

Рентабельность продаж, как основной показатель эффективности производственной деятельности и отражающий ее финансовую результативность, за 2010 г. увеличилась по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. по Могилевской области на 0,1 п.п. и составила 4,1 %; по г. Бобруйску данный показатель в 2010 году соответствовал областному. В 2011 году рентабельность продаж по Могилевской области составил 7,7 % , по г. Бобруйску данный показатель за аналогичный период превысил областной на 4,8 п.п. и составил 12,5 %.

Рост размера чистой прибыли и рентабельности в 2010-2011 гг. должен привести к увеличению росту прибыльных организаций и сокращению убыточных, однако необходимо отметить, что положительная тенденция данных показателей не привела к существенному изменению ситуации по сравнению с предыдущим периодом. За анализируемый период количество как прибыльных, так и убыточных предприятий сократилось. В 2009 году количество прибыльных организаций в Могилевской области было 1075 ед., в 2010 году – 949 ед., а в 2011 году их количество сократилось на 31 ед. и составило 918 ед. Количество убыточных организаций за аналогичный период также сократилось с 68 ед. в 2009 году до 45 ед. в 2011 году.

В 2009 году в г. Бобруйске было 156 ед. прибыльных предприятий и 15 убыточных, в 2010 году количество организаций получавших прибыль было 129 ед., в 2011 году – 131 ед. Количество убыточных организаций в 2010 году не изменилось, а в 2011 году их количество сократилось до 9 ед.

Таким образом, на основании проведенного анализа можно сделать вывод о том, что рост чистой прибыли и рентабельности за рассматриваемый период не оказали существенного влияния на укрепление позиций предприятий на рынке.

Данный факт свидетельствует о том, что, несмотря на складывающиеся положительные тенденции в экономике страны, некоторые предприятия не обладают достаточной степенью адаптации к изменяющимся рыночным условиям и находят такие стратегические зоны хозяйствования в условиях конкурентного рынка, где достижение поставленных целей становится возможным с минимальной степенью риска и с большей определенностью, то есть обеспечивает преуспевающую позицию.

*В.И. Вербицкая, Ю.В. Мищеряков*  
(Украина, Харьков)

## **МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА**

Ставка дисконтирования отражает стоимость денег с учетом временного фактора и рисков. Говоря о конкретном значении ставки дисконтирования, нельзя употреблять определения «правильная» она или «неправильная», так как это всегда оценка определяемая в каждом случае индивидуально и внимание

следует обратить на то как она рассчитана, например на переговорах сторон где значение ставки дисконтирования может повлиять на цену сделки при покупке или продаже какого-либо бизнеса.

С математической точки зрения ставка дисконтирования это процентная ставка, используемая для определения текущей стоимости будущих денежных потоков. В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования.

Рассмотрим основные группы методов оценки ставки дисконтирования основанные на одном из следующих подходов [1]:

1. Метод оценки WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала, где ставка дисконтирования вычисляется следующим образом:

$$r = WACC = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{V} k_i \quad (1)$$

где  $n$  – количество источников средств (обычно это банковские ссуды и займы, облигационные займы, привилегированные акции, обыкновенные акции, нераспределенная прибыль;  $A_i$  – рыночная стоимость  $i$ -го источника средств;  $V$  – рыночная стоимость объекта оценки ( $=A_1 + \dots + A_n$ );  $k_i$  – затраты на привлечение, ожидаемая рыночная доходность или диктуемые рынком альтернативные издержки источника средств, в теории стоимости капитала за основу принята посленалоговая стоимость.

Наибольшую сложность при применении модели CAPM для компаний постсоветского пространства составляет оценка стоимости акционерного капитала, что связано с:

- неоднозначностью оценки  $R_m$  – среднерыночной доходности.  $R_m$ , рассчитанная на основе роста рыночного индекса, и будет зависеть от выбранного периода расчета и валюты расчета.

- отсутствием информации для расчета значения коэффициента  $\beta$ . Особая проблема для средних и мелких компаний расчет  $\beta$  зачастую невозможен по причине отсутствия открытых торгов акциями оцениваемой компании на бирже и его оценивают через известные компании-аналоги.

2. Метод кумулятивного построения. Согласно этому подходу к величине безрисковой ставки дохода добавляются премии за различные виды риска, связанные с конкретным инвестированием:

$$r = R_f + \sum_{i=1}^j G_i \quad (2)$$

где  $R_f$  – доходность безрисковых активов,  $G_i$  – премия за риск с номером  $i$ .

Рассмотрим виды учитываемых рисков: страновой риск, риски, связанные с размером компании, с зависимостью от ключевой фигуры, с товарной/географической диверсификацией, с диверсификацией клиентуры, с финансовой структурой, с ретроспективной прогнозируемостью и т.д. Обычно

конкретная величина премии за каждый из видов риска (за исключением странового) определяется экспертным путем в вероятном интервале от 0 до 5 % [2].

3. Метод сравнительного анализа или “рыночной экстракции”. Метод основан на анализе большого количества реальных сделок. При этом все объекты приводятся к сопоставимому виду, и рассчитывается средняя норма прибыли по среднему объекту, которая и будет являться ставкой дисконта. В случае отсутствия необходимой информации анализ базируется не на реальных данных, а на опросах инвесторов, и ставки дисконтирования, рассчитанные таким способом и отражают лишь мнения и предпочтения инвесторов. Поэтому, данный метод так же называется методом экспертных оценок.

4. Большинство подходов к оценке ставки дисконтирования использует безрисковую ставку доходности. Основные источники, которые используются для определения безрисковой ставки:

1. ставки по депозитам Сбербанка и других надежных банков;
2. западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран);
3. ставка рефинансирования;
4. государственные облигации;
  - а) в национальной валюте;
  - б) валютные;
  - в) облигации Внутреннего Валютного Займа;
  - г) еврооблигации.

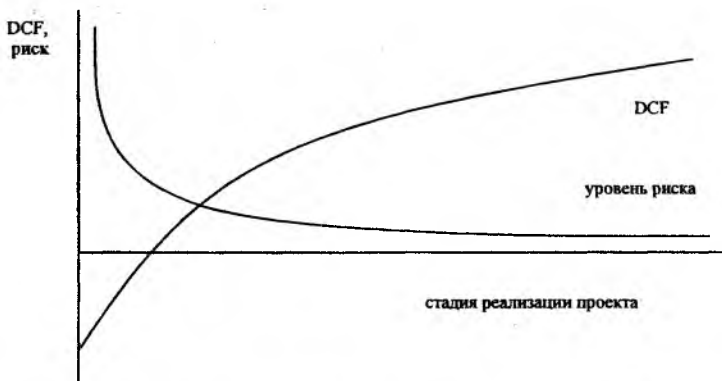
Существуют и другие альтернативные подходы к расчету ставки дисконтирования, например с помощью теории арбитражного ценообразования или модели дивидендного роста. Однако эти теории достаточно сложны и редко применяются на практике.

Ставка дисконтирования в отношении конкретного бизнеса носит динамичный характер на протяжении всех этапов инвестиционного проекта.

По оценкам ученых работающих в этой области выделяют 5 основных фаз развития проекта:

- а) прединвестиционная фаза;
- б) инвестиционная фаза;
- в) освоение технологий, изготовление опытных образцов продукции;
- г) серийное изготовление продукции;
- д) ликвидационная фаза.

Ставка дисконтирования изменяется соответственно изменениям инвестиционных рисков и постепенно сокращается к концу реализации проекта что можно отметить на рисунке.



В заключение следует отметить, что большинство предприятий в процессе работы сталкиваются с необходимостью определения ставки дисконтирования. Для частного инвестора расчеты, основанные на формулах, это не единственный способ принятия правильного решения относительно ставки дисконтирования проекта. Любые математические модели – это только попытка приблизиться к реальной действительности. Инвестор может на основе личной оценки ситуации на рынке определить, какая доходность достаточна для проекта, и использовать ее в расчетах в качестве ставки дисконтирования. Но, для того чтобы индивидуальные ощущения были адекватными, инвестор должен быть опытным, то есть хорошо знать рынок и разбираться в нем.

#### Литература

1. Куколева Е., Захарова М. Безрисковая ставка: возможные инструменты расчета / Е. Куколева, М. Захарова – Вопросы оценки. 2002. №2.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. / А. Дамодаран Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес, 2004. – 142 с.
3. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп./ Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 204 с.

*С.В. Грудько*  
(Беларусь, Гродно)

### ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЕСУРСНОГО МЕТОДА ОЦЕНКИ ТРУДОВЫХ РЕСУРСОВ

На практике используются три метода оценки трудовых ресурсов: индексный, стоимостной и ресурсный. По первому методу все трудовые ресурсы, используемые в организации, переводят в соизмеримые (с учетом имеющихся