

# КЛАССИФИКАЦИЯ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ МОДЕЛЕЙ ДОХОДНОГО ПОДХОДА ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

*А.А. Мозжухин*

**Ключевые слова:** стоимость предприятия, чистые активы предприятия, инвестированный капитал, рентабельность инвестированного капитала, реализация продукции, работ, услуг, чистая прибыль, капитализированные затраты.

Наиболее распространенной моделью доходного метода оценки рыночной стоимости предприятия является модель EVA. Модель экономической добавленной стоимости «EVA», определяется следующим образом:

$$EVA = IC \cdot (ROI - WACC) = NOPLAT - IC \cdot WACC, \quad (1)$$

где  $IC$  – инвестированный капитал;  $ROI$  – рентабельность инвестированного капитала;  $WACC$  – средневзвешанная стоимость (цена, затраты) капитала;  $NOPLAT$  – чистая прибыль от реализации продукции, работ, услуг после налогообложения, но до уплаты процентов по заемным средствам.

$$NOPLAT = EBIT^{adj}(1 - T^{эфф}), \quad (2)$$

где  $EBIT^{adj}$  – операционная прибыль до налогообложения и уплаты процентов с учетом корректировок на капитализированные затраты по НИОКР, лизингу, методам списания запасов;  $T^{эфф}$  – фактическая эффективная ставка налога, т.е. для расчета  $NOPLAT$  применяется фактический налог (с учетом процентов, относимых на себестоимость).

Итоговая рыночная стоимость предприятия определяется по формуле:

$$V = Akt + PV(EVA),$$

где  $V$  – рыночная стоимость предприятия;  $Akt$  – суммарная рыночная стоимость чистых активов предприятия;  $PV(EVA)$  – приведенная  $EVA$ ;  $PV(EVA) = EVA/WACC$ .

Формула средневзвешанной стоимости капитала:

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1 - T), \quad (3)$$

где  $w_e, w_d$  – доля заемного и собственного капитала;  $k_e, k_d$  – цена заемного и собственного капитала;  $T$  – ставка налога на прибыль.

Данная модель позволяет определить рыночную стоимость предприятия как сумму рыночной стоимости всех чистых активов предприятия и приведенной экономической добавленной стоимости, т.е. тех чистых доходов, которые может дать коммерческое использование имущественного комплекса в будущем, если его не продавать. Суммарный спрос на акции предприятия будет тем выше, чем большими окажутся рыночная стоимость имущества и текущая стоимость чистых доходов от продолжения его использования. В свою очередь, генерирование будущих чистых доходов напрямую зависит от эффективного использования имущественного комплекса по выпуску и продаже профильной продукции предприятия. Следовательно, с этих позиций составляющие рыночной стоимости предприятия, на первый взгляд, суммировать можно.

Однако чистая операционная прибыль (прибыль от реализации продукции, товаров, работ и услуг, т.е. прибыль от основной уставной деятельности) не является лучшим обобщающим показателем как эффективности работы предприятия, так и формируемым на ее основе показателем рентабельности инвестированного капитала, используемых в модели для оценки рыночной стоимости предприятия:

– во-первых, во всех странах СНГ в нормативных документах по финансовой деятельности, в ежегодных статистических сборниках показатель чистой операционной прибыли отсутствует;

– во-вторых, даже чистая прибыль от основной операционной деятельности не обеспечена денежными средствами. В зависимости от выбора вариантов признания выручки от реализации продукции, работ, услуг «по отгрузке» или «по оплате» приток денежных средств от реализации за отчетный период на промышленных предприятиях имеет резкие колебания – от 30% до 40%.

Так, по данным статистического ежегодника Республики Беларусь, только за 2009 г. чистая прибыль составила более 1800 млрд. рублей. На хорошо работающих предприятиях Республики Беларусь нераспределенная чистая прибыль за несколько лет составила от 200 до 800 млрд. рублей. Причиной такой величины нераспределенной прибыли является ее необеспеченность денежными средствами. В связи с этим встает основной вопрос: какую чистую прибыль лучше использовать при оценке рыночной стоимости предприятия – чистую нераспределенную или чистую прибыль, полностью распределенную и используемую на обновление производственного потенциала и социальные нужды? Отсюда и рентабельность инвестируемого капитала (чистых активов) будет отличаться.

Не решен вопрос и состава чистых активов. В первую очередь, это относится к составу внеоборотных активов как основному фактору изменения величины чистых активов. Отдельные авторы учитывают при оценке только основные средства [1, с. 12]. Однако в учетно-аналитической практике предприятий Республики Беларусь при расчете чистых активов учитываются все внеоборотные активы, которые, кроме основных средств, включают нематериальные активы, доходные вложения, незавершенное строительство и неустановленное оборудование. Незавершенное строительство и неустановленное оборудование, хотя и включаются в состав внеоборотных активов, по своему экономическому содержанию активами не являются, поскольку не принимают участия в производственном процессе. По этой причине они не должны включаться в состав чистых активов. Аналогичное положение и с основными средствами жилищно-социальной сферы деятельности, которые также должны быть исключены при оценке рыночной стоимости предприятия. Но самый основной недостаток *EVA* состоит в том, что доход определяется величиной чистой прибыли, которая учитывает только интересы собственников.

Важную роль при расчете показателя *EVA* играют структура источников финансовых

ресурсов предприятия и цена источников. *EVA* позволяет ответить на вопрос инвесторов предприятия: какой вид финансирования (собственное или заемное) и какой размер капитала необходим для получения прибыли. С другой стороны, *EVA* определяет линию поведения собственников предприятия.

Возможны следующие три варианта трактовки значений показателя *EVA*:

1.  $EVA = 0$ ,  $WACC = ROI$  и рыночная стоимость предприятия равны балансовой стоимости чистых активов. В этом случае рыночный выигрыш собственника при вложении в данное предприятие сводится к нулю.

2.  $EVA > 0$  означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в организацию.

3.  $EVA < 0$  ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственники теряют вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности.

Из этого следует, что предприятие должно планировать будущие значения *EVA* для направления действий собственников по инвестированию своих средств.

*DCF* – метод дисконтированных денежных потоков (ДП) определяется следующим образом:

$$V = f(DCF, WACC),$$

где  $V$  – это стоимость предприятия;

$$DCF = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+i)^t}, CF = \begin{cases} EBIT + Am \\ OCF, FCF, FCFE \end{cases} \quad (4)$$

где  $CF_t$  – чистый ДП в момент времени  $t$ ;  $i$  – ставка дисконтирования.

Стоимость собственного капитала определяется согласно модели ценообразования капитальных активов (САРМ):

$$i = k = k_{rf} + (k_m - k_{rf}) \cdot \beta, \quad (5)$$

где  $k_i$  – цена/доходность актива;  $k_{rf}$  – доходность безрискового актива;  $k_m$  – ожидаемая средняя доходность по фондовому рынку;  $\beta$  – коэффициент риска, который показывает уровень изменчивости доходности актива по отношению к движению рынка (среднерыночной доходности).

Данный метод учитывает в оценке рыночной стоимости предприятия (РСП) факторы

будущих ДП, а не прошлых ДП предприятия, а также позволяет учесть связанные с неопределенностью предпринимательской деятельности риски. В связи с длительным жизненным циклом предприятия, необходимостью учета мультипликативного эффекта ставка дисконтирования может быть меняющейся в течение срока дисконтирования, разной для положительного и отрицательного ДП.

*Модель SVA – это модель созданной добавленной акционерной стоимости собственного капитала:*

$$SVA = NPV_e - BV_e - netDebts = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TCF}{(1+k_e)^n} - BV_e - netDebts, \quad (6)$$

где  $NPV_e$  – это приведенная стоимость акционерного капитала;  $BV_e$  – балансовая стоимость акционерного капитала;  $netDebts$  – это чистая стоимость долговых обязательств с учетом эквивалента денежной наличности;  $TCF$  – остаточный ДП.

Данная модель отражает капитализированное изменение текущей стоимости операционного ДП, скорректированное на текущую стоимость инвестиций во внеоборотные активы и оборотный капитал, вызвавшее данное изменение.

Модель добавленной акционерной стоимости (*Shareholders' Value Added -SVA*) была разработана американцем Альфредом Раппапортом в 1980 г. и приобрела широкую известность в результате успешной деятельности основанной им консалтинговой фирмы «L.E.K. Consulting», владеющей зарегистрированной торговой маркой SVA.

Модель SVA в определенном смысле предшествовала модели EVA. В ней также стоимость предприятия определяется как стоимость его активов (на случай распродажи) плюс текущий эквивалент чистых доходов от коммерческого использования этих активов (на случай продолжения функционирования предприятия как действующего). Таким образом, в данной модели также сочетаются затратный (имущественный) и доходный подходы к оценке рыночной стоимости предприятия.

Непосредственным объектом расчета в модели SVA, как и в модели EVA, выступает рыночная стоимость всего инвестированного в предприятие капитала.

Называется же данная модель моделью «добавленной для акционеров стоимости», потому что текущий эквивалент чистых доходов от продолжения коммерческого использования

существующего предприятия (с учетом до вложения в него инвестиций) представляет собой текущую стоимость именно тех будущих чистых прибылей или денежных потоков, которые тем или иным образом смогут быть распределены между акционерами.

Главное отличие же заключается в том, что в модели SVA не вводится понятие экономической прибыли, рассчитываемой за вычетом той ее части (точнее – операционного денежного потока или чистого операционного дохода после уплаты всех налогов), которая все равно должна была бы, как минимум, зарабатывать, чтобы покрыть стоимость используемого для финансирования указанных инвестиций капитала.

В модели SVA из текущей стоимости операционных денежных потоков, которые станут возможными после осуществления инвестиций (в реновацию основных фондов и продукции, в пополнение складского запаса и пр.), вычитают текущую стоимость этих инвестиций.

Однако и в данной модели сохраняется значимость того, как будут финансироваться новые инвестиции в основной и оборотный капитал компании. Показатель WACC<sub>нз</sub> в модели SVA фигурирует лишь в качестве ставки дисконтирования планируемых инвестиций и коэффициента капитализации ожидаемых после них (в результате их поступления) средних операционных денежных потоков. Приближением для последних, как и в первой модификации модели EVA, также служит средний ожидаемый показатель *NOPLAT*.

Наличие и значимость прочих факторов управляемой стоимости сохраняются такими же, как и в модели EVA

Таким образом, для оценки предприятия применяются модели, основанные на концепции учета факторов времени, цены инвестируемого капитала, операционной прибыли, добавленной стоимости, которые способны учитывать риск и адаптироваться к изменению внешних параметров функционирования предприятия. Следовательно, мы имеем ряд преимуществ моделей доходного подхода к оценке РСП:

1. Обеспечение более точного стратегического анализа и выбора стратегии развития как всего предприятия, так и отдельных его подразделений за счет возможности поэтапной, последовательной максимизации РСП посредством создания общей цели и формирования условий для ее совместного достижения на всех уровнях управления. Это приводит в соответствие интересы собственников и менеджеров.

2. Значительное повышение качества и экономической эффективности принятия управ-

ленческих решений за счет ясных показателей и приоритетов в управлении, оптимального сочетания долгосрочных и краткосрочных целей, обеспечения гибкости и системности. Кроме того, это увеличивает корпоративную прозрачность, поощряет (мотивирует) инновации, создающие ценность, обеспечивает устойчивость предприятия при слиянии и поглощении, реструктуризации активов, предотвращает враждебные поглощения и недооценку акций.

3. Позволяет организовать процессы планирования с учетом оптимального распределения всех ресурсов предприятия. Помогает более эффективно управлять объектами с повышенной сложностью и неопределенностью, контролировать инвестиционную привлекательность предприятия в рамках его жизненного цикла.

Вместе с тем необходимо отметить и некоторые недостатки модели доходного подхода. Первый из них связан с недооценкой негативных факторов, которые приводят к уменьшению РСП, например, чрезмерная диверсификация деятельности, распыление (неэффективное распределение) ресурсов. Второй – это отсутствие информации о корреляции между величиной РСП, рассчитанной доходными методами и применяемыми методами оценки эффективности для предприятий, что задерживает развитие данного подхода. Третьей проблемой стало разнообразие моделей и применяемой терминологии в оценке предприятия и при теоретическом рассмотрении методов доходного подхода (NOPLAT или EBIT, FCF, OCF и т.д.).

По методу EVA для создания (добавления) РСП в рассматриваемом периоде должно выполняться соотношение  $ROI > WACC$  при инвестировании, которое является критерием эффективности. Аналогичное условие  $IRR > WACC$  (или  $NPV > 0$ ) соблюдается для DCF анализа. Метод DCF игнорирует информацию финансовой отчетности о существующих активах и значительную часть ДП, не укладываясь в период прогноза, и отражается в виде так называемой продленной стоимости. EVA менее подвержена этому эффекту, ибо основана на оценке реальных инвестиций, экономической прибыли. Ключевая особенность EVA – это сочетание новых требований оценки эффективности и стандартной отчетности, дающая возможность корректировки бухгалтерских показателей, в том числе капитала, для отражения «типичности», повторяемости операций и исключения спекулятивных эффектов.

Метод экономической прибыли (EVA) предусматривает выявление избыточных доходов, выраженных на основе чистой операционной

прибыли после выплаты налогов с учетом затрат капитала, использованного для получения этих доходов, что позволяет оценить отдачу от инвестиций благодаря корректировке прибыли. С помощью показателя EVA легче проводить сравнительный анализ плановых показателей с фактически достигнутыми.

Смысл показателя EVA заключается в формировании экономической добавленной стоимости при условии, что капитал предприятия должен работать с эффективностью, которая позволит обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал. Цель управления рыночной стоимостью предприятия на основе определяемого показателя EVA – сформировать рыночную стоимость предприятия, чтобы прибыль от основной деятельности (операционная прибыль) превысила средневзвешенную стоимость использованного капитала в денежном выражении. Другими словами, добавленная стоимость возникнет, если рентабельность чистых активов предприятия превысит средневзвешенные затраты на капитал. Стоимость предприятия представляет собой ее балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих EVA. Положительная величина EVA характеризует эффективное использование капитала и свидетельствует об увеличении стоимости предприятия. Если значение EVA равно нулю, то можно говорить об определенном рода достижении, так как собственники капитала предприятия фактически получили норму возврата, компенсирующую риск. Отрицательная величина EVA характеризует неэффективное использование капитала и говорит о снижении стоимости предприятия.

Метод SVA исходит из предположения, что создание добавленной стоимости для акционеров (положительная величина SVA) происходит в тот момент, когда рентабельность новых инвестиций предприятия превосходит средневзвешенные затраты на капитал. Важно, чтобы любые действия менеджеров были эффективны для собственников предприятия, а это, в свою очередь, фактически определяется приростом акционерного капитала. Показатель SVA позволяет определить изменение стоимости предприятия за счет инвестиций в том же году, когда они были осуществлены и которые оцениваются по рыночной стоимости.

Как показывают проведенные расчеты на промышленном предприятии Республики Беларусь по трем моделям оценки стоимости предприятия, все три модели формируются на принципе единства используемой методологии (табл. 1).

Таблица 1 – Расчет стоимости предприятия по модели DCF

Наименование показателя	Расчет показателей	
	2008	2009
Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) [стр. 020 (ф.2)], млн р.	2980285	3631300
Себестоимость реализованной продукции [стр. 030 (ф.2)], млн р.	2504498	3131887
Коммерческие и административные расходы [стр. 050 + стр. 060 (ф.2)], млн р.	40626	35382
ЕВИТ (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3) прибыль до налогообложения, млн р.	2980285 – 2504498 – 40626=435161	3631300 – 3131887 – 35382=474031
NOPLAT [стр. 4 x (1 – 0,24)] – прибыль после налогообложения, млн р.	435161 x (1 – 0,24)= 330722	474031 x (1 – 0,24)= 360264
Свободный денежный поток (стр.020 (ф.4), гр.4 – стр. 150 (ф.4), гр. 4) – (стр.020 (ф.4), гр.5 – стр. 150 (ф.4), гр. 5), млн р.	-	<b>(4939447 – 5076339) – (13046 – 2733)= -10313</b>
WACC – рассчитанный с учетом структуры капитала, рыночной рентабельности, ставок процентов по бездискровым вкладам и др., %	20,56%	14,67%
Приведенная стоимость денежного потока [стр. 6 / (1 + стр. 7)], млн р.	-	-10313 / (1 + 14,64 %)= -8994
Приведенная стоимость остаточной стоимости [стр. 5 / стр. 7 x (1 / (1 + стр. 7))], млн р.	-	360264 / 14,67 % (1 / 1 + 14,67%)= 2 141 613
Стоимость предприятия (стр. 8 + стр. 9), млн р.	<b>-8994 + 2 141 613=2 132 619</b>	

Предполагая аналогичный уровень показателей в течение 5 будущих лет, стоимость по методике DCF составит 10 663 095 тыс. р. (5 x 2 132 619)

Таблица 2 – Расчет стоимости предприятия по модели EVA

Наименование показателя	Расчет показателей	
	2008	2009
Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) [стр. 020 (ф.2)], млн р.	2980285	3631300
Себестоимость реализованной продукции [стр. 030 (ф.2)], млн р.	2504498	3131887
Коммерческие и административные расходы [стр. 050 + стр. 060 (ф.2)], млн р.	40626	35382
ЕВИТ (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3)	2980285 – 2504498 – 40626=435161	3631300 – 3131887 – 35382=474031
NOPLAT [стр. 4 x (1 – 0,24)], млн р.	435161 x (1 – 0,24)= 330722	474031 x (1 – 0,24)= 360264
Активы – Кредиторская задолженность [стр. 300 (ф.1) – стр. 620 (ф.1)], млн р.	1988400 – 386118=1602282	2474939 – 403183=2071756
Рентабельность активов (ROA) [стр. 300 (ф.2) / стр. 300, гр. 3 (ф.1) + стр. 300, гр. 4 (ф.1) / 2], млн р.	270083 / ((1491300+1988400)/2)= 15,52%	258409 / ((1988400+2474939)/2)= 11,58%
WACC, %	20,56%	14,67%
Spread (стр. 7 – стр. 8), %	15,52 % – 20,56 %=- 5,04%	11,58 % – 14,67 %=-3,09%
EVA (стр. 6 x стр. 9), млн р.	-	2071756 x (-3,09%)=-64027, 4
Приведенная прогнозная стоимость EVA [стр. 10 / (1 + стр. 8)], млн р.	-	-55836 x (1 + 14,67 %)= -55836
Балансовая величина активов [стр. 300 (ф.1)], млн р.	-	2474939
Стоимость предприятия (стр. 11 + стр. 12), млн р.	-	<b>-55836 + 2474939=2419103</b>

Предполагая аналогичный уровень показателей, стоимость организации по методике EVA составит 12 095 515 р. (5 x 2 419 103)

Таблица 3 – Расчет стоимости предприятия по модели SVA

Наименование показателя	Расчет показателей	
	2008	2009
Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) [стр. 020 (ф.2)], млн р.	2980285	3631300
Себестоимость реализованной продукции [стр. 030 (ф.2)], млн р.	2504498	3131887
Коммерческие и административные расходы [стр. 050 + стр. 060 (ф.2)], млн р.	40626	35382
ЕБИТ (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3), млн р.	2980285 – 2504498 – 40626=435161	3631300 – 3131887 – 35382=474031
NOPLAT [стр. 4 x (1 – 0,24)], млн р.	435161 x (1 – 0,24)= 330722	474031 x (1 – 0,24)= 360264
Активы – кредиторская задолженность [стр. 300 (ф.1) – стр. 620 (ф.1)], млн р.	1988400 – 386118=1602282	2474939 – 403183=2071756
– (Активы – кредиторская задолженность) (гр. 4 – гр. 3), млн р.	0	2071756 – 1602282=469474
– NOPLAT (гр.4 – гр.3), млн р.	0	360264 – 330722=29542
WACC, %	20,56%	14,67%
SVA [стр. 8 – стр. 7 x стр. 9], млн р.	-	29542 – 469474 x 14,67 %=-39328,7
Стоимость инвестированного капитала на момент оценки (стр. 5 / стр. 9), млн р.	-	360264 / 14,67 %=2455787
Стоимость предприятия, млн р.	-	-39328,7 + 2455787=2416458,3

Предполагая аналогичный уровень показателей, стоимость организации по методике SVA составит 12 082 291,5 р. (5 x 2 416 458,3)

Различия в стоимости предприятия по моделям EVA и SVA незначительны и составляют 2 645 млн р. (2 419 103 – 2 416 458). По сравнению с моделью оценки стоимости предприятия по денежному потоку (DCF) обе предыдущие модели имеют более значительные различия: по сравнению с моделью SVA оно составило 274 845,3 млн р. (2416458,3 – 2141613); по сравнению с моделью EVA – 277 490 млн р. (2419103 – 2141613). Следовательно, при использовании моделей добавленной стоимости EVA и SVA стоимость предприятия увеличивается против стоимости определяемой DCF. Это обусловлено включением в модели разных не только по своему экономическому содержанию, но и по своей величине показателей. Так, в моделях DCF, SVA и EVA 5 первых показателей одинаковы. Что же касается шестого показателя, так называемого свободного денежного потока, используемого в модели DCF, последний в моделях SVA и EVA не используется. Вместо этого показателя применяется показатель прироста чистых активов (активы – кредиторская задолженность) и прирост чистой прибыли.

Уменьшение стоимости предприятия по модели DCF обусловлено тем, что свободного денежного потока на промышленных предприятиях

практически не бывает или, если он и имеет место в виде остатков на 1.01.20.. года, он незначительный, так как денежные средства всегда находятся в обороте. Чистый же денежный поток в практике определяется по чистой прибыли, что неравнозначно чистому денежному потоку.

В модели SVA при оценке предприятия используются показатели прироста чистой прибыли. Как видно, в расчетах стоимости предприятия по модели DCF денежный поток по сравнению с предыдущим периодом не то чтобы увеличился, но на конец года был с отрицательным знаком. За этот же период прирост чистой прибыли составил 29542 млн р. и составил на конец года 360 264 млн р.

В модели EVA при оценке стоимости предприятия фактор влияния прибыли учитывается через рентабельность активов.

Наличие многих моделей оценки стоимости предприятия во многом обусловлено нечетким определением понятия «доход» и раскрытием его экономического содержания в рыночных условиях функционирования промышленных предприятий стран СНГ.

Доход в самом широком смысле слова – это приток денежных средств в организацию от всех видов деятельности, необходимых не только для воспроизводства производственно-

го процесса, но и для обеспечения денежными средствами самофинансируемого дохода (зарплата персонала с отчислениями + чистая прибыль + амортизационные отчисления). Однако в рассматриваемых трех моделях амортизационные отчисления не учитываются, а так называемый свободный денежный поток рассчитывается как разница между притоком и оттоком денежных средств по форме №4 «Отчет о движении денежных средств». Во многих случаях его называют чистым денежным потоком. Исходя из сложившейся учетно-аналитической практики промышленных предприятий стран СНГ, в качестве дохода рассматривается, в первую очередь, чистая прибыль. В форме 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 форме №4 «Отчет о движении денежных средств» показатели доходов в форме №2 не взаимосвязаны. Промышленные предприятия, успешно реализующие произведенную продукцию по предоплате, всегда имеют превышение притока денежных средств по форме №4 над выручкой от реализации. И не важно, что поступившие авансы за ещё не отгруженную продукцию являются заемными средствами, но последние учитываются как приток денежных средств в форме №4. В условиях финансово-экономического кризиса происходит наоборот, доходы по форме №2 очень большие, а приток денежных средств в несколько раз меньше. Что считать доходом вообще и при оценке предприятия в частности? Рассчитанная в моделях по оценке стоимости предприятия прибыль до налогообложения (ЕБИТ) и после налогообложения (NOPLAT), а также рассчитанная рентабельность активов носит слишком условный характер. Рассчитывая WACC, целесообразно учитывать не только структуру капитала по критерию удельного веса собственного и заемного, но и качество самого капитала и, в первую очередь, собственного. Проведенный анализ структуры собственного капитала на промышленных предприятиях в 2008–2009 гг. показал, что в его составе 80% и более составляет добавочный фонд, уставный фонд – всего 1–10%. Добавочный фонд – это, большей частью, 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 денежными средствами плюс амортизационные отчисления, обеспеченные денежными средствами, за минусом инвестиций и прироста собственных средств.

В рассматриваемых моделях оценки стоимости предприятия содержится целый ряд неопределенностей и неточностей.

В первую очередь, это относится к формируемым в моделях показателям. Во-первых, не все рекомендуемые в моделях показатели имеют информационное обеспечение как в бухгалтерской, так и в статистической отчетности организаций стран СНГ. Так, во всех странах СНГ прибыль до налогообложения по форме №2 «Отчет о прибылях и убытках» определяется с учетом операционных и внеоперационных доходов и расходов. В моделях учитывается только прибыль от основной (текущей, уставной) деятельности.

Во-вторых, формирование прибыли от основной деятельности организаций стран СНГ до и после ее налогообложения осуществляется по форме №2 «Отчет о прибылях и убытках» по следующим показателям:

1. Выручка от реализации без налогов и платежей (стр. 020).

2. Себестоимость реализованных товаров, продукции, работ, и услуг по прямым переменным затратам (стр. 030).

3. Валовая прибыль (стр. 1 – стр. 2).
4. Управленческие расходы (стр. 050).
5. Расходы на реализацию (стр.060)
6. Прибыль от реализации товаров, продукции, работ и услуг (стр.3 – стр.4 – стр.5).

Показатель прибыли по строке 6 и составляет прибыль до налогообложения от текущей (основной, уставной) деятельности. Прибыль после налогообложения (NOPLAT) рекомендуется определять расчетным путем с учетом ставки налога на прибыль за минусом льготированной прибыли. При этом не решен основной вопрос: где учитывать платежи за кредиты и займы. Последние могут составлять большие суммы.

При дисконтировании денежных потоков не решен 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 до-

кументами по формированию показателей в отчете о прибылях и убытках во всех странах СНГ операционная прибыль (уставная, прибыль от основной 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 форме 2 «Отчет о прибылях и убытках» и в форме № 4 «Отчет о движении денежных средств» показал, что поступление денежных средств от выручки на многих промышленных предприятиях Республики Беларусь составляет 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 5 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.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Рассказова, А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании: учеб. пособие / А.Н. Рассказова, С.В. Рассказов. – СПб.: Ютас, 2007. – с. 132
2. Экономика предприятия: учеб. пособие / Л.Н. Нехорошева, Н.Б. Антонова, Л.В. Гринцевич [и др.]; под ред. д-ра экон. наук, проф. Л.Н. Нехорошевой. – Минск: БГЭУ, 2008. – 719 с.
3. Инструкция по оценке предприятий как имущественных комплексов (бизнеса): постановление Совета Гос. комитета по имуществу Респ. Беларусь, 9 сент. 2008 г., № 70 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2008. – 8/19487.

## РЕЗЮМЕ

Статья посвящена сравнительной характеристике 3-х основных моделей доходного метода: экономической добавленной стоимости [EVA], созданной добавленной акционерной стоимости [SVA], дисконтированных денежных потоков [DCF]. В процессе анализа выявлены недостатки и преимущества каждой из моделей, что позволило обосновать новую модель доходного подхода оценки рыночной стоимости предприятия, в основу которой положен показатель дохода, формируемый по единой методике расчета валовой реализованной добавленной стоимости и используемый для оценки эффективности функционирования предприятий на всех иерархических уровнях управления экономикой.

**SUMMARY**

The article is dedicated to the comparative analysis of three principal revenue method models: the economic value added [EVA], the stockholding value added [SVA], the discount cash flows [DCF]. Each model's advantages and disadvantages have been singled out in the process of the analysis, which allows to give ground to a new model of the enterprise's market value estimation, the basis of which is formed by a single integrated methodology of the gross realized value added indicator used for evaluation of businesses' performance efficiency at all hierarchical levels of economic management.

Статья поступила в редакцию 17 января 2011 г.