт будущих денежных потоков составляется на 5—10 лет в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации. Для повышения точности результата допускается дробление длительных периодов на полугодия, кварталы.

Далее следует определить уровень существенности, который будет применяться в модели оценки. В доступных нам источниках понятие существенности не применяется к оценке деловой репутации с целью принятия инвестиционных решений. Мы воспользуемся терминологией и методологией аудита.

* Разработано авторами.

Сравнение методологии расчёта уровня существенности по применяемому в Российской Федерации стандарту «Существенность в аудите» [3] и по международному стандарту аудиторской деятельности International Standard on auditing 320 (ISA 320) [4] доказывает преимущество последнего. Для расчёта уровня материальности (существенности) ISA 320 использует одну статью отчётности. В российском стандарте учитываются несколько статей. Выбор статьи отчётности согласно международному стандарту основывается на профессиональном суждении. В зависимости от условий функционирования конкретной организации используются следующие статьи отчётности: прибыль до налогообложения, выручка, валовая прибыль, расходы организации, чистые активы.

Чаще всего прибыль до налогообложения используется в расчётах коммерческих организаций. Следует учесть, что этот показатель значительно варьируется от периода к периоду в отличие, например, от выручки и валовой прибыли — более подходящих для расчёта уровня существенности.

ISA 320 не позволяет установить чёткую зависимость уровня материальности от выбранного показателя — статьи отчётности. Выбор соответствующего процента, используемого в расчётах, должен основываться на профессиональном суждении.

Преимущества описанного метода:

1. Возможность выбора интервала значений процентов позволяет применить индивидуальный подход к каждой оцениваемой организации.

2. В расчёте отражается одна статья отчётности — наиболее важная с точки зрения внутренних, внешних условий деятельности организации и, главное, с точки зрения индивидуальных интересов инвестора. При этом уровень существенности не «размывается» прочими статьями, которые не влияют на инвестиционное решение, так как неинтересны инвестору в рамках данного проекта.

Далее анализируются и прогнозируются доходы, расходы инвестиционной деятельности организации с учётом рассчитанного уровня существенности.

При анализе доходов следует обратить внимание на следующие индикаторы [2]:

- прогноз объёмов производства и цены на сырьё;
- степень загрузки производственных мощностей;
- соотношение экспортной продукции и продукции, реализуемой на внутреннем рынке;
- темпы роста в остаточный период;
- общеэкономические перспективы;
- перспективы отрасли;
- спрос на товары (услуги), предлагаемые оцениваемой организацией;
- перспективы изменения ценовой конъюнктуры на товары (услуги), предлагаемые оцениваемой организацией;
- темпы роста деятельности организации в прошлом;
- планы менеджмента и прочее.

При анализе расходов необходимо учесть следующее [2]:

- тенденции допрогнозного периода;
- соотношение постоянных (fixed cost) и переменных (variable cost) издержек;
- инфляционные ожидания для каждой статьи расходов;
- значительные статьи расходов, специфичные для ситуации, которая возникла в прошлые периоды, но, вероятнее всего, не повторится в будущем;
- необходимость включения процентных расходов в модель денежного потока;
- необходимость исключения процентных расходов из модели бездолгового денежного потока.

Для повышения обоснованности используемых величин расходов рекомендуется сравнить данные оцениваемой организации с данными аналогичных компаний или со среднеотраслевыми показателями и т. д.

Так, анализируя каждый вид доходов и расходов, необходимо учитывать уровень существенности. Например, если доля экспортной продукции в общем объёме незначительна, при расчётах можно не принимать её во внимание.

Также следует провести инвестиционный анализ, т. е. оценить следующие данные:

- необходимость капиталовложений в течение прогнозного периода: в замену изношенных основных средств, в приобретение и строительство объектов основных средств для расширения (поддержания, модернизации) производственных мощностей организации;
- собственный оборотный капитал;
- изменение величины долгосрочной задолженности (кредитов и займов) и т. п.

После прогнозирования величин будущих денежных потоков необходимо проанализировать совокупность незначительных параметров, которые были исключены из расчёта. Следует оценить, является ли совокупность указанных параметров существенной для модели. Если нет, то можно продолжить расчёт. Если же данные параметры существенны, их сумму нужно снизить до незначительной, последовательно добавляя в модель наиболее крупные по сумме исключённые параметры.

После анализа незначительных параметров рассчитывается величина денежного потока для каждого года прогнозного периода.

- Следующий важный этап в методе дисконтирования денежных потоков — определение ставки дисконтирования. При этом ставка дисконтирования должна соответствовать типу потока:
- если речь идёт о денежном потоке для собственного капитала, ставка дисконтирования определяется с помощью модели оценки капитальных активов либо методом кумулятивного построения;
 - для бездолгового денежного потока необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала (WACC);
 - для реального денежного потока ставка дисконтирования должна включать фактор инфляции;
 - если рассматривается номинальный денежный поток, необходимо исключить фактор инфляции.

Следует отметить, что при расчёте ставки дисконтирования нужно использовать классический алгоритм без учёта уровня существенности параметров, входящих в расчёт. Такой подход обусловлен высокой чувствительностью модели дисконтирования денежных потоков к ставке дисконтирования, ведь малейшее искажение ставки дисконта может привести к неверной оценке деловой репутации и, следовательно, к принятию неверного инвестиционного решения.

Существует несколько методов определения ставки дисконтирования для оценки гудвилла организации [5].

1. WACC (weighted average cost of capital) — средневзвешенная стоимость капитала. Это ставка минимального возврата средств на вложенные в деятельность финансовые либо нефинансовые ресурсы. Данный метод расчёта ставки дисконтирования необходимо использовать для бездолгового денежного потока. WACC рассчитывается следующим образом:

$$WACC = K_s \times W_s + K_d \times W_d \times (1 - T), \quad (1)$$

где K_s — стоимость собственного капитала, %; W_s — доля собственного капитала, %; K_d — стоимость заёмного капитала, %; W_d — доля заёмного капитала, %; T — ставка налога на прибыль, %.

Соответственно, суммарно доля собственного капитала и доля заёмного капитала должны равняться 100 %.

Достоинство данного метода состоит в простоте расчётов. Однако он применим только для работы с публичными компаниями.

2. CAPM (capital assets pricing model) — модель оценки финансовых активов. Данный метод основывается на допущении, что, размещая капитал в рискованные активы, инвесторы ожидают дополнительного вознаграждения за риск. В таких случаях экономисты говорят о «неприятии риска» (risk aversion). Итак, согласно CAPM, доход на рискованные активы равен доходу по безрисковым активам плюс премия за риск. Она представляет собой функцию изменения цены инвестиционного актива за определённый период в отношении к изменениям рынка в целом за тот же период.

3. The build-up method — метод кумулятивного построения. Данный метод учитывает различные риски инвестирования в конкретную организацию. Здесь ставка дисконтирования равна сумме безрисковой ставки и премий за риски. Сумму премий (надбавок), компенсирующих риски, определяют следующие факторы:

- ключевая фигура в руководстве;
- качество управления компанией;
- размер компании;
- финансовая структура (источники финансирования);
- товарная, территориальная и производственная диверсификация;
- диверсификация потребителей;
- рентабельность и прогнозируемость прибыли;
- прочие риски.

Определённая специалистом существенность каждого из описанных рисков (значение — от 0 % до 5 %) прибавляется к безрисковой ставке доходности. Таким образом мы получаем ставку дисконтирования для оцениваемого объекта инвестирования.

Достоинство данного метода — простота расчётов. Однако субъективность определения премии за риск по каждому из риск-факторов может исказить результаты оценки гудвилла и стать причиной неверного инвестиционного решения.

4. APT (arbitrage pricing theory) — арбитражная оценка. Метод был разработан в 1976 году [6]. Однако данные, которые позволяют использовать его для оценки ставки доходности, стали общедоступны на коммерческой основе с 1988 года. APT развивает метод CAPM. «Коэффициент бета», используемый в CAPM, косвенно учитывает данные, которые включены в каждый из «факторов бета» в APT. В APT ставка доходности изменяется в зависимости от чувствительности доходности инвестирования к факторам риска.

5. OCC (opportunity cost of capital) — альтернативная стоимость капитала. В этом случае ставка дисконтирования рассчитывается через доходность альтернативных вложений финансовых ресурсов.

6. DGM (dividend growth model) — модель роста дивидендов. В её основе — доходность актива (акции), которая представляет собой сумму дивидендных выплат и ожидаемой ежегодной ставки прироста дивидендов.

7. EGM (earning growth model) — модель роста прибыли. Метод обычно используется для прогнозируемой прибыли, а не для денежного потока. Данная модель аналогична предыдущей. Однако здесь в алгоритме расчёта вместо размера дивидендов используется размер прибыли.

По нашему мнению, из описанных выше методов с практической точки зрения наиболее интересны CAPM и WACC. Они могут применяться при расчёте ставки дисконтирования денежного потока для собственного капитала и бездолгового денежного потока.

Определив ставку дисконтирования, необходимо рассчитать величины денежного потока в постпрогнозный период, т. к. по окончании периода прогнозирования организация продолжит работу. Величину такого денежного потока можно рассчитать следующими способами:

- 1) по модели Гордона;

- 2) методом предполагаемой продажи (пересчёт денежного потока на конец прогнозного периода с помощью специальных коэффициентов);
- 3) по стоимости чистых активов: в качестве остаточной стоимости принимается ожидаемая остаточная стоимость активов на конец прогнозного периода (метод не подходит для рентабельной действующей организации);
- 4) по ликвидационной стоимости: в качестве остаточной стоимости принимается ожидаемая ликвидационная стоимость активов на конец прогнозного периода (используется для организаций, которые прекращают свою деятельность).

Первые два метода основаны на следующих допущениях:

- в остаточный период величины износа и капиталовложений равны;
- прогнозный период длится до тех пор, пока не стабилизируются темпы роста организации;
- в остаточный период должны сохраняться стабильные долгосрочные темпы роста.

Для определения остаточной стоимости действующего рентабельного предприятия подходит модель Гордона. В этом случае необходимо получить следующие данные [2]:

- 1) произведение денежного потока в последний год прогнозного периода и долгосрочного темпа роста;
- 2) разность ставки дисконтирования и долгосрочного темпа роста;
- 3) частное от деления результатов первого и второго этапов расчёта.

Далее рассчитывается текущая стоимость денежных потоков в период прогнозирования и постпрогнозный период, а также их сумма. Затем нужно сделать заключительные поправки:

- из расчётной стоимости организации вычитаются расходы по природоохранным обязательствам;
- так как модель дисконтирования денежных потоков предполагает оценку активов, относящихся к операционной деятельности, неоперационные активы оцениваются отдельно, затем результат прибавляется к рассчитанной стоимости организации.

Далее из полученного результата вычитается стоимость чистых активов. Если величина текущих денежных потоков превышает чистые активы, можно сделать вывод о наличии деловой репутации, которой и объясняется разница. Основываясь на этих данных, можно принимать решение об инвестировании.

Итоговая формула расчёта величины гудвилла выглядит следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+k)^t} - NA, \quad (2)$$

где NPV (net present value) — чистая текущая стоимость, руб.; CF — денежный поток (cash flow), руб.; NA — чистые активы (net assets), руб.; t — период поступлений денежных средств, лет; k — ставка дисконтирования, %; n — период прогнозирования, лет.

Как правило, инвестиционные вложения носят долгосрочный характер. При этом фактически инвестиционные средства могут вноситься траншами. В таком случае гудвилл рассчитывается по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+k)^t} - NA, \quad (3)$$

где I — величина транша инвестиционных вложений.

Следует отметить, что, по нашему мнению, необходимо округление расчётной стоимости величины деловой репутации. Некорректно с точностью, например, до десятков тысяч рублей называть инвестору расчётную стоимость гудвилла, так как его неосязаемость исключает возможность точной оценки. Соответственно, необходимо округлить стоимость деловой репутации с учётом уровня существенности. Допустим, расчётная стоимость гудвилла до округления составила

1 653 870 рублей. При этом уровень существенности — 80 000 рублей. В данном случае необходимо округлить величину деловой репутации до 1 600 000 руб.

Наряду с количественной оценкой гудвилла важное значение имеет качественная оценка. Качественными составляющими деловой репутации являются:

- эффективное взаимодействие со стейкхолдерами;
- прозрачность и достоверность финансовой отчётности;
- внедрение принципов высокой корпоративной культуры и корпоративного управления;
- квалифицированный персонал;
- эффективность бизнес-процессов;
- постоянное обновление техники и технологии;
- PR, рекламные акции, брендинг и пр.

Выводы. Научная новизна представленного исследования заключается в том, что понятие существенности используется для оценки деловой репутации организации. Ранее в доступных нам источниках гудвилл таким образом не определялся.

Учитывая уровень существенности для оценки деловой репутации методом дисконтированных денежных потоков можно достичь следующих результатов:

- снизить сложность и объём расчётов;
- повысить качество входящих данных модели оценки, так как анализируется существенность для конкретного инвестора каждого параметра (статьи отчётности);
- повысить уровень достоверности стоимости деловой репутации, при том что высокая степень детализации цифровых значений неприемлема для нематериального актива.

Однако, применяя предложенную модель, следует учитывать и её слабые стороны. Показатели, способные в совокупности серьёзно повлиять на принятие инвестиционного решения, могут быть оценены как несущественные. Таким образом, есть риск упущения существенных параметров модели.

Чтобы улучшить качество исследования, в данной ситуации нужно грамотно определить показатели отчётности и применяемый для расчёта уровня существенности процент — то есть следует опираться на факты, а не на суждения. Необходимо также убедиться, что совокупность несущественных параметров не превышает порог существенности.

Корректный сравнительный анализ объектов инвестирования требует проведения оценки уровня существенности для каждой из сравниваемых организаций. В противном случае результаты оценки могут быть искажены.

Библиографический список

1. Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. — Москва : Финансы и статистика, 2001. — 105 с.
2. Линг, Р. Основы анализа и оценки бизнеса (компания Deloitte & Touche) : материалы семинара. — Москва : Перспектива, 1995. — 120 с.
3. Об утверждении федеральных правил (стандартов) аудиторской деятельности : Постановление Правительства РФ от 23 сентября 2002 г. № 696 [Электрон. ресурс] // Консультант-Плюс. — Режим доступа : <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 09.02.13).
4. Materiality in Planning and Performing an Audit : International Standard on Auditing 320 / International Federation of Accountants. — New York : IFAC, 2011. — Pp. 7–14.
5. Пратт, Ш. Оценка бизнеса / Ш. Пратт. — Москва : Институт экономического анализа Всемирного банка, 1996. — 40 с.
6. Ross, S.-A. Return, Risk, and Arbitrage / S.-A. Ross // Risk and return in finance / I. Friend, J.-L. Biskler. — Cambridge : Ballinger, 1977. — Pp. 189–218.

Материал поступил в редакцию 13.03.2013.

References

1. Gryaznova, A. G., Fedotova, M. A. Otsenka biznesa. [Business valuation.] Moscow : Finansy i statistika, 2001, 105 p. (in Russian).
2. Ling, R. Osnovy analiza i otsenki biznesa (kompaniya Deloitte & Touche) : materialy seminara. [Analysis and business valuation fundamentals (Deloitte & Touche company) : Proc. Seminar.] Moscow : Perspektiva, 1995, 120 p. (in Russian).
3. Ob utverzhdenii federalnykh pravil (standartov) auditorской deyatel'nosti : Postanovleniye Pravitel'stva RF ot 23 sentyabrya 2002 g. № 696. [On approving federal rules (standards) of audit activity : Decree of the Government of the Russian Federation of September, 23, 2002, no. 696.] Konsultant-Plyus. Available at : <http://www.consultant.ru/> (accessed : 09.02.13) (in Russian).
4. Materiality in Planning and Performing an Audit : International Standard on Auditing 320. International Federation of Accountants. New York : IFAC, 2011, pp. 7–14.
5. Pratt, S. Otsenka biznesa. [Business valuation.] Moscow : Institut ekonomicheskogo analiza Vsemirnogo banka, 1996, 40 p. (in Russian).
6. Ross, S.-A. Return, Risk, and Arbitrage. In : Friend, I., Biskler, J.-L. Risk and return in finance. Cambridge : Ballinger, 1977, pp. 189–218.

MATERIALITY LEVEL ACCOUNTING UNDER BUSINESS REPUTATION ASSESSMENT BY FUTURE DISCOUNT CASHFLOW TECHNIQUE*

N. A. Anikina, L. V. Myasoyedova
(Don State Technical University)

The described algorithm of the business reputation valuation by the future discount cashflow (DCF) technique allows the justified investment decision-making. The technique is characterized by the computation complexity since a considerable volume of information is required for the model building. It should be noted that in the future discount cashflow model, the business reputation valuation for the investment purpose does not require the computation refinement as business reputation is an intangible asset, and its accurate evaluation is impossible. In this case, the computation simplification considering only essential model parameters is admissible. To conduct a correct comparative analysis of the investment objects, it is necessary to estimate materiality level for each of the compared organisations.

Keywords: goodwill, business reputation, investments, valuation, discount cash-flow technique, WACC, net assets, materiality.

* The research is done within the frame of the independent R&D.