

дукт материальных затрат во всех хозяйствах превышает их «стоимость». Условием достижения рентабельности в этом случае является существенное сокращение расходов на единицу продукции.

Таким образом, анализ аллокативной эффективности использования основных видов ресурсов как на региональном уровне, так и на уровне хозяйствующих субъектов, помогает определить направления развития производственного потенциала сельскохозяйственных предприятий с учетом более рационального использования его отдельных элементов.

Литература

1. Карпенко, Е.М. Интегрированная оценка потенциала промышленного предприятия и эффективности его использования / Е.М. Карпенко // Весн. Беларус. дзярж. экан. ун-та. — 2007. — □ 5(64).
2. Гражданинова, М. Оценка аллокативной и технической эффективности сельскохозяйственного производства / М. Гражданинова, Ц. Лерман // Вопр. экономики. — 2005. — □ 6.
3. Киян, Т.В. Методы интегральной оценки производственного потенциала предприятий аграрного сектора (на примере Гомельской области) / Т.В. Киян // Вести ин-та совр. знаний. — 2008. — □ 3.
4. Константинов, С.А. Вопросы теории эффективности сельского хозяйства / С.А. Константинов. — Минск: БелНИИЭИ АПК, 1997.
5. Лециловский, П.В. Методы оценки совокупного производственного потенциала сельскохозяйственных предприятий и использование их результатов в практической деятельности / П.В. Лециловский, Т.В. Киян // Беларус. экон. журн. — 2008. — □ 4.
6. Эпштейн, Д. Аллокативная эффективность использования ресурсов сельхозпредприятия / Д. Эпштейн // АПК: экономика, управление. — 2006. — □ 3.

А.А. МОЗЖУХИН

РАЗВИТИЕ ДОХОДНОГО МЕТОДА ОЦЕНКИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

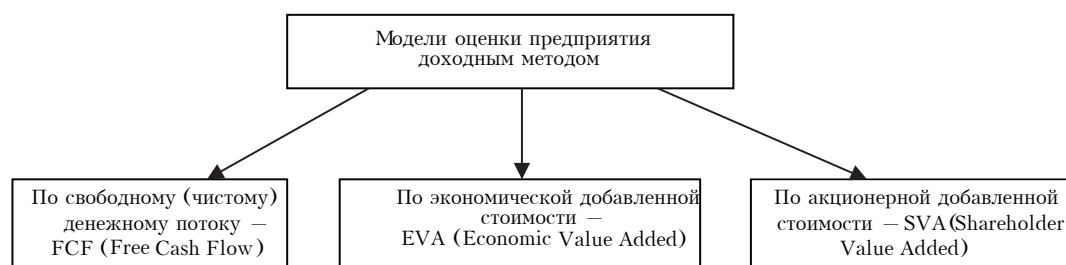
Актуальность исследования приемов по оценке стоимости промышленных предприятий доходным методом обусловлена происходящими процессами акционирования предприятий в странах СНГ. Так, удельный вес частной собственности в общем количестве функционирующих предприятий Республики Беларусь в 2008 г. составил 89,9 %, а по объему промышленной продукции — 62,7 [1, 344].

В настоящее время в этих странах основным методом оценки стоимости промышленных предприятий является затратный. Однако в рыночной экономике потенциальный инвестор не будет инвестировать бизнес-проект, не убедившись в том, что в будущем периоде, после приобретения предприятия, оно будет приносить доход. Основной причиной, по которой не используется доходный метод при оценке стоимости промышленных предприятий, является неоднозначное определение понятий «доход», «капитализация дохода» и других, неидентичность показателей эффективности функционирования предприятий, применяемых в учетно-аналитических источниках информации, с показателями, употребляемыми в различных моделях доходного метода при оценке стоимости предприятия. Кроме того, даже при использовании одной и той же

модели с включением в нее различных показателей дохода и коэффициентов дисконтирования цена предприятия может значительно изменяться.

Это требует решения как с теоретической, так и с практической точек зрения. Необходимо ответить на ряд вопросов: «Что считать доходом — чистой прибылью, чистый денежный поток, или свободный денежный поток?»; «Равнозначны ли эти понятия?»; «Какую использовать информационную базу при определении чистого денежного потока в течение будущего периода?»; «Как определить коэффициент дисконтирования?»; «Какую модель оценки предприятия доходным методом использовать из многочисленного их количества?»; «Как провести расчет денежного потока по прибыли, если она не обеспечена притоком денежных средств?»

При оценке стоимости предприятий в экономической литературе стран СНГ рекомендуются приемы доходного метода. От выбранного при проведении оценки приема зависит цена предприятия. В экономической литературе и нормативных документах нет однозначного ответа на вопрос о преимуществах и недостатках использования той или иной модели [2—6] (см. рисунок).



Основные модели оценки стоимости предприятия

Самым распространенным подходом к оценке стоимости компаний является доходный, согласно которому стоимость предприятия определяется дисконтированной величиной свободного денежного потока (FCF), заработанного компанией в течение определенного периода. Модель FCF 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 (чистый) денежный поток определяется без учета выплат налогов и процентов по кредитам. Метод дисконтированных денежных потоков предусматривает определение стоимости как суммы чистых денежных потоков, приведенных к настоящему моменту с учетом риска. Одной из разновидностей этого метода является метод капитализации доходов. Он основан на оценке стоимости компании как отношения чистого денежного потока к коэффициенту капитализации. Этот метод может быть использован для стабильных предприятий, не имеющих резких притоков или оттоков капитала (табл. 1).

Таблица 1. Расчет стоимости предприятия по модели FCF

Показатель	Расчет показателей	
	2008 г.	2009 г.
1	2	3
1. Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) (стр. 020 (ф.2)), млн р.	2 980 285	3 631 300
2. Себестоимость реализованной продукции (стр. 030 (ф.2)), млн р.	2 504 498	3 131 887

Окончание табл. 1		
1	2	3
3. Коммерческие и административные расходы (стр. 050 + стр. 060 (ф.2)), млн р.	40 626	35 382
4. EBIT (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3) – прибыль до налогообложения, млн р.	2 980 285 – 2 504 498 – 3 631 300 – 3 131 887 – – 40 626 = 435 161	– 35 382 = 464 031
5. NOPLAT [стр. 4 (1 – 0,24)] – прибыль после налогообложения, млн р.	435 161 (1 – 0,24) = = 330 722	464 031 (1 – 0,24) = = 352 664
6. 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.	–	(4 939 447 – 5 076 339) – –(13 046 – 2 733) = –10 313
7. WACC – рассчитан с учетом структуры капитала, рыночной рентабельности, ставок процентов по бездисковым вкладам и др., %	20,56	14,67
8. Приведенная стоимость денежного потока [стр. 6 / (1 + стр. 7)], млн р.	–	–10 313 / (1 + 14,67 %) = = –8 994
9. Приведенная стоимость остаточной стоимости [стр. 5 / стр. 7 (1 / (1 + стр. 7))], млн р.	–	352 664/14,67 % (1/1 + + 14,67%) = 2 096 434
10. Стоимость предприятия (стр. 8 + стр. 9), млн р.	–8 994 + 2 096 434 = 2 087 440	

Предполагая аналогичный уровень показателей в течение пяти будущих лет, стоимость по методике FCF составит 10 437 200 млн р. (5 x 2 087 440).

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 существенно легче проводить сравнительный анализ плановых показателей с фактически достигнутыми результатами.

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 стоимостью предприятия на основе определяемого показателя EVA – создать такую цену предприятия для инвестора, чтобы прибыль от основной деятельности (операционная прибыль) превысила средневзвешенную стоимость использованного капитала в денежном выражении. Другими словами, добавленная стоимость возникнет, если рентабельность 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 (табл. 2).

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 направлены на получение дополнительной выгоды для собственников предприятия, которая 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 (табл. 3).

Таблица 2. Расчет стоимости предприятия по модели EVA

Показатель	Расчет показателей	
	2008 г.	2009 г.
1. Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) (стр. 020 (ф.2)), млн р.	2 980 285	3 631 300
2. Себестоимость реализованной продукции (стр. 030 (ф.2)), млн р.	2 504 498	3 131 887
3. Коммерческие и административные расходы (стр. 050 + стр. 060 (ф.2)), млн р.	40 626	35 382
4. EBIT (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3)	2 980 285 – 2 504 498 – 40 626 = 435 161	3 631 300 – 3 131 887 – 35 382 = 464 031
5. NOPLAT [стр. 4 (1 – 0,24)], млн р.	435 161 (1 – 0,24) = 330 722	464 031 (1 – 0,24) = 352 664
6. Активы – Кредиторская задолженность (стр. 300 (ф.1) – стр. 620 (ф.1)), млн р.	1 988 400 – 386 118 = 1 602 282	2 474 939 – 403 183 = 2 071 756
7. Рентабельность активов (ROA) ((стр. 300 (ф.2) / [(стр. 300, гр. 3 (ф.1) + стр. 300, гр. 4 (ф.1)) / 2], %	270 083 / ((1 491 300 + 1 988 400) / 2) = 15,52	258 409 / ((1 988 400 + 2 474 939) / 2) = 11,58
8. WACC, %	20,56	14,67
9. Spread (стр. 7 – стр. 8), %	15,52 – 20,56 = –5,04	11,58 – 14,67 = –3,09
10. EVA (стр. 6 · стр. 9), млн р.	–	2 071 756 (–3,09) = –64 017,3
11. Приведенная прогнозная стоимость EVA [стр. 10 / (1 + стр. 8)], млн р.	–	–64 017,3 (1 + 14,67 %) = –55 827
12. Балансовая величина активов (стр. 300 (ф.1)), млн р.	–	2 474 939
13. Стоимость предприятия (стр. 11 + стр. 12), млн р.	–	–55 827 + 2 474 939 = 2 530 776

Предполагая аналогичный уровень показателей, стоимость организации по методике EVA составит 12 653 830 млн р. (5 x 2 530 776).

Таблица 3. Расчет стоимости предприятия по модели SVA

Показатель	Расчет показателей	
	2008 г.	2009 г.
1. Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов) (стр. 020 (ф.2)), млн р.	2 980 285	3 631 300
2. Себестоимость реализованной продукции (стр. 030 (ф.2)), млн р.	2 504 498	3 131 887
3. Коммерческие и административные расходы (стр. 050 + стр. 060 (ф.2)), млн р.	40 626	35 382
4. EBIT (стр. 1 – стр. 2 – стр. 3), млн р.	2 980 285 – 2 504 498 – 40 626 = 435 161	3 631 300 – 3 131 887 – 35 382 = 464 031
5. NOPLAT [стр. 4 (1 – 0,24)], млн р.	435 161 (1 – 0,24) = 330 722	464 031 (1 – 0,24) = 352 664
6. Активы – Кредиторская задолженность (стр. 300 (ф.1) – стр. 620 (ф.1)), млн р.	1 988 400 – 386 118 = 1 602 282	2 474 939 – 403 183 = 2 071 756
7. Δ (Активы – Кредиторская задолженность) (гр. 4 – гр. 3), млн р.	–	2 071 756 – 1 602 282 = 469 474
8. Δ NOPLAT (гр.4 – гр.3), млн р.	–	360 264 – 330 722 = 29 542
9. WACC, %	20,56	14,67
10. SVA [стр. 8 – стр. 7 · стр. 9], млн р.	–	29 542 – 469 474 x 14,67 = –39 329,8
11. Стоимость инвестированного капитала на момент оценки (стр. 5 / стр. 9), млн р.	–	352 664 / 14,67 % = 2 403 981
12. Стоимость предприятия (стр. 10 + стр. 11), млн р.	–	–39 328,7 + 2 403 981 = 2 364 651,2

Предполагая аналогичный уровень показателей, стоимость организации по методике SVA составит 11 823 256 млн р. (5 x 2 364 651,2).

Как показывают проведенные расчеты, на одном хорошо работающем предприятии Республики Беларусь по трем моделям оценки их стоимость будет разной. Различия в стоимости предприятия по моделям EVA и SVA незначительны и составляют 1 661 млн р. (2 530 766 - 2 364 651). По сравнению с моделью оценки стоимости предприятия по денежному потоку (FCF) две другие модели имеют более значительные различия: по сравнению с моделью SVA оно составило 277 211,2 млн р. (2 364 651,2 - 2 087 440); по сравнению с моделью EVA — 443 326 млн р. (2 530 766 - 2 087 440). Следовательно, при использовании моделей добавленной стоимости EVA и SVA стоимость предприятия увеличивается против стоимости, определяемой с помощью модели FCF. Это обусловлено включением в модели разных не только по экономическому содержанию, но и по величине показателей. Так, в моделях FCF, SVA и EVA 5 первых показателей одинаковы. Что же касается шестого показателя, так называемого свободного денежного потока, применяемого в модели FCF, то в моделях SVA и EVA его нет. Вместо него используется показатель прироста чистых активов (Активы — Кредиторская задолженность) и прирост чистой прибыли.

Уменьшение стоимости предприятия по модели FCF обусловлено тем, что свободного денежного потока на промышленных предприятиях практически не бывает. Даже если он и имеет место в виде остатков на 01.01. 20.. г., то он незначительный, поскольку денежные средства всегда находятся в кругообороте средств.

В модели SVA при оценке предприятия используются показатели прироста чистой прибыли. Как видно в расчетах стоимости предприятия по модели FCF, денежный поток по сравнению с предыдущим периодом не то чтобы увеличился, но на конец года был с отрицательным знаком. За это же период чистая прибыль увеличилась.

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

Наличие отдельных 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 производственного процесса, но и для обеспечения денежными средствами самофинансируемого дохода (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 не взаимосвязаны. Промышленные предприятия, успешно реализующие произведенную продукцию по предоплате, всегда имеют превышение притока денежных средств по форме № 4 над выручкой от реализации. И неважно, что поступившие авансы за еще не отгруженную продукцию являются заемными средствами, но последние учитываются как приток собственных 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 2007–2008 гг. показал, что в его составе 80 % и более составляет добавочный фонд, уставный фонд – всего 1–10%. Добавочный фонд – это в основном 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 рекомендуемых моделях оценки стоимости предприятия содержится целый ряд неопределенностей и неточностей, относящихся в первую очередь 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 внереализационных 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 в 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 стр. 6 и составляет прибыль до налогообложения от текущей (основной, уставной) деятельности. Прибыль после налогообложе-

ния (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 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. На 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 форме № 2 «Отчет о прибылях и убытках» и в форме № 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. В условиях финансово-экономического кризиса с особыми условиями неплатежеспособности промышленных предприятий нельзя не считаться, хотя это и обусловлено сложившейся практикой бухгалтерского учета реализации и формирования прибыли, отраженной в форме № 2 «Отчет о прибылях и убытках».

Литература

1. Большой экономический словарь/под ред. А.Н. Азрилияна. — 7-е изд., доп. — М.: Ин-т новой экономики, 2007.
2. Румянцева, Е.Е. Новая экономическая энциклопедия / Е.Е. Румянцева. — 2-е изд. — М.: Инфра-М, 2006.
3. Самылин, А.И. Анализ стоимости предприятия / А.И. Самылин // Экон. анализ: теория и практика. — 2009. — № 10 (139).
4. Волдайцев, С.В. Оценка бизнеса: учеб. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Велби: Проспект, 2008.
5. Инструкция по оценке предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. — 2008. — № 8 /19487.
6. Статистический ежегодник Республики Беларусь. — Минск: Нац. стат. ком. Респ. Беларусь, 2009.

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