

Дошанов А.Е. – ст. преподаватель  
Международной Академии Бизнеса  
Базарбекова А.Д.- ст. преподаватель  
МВА, PhD докторант

## **Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической прибыли**

Интеграция Казахстана в мировую экономику предопределяет совершенствование базовых экономических концепций и обуславливает необходимость постоянного обновления экономических знаний. В данных условиях менеджеры новой формации сталкиваются с острой потребностью получения экономического инструментария, позволяющего наращивать конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность бизнеса, т.е. совокупность способов и методов, дающих возможность наиболее эффективно управлять стоимостью бизнеса.

Все большую актуальность приобретает развитие концепции экономической прибыли, базирующейся на классической предпосылке о необходимости покрытия компанией своих затрат. При этом в составе затрат учитываются затраты, связанные с привлечением капитала.

Одним из основоположников концепции экономической прибыли можно считать Альфреда Маршалла, который отмечал: «...то, что остается от его (собственника или управляющего) прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью» Высказывание А. Маршалла является доказательством того, что понятие прибыли, называемой «остаточный доход» или экономическая прибыль, радикально отличается от сегодняшнего понятия дохода в бухгалтерском учете, измеряемого как чистый доход.

Дальнейшим развитием концепции послужили учение о возможных издержках и четкая фиксация разрыва между бухгалтерской и экономической (предпринимательской или управленческой) прибылями.

Ключевое отличие между бухгалтерской прибылью и экономической прибылью содержится в классическом экономическом утверждении, что компания не является по-настоящему прибыльной до тех пор, пока ее доходы не только будут покрывать производственные и операционные расходы, но будут достаточны для того, чтобы обеспечить их владельцев нормальной отдачей на инвестированный капитал. По сути, это и есть экономическая прибыль.

Большой вклад в развитие теории экономической прибыли внесли Ирвинг Фишер в 30-х гг. XX в. и Нобелевские лауреаты Франко Модильяне и Мертон Миллер в конце 50-х - начале 60-х гг. В частности, И. Фишер исследовал связь между чистой текущей стоимостью компании и дисконтированным потоком ожидаемых денежных доходов. Ф. Модильяне и М. Миллер затем показали, что инвестиционные решения компании с положительной чистой текущей стоимостью являются основным, решающим фактором

роста стоимости компании и стоимости ее акций.

В течение последних ста лет концепция экономической прибыли становится все более популярной. Причины популярности раскрываются Питером Друкером, который отмечает, что до тех пор, пока бизнес не принесет прибыль, превосходящую стоимость капитала, он убыточен. Вместе с тем бизнес платит налоги словно он имел подлинную прибыль. Предприятие на самом деле возвращает в экономику меньше, чем получило от нее в виде ресурсов, т.е. без учета издержек, связанных с привлечением капитала, компания может не создавать стоимость, а разрушать ее.

В современных условиях концепция экономической прибыли служит фундаментом для разработки новых моделей и методов оценки, широко используемых при управлении стоимостью компании.

**Концепция управления стоимостью. Факторы и показатели стоимости.** Содержание концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций.

Значимость данного вопроса велика, поэтому широко отражается в научных и практических исследованиях.

В настоящее время концепция управления стоимостью принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Согласно концепции целесообразно отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев оценки успешности функционирования компании и принять в качестве основы критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, - добавленная стоимость.

Концепция управления стоимостью базируется на следующих принципах:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, - поток денежных средств, генерируемый компанией;
- новые капитальные вложения компании должны осуществляться только при условии, что они создают новую стоимость. При этом создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность вложений выше затрат на привлечение капитала;
- в изменяющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании (ее инвестиционный портфель) также должно меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.

Отказ от традиционных бухгалтерских показателей в концепции стоимости объясняется просто: бухгалтерская отчетность не всегда объективно выражает текущее финансовое состояние компании и ее финансовые результаты. Постоянно усложняющаяся методология бухгалтерского учета позволяет руководству существенно исказить сведения о финансовых результатах их компаний. Череда бухгалтерских скандалов, произошедших в США (например, ситуация с компаниями «ENRON», «WORLDCOM»), яркое тому подтверждение. Казахская система бухгалтерского учета представляет заинтересованным искаженную информацию.

При оценке стоимости бизнеса необходима полная информация. В сто-

имости учитываются долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе концепции управления стоимостью - прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании. В отличие от других показателей стоимость - всегда долгосрочный показатель. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике «выжимания соков» из компании и ее финансовой несостоятельности в будущем.

Концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал - самовозрастающая категория, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться.

Руководство фирмы должно понимать, что она находится в постоянной конкурентной борьбе с другими компаниями за капитал инвесторов и, если фирма не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста стоимости капитала, лишается этого ресурса, этого фактора производства, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование. Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы, сложившиеся в компании.

При переходе к концепции управления стоимостью необходимо выявление факторов роста стоимости компании, воздействуя на которые, менеджеры могли бы существенно повысить стоимость.

Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и т.д.) не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы «защитить» стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц.

Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать. Система показателей, характеризующих эффективность компании в рамках концепции управления стоимостью, постоянно обновляется.

**Сущность и применение показателя экономической добавленной стоимости (EVA).** Из всех существующих показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью компании, показатель экономической добавленной стоимости наиболее известен и распространен.

Автор концепции Б. Стюарт определяет показатель *экономической добавленной стоимости как разность между чистой операционной при-*

**ылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала.** EVA позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой ставке доходности, которую акционеры и кредиторы смогли бы получить, вложив свои средства в ценные бумаги с таким же уровнем риска.

Существуют два основных способа расчета показателя EVA:

$$EVA = \begin{array}{l} \text{Чистая} \\ \text{операционная} \\ \text{прибыль после} \\ \text{налогообложения} \\ \text{(NOPAT)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Средневзвешенная} \\ \text{стоимость} \\ \text{капитала (WACC)} \end{array} \cdot \begin{array}{l} \text{Инвестированный} \\ \text{капитал} \\ \text{(CAPITAL employed)} \end{array}$$

или

$$EVA = \begin{array}{l} \text{Норма возврата} \\ \text{капитала (ROI)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Средневзвешенная} \\ \text{стоимость капитала} \end{array} \cdot \begin{array}{l} \text{Инвестированный} \\ \text{капитал} \end{array}$$

**Пример 1.** Надо рассчитать показатель EVA. Предположим, что инвестиции в производство и продажу хот-догов в уличных киосках составляют 1000 долл. Норма возврата капитала равна 5%, при этом инвестиции с аналогичным уровнем риска могут принести доходность в 15%.

В данном случае

$$EVA = (5\% - 15\%) \cdot 1000 \text{ долл.} = - 100 \text{ долл.}$$

Из примера видно, что бухгалтерская прибыль составит 50 долл. (5% • 1000 долл.), при этом существует возможность заработать 150 долл. (15% • 1000 долл.). Отрицательное значение EVA свидетельствует о том, что совершение данной инвестиции в объеме 1000 долл. нецелесообразно.

**Пример 2.** Рассмотрим более сложную ситуацию, когда нужно принять решение по инвестициям на базе показателя экономической добавленной стоимости (EVA).

Компания производит газированные напитки. Инвестированный капитал на дату оценки составляет 100 млн долл. Структура инвестированного капитала: 50% - собственный капитал, 50% - заемный. Стоимость заемного капитала - 5%, стоимость собственного капитала - 15%. Операционная прибыль компании - 11 млн долл. Получаем:

$$\text{Норма возврата капитала} = 11 \text{ млн долл.} / 100 \text{ млн долл.} = 11\%.$$

Отсюда

$$EVA = \begin{array}{l} \text{Норма возврата} \\ \text{капитала} \\ \text{(ROI)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Средневзвешенная} \\ \text{стоимость капитала} \\ \text{(WACC)} \end{array} \cdot \begin{array}{l} \text{Инвестированный} \\ \text{капитал} \\ \text{(CAPITAL employed)} \end{array}$$

Руководство данной компании рассматривает вопрос о новых инвестициях в объеме 125 млн долл., связанных с приобретением нового оборудования. Предлагается осуществление инвестиции в полном объеме за счет получения кредита. Финансовый расчет показывает, что рентабельность инвестиции составляет 6%. Таким образом, общий объем инвестированного капитала с учетом новой инвестиции составит 125 млн долл. (40% собственного капитала, 60% долга). Величина ожидаемой операционной прибыли: (11

млн долл. + 6%) • 25 млн долл. = 12,5 млн долл.; норма возврата на весь инвестированный капитал: 12,5/125 = 10%. Средневзвешенная стоимость капитала снизится: (0,4 • 15%) + (0,6 • 5%) = 9%. Показатель EVA = (10% - 9%) • 125 = 1,25 млн долл.

Из примера видно, что действия руководителя при осуществлении данной инвестиции приводят к увеличению экономической добавленной стоимости, что, в свою очередь, вызывает увеличение стоимости компании для акционеров.

**Факторы, определяющие показатели EVA.** Рассмотрим взаимосвязь между экономической добавленной стоимостью (EVA) и основными факторами, используемыми при расчете (рис.1).

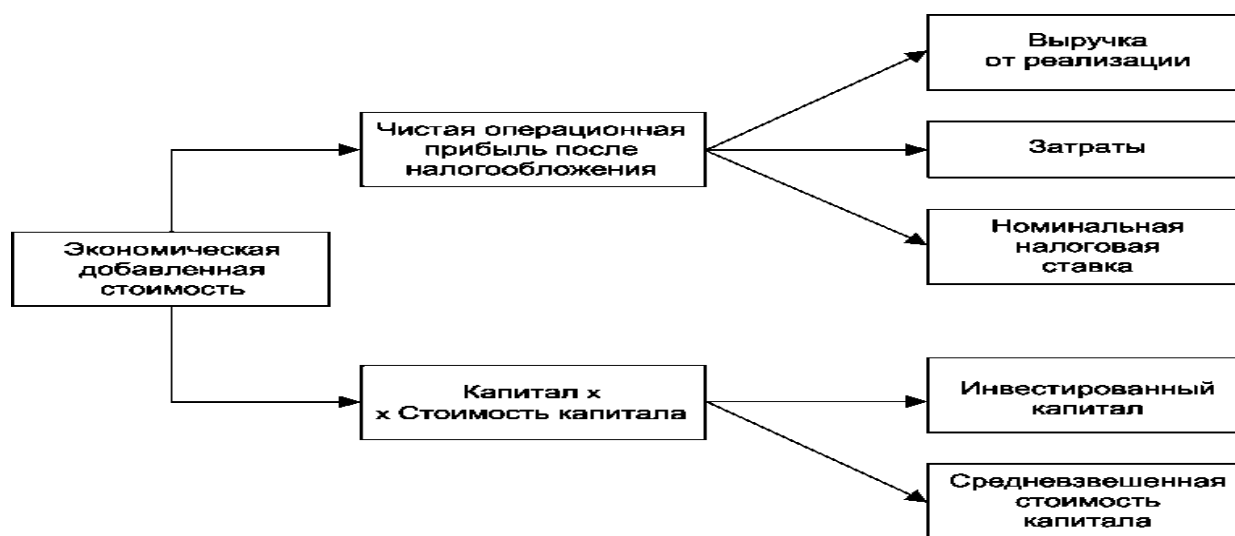


Рис. 1. Основные факторы, формирующие EVA

Увеличивая значение показателя EVA путем воздействия на приведенные факторы, менеджер увеличивает стоимость компании.

Показатель EVA может быть увеличен за счет:

- увеличения дохода от реализации и уменьшения величины затрат [экономия и оптимизация текущих издержек (сокращение нерентабельных производств и т.п.)];
- оптимизации затрат на привлечение капитала.

Согласно примеру 2 еще раз следует отметить, что действия руководителя компании в процессе производства газированных напитков корректны, приводят к увеличению стоимости компании. Дальнейшее повышение стоимости компании возможно путем увеличения ассортимента напитков, экономии и оптимизации текущих издержек и т.п.

**Оценка компании на основе показателя экономической добавленной стоимости (EVA).** С помощью показателя экономической добавленной стоимости можно рассчитать стоимость компании:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Ранее инвестированный капитал} + \text{Текущая добавленная стоимость от капитальных вложений} +$$

Сумма текущих

+ добавленных стоимостей от новых проектов

**Использование показателя EVA при управлении стоимостью компании.** В процессе управления стоимостью компании показатель экономической добавленной стоимости используется при: составлении капитального бюджета; оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом; разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента. Преимущества применения показателя связаны с адекватным и нетрудоемким определением с помощью показателя степени достижения подразделением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости.

Таким образом, экономическая добавленная стоимость:

- является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями;
- выступает индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная - о снижении;
- служит инструментом для определения нормы возврата капитала, выделяя при этом часть денежного потока, заработанного за счет инвестиций;
- базируется на стоимости капитала как средневзвешенном значении различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;
- позволяет определять стоимость компании, а также оценивать эффективность подразделений компании или отдельных имущественных комплексов.

Несмотря на ряд достоинств, у показателя экономической добавленной стоимости имеются недостатки:

- на величину показателя EVA (как и любого показателя, базирующегося на концепции экономической прибыли) существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость - высокая, если завышена, то, наоборот, добавленная стоимость - низкая). При этом автором показателя предлагается ряд корректировок балансовой величины инвестированного капитала, что также может внести дополнительный субъективизм в расчеты, что приведет к искажению рыночной стоимости;
- основная часть добавленной стоимости показателя приходится на постпрогнозный период, что представляет собой «корректировку» на «неучет» реальной стоимости инвестированного капитала в добавленных стоимостях прогнозного периода.

### **Выводы**

Концепция управления стоимостью принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Данная концепция переносит центр тяжести от бухгалтерских показателей оценки успешности функционирования компании на показатели добавленной стоимости.

Если компания не создает стоимость на ожидаемом инвесторами уровне, она теряет один из основных ресурсов - капитал. Концепция управления стоимостью дает в руки менеджеров экономические инструменты, с помощью которых они могут увеличивать стоимость компании, воздействуя на факторы стоимости. Концепция позволяет постоянно обновлять показатели, характеризующие эффективность деятельности компании.

Одним из наиболее популярных является показатель экономической добавленной стоимости (EVA). Причиной этого служит простота расчета, наличия специального программного продукта, возможности использования EVA для оценки стоимости компании, подразделений. EVA может использоваться как индикатор качества управленческих решений. Так, положительная величина данного показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, а отрицательная — о ее снижении.

Показатель экономической добавленной стоимости рассчитывается как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. На его величину существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала. Для ликвидации даного недостатка предлагается в бухгалтерскую отчетность вносить значительное число поправок. Однако это, как правило, приводит к искажению стоимости компании.

В отличие от показателя EVA показатель акционерной добавленной стоимости (SVA) базируется на рыночной стоимости инвестированного капитала. Он определяется как разница между двумя показателями: стоимостью акционерного капитала после произведенных инвестиций и стоимостью того же капитала до этой операции.

Важным преимуществом показателя SVA выступает учет стоимости, добавленной новыми инвестициями, в том же году, когда данная инвестиция была совершена.

Модели оценки, базирующиеся на использовании показателей EVA и SVA, позволяют совершенствовать метод дисконтирования денежных потоков.

### **Аннотация**

В статье рассматриваются методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической прибыли. Концепция управления стоимостью дает в руки менеджеров экономические инструменты, с помощью которых они могут увеличивать стоимость компании, воздействуя на факторы стоимости. Концепция позволяет постоянно обновлять показатели, характеризующие эффективность деятельности компании.

### **Annotation**

This article discusses methods of assessment and company's cost management, based on the concept of economic profit. Cost management concept gives economic tools to the managers with which they can increase the value of the company, affecting to the cost factors. The concept allows to continuously update

the indicators characterizing the efficiency of the company.

### **Литература**

1. Фишмен Джей, Пратт Шеннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт. Руководство по оценке стоимости бизнеса. Пер. с англ. – М.: ЗАО «КВИНТО – КОНСАЛТИНГ», 2009. – 388 с.
2. Оценка бизнеса. Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, -2-ое изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2009.
3. Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. – М.: Маросейка, 2008.
4. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компании: оценка и управление. 2-е изд. стер./ Пер.с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010.