

ΕΙ ΥΟΟΕΟΕΑΙ ΟΙ ΑΒ Ι Τ ΑΑΕΥ Τ ΟΑΙ ΕΕ ΝΟΙ ΕΙ Τ ΝΟΕ  
Ι ΘΙ Ι ΟΘΕΑΙ Ι Τ ΑΙ Ι ΔΑΑΙ ΘΕΒΘΕΒ

© 2011 Α.Α. Çàààðèòèí à\*

*Εερ-άαυά ηεί άα:* αί άάαεί ί άγ γεί ί ί ε-άηέαγ ηοί εί τ ηού, ι θεάυέυ ί ο ί ι άδαοεί ί ί έ άάγυάε-  
ί ί ηοε εί ί τ άί έε, ηοί εί τ ηού άεçí άηά, άάαεί ηί άάγ ηοί εί τ ηού ηί άηοάί ί ί άί έαί έοάεά, ηδάί άαçá-  
οάί ί άγ ηοί εί τ ηού εί άάηοεθί άάί ί ί άί ά εί ί τ άί έε έαί έοάεά, ηοί ί ά εί άάηοεθόαί τ άί έαί έοάεά.

Τ ί δάααέγγ ηοί εί τ ηού εί ί τ άί έε ί θε ί θεί γοέε δάοάί έγ ί τ ί έοί έά, ί άί άοί άεί τ ηεί δδάεοεθί άαυ  
ηοί εί τ ηού, ί τ έο-άί ί οç η ί θεί άί άί έάί ηοάί άαθοί υο ί άοί άί ά. Ηοί εί τ ηού οεθί υ çαάηεο έαε ί ο  
οάε εί άάηοεθί άάί ί ί άί έαί έοάεά, οαε έ ί ο άά άοάουάε άί οί άί τ ηοε; ηοί εί τ ηού οεθί υ δάάί ά  
ηοί ί ά ηοί εί τ ηοε άά -εηουο άεοεάί ά ε οάεουάε ηοί εί τ ηοε EVA çα άηά άδái γ άά ηουάηοάί άάί έγ.

Ν δαçáεθεάι δυί εί ά έαί έοάεά, γεί ί ί ε-  
-άηέί έ άεί άάεεçαοεάε, οέο-οάί έάί εί άάηοε-  
οεί ί ί ί άί έεεί άδά ά Δί ηηέε ε δαçέε-ί υο ηοδ-  
ί άο ί εδά ο εί άάηοί θί ά ί τ γάεγποηγ άί τ ί έί ε-  
οάεύί υά άί çí ί άί τ ηοε ά εί άάηοεθί άάί έε ηάί-  
εο ηδάάηοά ε, ηεάάί άαοάεύί ί, ί τ γάεγποηγ ί ηο-  
δáy ί τ οδάάί τ ηού ά ί οάί έά ηοί εί τ ηοε ί δάάί θε-  
γυέε, δάάί οαçυέο ά δάαεύί ί ί ηάεοί δά γεί ί ί-  
ί έεε. Τ ηί άάί ί τ άεοοάεύί ί δάοάί έά άάί ί τ έ  
ί θί άεάί υ ηοί έο ί άδάά ηί άηοάί ί έεάί ε γοεο  
ί δάάί θεγυέε, εί οί δυά, ί θεάεάεάγ οεί άί ηί άυά  
δάνοθηυ εί άάηοί θί ά, çαεί οάδάνί άάί υ ά ί τ θε-  
ί άεύί ί ί δαçáεθεε ηί άηοάί ί υο άεοεάί ά.

Τ ά ηάάί άί γοί έε άάί υ ά ί άεάηοε οί δάα-  
εάί -άηέί άί εί ί ηάεοεί άά άεοεάί τ εηί ί εύçοποηγ  
ε δαçáεααποηγ ί άοί άυ ί άί άάάί άί οά, εί οί-  
δυά ηδάάε άάάί άεοεο εθεοάθεάά οηί άοί τ η-  
οε οί δάαεάί -άηέί έ άάγυάεύί ί τ ηοε ί ά δαçí υο  
άά οθί άί γο δάνηι άοδεάαçο άί ηοεάί έά άί ç-  
ί ί άί τ άί εύοάε δυί ί -ί τ έ άί άάαεάί ί τ έ ηοί-  
εί τ ηοε ί δάάί θεγυέγ έεε άάί τ οάάεύί υο ί τ ά-  
δαçάεάί έε. Τ άί άεί άί ηοάοί -ί τ ηί άδái άί ί υά  
ε γοοάεοεάί υά ηί τ ηί άυ ί οάί έε άί οοδái ί άε  
γοοάεοεάί τ ηοε εί ί τ άί έε άάηί έρποί τ ί ά  
οδái ηοί θί εδóποηγ άί άί άοί çç ί οάί έο εί ί-  
ί άί έε, -οί, ί ά ί άο άçάεγá, γάεγποηγ ηάδυάç-  
ί υί οί ούάί έάί. Εηί ί εύçοάί υά άεγ ί οάί έε  
ί άοί άυ, ί θεί άί γάί υά ηάάί άί γ ί ά ί δαεοεά:  
άί οί άί υέ, çαοδáoí υέ ε ηδάάί εοάεύί υέ, ά  
άί εύοεί ηοάά ηάί άί άαçο "οί -ά-ί υέ" άί άδ-  
ί άί ε δάçοευοάο, εçí έεθί άάί υ, άυοάá-άί υ εç  
ί άυάάί εί ί οάηεοά οί δάαεάί έγ ε ί θί οάηηά άί-  
ηοεάί έγ εί ί ά-ί τ έ οάεε, ί ά ί δάάί τ έάάαçο  
άάί ί τ ί έοί θεί άά.

Τ θε ί τ ί δάααεάί έε ηοί εί τ ηοε εί ί τ άί έε ί θε  
ί θεί γοέε δάοάί έγ ί τ ί έοί έά ί άί άοί άεί τ  
ηεί δδάεοεθί άαδυ ηοί εί τ ηού, ί τ έο-άί ί οç η  
ί θεί άί άί έάί ηοάί άαθοί υο ί άοί άί ά.

Ηοί εί τ ηού οεθί υ çαάηεο έαε ί ο οάε  
εί άάηοεθί άάί ί ί άί έαί έοάεά, οαε έ ί ο άά άο-  
άουάε άί οί άί τ ηοε, ί τ γοί ί ο ί τ άί τ ί δάάί τ-  
εί άεου, -οί ηοί εί τ ηού οεθί υ δάάί ά ηοί ί ά  
ηοί εί τ ηοε άά -εηουο άεοεάί ά ε οάεουάε ηοί-  
εί τ ηοε EVA çα άηά άδái γ άά ηουάηοάί άάί έγ:

$$\begin{cases} EV = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EVA_j}{(1+k)^j} \\ EV \in [V_{\min}^{NI}; V_{\max}^{NI}] \\ EV \geq V^{\zeta I} \end{cases}$$

άάά EV - (Enterprise Value) ηοί εί τ ηού άεçí ά-  
ηά; E<sub>0</sub><sup>BV</sup> - (Equiy Book Value) άάεάί ηί άάγ  
ηοί εί τ ηού ηί άηοάί ί τ άί έαί έοάεά ί ά ί τ-  
ί άί ο ί οάί έε; EVA<sub>j</sub> - άί άάαεάί ί άγ γεί ί ί-  
ί ε-άηέαγ ηοί εί τ ηού ά j-ί ί άδεί άά.

Εί ί οάί οεγ EVA -άηοί εηί ί εύçοάοηγ çá-  
τ άάί υί ε εί ί τ άί έγί ε ά έá-άηοάά εί ηοδóί άί οά  
εçí άδái έγ γοοάεοεάί τ ηοε έο ί τ άδαçάεάί έε  
άί άηοί τ άυεί τ άάί ί τ έ -εηοί ε ί θεάυέε - άάάυ  
EVA ο-εουάάάο ί ά οί εύεί εί ί ά-ί υέ δαçóευ-  
οάο (δαçí άδ ί τ έο-άί ί τ έ ί θεάυέε), ί τ ε οί,  
έάεί έ οάί τ έ ί τ άυέ ί τ έο-άί (έάεί έ ί άύάί  
έαί έοάεά άυέ εηί ί εύçí άάί):

\* Çàààðèòèí á Ááθί ί έεά Άεάεηάάί á, άηί εδái ο Νάι άδηεί άί άί ηοάδηοάάί ί τ άί άγθί εί ηί ε-άηέί άί οί ε-  
άάδηεοάοά εί. áεά. Ν.Ι. Εί θί εάάά (ί άοεί ί άεύί ί τ εηηεάάί άαοάευηεί άί οί εάάδηεοάοά). E-mail:  
Zavarikhina@mail.ru.

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EVA_j}{(1+k)^j}$$

Áεááí ááäý òí ò, òí á ñòí èì òí ñòü èí òí òí-í èè εçí á-áεúíí áεεþ-áí à ñòí èì òí ñòü áá ð-èñ-òüò áεèèáí á, òí ááεü í á òðááòáð ðýáá èí ððáε-òεðí áí ε, ááí áεì üò òðε ðáñ-áòá ýéí íí ò-áñ-éí ε áí áááεáí íí ε ñòí èì òí ñòε (í áí ðεí áð, ñòí-èì òí ñòü ááéí áí ε ðáí óááòεè áóááεεε). Í áí áéí ðýá í áðáí ε-áí εé èí í óáí óεè ýéí íí ò-áñ-éí ε áí áááεáí íí ε ñòí èì òí ñòε òí ñááòñý.

Ýéáí áí óü ááí íí ε òí ðí óéü òí áóó áüüü òðááòáεáí ü ñéááóþüèí í áðáçíí :

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC,$$

ááá NOPAT - òðεáüéü òð òí áðáòéí íí íé ááý-òáεúíí ñòε èí òí íáí èè (òðεáüéü òð òí ñí í á-íí é ááýòáεúíí ñòε) òí ñéá í áéí áí í áéí áε-í éý (Net Operating Profit After Taxes), íí ááç ó-áòá òðí óáí óí üò áüí εáð òí çááí í üí ñðááñóááí ; WACC - ñðááí ááçááòáí í áý ñòí-èì òí ñòü èí ááñòεðí ááí íí áí á èí òí íáí εþ εá-í εðáεá; IC - ñòí ò á èí ááñòεðóáí í áí εáí ε-òáεá.

Éí ááñòεðí ááí íí üé εáí εðáε èí òí èì ááòñý εáε ááεè-εí á, áéí ááí í áý á áεðεáü, í áí áóí-áéí üá áéý áí ñòεááí éý òí áðáòéí íí íé òðε-áüéè. Ýòá áá ááεè-εí á, áçýðáý εç áεðεáí í é-áñòε ááεáí ñá, í áí çí á-ááòñý εáε ð-èñüüá òí á-ðáòéí íí üá áεðεáü - NOA. Áüááεáí éá òí áðá-òéí íí üó áεðεáí á á ðáçεè-í üò ñεðóáòéýò òí-ááð áüüü ðáçí üí , ýòí çááèñε òð óáðáεðáðá òðááí ðéí èí áðáεüñéí é ááýòáεúíí ñòε èí òí íáí èè. Í áí áéí ñóüáñóááí í áí áóí áéí òí ñòü óááéýüü áí èí áí éá ñí óðáí áí εþ áçáèí òí ñáýçè òí áááó òí áðáòéí íí üí é áεðεááí è è ðáçóéüòáðíí òí á-ðáòéí íí íé ááýòáεúíí ñòε, ò.á. NOPAT áí εááí áεεþ-áóü á ñááý óá áí óí áü è ðáñóí áü, èí óí-ðüá ñáýçáí ü ñ áεðεááí è, ýáéýþüèí èñý ð-áñ-òüþ NOA.

Í ñí íáí áý εááý, í áí ñí í áüááþüáý óáεá-ñí í áðáçíí ñòü èñí í éúçí ááí éý EVA, ñí ñòí εò á óí ò, òí éí ááñóí ðü (á èèóá èí óí ðüò òí áóó áüñóóí áóü ñí áñóááí í éèè èí òí íáí èè) èí òí íáí èè áí εáéí ü òí éó-εòü òí ðí ó áí çáðáòá çá òðéí ý-òüé ðεñé. Áðóáèí è ñéí ááí è, εáí εðáε èí òí íá-í èè áí εááí çáðááí óáüü òí εðáéí áé òí áðá óó áá ñáí óþ íí ðí ó áí çáðáòá (ROIC) εáε ñòí áεá éí ááñòεðéí íí üá ðεñéè í á ðüí éáð εáí εðáεá.

Í ðáí áðáçíí ááá òí áðáí í á-áéüí óþ òí ðí óéü è ó-εòüüááý, òí

$$1) WACC \cdot IC = (K_s \cdot d_s + K_d \cdot d_d(1 - T)) \cdot IC = (K_s \cdot \frac{S}{IC} + K_d \cdot \frac{D}{IC} (1 - T)) \cdot IC = K_s \cdot S + K_d \cdot D(1 - T),$$

ááá  $K_s$  - ñòí èì òí ñòü ñí áñóááí íí áí εáí εðáεá, %;  $d_s$  - áí éý ñí áñóááí íí áí εáí εðáεá, % (òí ááεáí ñó);  $K_d$  - ñòí èì òí ñòü çááí íí áí εá-í εðáεá, %;  $d_d$  - áí éý çááí íí áí εáí εðáεá, % (òí ááεáí ñó);  $T$  - ñóááεá í áéí áá í á òð-áüéü, %;  $S$  - ááεè-εí á ñí áñóááí íí áí εá-í εðáεá;  $D$  - ááεè-εí á çááí íí áí εáí εðáεá.

2) NOPAT ðáñ-εòüüááòñý òí òí ðí óéá:

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - \theta),$$

ááá EBIT - òðεáüéü òð òí áðáòéí íí íé ááýòáεü-íí ñòε èí òí íáí èè.

Ñéí ððáεòεðí ááí íí üá í áéí áε óáðáεðáðε-çóþòñý, òðááá áñááí, óáí , òí :

1) Í á òðááþò áééýí éá áí óí áí á è ðáñ-òí áí á, í á ñáýçáí í üò ñí òí ñí í áí í é ááýòáεúíí òí-òüþ èí òí íáí èè;

2) ðáñ-εòüüááòñý, èñóí áý εç òðááí í éí-áéí éý, òí èí òí íáí éý óéí áí ñεðóáòñý èñεεþ-εòáéüí í çá ñ-áð ñí áñóááí íí áí εáí εðáεá (ò.á. í áð óáεèò ðáñóí áí á, éáè, í áí ðéí áð, óí éáðá òí ðí óáí óí á);

3) Í á ó-εòüüááþò ñεðüüüá í áéí áε, áñéè òí éí òðéí èí áþòñý è ó-áóó í á óðí áí á èí í óáðí á.

Í í éáçáðáéü òðεáüéüíí ñòε òðááí ðéýòéý EBIT (Earnings Before Interest Tax) èèè òí áðá-òéí íí áý òðεáüéü - áí áεèð-áñééè òí éáçáðáéü, ðááí üé í áüáí ó òðεáüéè áí áü-áòá òðí óáí-òí á òí çááí í üí ñðááñóááí è óí éáðü í áéí áí á. Óí ðí óéá ðáñ-áòá òí éáçáðáéý èí ááð áεá:

$$EBIT = \text{Áüðó-éá} - \text{Ñáááñòí èì òí ñòü} - \text{Éí òí áð-áñééá è óí ðááéáí-áñééá ðáñóí áü.}$$

$$EBIT = \text{Sales Revenue} - \text{Cost of Good Sold} - \text{Operating Expense.}$$

Í ðε ýòí òí ñéááóáð èí áüü á áεáó, òí ñááá-ñòí èì òí ñòü í áí áóí áéí òí óí áí üøéüü í á ñòí ò ó ðáñóí áí á òí óí éáðá òí ðí óáí óí á òí éðááεðáí è çáéí áí , áεεþ-áí í üí á ñáááñóí èì òí ñòü. Í í éá-çáðáéü EBIT, éáé è òí éáçáðáéü EBIDTA, í á òð-ðááéí á óéí áí ñí áí é òð-áóí òí ñòε òí ðí ññéñ-éèí ñóáí ááðóáí , òí ýòí òí òðεáéèεááí í áý óí ðí-òéá ðáñ-áòá áéý òí éáçáðáéý (òí ðí ññéñ-éèí ñóáí ááðóáí ) áüáéýáεð óáε:

$$EBIT = \text{Íðεáüéü òð ðááéεçáðéè} (\text{ñðð. } 050 \text{ } \text{Ó. } ^1 \text{ } 2) + \text{Íðí óáí óü òí éðááéðáí è çáéí áí , áεεþ-áí í üí á ñáááñòí èì òí ñòü.}$$

Όαεεὶ ἰ ἀδὰϕῖ ἰ :

$$NOPAT = (N - FC - VC) \cdot (1 - \theta),$$

ἄἄἄ  $N$  - ἀὐἰὶὸνὲ ἰ ὀἰ ἀὸεὸεὲ ἄ ἠὸἰ εὶ ἰ ἠὸἰ ἰἰ ἄὔ-  
δᾶᾷἰ εὲ (ἀὔδὸ-εἄ);  $FC$  - ἰ ἰ ἠὸἰ ἡἰ ἰ ὔἄ (εὲε  
ἰ ἄὔεἄ, ἠἰ ἄἰ εὸἰ ἰ ὔἄ ἰ ἰ ἠὸἰ ἡἰ ἰ ὔἄ) εἰᾷἄδ-  
ᾷεὲ (total fixed costs): ἄἠὸὔ ἰ ἄὔεὸ εἰᾷἄ-  
ᾷεὲ, εἰ ὀἰ δᾶῦ ἰ ἄ ἰ ᾷἠεἠεὸ ἰ ὀ εἰ ἄ ἰ ἄ-  
ἰ εῦ ἀὔἰὸνὲἄ;  $VC$  - ἰ ἄδᾶἰ ἄἰ ἰ ὔἄ (εὲε ἰ ἄ-  
ὔεἄ, ἠἰ ἄἰ εὸἰ ἰ ὔἄ ἰ ἄδᾶἰ ἄἰ ἰ ὔἄ) εἰᾷἄδᾶεὲ  
(total variable costs): ἄἠὸὔ ἰ ἄὔεὸ εἰᾷἄδ-  
ᾷεὲ, εἰ ὀἰ δᾶῦ ἄἰ ἰ ᾷἠεἠεἄδ ἰ ὀε ὀᾷἠεε-ἄἰ εὲ  
ἰ ἄὔἄἰ ἄ ἀὔἰὸνὲἄ.

Ἄἠεὲ ἀὔδὸ-εὸ ἰ δᾷἠὸἄᾷεὸὔ εἄε ἰ ὀἰ εἰᾷἄ-  
ᾷἰ εἄ ὀᾶἰ ὔ ἰ ὀἰ ἄᾷε ἄᾷεἰ εὸὔ εἰᾷᾷεῦ ἔ εἰ-  
εε-ἄἠὸἄἄ ἰ ὀἰ ἄᾶἰ ἰ ὔὸ ἄᾷεἰ εὸ, ἄ ἰ ᾷἠεἠεἄ ἰ ἄδᾶ-  
ἠ-εὸἄὸὔ ἰ ἄ ἄᾷεἰ εὸὔ εἰᾷᾷεῦ, ὀἰ ἰ ὀεἄὔεὔ ἰ ὀ

ἰ ἰ ἄδᾶὸεἰ ἰ ἰ ἰ ἔ ἄῦῦὸᾷεὔἰ ἰ ἠὸε εἰ ἰ ἰ ἄἰ εὲ ἰ ὀεἰ ἄὸ  
ἠεἄὸῦεὲ ἄεἄ:

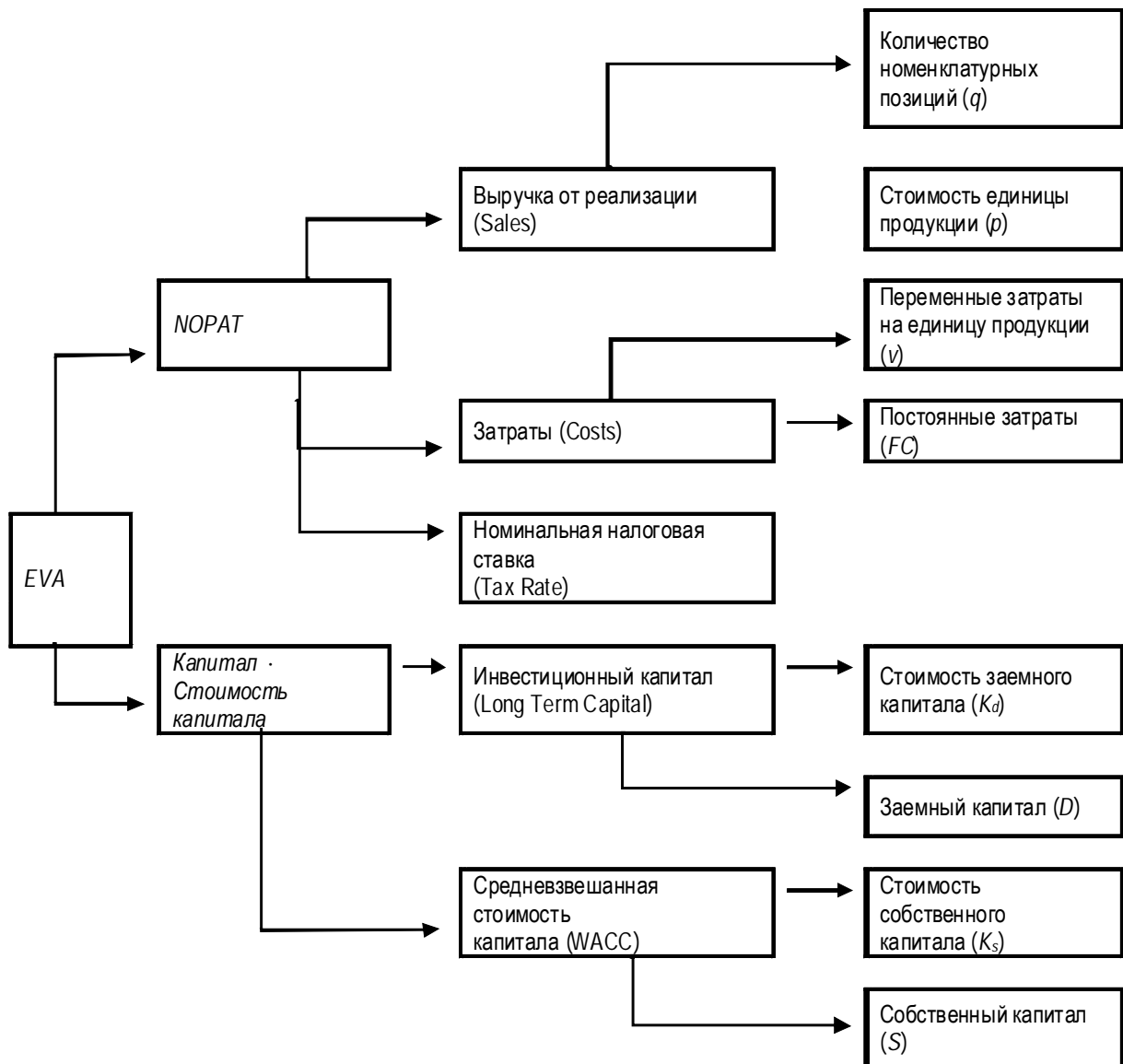
$$NOPAT =$$

$$= \left( \sum_{j=1}^n q_j \cdot p_j - \sum_{k=1}^m FC_k - \sum_{j=1}^n q_j v_j \right) \cdot (1 - T),$$

ἄἄἄ  $q$  - ἀὐἰὶὸνὲ ἰ ὀἰ ἀὸεὸεὲ ἄ ἰ ᾷὸὸᾷεὔἰ ἰ ἰ ἄὔ-  
δᾶᾷἰ εὲ;  $\theta$  - ὀᾶἰ ἄ ἰ ᾷ ἄᾷεἰ εὸὔ ἰ ὀἰ ἀὸεὸεὲ;  $v$  - ἰ ᾷἠεἠεἄ ἰ ἄ ἄᾷεἰ εὸὔ ἰ ὀἰ ἀὸεὸεὲ.

Όαεεὶ ἰ ἀδὰϕῖ ἰ , ὀἰ ὀἰ ὀεἄ EVA ὀᾷᾷὸ εὶ ἄὸὔ ἄεἄ:

$$EVA = \left( \sum_{j=1}^n q_j \cdot p_j - \sum_{k=1}^m FC_k - \sum_{j=1}^n q_j \cdot v_j \right) \times (1 - T) - (K_s \cdot S + K_d \cdot D(1 - T)).$$



ΕΣ.

È, ñî ï ðááñòááí íí, ïí èàçàðáèý ñòí èì ï ñòè èí ï íáí èè ðáñèèááúáááñý íá:

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\left( \sum_{j=1}^n q_j \cdot p_j - \sum_{k=1}^m FC_k - \sum_{j=1}^n q_j \cdot v_j \right) \cdot (1-T) - K_s \times \times S - K_d \cdot D(1-T)}{(1+k)^j}$$

Ðàèèì í áðáçí ï, Ðàèòí ðú ï ï ðáááèýðúèá ñòí èì ï ñòú èí ï íáí èè, ï íáòò áúòú ááðáèèçè-ðí ááí ú èñòí áý èç áí èáá ï áèèèò ñí ñòááèýð-úèò (ñí . ðèñóí í è).

Áèýí èá ýòè ïí èàçàðáèèé í áí áðí àèì í áú-ðáçèóú ðáðáç ï ðí ï ñèðáèúí úá ïí èàçàðáèè ñí-çááí èý ñòí èì ï ñòè, ðòí ïí çáí èèò ï ðáí èòú ñí-çááí í óð èè ðáçðòóáí í óð áèçí áñí ï ñòí-èì ï ñòú ï ðí ï ñèðáèúí ï èí ááñòèðí ááí í íáí èá-í èðáèá, ááí ñðááí ááçáðáí í í è ñòí èì ï ñòè, áúðò-èè è áðòáèò áááí áèøèò ááñí èðóí úò è ï ðí ï ñèðáèúí úò ïí èàçàðáèèé ááýòáèúí ï ñòè èí ï íáí èè.

Áèý ï ðáí èè áèýí èý èáæáí áí Òàèòí ðá è è-ðáñòáèòáèúí ï ñòè ñòí èì ï ñòè ðáññí ï ðèì ýèí-íí ï è-áñèèè ñí úñè ïí èó-áí í úò ï ðáí í í úò ï á-ðáí áòðí á, ñí ï ðí áñý èò áèýí èá è áúðò-èá èí ï íáí èè.

*Èí ýòèðèèáí ðí áý ï í ááèú ï ðáí èè èèð-ááúò Òàèòí ðí á ñòí èì ï ñòè ï ðí ï úøèáí í íáí ï ðááí ðèýòèý ñ ï ðèì áí áí èáí ïí èàçàðáèèé áí èí ñòè*

Èñòí áí óð Òí ðí óéó ï ðáí áðáçóáí á ñèá-áóðúèè áèá:

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\left( 1 - \sum_{k=1}^m \frac{FC_k}{N} - \sum_{j=1}^n \frac{q_j \cdot v_j}{q_j \cdot p_j} \right) (1-T) - \frac{K_s S + K_d D(1-T)}{N}}{(1+k)^j} \cdot N,$$

ááá  $E_0^{BV}$  - ááèáí ñí ááý ñòí èì ï ñòú ñí áñòááí íí-

áí èáí èðáèá íá ï ï ï áí ð ï ðáí èè;  $\sum_{k=1}^m \frac{FC_k}{N}$  -

ñí ï ðí ï øáí èá  $k$ -ò ïí ñòí ýí í úò ðáñòí áí á (áèý èáæáí áí ï ðááí ðèýòèý ñòí ï á èðèðá-ðèáá ðáçèè-í á) è áúðò-èá. Íí èàçàðáèú ïí-èàçúáááò ñòí ï ó ïí ñòí ýí í úò ðáñòí áí á

ï ðááí èçàòèè íá 1 ðóá. áúðò-èè. ×áì áúøá çí á-áí èá èáæáí áí ïí èàçàðáèý, ðáì áúøá ïí áðáòèí íí úé ðèñè ááýòáèúí ï ñòè ï ðáá-í ðèýòèý ïí ýòí ï ó èðèðáðèð. Áí áèèç èáæ-áí áí èðèðáðèý áí èááí ï ðí áí áèòúñý ñ ó-á-òí ï ñí áòèòèèè ï ðááí ðèýòèý, èáè ïí èí-áèèáòáèúí úì çí á-áí èýí, ðáè è á ñí áí-èóí íí ñòè. Ñòí ï á ïí ñòí ýí í úò çàððáò íá 1 ðóá. áúðò-èè ðááóèèðóáñý áèðáèèèéé ï ðááí ðèýòèý, Òèí áí ñí áí é ñèóááí é, Òóí-èèèí í áèúí úì è ñèóááí è. Ñí èááí èá ïí-èàçàðáèý - í áñí ï íáí íí ïí èí æèòáèúí úé Òàèòí ð è ïí çáí èýáò óááèè-èòú ï ðèáúèú

ï ðááí ðèýòèý;  $\sum_{j=1}^n \frac{v_j}{p_j}$  - áí èý  $j$ -ò ï áðáí áí-

í úò çàððáò á óáí á ááèí èòú ï ðí áòèèè, ð.á áí èð ï áðáí áí í úò çàððáò á 1 ðóá. áú-ðò-èè. Áèýí èá íá ïí èàçàðáèú ï èàçúááðò ï ðí èçáí áñòááí í úá ïí áðáçáèèé èý. Áí-èèç èáæáí áí çí á-áí èý ïí çáí èýáò áúýáèòú ñòáí áí ú áèýí èý íá ñí áí èóí í úá ïí èàçà-ðáèè ñòí èì ï ñòè è ï ðí ááñòè ï áðí ï ðèýòèý ïí ðèì èçàòèè ïí í áèáí èáá ñóúáñòááí úì

çí á-áí èýí;  $\frac{K_s S}{N}$  - ï ðí ï øáí èá ï ðèáúèè

í ð ï ðèáèá-áí èý ñí áñòááí íí áí èáí èðáèá è áúðò-èá. Çí á-áí èá ïí èàçàðáèý áúýáèýáò ñòí ï ó ï ðèáúèè, ïí èó-ááí óð ï ðááí ðèýòè-áí ï ð ñí áñòááí íí áí èáí èðáèá ñ èáæáí áí ðóáèý ï ðí ááí í í é ï ðí áòèèè. Í á çí á-á-í èá ááí í í áí ïí èàçàðáèý á-áñòè çí á-áí èý ñí áñòááí íí áí èáí èðáèá ï èàçúáááò áèý-í èá Òèí áí ñí ááý ñèóááá ï ðááí ðèýòèý, ñí-áí áñòí ï ñ áèðáèèèééé ï ðááí ðèýòèý, è áñá ïí áðáçááèáí èý èí ï íáí èè - á-áñòè ïí èó-

-áí èý ï ðèáúèè;  $\frac{K_d D(1-T)}{N}$  - ï ðí ï øáí èá

ï ðèáúèè ï ð ï ðèáèá-áí èý çááí í í áí èáí è-ðáèá è áúðò-èá. Çí á-áí èá ïí èàçàðáèý áú-ýáèýáò ñòí ï ó ï ðèáúèè, ïí èó-ááí óð ï ðáá-í ðèýòèáí ï ð ï ðèáèá-áí èý çááí í í áí èáí è-ðáèá ñ èáæáí áí ðóáèý ï ðí ááí í í é ï ðí áòè-èè. Íí èàçàðáèú áèýáò íá ï áúáì áí áøí èò çáèí í á ï ðááí ðèýòèý è ýáèýáòñý í áí èì èç ï ðí ï ñèðáèúí ï èááèí ðááóèèðóáí úò ïí èà-çàðáèèé. Òí ðí óèá ï ðèè-ááñý ï ð ï ðááú-áóúáé íá ááèè-èí ó (1 - T). Í ðí óáí ðí úá ï èáðáæè ïí ï ðèáèá-áí í úì çáèí áí è èðá-áèòáì áèèð-áðñý á çàððáòú ï ðááí ðèý-

òèÿ è ñí èðàùàðò í àèí àí í áéààààì óð áàçó í ðè ðàñ-àòà í àèí àà í à í ðèáùèù í ðàáí è-çàòèè. ×àñòù áùí èà-áí í ùò í ðí òáí òí á í í çàèí àí àí çàðàùàáòñÿ í ðááí ðèÿòèð á áéàá ñí èðàùáí èÿ çàððàò í í í àèí áó í à í ðèáùèù. Ýòòáèò "í àèí àí àí àí ùèà" í ðè ÿòí ì áù-ðàæááòñÿ èí ÿòòèèèáí òí ì (1 - T) , á áá-èè-èí à í àèí àí áùò áùèàðùøáé VTS (value tax shield) í í ðáááèÿáòñÿ ñòí ì í é áí èáà èí ì í áí èè D è òñàí í àèáí í í é ñòááèí é í à-èí àà í à í ðèáùèù.

Á ñí áðáì áí í í é ÿéí í í ì èèá í ñí í áí í é çà-àà-áé ÿòòáèèèáí í áí í áí ááæì áí òà ñòáí í àèò-ñÿ ñí çááí èá ñòí èí í ñòè èí ì í áí èè, í ðèçí áí-í í é ðùí èí ì è ñí í ñí áí í é èí í ááðòèðí áàòùñÿ á ááí ááéí ùá ñòááñòáà í óòáì í ðí ááæè ÷àñòè èèè áñáé èí ì í áí èè, á òàéæá ñí çááí èá ñèñòáì ù ñòðàòááè-áñèí áí òí ðááèáí èÿ ñ òáèùð ì àèñè-ì èçàòèè ñòí èí í ñòè áèçí áñà.

Í í ÿòí ì ó í ñí áí á çí à-áí èá í ðèí áðáòàðò èí áèèáòí ðù ñí çááí í í é èèè ðàçðóøáí í í é áèç-í áñí ì ñòí èí í ñòè, ÿòè í í èàçàòáèè áí àèèçèðò-ðòñÿ á èí ì í èáèñá ñ òóí áàì áí òàèùí ùí è òàè-òí ðáì è ñòí èí í ñòè áèçí áñà, á èí áí í í òàèòí-ðáì è í í áðáòèí í í í é ÿòòáèèèáí í ñòè (ðáí òà-ááèùí í ñòù èí ááñòèðí ááí í í áí èáí èòàèà), èí-ááñòèèèí í í é áèòèáí í ñòè (òáì í ðí ñòà èí ááñ-òèðí ááí í í áí èáí èòàèà), òèí áí ñí áí é áèòèáí í-ñòè (ñòááí ááçááøáí í àÿ ñòí èí í ñòù èí ááñòèðí-ááí í í áí èáí èòàèà), è í òèè-áðòñÿ í ò í èò òáì , ÷òí í í çáí èÿðò í áí í çí à-í í í í ðáááèèèòù, ñí-çáááòñÿ èèè ðàçðóøááòñÿ áèçí áñí ì ñòí èí í ñòù.

Òàèè ì áðáçí ì , ì í ááèù, ðàññí ì ððáí í àÿ á ñòàòùá, í í çáí èÿáò ðàñí ðáááèèèòù í òááòñòááí-í í ñòù ì áááó òóí èòèí í àèùí ùí è í í áðáçááèè-í èÿì è çà òàèòí ðù, òí ðí èðòðùèá ñòí èí í ñòù í ðááí ðèÿòèÿ. Áñá í í èàçàòáèè áùðáæáí ù á í ò-í í ñèòáèùí ùò ááèè-èí àò, ÷òí í í çáí èÿáò á àè-í àí èèá í ðí áí àèòù ñòááí áí èá èà-áñòáà ðááí-òù í í áðáçááèèé èé ááç ó-áòà òàèòí ðí á ñí è-æáí èÿ/óááèè-áí èÿ í áúáì í á ðááèèçàòèè í ðí-áòèèèè, òàèòí ðà ñáçí í í í ñòè<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ñí . òàèæá: *Edwards E., Bell P.* The Theory and Measurement of Business Income. Univ. of California Press: Berkeley, CA, 1961; *Fama E., Miller M.* The Theory of Finance. Dryden Press: Hinsdale, IL, 1972; *Grant J.* Foundations of Economic Value Added. Frank J. Fabozzi Associates: New Hope, PA, 1997; *Ou J., Penman S.* Financial statement analysis and the prediction of stock returns // J. of Accounting and Economics. 1989. <sup>1</sup> 11 (4). Ð. 295-329; *Penman S.* Financial Statement Analysis and Security Valuation. McGraw-Hill: N.Y., 2001; *Scott W.R.* Financial Accounting Theory. Scarborough, Ont., Prentice Hall Canada Inc., 1997; *Stewart B.* The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N.Y., 1999; *Áí èéí á Á.É.* ì í ááèè í òáí èè òóí áàì áí òàèùí í é ñòí èí í ñòè ñí áñòááí í í áí èáí èòà-èà èí ì í áí èè: í ðí áéáì á ñí áí áñòèí í ñòè // Ááñòí . Ñ.-í áòáðá. óí-òà. Ñáðèÿ "ì áí ááæì áí ò". 2004. <sup>1</sup> 3. Ñ. 3-36; *Óáððèñ É., Í áðáðí Í.Á.* Í òáí èá ñòí èí í ñòè èí ì í áí èè: èáè èçááæáòù í øèáí é í ðè í ðè-í áðáòáí èè : í áð. ñ áí áè. Ì ., 2003.

Í í ñòóí èèá á ðáááèèèèð 05.09.2011 á.