

Тема 13. Анализ стратегических показателей.

13.1. Анализ стоимости капитала.

13.2. Анализ стоимости акций компании.

13.3. Модель «Дюпона».

13.4. Анализ добавленной акционерной стоимости.

13.5. Анализ добавленной экономической стоимости.

Природа рыночной экономики такова, что капитал (деньги, инвестиции — выберите любой понравившийся синоним) всегда ищет то место, где его отдача будет выше. Этой цели служат как относительно новомодный фондовый рынок, так и извечно существовавшие отношения купли-продажи компаний. Как и в любых рыночных отношениях, спрос здесь также моментально рождает предложение. Получается, что коль скоро есть интерес, направленный на покупку бизнеса, не может не существовать и встречный интерес у бизнеса — быть проданным, причем проданным по наилучшей цене.

Стратегия большинства компаний на определенном витке их развития обязательно будет сосредоточена на подготовке к продаже бизнеса. В этот момент на первый план выходит работа по увеличению стоимости компании, идентификации тех показателей, которые будут использованы потенциальными покупателями для оценки этой стоимости. Следующим очевидным шагом становится деятельность, направленная на то, чтобы сориентировать работу компании на максимизацию значений этих показателей.

Анализ стоимости капитала. Стоимость капитала (ее также называют ценой капитала или затратами на капитал) представляет собой норму прибыли, которую инвестор ожидает получить на свою инвестицию с учетом рисков, связанных с ней. Каждый вид инвестируемого в компанию капитала (например, инвестиции в обыкновенные акции, привилегированные акции или предоставленные долгосрочные займы, а также нераспределенная прибыль) имеет свою стоимость. В качестве исходной базы для оценки минимальной стоимости акционерного капитала часто используют прибыль, на которую может рассчитывать акционер, вложив деньги в какой-либо альтернативный проект с подобным уровнем риска (например, положив деньги в банк на депозит). Оценка стоимости заемных средств осуществляют по ставке процента, которую ожидает получить инвестор-кредитор, предоставляя в пользование компании свои средства. Для организации, в которую акционер вложил свои деньги, эта потенциальная прибыль акционера по альтернативному проекту называется альтернативной стоимостью капитала. Так как альтернативных проектов может быть много, то значение

альтернативной доходности приходится рассчитывать для каждого из них отдельно. Поэтому часто используется термин «средневзвешенная стоимость капитала» (Weighted Average Cost of Capital, WACC), под которым понимается «альтернативная» стоимость процентной задолженности компании и средств ее акционеров (т.е. простых акций, привилегированных акций и нераспределенной прибыли) с учетом удельного веса каждой из этих составляющих в общей структуре капитала. Соответственно проведение процентной величины WACC на сумму средств, инвестированных в компанию акционером, покажет размер той возможной прибыли, которую получил бы «средний инвестор», если бы вложил деньги в альтернативные инвестиционные проекты.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), как правило, используется при:

-составлении бюджета капитальных вложений (Capital Budgeting);

-применении метода чистой приведенной стоимости (Net Present Value Method) для оценки инвестиционных проектов, что предполагает использование стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования при расчете приведенной стоимости будущих потоков (поступлений) денежных средств;

-применении метода внутренней нормы прибыли (Internal Rate of Return Method), что предполагает использование стоимости капитала для принятия решений в пользу осуществления или отказа от осуществления того или иного проекта. В этих целях стоимость капитала сравнивается с внутренней нормой прибыли, которую компания предполагает получить в результате реализации рассматриваемого проекта. Решение по принятию проекта принимается в том случае, когда внутренняя норма прибыли превышает стоимость капитала.

Оценка стоимости акционерного капитала. Для расчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC) необходимо определить стоимость акционерного капитала. Для этого можно использовать модель оценки долгосрочных активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM). Основная идея модели (рис. 3.9) заключается в предположении, что альтернативная стоимость акционерного капитала зависит от ставок, сложившихся на рынке, а также от доли риска, с которой связаны вложения в рассматриваемую компанию. Понятно, что трудно оценить абсолютную долю риска, поэтому на практике применяют относительный коэффициент, который показывает, насколько вложения в определенную компанию рискованнее вложений в среднем по рынку, — так называемый фактор β).

Для построения модели CAPM необходимо выполнить несколько шагов:

1. Определить ставку доходности безрисковых активов. В качестве (относительно) безрисковых активов могут выступать государственные ценные бумаги или, например, векселя Нацбанка КР.

Предположим, что на момент составления прогноза эта ставка составляла 8%;

2. Определить показатель доходности в среднем по рынку. Допустим, что она составила 12%. Премия за рыночный риск может быть определена как разница между средним показателем доходности по рынку и показателем доходности по безрисковым активам. В данном примере она составляет 4%;

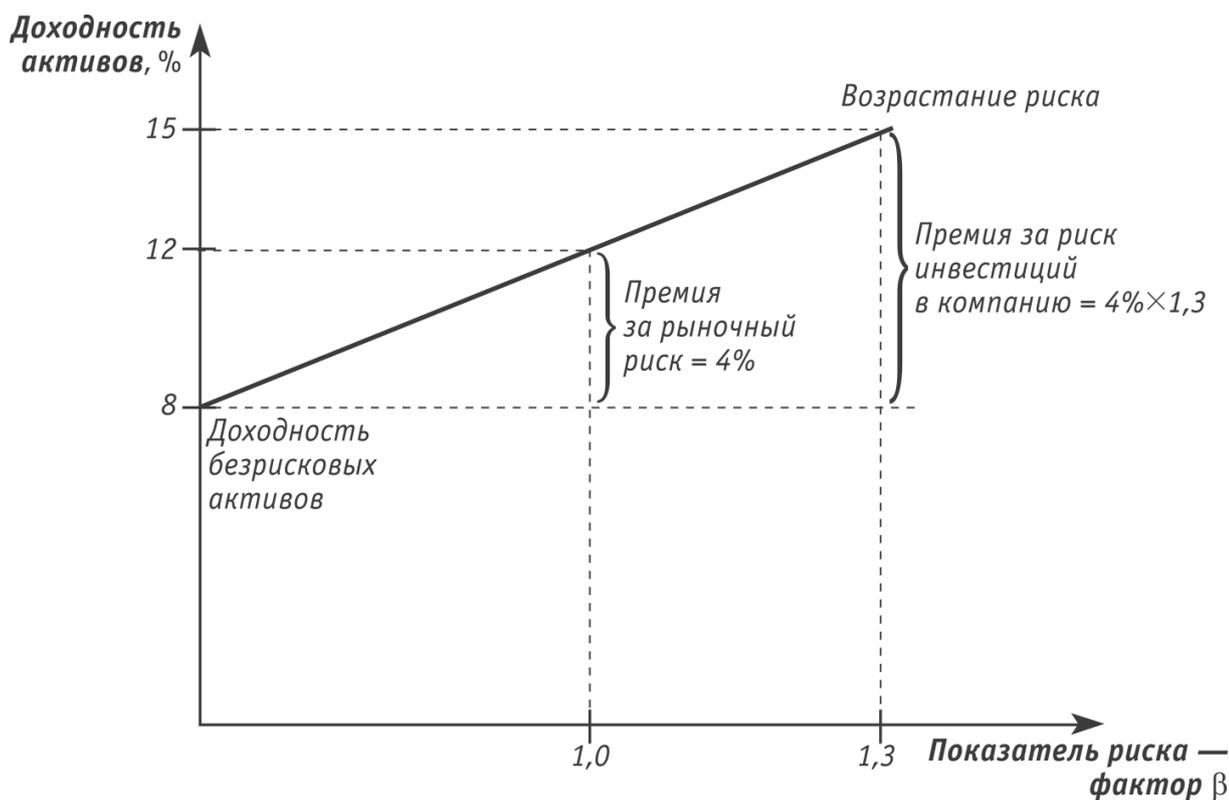


Рис. 3.9. Модель оценки долгосрочных активов

3. Оценить фактор риска (фактор β). Вложение денег в рассматриваемую компанию несет в себе фактор риска, который можно оценить относительно среднего риска на рынке. Обычно β варьируется от 0,5 до 1,5. Предположим, что для рассматриваемой компании он составляет 1,3. Стоимость акционерного капитала может быть рассчитана следующим образом:

Стоимость акционерного капитала = Доходность безрисковых активов + Премия за рыночный риск * Фактор β для компании = $8\% + (12\% - 8\%) * 1,3 = 13,2\%$.

Оценка средневзвешенной стоимости капитала. Для оценки средневзвешенной стоимости капитала необходимо выполнить следующие действия:

1. Определить источники финансирования компании и соответствующие им затраты на капитал.

2. Поскольку проценты по займам, как правило, уменьшают базу для расчета налога на прибыль, то для оценки стоимости долгосрочного заемного капитала надо умножить его величину на коэффициент $(1 - T)$, где T — ставка налога на прибыль, выраженная в процентах. В нашем примере ставка налога равна 24%. Обратите внимание, что стоимость акционерного капитала не корректируется на ставку налога, поскольку дивиденды не снижают базы для налогообложения.

3. Для каждого из источников финансирования определяется его доля в общей сумме капитала.

4. Для того чтобы рассчитать WACC, необходимо стоимость каждого из элементов капитала (выраженную в процентах) умножить на его удельный вес в общей сумме капитала.

Полученная величина WACC будет выступать фактором дисконтирования при проведении расчетов некоторых рассматриваемых в данной главе показателей.

Например, для компании «Московская обувь» расчет средневзвешенной стоимости капитала будет следующим (см. табл. 3.17).

Таблица 3.17

Расчет средневзвешенной стоимости капитала для компании «Московская обувь»

СОВОКУПНЫЙ КАПИТАЛ	СУММА, ТЫС. СОМОВ	ДОЛЯ, %	СТОИМОСТЬ ДО НАЛОГА, %	СТОИМОСТЬ ПОСЛЕ НАЛОГА, %	ЗАТРАТЫ, %
Собственный капитал	4206	62	13,2	13,2	8,2
Долгосрочные займы	1000	15	22	15,4	2,3
Краткосрочные займы	1544	23	26,0	18,2	4,2
Итого	6750	100			14,7

Анализ стоимости акций компании. Акционер может рассматривать компанию не только как источник получения дивидендов, но и как принадлежащее ему имущество в виде акций этой компании, которые он сможет продать по цене, превышающей цену их приобретения. Для того чтобы определить стоимость компании с точки зрения потенциального покупателя ее акций, необходимо учитывать следующие факторы:

- рыночную стоимость акций компании;
- балансовую стоимость чистых активов компании (активы за вычетом обязательств);
- структуру активов и обязательств компании;
- чистую прибыль за отчетный период;
- выплачиваемые дивиденды;
- эффективность деятельности компании;
- имидж компании на рынке и др.

Комбинацию всех этих факторов, выраженную в денежном эквиваленте, можно назвать стоимостью компании в широком значении этого слова. Для различных компаний/людей приоритетное значение имеют разные факторы. Следовательно, в зависимости от того, какому из них отдается предпочтение, меняется оценка компании. Кроме того, вариантов стоимости может быть очень много (рыночная стоимость, балансовая стоимость и др.).

При продаже компании для ее оценки будет использоваться одна из этих стоимостей (или их комбинация), но если акционер не собирается ничего продавать, то для анализа происходящих изменений ему будет полезна оценка, базирующаяся на изменении стоимости компании за определенный период, а не ее статическая величина.

Для оценки стоимости компании можно использовать два подхода: 1) на основе полученной прибыли согласно данным бухгалтерского учета; 2) по фактическим и прогнозным данным о потоках денежных средств.

Первое, что может быть использовано для оценки стоимости компании, — это ее финансовая отчетность, согласно которой ее капитал («историческая» стоимость доли акционеров в активах компании) равен разнице между балансовой стоимостью активов и суммой обязательств.

Балансовая стоимость компании представляет собой сумму активов компании за вычетом нематериальных активов и обязательств. Балансовая стоимость компании может отличаться от ее рыночной стоимости. На изменение балансовой стоимости компании влияет величина чистой (нераспределенной) прибыли за отчетный период, дополнительная эмиссия акций, а также некоторые другие статьи (например, резерв на переоценку основных средств).

К сожалению, методы, используемые для ведения бухгалтерского (финансового) учета и составления финансовой отчетности, не дают адекватную оценку рыночной стоимости компании с точки зрения акционера.

Для компании «Московская обувь» балансовая стоимость составит следующую сумму (см. табл. 3.18):

Таблица 3.18

Пример расчета балансовой стоимости компании «Московская обувь»

(тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Капитал						
Уставный капитал	1440	1440	1440	1440	1440	1440
Резервы	540	540	540	540	540	540
Нераспределенная прибыль	2226	3517	5109	7053	9404	12 224
Итого капитал (балансовая стоимость)	4206	5497	7089	9033	11384	14 204

Оценка методом приведенной чистой приведенной стоимости. Стоимость бизнеса/компании равна приведенной (т.е. дисконтированной по определенным ставкам) стоимости денежных потоков, которые, как ожидается, бизнес/ компания будет генерировать в будущем. Однако такое определение вызывает много практических вопросов:

- Как определить денежный поток?
- Какую ставку дисконтирования надо использовать?

Существует много разных схем решения этих вопросов, которые в принципе дают одинаковые результаты, однако наиболее распространенными являются две: модель дисконтированного денежного потока бизнеса/компании в целом и модель экономической прибыли. Именно эти модели будут кратко рассмотрены нами в настоящей главе.

В обобщенном виде процесс оценки стоимости может быть представлен следующим образом (см. рис. 3.10):



Рис. 3.10. Процесс оценки стоимости компании

На основе анализа альтернативных расходов/затрат на все используемые источники капитала в соответствии с рисками, присущими оцениваемой компании, рассчитывается ставка дисконтирования, с помощью которой проводится приведение будущих денежных потоков к текущему значению.

После оценки NPV (чистой приведенной стоимости — Net Present Value) компании стоимость ее акционерного капитала определяется как разность между оценочной стоимостью компании и величиной ее совокупных обязательств. Эта стоимость называется *акционерной стоимостью компании*.

Чтобы установить, произошло ли увеличение стоимости собственного (акционерного) капитала за период (в результате эффективных действий руководства по управлению компанией), предполагаемое значение NPV на начало года вычитается из оценочной стоимости на конец года с учетом всех выплаченных в течение этого периода дивидендов. Если эта разность положительна (т.е. оценочная стоимость капитала за год увеличилась), руководство может утверждать, что стоимость акционерного капитала создана.

Для того чтобы оценить стоимость компании, необходимо рассчитать все денежные потоки, которые произведет компания в течение срока планирования. В качестве ставки дисконтирования мы выберем WACC. Для компании «Московская обувь» акционерная стоимость составит следующую сумму (см. табл. 3.19):

Таблица 3.19

Расчет акционерной стоимости компании «Московская обувь»

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД	расчет
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	
Фактор дисконтирования (на основе WACC)	1,000	0,872	0,761	0,663	0,578	0,504	
Поток денежных средств, тыс. сомов		1874	2123	2409	2738	3117	
Продленная стоимость, тыс. сомов					26194		
Дисконтированный поток ДС		1634	1616	1597	16723	1571	
Совокупная стоимость потоков ДС (NPV), тыс. сомов							21570
<i>Минус</i>							
Долгосрочные займы, тыс. сомов							-1000
Краткосрочные займы, тыс. сомов							-1544
Акционерная стоимость, тыс. сомов							19 026

Обратите внимание, что в денежный поток за последний период мы включили продленную стоимость, величину которой рассчитали как поток денежных средств за следующий прогнозный период [$16723=(2738+26194)*0,578$], и умноженный на фактор дисконтирования последнего года прогнозного периода. Расчетная совокупная стоимость потоков ДС (NPV) - 21570 тыс. сомов ($1634+1616+1597+16723$).

Анализ рыночной стоимости капитала. Рыночная стоимость компании (или рыночная капитализация) — это суммарная рыночная стоимость ее акций, котирующихся на рынке. С точки зрения акционера, который собирается получить доход от продажи акций компании, именно эта оценка является самой главной. При этом на изменение стоимости компании будут влиять как экономические факторы (такие, как прибыль, выплачиваемые дивиденды, балансовая стоимость компании), так и другие, например, политические сдвиги. Рынок реагирует на любую информацию, которая так или иначе влияет на величину стоимости компании. Это справедливо в отношении как

макроэкономических изменений (в частности, информация о начале войны или ожидаемой засухе), так и микроэкономических факторов (например, получивший широкую огласку скандал, связанный с деятельностью руководства компании). Ставшая доступной информация подобного характера может мгновенно изменить рыночную оценку стоимости компании, и ее акции могут упасть или вырасти в цене в несколько раз.

Управление компанией с точки зрения увеличения ее рыночной стоимости, как правило, предусматривает серьезное и постоянное информационное воздействие на рынок, в том числе эффективные способы представления сведений о результатах деятельности фирмы за конкретный период. Однако порой представляемая информация не соответствует реальному положению дел, когда возросшие прибыли являются результатом бухгалтерских манипуляций или действий руководства, направленных на краткосрочную перспективу. Такое управление часто вступает в противоречие с долгосрочными целями компании и может привести к конфликту между акционерами и руководством, так как последнее мотивировано скорее на достижение успехов «на бумаге», чем в реальности. Последствия такого «управления» видны на примере последних скандалов, происшедших в США в 2002 г. (Enron, WorldCom и другие компании). Поэтому для оценки изменения стоимости компании лучше использовать другие показатели, которые отражают реальные процессы, происходящие в ней, а не эффективные презентации на рынке.

Показатели создания стоимости основываются на курсе акций и подразумевают, что он отражает ожидания рынка, связанные с будущими параметрами создания компанией стоимости. Колебания курсов акций и последующие изменения добавленной рыночной стоимости определяют результаты деятельности руководства. Однако не следует использовать курс акций в качестве единственной меры результата создания стоимости, поскольку:

во-первых, всеобщий уровень цен на фондовом рынке колеблется в силу условий макроэкономического характера (например, при регулировании процентных ставок), которые оказывают влияние на курсы всех акций. Подобные изменения не имеют отношения к способности менеджмента увеличивать стоимость компании;

во-вторых, конъюнктура рыночных цен на продукцию, производимую компанией, также может оказывать существенное влияние на величину рыночной капитализации (особенно для добывающих отраслей), независимо от предпринимаемых менеджментом усилий по повышению стоимости;

в-третьих, проблемой показателей, определяемых по данным фондового рынка, является невозможность идентификации показателя создания стоимости для отдельных

подразделений и организационных единиц (структурных подразделений). Рыночная цена отражает ожидания рынка, связанные с действиями руководства по отношению ко всей компании, но ее нельзя использовать для определения стоимости отдельных бизнес-единиц, результаты создания стоимости которых могут сильно отличаться друг от друга. Это вызывает определенные сложности в построении системы мотивации, отражающей вклад отдельных подразделений компании в процесс создания стоимости. Рыночная капитализация компании рассчитывается по формуле:

Рыночная капитализация = Рыночная стоимость акции * Количество акций, находящихся в обращении.

Уставный капитал компании «Московская обувь» был разделен на 1000 акций, соответственно рыночная капитализация в 2006—2010 гг. составила следующую сумму (см. табл.3.20):

Таблица 3.20

Расчет рыночной капитализации компании «Московская обувь»

(тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Рыночная капитализация						
Количество акций	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Прибыль на акцию (EPS)	1,40	1,72	2,06	2,45	2,89	3,41
Дивиденды на акцию	0,40	0,43	0,47	0,50	0,54	0,59
Рыночный курс акций	8,08	8,72	9,42	10,17	10,99	11,87
Рыночная капитализация	8077	8723	9421	10175	10989	11868

Анализ показателей благосостояния акционеров. Если рассматривать цели создания и существования компании, то самая главная из них будет заключаться в максимальном удовлетворении интересов ее акционеров. Соответственно на достижение этой цели должна быть направлена работа менеджмента компании. В случае если интересы акционеров не удовлетворяются и их ожидания не оправдываются, они могут изъять свои средства из компании, что приведет к уменьшению капитала, а в худшем случае — к закрытию компании.

Для того чтобы понять, насколько деятельность фирмы осуществляется в соответствии с интересами акционеров, необходимо взглянуть на нее их глазами. С точки

зрения инвестора, компания представляет собой инвестицию, которая должна приносить ему доход в виде дивидендов, выплачиваемых денежными средствами, или иных благ (например, выгод от повышения рыночной цены имеющихся у инвестора акций, которые он сможет продать с прибылью для себя). Можно объединить все выгоды, которые получает акционер от компании, под термином «стоимость компании для акционера», или «акционерная стоимость». Соответственно главной задачей управления компанией будет являться максимальное повышение ее акционерной стоимости.

Показатели создания благосостояния акционеров условно объединяют параметры стоимости, определяемые на основе внешних по отношению к компании данных (данных фондового рынка). В соответствии с этим применение таких показателей возможно только организациями, акции которых котируются на фондовом рынке.

Общий принцип показателей благосостояния акционеров заключается в следующем: подразумевается, что рынки капитала в целом способны эффективно определять цену на все ценные бумаги. Курс обыкновенной акции любой компании определяется ожиданиями рынка, связанными с ее возможностями по созданию стоимости. Чем выше потенциал, тем выше будет курс акции по отношению к инвестированному капиталу. Исходя из этого, эффективность управления компанией можно определить по норме доходности, которую получают акционеры на свои инвестиции в акции компании. Поскольку колебания курсов акций отражают изменения ожиданий инвесторов в отношении будущих результатов деятельности компании, такие изменения можно использовать в качестве годового результата создания стоимости.

Если рассматривать компанию в качестве «темной лошадки», акции которой невозможно продать (или акционер не собирается их продавать в обозримом будущем) и которая периодически выплачивает акционеру определенную сумму дивидендов, то в этом случае доля акционера в компании представляет собой простую доходную инвестицию, ничем не отличающуюся от депозитного вклада в банке, за исключением того, что вложение денег в компанию обычно сопровождается более высоким риском, чем банковский депозит, и суммы выплачиваемых дивидендов могут изменяться в зависимости от множества факторов.

В то же время если акционер обладает привилегированными акциями компании, гарантирующими стабильный доход, но, как правило, лишаящими его права голоса, то регулярность выплат жестко определенных дивидендов является самым главным критерием, по которому он оценивает деятельность компании.

Обычно интересы акционера намного шире, чем просто регулярность выплаты дивидендов. Для оценки стоимости компании необходимо рассмотреть не только

регулярность выплаты дивидендов и их сумму в текущем году, но и суммы будущих дивидендов, на размер которых влияет ряд факторов.

В самом общем виде размер дивидендов по обычным акциям зависит (при прочих равных условиях) от двух основных факторов: полученной прибыли за отчетный период (или изменений в структуре собственного капитала компании) и решения собрания акционеров о размере выплачиваемых дивидендов. Иногда компании, несшие убытки в отчетном году, все же выплачивают дивиденды, например, за счет сокращения акционерного капитала или эмиссионного дохода.

Если позволяет устав компании, то решение собрания акционеров может привести к полному использованию полученной прибыли для выплаты дивидендов (при наличии достаточной суммы свободных денежных средств на счетах компании), что, очевидно, лишит компанию средств для дальнейшего развития и может привести к тому, что через некоторое время она перестанет выплачивать дивиденды вообще. На практике размер выплачиваемых дивидендов составляет лишь часть полученной прибыли за отчетный период.

Для оценки стоимости компании часто пользуются гипотетической величиной, равной сумме всех дивидендов за будущие годы существования компании. Если считать, что компания просуществует бесконечно долго, то сумма дивидендов приближалась бы к бесконечности (при допущении ее непрерывной прибыльности). Однако в силу того, что действует фактор изменения стоимости денег с течением времени, усугубляемый фактором инфляции, стоимость денег в будущем будет меньше, чем в настоящий момент. Поэтому перед суммированием необходимо привести все суммы денежных средств к единой базе (например, пересчитать суммы будущих дивидендов по их стоимости на текущий момент, т.е. применить дисконтирование).

При допущении о том, что на стоимость будущих денежных средств оказывает влияние только инфляционный фактор и неизменный темп роста инфляции составляет r_j процентов в год, то соответственно стоимость выплаченных дивидендов D через один год, приведенная к текущей стоимости, составит $D * (1 - r_j)$, а через два года — $D * (1 - r_j)^2$ и т.д. Сумма приведенных дивидендов и составит текущую оценку стоимости компании:

$$\text{Сумма дивидендов} = D_1 * (1 - r_j) + D_2 * (1 - r_j)^2 + \dots + D_n * (1 - r_j)^n.$$

Если предположить, что размер выплачиваемых дивидендов останется неизменным и будет равняться D , то стоимость компании будет стремиться к D/r_j .

Это один из подходов, который в более сложном виде применяется при рыночной оценке стоимости акций компании.

Например, в 2006—2009 гг. компания «Московская обувь» планирует выплатить дивиденды. Для расчетов дивидендов после 2010 г. воспользуемся формулой, где D — сумма дивидендов за 2010 г. (588 тыс. сомов), а r_j составляет 15% в год. Тогда $D/r_j = 3920$ тыс. сомов. Для того чтобы подсчитать стоимость компании, необходимо просуммировать дисконтированные суммы дивидендов за 2006—2009 гг. и прибавить дисконтированную сумму дивидендов, умноженную на фактор дисконтирования 2009 г., который составляет 0,578 (см. табл. 3.21).

Таким образом, стоимость компании равняется 3698 тыс. сомов (377+355+334+315+2317).

Таблица 3.21

Данные для расчета стоимости компании «Московская обувь»

(тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ					СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	
Дивиденды	-	432	467	504	544	588	
Дисконтированные потоки	-	377	355	334	315	2317	

Анализ стоимости добавленной рыночной стоимости. Добавленная рыночная стоимость (MVA, Market Value Added) — это показатель, который отражает величину превышения рыночной капитализации компании (рыночной цены ее акции, умноженной на число акций, выпущенных в обращение) над стоимостью ее чистых активов, показанных в бухгалтерском балансе. Данный показатель рассчитывается по следующей формуле:

MVA = Рыночная капитализация компании - Стоимость чистых активов(собственного капитала) по балансу компании.

Показатель MVA имеет некоторые недостатки. Во-первых, он не дает представления о том, когда стоимость была создана (это могло произойти в текущем году или много лет назад). Поэтому более правильным будет ориентироваться на ежегодное изменение MVA. Кроме того, поскольку величина задействованного капитала взята из бухгалтерского баланса, то существующие ограничения методов бухгалтерского учета сказываются и на этом показателе. Очевидно, что рыночная капитализация компании (суммарная рыночная стоимость выпущенных в обращение акций компании) может существенно отличаться от ее балансовой стоимости (стоимость чистых активов по балансу). Соответственно разница между рыночной и балансовой стоимостью компании

может отразить факт «добавления» рыночной стоимости, которая не фиксируется в финансовой отчетности. Таким образом, максимизация этой добавленной стоимости может представлять собой одну из стратегических целей компании.

Изменение показателя MVA соответствует величине созданной за год стоимости и может быть представлено следующей формулой:

$$\Delta(MVA_t) = MVA_t - MVA_{t-1}$$

Для того чтобы сравнить значение MVA с показателями других компаний, можно провести ее нормирование. Нормированные значения MVA рассчитываются делением MVA в году t на стоимость инвестированного капитала в году t-1, или:

$$\text{Нормированная } \Delta MVA_t = (MVA_t - MVA_{t-1}) / \text{Инвестированный капитал}_{t-1}$$

Для компании «Московская обувь» значения MVA и нормированной MVA приведены в таблице 3.22.

Таблица 3.22

Расчет показателя MVA для компании «Московская обувь»

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ					СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	
MVA							
Рыночная капитализация компании	8077	8723	9421	10175	10989	11868	
Балансовая стоимость собственного капитала компании	4206	5497	7089	9033	11384	14204	
MVA	3871	3226	2332	1141	-395	-2336	
Изменение в MVA		-645	-894	-1190	-1536	-1941	
Нормирование MVA		-15%	-16%	-17%	-17%	-17%	

Чистая прибыль — прибыль, оставшаяся в распоряжении предприятия после вычета налогов и процентов. Так как размер выплачиваемых дивидендов, как правило, зависит от размера чистой прибыли отчетного года, то этот параметр традиционно рассматривается как основной при оценке деятельности компании. Поэтому деятельность многих компаний нацелена именно на достижение максимальной прибыли в отчетном году. В то же время нельзя забывать, что борьба за максимизацию прибыли отчетного

года, как правило, вступает в противоречие с другими стратегическими целями компании и может привести к нежелательным последствиям.

Анализ прибыли на инвестированный капитал. На практике показатель прибыли на инвестированный капитал (ROIC, Return On Invested Capital) используется как компаниями, так и внешними пользователями их финансовой отчетности, чтобы сравнить инвестиционный проект, связанный с вложением средств в какую-либо компанию, с другими инвестиционными проектами (например, депозитный вклад в банке) по степени их эффективности. Для расчета данного показателя используется следующая формула:

Прибыль на инвестированный капитал (ROIC)=Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов (NOPLAT)/Инвестированный капитал.

Величина прибыли на инвестированный капитал обычно оценивается на начало года или в среднем на начало и конец года. Для того чтобы этот показатель отражал реальный размер прибыли, полученной на инвестированный капитал, необходимо согласовать числитель и знаменатель. Если в состав инвестированного капитала включается определенный актив, то прибыль, связанная с этим активом, должна включаться в показатель NOPLAT (чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов, до выплаты процентов). В общем виде: чем больше значение этого показателя за определенный период, тем более выгодной является инвестиция для инвестора (акционера) (см. рис. 3.11 и 3.12).

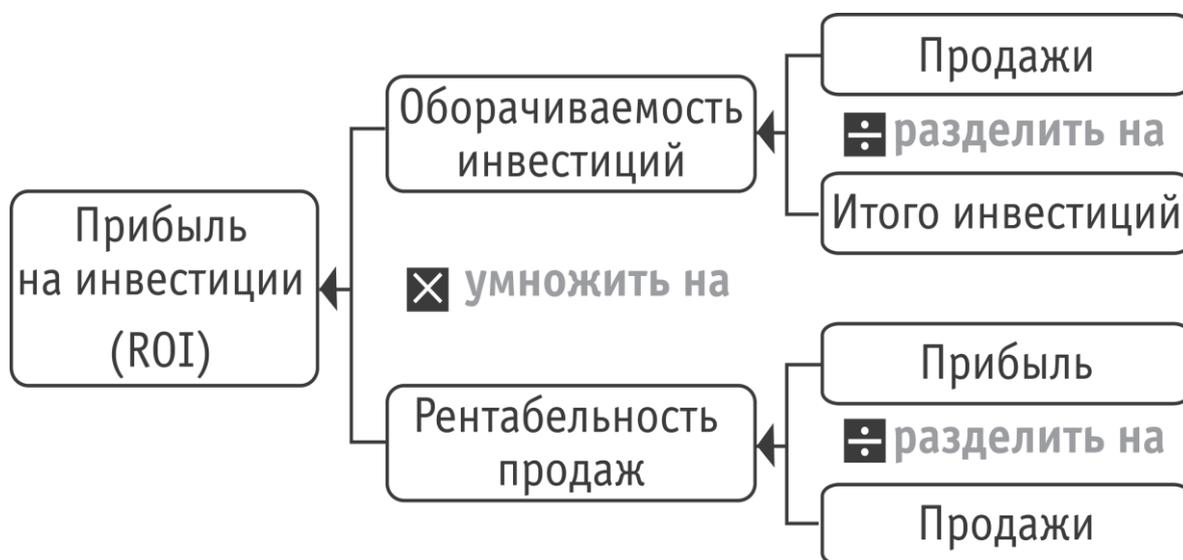


Рис.3.11. Расчет показателя ROIC

Как это влияет на управление компанией? Для того чтобы максимизировать ROI (и соответственно удовлетворять потребности акционера), руководству компании необходимо предпринимать действия, ведущие к увеличению размера получаемой прибыли и снижению требуемых инвестиций.



Рис. 3.12. Расчет показателя ROI

Если представить показатель ROIC в виде произведения нескольких показателей, то становится видно, на каких участках можно сфокусироваться, для того чтобы его максимизировать. Так как компания использует для своей деятельности не только капитал акционеров (собственников), но и заемный капитал (например, долгосрочные и краткосрочные процентные кредиты и займы), то логично рассчитывать коэффициент возврата на инвестиции с учетом коэффициента финансовой зависимости (т.е. отношения собственного и заемного капитала). На основе расчетов значения NOPLAT и инвестированного капитала произведем расчет величины прибыли на инвестированный капитал (ROIC) для компании «Московская обувь» (см. табл. 3.23).

Таблица 3.23

Расчет показателя ROIC для компании «Московская обувь»

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	
NOPLAT	1834	2158	2494	2883	3330	3843
Инвестированный капитал	6750*100	8041*100	9633*100	577*100	928*100	16748*100
ROIC (%)	27,17	26,84	25,89	24,90	23,91	22,94

Существует довольно много показателей, аналогичных ROIC, где в качестве числителя вместо NOPLAT может использоваться чистая прибыль или чистая прибыль до налогообложения, а в качестве знаменателя — стоимость активов и т.п.

Анализ добавленной экономической стоимости. С точки зрения акционера, приобретение акций какой-либо компании представляет собой инвестиционный проект, о выгоды которого он должен подумать, прежде чем принимать решение. В принципе для сравнения этого проекта с другими альтернативами он может рассчитать для всех них показатели ROIC. Дело в том, что этот показатель полезен только для целей сравнения, а не сам по себе. Например, если величина показателя ROIC составляет 15% — это много или мало? Ответ на этот вопрос зависит от того, с чем мы будем его сравнивать.

В последние годы в качестве показателя результатов деятельности компаний и их структурных подразделений все более широко применяется показатель добавленной экономической стоимости (Economic Value Added, EVA). Показатель экономической стоимости концептуально близок к показателю бухгалтерской чистой прибыли. Ключевые различия между EVA и традиционными параметрами результатов деятельности состоят в том, что при определении экономической стоимости вместо расходов по процентам по полученным займам учитываются средневзвешенные затраты на привлечение капитала.

Показатель добавленной экономической стоимости базируется на концепции экономической прибыли, которая была разработана более ста лет назад Алланом Маршаллом. В его книге «Принципы экономической науки» утверждается, что годовую прибыль предприятия образует превышение его доходов над его издержками в течение года. Разница между стоимостью его основных производственных фондов, сырья и т.п. в начале и конце года рассматривается как часть его выручки или как часть его расходов в зависимости от того, произошло ли увеличение или уменьшение этой стоимости. Остаток от прибыли после вычитания из нее процента на его капитал по текущему курсу (а также расходов на страхование) обычно называют предпринимательским, или управленческим, доходом.

Показатель EVA, как и показатель MVA, является зарегистрированной торговой маркой, принадлежащей Стерну Стюарту — консультанту по вопросам управления. Удобство применения показателя экономической стоимости по сравнению с показателями стоимости, рассчитанными на основе дисконтированных денежных потоков, заключается в том, что EVA позволяет оценить результаты деятельности компании по созданию стоимости за единичный период времени (см. табл. 3.24).

Расчет добавленной экономической стоимости (EVA) можно произвести двумя способами. В первом случае расчет EVA производится по формуле:

$$EVA = NOPLAT - WACC * \text{Задействованный капитал.}$$

Например, на начало первого года планового периода стоимость задействованного капитала составила 8041 тыс. сомов. В соответствии с проведенными ранее расчетами WACC равняется 14,7%. Отсюда затраты на привлечение капитала равняются 1180 тыс. сомов. Учитывая, что NOPLAT за этот период достигла значения 2158 тыс. сомов, EVA увеличилась до 976 тыс. сомов, т.е. с точки зрения EVA компания в 2006 г. добавила 978 тыс. сомов прибыли.

Таблица 3.24

Расчет показателя EVA¹

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
NOPLAT	1834	2158	2494	2883	3330	3843
Затраты на привлечение капитала	990	1180	1413	1698	2043	2457
EVA	844	979	1081	1185	1286	1386

Во втором случае оценка EVA производится по формуле:

$$EVA = (ROIC - WACC) * \text{Задействованный капитал.}$$

При этом, как и в предыдущей формуле, стоимость задействованного капитала берется на начало рассматриваемого периода. Например, на начало второго года стоимость задействованного капитала составила 8041 тыс. сомов, а прибыль NOPLAT — 2158 тыс. сомов. Соответственно прибыль (выраженная величиной NOPLAT) на вложенный капитал (ROIC) составила 26,84%, что на 12,17% больше, чем средневзвешенные затраты на привлечение капитала WACC¹. Умножив получившуюся разность (ее также называют разрывом — от английского слова spread) на стоимость задействованного капитала на начало года, получим добавленную экономическую стоимость (EVA) в размере 979 тыс. сомов (см. табл. 3.25).

¹ WACC — средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital).

Таблица 3.25

Пример расчета показателя EVA

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
ROIC (%)	27,17	26,84	25,89	24,90	23,91	22,94
WACC (%)	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7
Разрыв (ROIC - WACC) (%)	12,50	12,17	11,22	10,23	9,24	8,27
EVA (тыс. сомов)	844	979	1081	1185	1286	1386

Важно отметить, что с помощью EVA рассчитывают стоимость компании (см. табл. 3.26).

Стоимость компании = Сумма дисконтированных EVA+ Дисконтированная продленная EVA

Таблица 3.26

Расчет показателя «Стоимость компании» (тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
EVA (тыс. сомов)	844	979	1081	1185	1286	1386
Продленная стоимость EVA					9447	
Дисконтированная EVA		854	823	785	743	699
Итого сумма дисконтированных EVA						3904
сумма дисконтированной продленной стоимости EVA						4761
Стоимость компании						8665

Для расчета продленной EVA пользуются методом, аналогичным расчету продленной стоимости: разделить ожидаемую EVA следующего года на WACC. В нашем примере EVA за год, следующий за периодом прогнозирования, равняется 1386 тыс. сомов, а продленная EVA равняется соответственно 9447 тыс. сомов. В табл. 3.27 приводится расчет показателя «Свободный денежный поток».

Таблица 3.27

Расчет показателя «Свободный денежный поток» (тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
NOPLAT	2099	2158	2494	2883	3330	3843
Плюс амортизация	238	252	273	292	316	344
Минус инвестиции в оборотный капитал	-1297	-1364	-1650	-1981	-2364	-2807
Минус инвестиции в основные средства	-185	-179	-215	-255	-302	-356
Итого свободный денежный поток	855	867	902	939	979	1023
Выплаченные проценты	596	621	621	621	621	621
Защита	-198	-186	-186	-186	-186	-186
Дивиденды (изъятия)	457	432	467	504	544	588
Итого финансовый поток	855	867	902	939	979	1023

Отделение владения акционерным (собственным) капиталом от функций контроля над этим капиталом, осуществляемых профессиональными менеджерами, создает потенциальный конфликт интересов. Менеджеры, которые управляют компанией, вовсе не обязательно руководствуются в своей деятельности интересами собственников и преследуют цели повышения их благосостояния. Экономисты называют это проблемой агентских отношений. Управление корпорацией на основе показателя EVA ведет к максимизации благосостояния акционеров (собственников). Для достижения этой цели акционеры (собственники) должны компенсировать (вознаграждать) старания менеджеров исходя из достигнутого ими прироста показателя EVA. Использование EVA заставляет людей отчитываться не только за результаты, но и за ресурсы, использованные для достижения этих результатов. Например, если применяется подход, отличающийся от системы, основанной на EVA, то работники отдела маркетинга, как правило, требуют выделения больших ресурсов, чтобы продавать больше и получать более высокую компенсацию за свой труд, которая базируется на объеме продаж, даже когда величина маржинальной прибыли организации меньше суммы маржинальной себестоимости возросшего объема продаж.

Большинство компаний оценивают маржинальную рентабельность своей продукции без учета альтернативной стоимости акционерного (собственного) капитала. Допустим, что какая-то компания считает одно из своих направлений деятельности прибыльным (согласно традиционным показателям оценки) и решает инвестировать в него дополнительные средства, чтобы увеличить производство. В результате может

получиться так, что прибыль этой компании вырастет, а цена ее акций упадет, поскольку акционеры (собственники) заработали бы более высокую маржинальную прибыль, вложив свои средства в другой проект. Анализ, основанный на применении EVA, всегда предлагает решение, которое соответствует интересам акционеров (собственников). Для того чтобы побудить менеджеров действовать в интересах акционеров (собственников), необходимо, чтобы их вознаграждение (компенсация) ставилось в зависимость от прироста показателя EVA, которого они добились. Управленческие цели, ориентированные на увеличение прибыли или доли рынка, достижение более высоких показателей прибыли на активы или капитал и на другие традиционные показатели, могут давать стимулы, не совместимые с целью максимизации благосостояния заинтересованных сторон. Ориентация на достижение максимальных показателей EVA всегда стимулирует максимизацию благосостояния акционеров (собственников).

Анализ добавленной акционерной стоимости. Показатель добавленной экономической стоимости (SVA) используется для оценки правильности принятия стратегических решений. В общем виде он рассчитывается как разность между стоимостью компании после принятия решения и стоимостью компании до принятия решения.

С точки зрения акционеров компании, добавленную стоимость можно оценить как разность между ее экономической стоимостью, рассчитанной как дисконтированная стоимость всех ее денежных потоков, и балансовой стоимостью. Для того чтобы определить добавленную акционерную стоимость, необходимо вычесть из значения рыночной капитализации компании ее балансовую стоимость:

$SVA = \text{Расчетная стоимость капитала} - \text{Балансовая стоимость капитала}.$

В нашем случае показатель SVA для компании «Московская обувь» составляет:

$SVA = 19\ 036 - 4\ 206 = 14\ 830$ тыс. сомов.

Рассмотрим основные финансовые показатели, которые могут быть использованы в процессе стратегического управления.

Чистая прибыль. Чистая прибыль вычисляется согласно принципам бухгалтерского учета. Она определяется по формуле:

$\text{Чистая прибыль} = \text{Валовая прибыль} - \text{Операционные расходы}.$

Организации часто уделяют чрезвычайно большое внимание этому показателю, но его одного недостаточно для оценки эффективности их деятельности. Основным недостатком данного параметра заключается в том, что он не учитывает результат управления основными средствами и воздействие инфляции. При высоком уровне инфляции увеличение чистой прибыли может происходить за счет так называемой

инфляционной прибыли. К недостаткам данного показателя можно отнести также и то, что изменение чистой прибыли не отражает многие операции, создающие стоимость. Например, удачная разработка нового продукта или потеря ключевых менеджеров не оказывает немедленного воздействия на чистую прибыль, но зато может серьезно повлиять на нее в будущем. В то же время если чистая прибыль — единственный используемый показатель результатов деятельности, то его увеличение может привести к улучшению краткосрочных результатов в ущерб долгосрочным. Примером служит снижение затрат на текущие исследования и разработки и нежелание избавиться от устаревших активов только лишь из боязни признать убытки.

Прибыль на акцию. Показатель отражает величину чистой прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию, и является показателем стоимости акционерного (собственного) капитала. Данный показатель определяется по формуле:

Прибыль на акцию=(Чистая прибыль-Дивиденды на привилегированные акции)/Средневзвешенное за период число обыкновенных акций и их эквивалентов, обращающихся на рынке.

Достоинством данного показателя является то, что он характеризует рентабельность компании и положение ее акций на рынке. Так как основой расчета показателя прибыли на акцию служит чистая прибыль, то ему присущи все недостатки, относящиеся к фактору чистой прибыли — чистому денежному потоку. Этот показатель отражает изменение денежных средств организации за определенный период. Информацию о чистом потоке денежных средств можно получить из отчета о движении денежных средств и внутренних форм управленческой отчетности. Проведение анализа потоков денежных средств необходимо для оценки эффективности управления денежными средствами и уровня платежеспособности организации. Поскольку денежные потоки не привязаны к бухгалтерским оценкам, они помогают понять динамику операционных, инвестиционных и финансовых функций предприятия. Для этого денежные потоки классифицируются по этим направлениям.

Другое достоинство данного показателя заключается в том, что с его помощью можно спрогнозировать периоды нехватки денежных средств и принять соответствующие решения. Но в то же время рассмотрение чистого денежного потока как единственного показателя деятельности организации за определенный период не дает адекватной картины ее функционирования или не является достоверным основанием для прогнозирования будущих результатов, если не понимать причин возникновения денежных потоков. Например, молодое, растущее предприятие с очень хорошими перспективами может иметь большой отрицательный чистый денежный поток; а так

называемое стареющее предприятие может иметь большой положительный чистый денежный поток.

Свободный денежный поток. Для прогнозирования деятельности компании требуется ввести понятие свободного потока денежных средств и финансового потока денежных средств. Свободный поток денежных средств рассчитывается как величина NOPLAT, к которой прибавляется сумма амортизации, начисленная за отчетный период, и вычитается сумма чистых инвестиций в оборотный капитал и основные средства.

Финансовые потоки равняются сумме всех поступлений и расходов денежных средств в форме полученных/уплаченных процентов и дивидендов, полученных/погашенных процентных займов и кредитов и операций, связанных с увеличением/уменьшением акционерного капитала в результате продажи/выкупа акций компании.

Прибыль на инвестированный капитал. Данный показатель отражает рентабельность вложенного капитала и определяется по формуле:

Прибыль на инвестированный капитал = Прибыль / Инвестиции.

В качестве прибыли обычно берут чистую прибыль организации за определенный период, а инвестиции — это величина инвестированного капитала. Коэффициент ROI отражает степень эффективности использования активов предприятия и учитывает стоимость привлечения капитала, необходимого для ведения операций. Когда ROI используется для оценки результатов деятельности предприятия, чистые привлеченные активы показывают историческую стоимость генерации денежных потоков и доходов.

Базой инвестиций предприятия могут служить общие активы, чистые привлеченные активы (задолженность, отсроченные статьи и капитал) или капитал. Поэтому ROI как бы собирает воедино все важнейшие показатели рентабельности. При целостном подходе коэффициент, полученный для каждой базы, может быть полезным для принятия решений. Если его представить в динамике, то эффективно будет его сравнивать с показателями других аналогичных компаний. Коэффициент ROI выявляет те выгоды, которые руководитель может получить, снижая величину оборотных или основных средств. Некоторым менеджерам такой анализ показывает необходимость снижения затрат или увеличения выручки.

Используемые в учете принципы, особенно методы амортизации и оценки запасов, влияют на расчеты дохода, чистых привлеченных активов и, следовательно, ROI. Необходимо знать, что ROI не учитывает временную стоимость денег, что особенно важно при высокой инфляции. На ROI могут также повлиять управленческие решения, такие, как отсрочка технического обслуживания или сокращение затрат на исследования и

маркетинг. Кроме того, в балансовом отчете в период инфляции может быть значительно занижена экономическая ценность материальных активов. Это приводит к завышению дохода, генерируемого старыми основными средствами и подразделениями. Коэффициент дохода следует также рассматривать как отражение стадии развития, на которой находится предприятие, — будь то расцвет или увядание. Также следует проявлять осторожность при использовании ROI при сравнении результатов деятельности разных подразделений за разные периоды. Аналогичным является показатель «доход на акционерный капитал» (ROE), который определяется по формуле:

Доход на акционерный капитал=Прибыль/Акционерный капитал.

Доход на акционерный капитал — это наиболее полезный показатель в плане долгосрочной задачи по повышению экономической стоимости предприятия.

Остаточная прибыль. Остаточная прибыль представляет собой альтернативу чистой прибыли, когда учитывается стоимость капитала, направленного на получение этой прибыли. Она определяется по формуле:

Остаточная прибыль = Прибыль - Стоимость вложенного капитала.

С введением понятия «центр инвестиций» показатель остаточной прибыли может использоваться для измерения результатов его деятельности и служит показателем эффективности финансового управления, проводимого руководителем этого центра. В этом случае показатель рассчитывается как разность между прибылью центра инвестиций и стоимостью выделенных ему капитальных ресурсов. Показатель остаточной прибыли характеризует риски, связанные с вложением средств. Например, финансирование предприятия, деятельность которого подвержена сильным изменениям, может обходиться дороже, чем инвестиции в более стабильное предприятие, и, следовательно, в первом случае стоимость вложенного капитала будет выше. Использование показателя остаточной прибыли для оценки результатов инвестирования иногда бывает более полезным, чем использование ROI. Например, исключается ситуация, когда менеджер, результаты деятельности которого оцениваются по ROI, будет увеличивать его среднее значение, отказываясь от инвестиций, дающих доход меньше среднего по организации, но больше стоимости вложенного капитала.

Инфляция и финансовые показатели. Воздействие инфляции на оценку результатов деятельности может быть очень значительным даже в период, когда инфляция относительно невелика. Эффект даже низких уровней инфляции, накопленный за несколько лет, может быть существенным для определенных счетов. Кроме того, показанные суммы дочерних предприятий, работающих в странах с большой инфляцией, сильно искажаются.

Все перечисленные выше показатели результатов деятельности (чистая прибыль, прибыль на акцию, доходы на инвестиции, остаточная прибыль) могут быть скорректированы с поправкой на изменения в общем уровне или в определенных уровнях цен. В периоды инфляции денежное выражение, служащее мерой оценки результатов компании, имеет разные значения в разные моменты времени. В некоторых скорректированных на индекс инфляции финансовых отчетах делается попытка заменить номинальные денежные значения постоянным значением или измерить воздействие инфляции на изменение цен не денежных активов (текущая стоимость).

Обычно для корректировки отчетов в соответствии с инфляцией записываются поступившие последними и ушедшие первыми (ЛИФО, LIFO, Last In First Out) запасы и основные средства, включая денежные активы и обязательства. Чистая прибыль корректируется для отражения стоимости замещения проданных запасов и использованных активов, а также денежных доходов и убытков.

Скорректированные в соответствии с инфляцией показатели результатов деятельности более точно отражают стоимость замещения потребленных ресурсов и привлеченных активов. В то же время такой подход к учету инфляции более субъективен и поэтому более подвержен искажениям, чем показатели исторического учета.

Необходимо отметить, что существуют определенные ограничения, накладываемые на использование финансовых коэффициентов. Финансовые коэффициенты порой ориентированы на краткосрочные результаты деятельности и при использовании в системе поощрения могут подталкивать к действиям, не имеющим долговременного значения. По причине изменения уровня цен показатели, использующие исторические цены, комбинируют различные единицы измерения. Финансовые коэффициенты часто изменяют для того, чтобы отразить, как события текущего периода повлияют на будущие потоки. Однако на практике такая коррекция проблематична. Кроме того, необходимо учитывать поведенческий аспект, если система измерения должна обеспечивать конгруэнтность целей.

Модель «Дюпона». В 1907 г. компания «Дюпон» разработала схему факторного анализа, в которой органично увязывались показатели, характеризующие деятельность компании по каждому направлению. Эта модель стала одной из самых популярных (см. рис. 3.13).

Помимо приведенных выше ключевых факторов успеха, при подготовке сбалансированной системы показателей можно использовать такие показатели, как фондоотдача (эффективность использования основных средств) и производительность труда.

Стоимость компании является функцией четырех переменных:

- стратегических инвестиций (материальных или нематериальных);
- потока денежных средств, который эти инвестиции генерируют (например, дивиденды);
- срока экономической жизни этих инвестиций (ограниченного или бесконечного);
- связанной с п/п 1—3 стоимости капитала (минимальной нормы прибыли на инвестированный капитал).

Основными лицами, заинтересованными в повышении стоимости компании, выступают ее акционеры и другие инвесторы. Акционеры хотят получить доход, превышающий величину вложенного ими капитала с учетом его альтернативной стоимости и связанных с этим вложением рисков. Если инвесторы не получают приемлемого дохода, компенсирующего их риски, они отзовут свои средства и будут искать компанию с более высоким уровнем доходности на вложенный капитал. Компания, теряющая стоимость, будет стремиться привлечь новый капитал, необходимый для ее развития, однако сделать это намного сложнее из-за того, что рыночный курс ее ценных бумаг, скорее всего, будет снижаться, а заемный капитал — предоставляться кредиторами под очень высокие проценты.

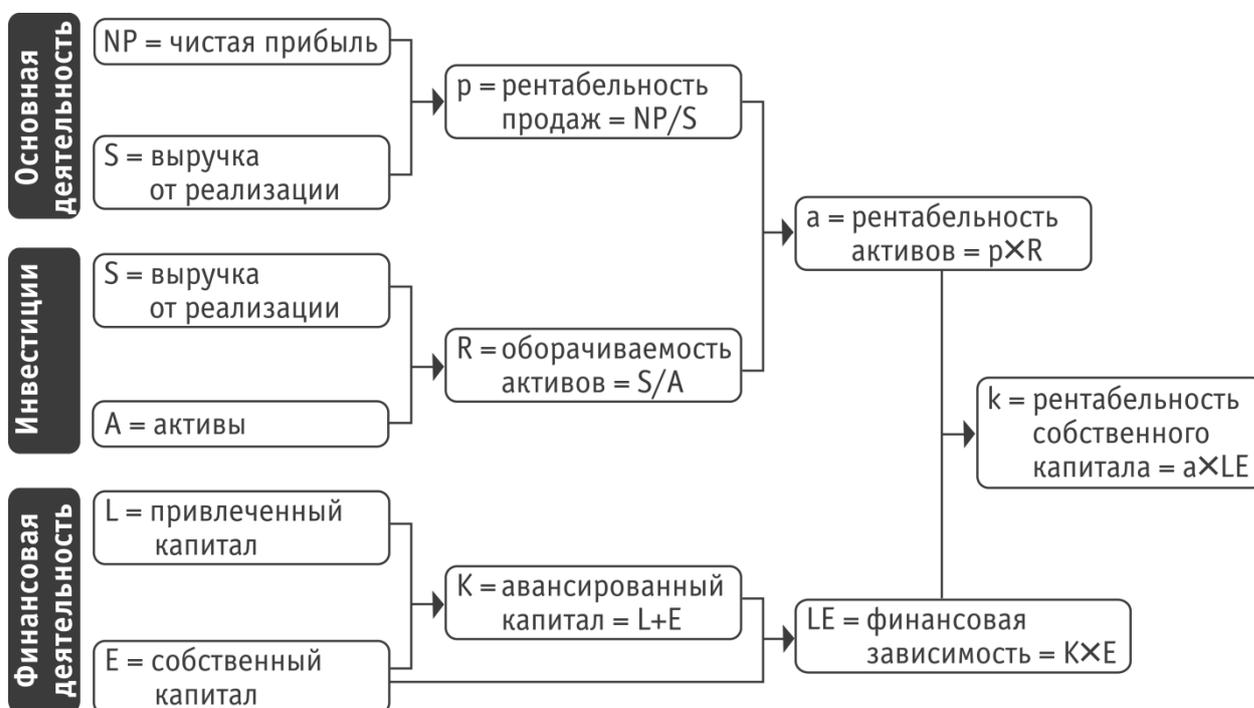


Рис. 3.13. Модель «Дюпона»

Создание стоимости компании подразумевает деятельность по обеспечению роста ценности собственного капитала и повышению благосостояния собственников компании. В самом общем виде стоимость компании определяется дисконтированными денежными потоками, которые она будет генерировать в будущем, и новая стоимость создается лишь тогда, когда компания получает прибыль на инвестированный ею капитал (принадлежащий ее акционерам/собственникам), которая превышает его стоимость. Изменение благосостояния акционеров компаний, акции которых котируются на фондовом рынке, происходит главным образом при положительном изменении биржевого курса (отражающего изменение стоимости акций, которыми они владеют), а также увеличении сумм выплачиваемых компанией дивидендов.

Чтобы управлять стоимостью, необходимо четко знать, какие именно параметры деятельности ее фактически определяют. Эти параметры называют ключевыми факторами стоимости, и их важность определяется тем, что руководство не может напрямую воздействовать на стоимость компании, а может оперировать только отдельными факторами, которые поддаются прямому воздействию и в конечном счете влияют на стоимость. К ним, в частности, относятся такие факторы, как удовлетворение запросов клиентов по качеству приобретаемой у компании продукции, себестоимость выпускаемой продукции (выполняемых работ, оказываемых услуг), объем и структура капитальных вложений, число и сроки осуществления инвестиционных проектов и т.д. В то же время именно ключевые факторы стоимости помогают высшему руководству (менеджерам высшего звена) оценить все происходящее на остальных уровнях компании и донести до менеджеров более низких уровней свои планы и намерения.

Для того чтобы оценить эффективность работы менеджмента по управлению компанией в отношении увеличения ее стоимости, применяют различные показатели. Например, показатель добавленной экономической стоимости, показатель прибыли на чистые активы (Return on Net Assets, RONA), показатель прибыли в форме денежных средств на инвестицию (Cashflow Return on Investment, CFROI), показатель добавленной рыночной стоимости, показатель добавленной денежной стоимости (Cash Value Added, CVA) и др. Каждый из применяемых параметров имеет свои преимущества и недостатки, но все они предназначены для оценки работы менеджеров компании относительно цели создания стоимости для своих акционеров.

Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов (до выплаты процентов). Для расчета показателей создания стоимости необходимо рассчитать несколько базовых коэффициентов, для чего потребуется осуществить

некоторую корректировку данных, представленных в финансовой отчетности компании. Так как в последующих расчетах будут использоваться такие показатели, как чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов (до выплаты процентов) — NOPLAT, а также показатели инвестированного капитала и совокупных средств инвесторов, произведем их расчет.

Калькуляция NOPLAT начинается с расчета чистой операционной прибыли, т.е. до налоговой прибыли от операционной деятельности, которую компания получила бы, не имея она долга. Скорректированный налог — это такая расчетная сумма налога на прибыль, которую компания платила бы при отсутствии долга, избыточных рыночных ценных бумаг и доходов и расходов, не связанных с операционной деятельностью. Этот налог равен сумме налога на прибыль из отчета о прибылях и убытках, скорректированного на процентные платежи (поскольку они уменьшают налогооблагаемую базу по данному налогу) и процентный доход (поскольку они увеличивают налогооблагаемую базу), а также на статьи, не относящиеся к операционной деятельности (по той же причине).

Для компании «Московская обувь» скорректированный налог за 2005 г. рассчитывается следующим образом (см. табл. 3.28).

Таблица 3.28

**Расчет скорректированного налога на прибыль для компании «Московская обувь»
(тыс. сомов)**

НАЛОГ	РАСЧЕТ	СУММА
Налог на прибыль	Из отчета о прибылях и убытках	600,0
+ Налоговая защита процентных платежей	=Процентные платежи*Ставка налога	186,3
	= 621 * 0,3	
- Налог на процентный доход	=Процентный доход * Ставка налога	0
	= 0 * 0,3	
- Налог на прибыль от неоперационной деятельности	= Неоперационная прибыль*Ставка налога	0
	= 0 * 0,3	
= Скорректированный налог		786,3

Показатель NOPLAT отражает результаты деятельности компании без учета стоимости привлеченного в компанию капитала. Для компании «Московская обувь» показатель NOPLAT рассчитывается следующим образом (см. табл. 3.29).

Таблица 3.29

Расчет показателя NOPLAT для компании «Московская обувь»

(тыс. сомов)

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ				СЛЕДУЮЩИЙ ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Операционная прибыль	2620	3083	3563	4118	4756	5489
Скорректированный налог	786	925	1069	1236	1427	1647
NOPLAT	1834	2158	2494	2883	3330	3843
Скорректированный налог						
Налог на прибыль (из отчета о прибылях и убытках)	600	738	882	1049	1241	1460
Налоговая защита процентных платежей при ставке 30% (доля налога на прибыль по процентным платежам)	186	186	186	186	186	186
Скорректированный налог (на прибыль)	786	925	1069	1236	1427	1647

Инвестированный капитал. Под инвестированным капиталом понимается объем инвестиций в операционную деятельность компании, он рассчитывается как сумма оборотного капитала (оборотные активы за вычетом краткосрочных обязательств), чистых основных средств (за вычетом накопленной амортизации) и чистых прочих активов (если таковые есть). Сумма инвестированного капитала и инвестиций в деятельность, отличную от операционной (например, долгосрочное финансовое вложение в акции другой компании), показывает общий объем капитала, вложенного в компанию инвесторами. Эта величина называется совокупными средствами инвесторов, или задействованным капиталом.

Задействованный капитал (capital employed) в зависимости от целей расчета может представляться по-разному. При оценке операционной деятельности он определяется как совокупная стоимость внеоборотных активов плюс оборотный капитал. Для целей оценки с точки зрения акционера используется величина, равная собственному капиталу плюс резервы. В целях упрощения расчетов в качестве задействованного капитала мы использовали величину, равную стоимости всех активов за вычетом беспроцентных

краткосрочных обязательств, поскольку расчет показателей демонстрировался с точки зрения инвестора, которому доступны только внешние (по отношению к компании) источники информации.

Совокупный (инвестированный) капитал — это собственный капитал (equity) плюс процентные обязательства (long-term and short-term interest bearing liabilities).

В нашем примере инвестиции в неоперационную деятельность отсутствуют, и поэтому величина инвестированного капитала равна величине задействованного капитала, что видно из табл. 3.30.

Таблица 3.30

Расчет показателя «Инвестированный капитал»

ПОКАЗАТЕЛЬ	ТЕКУЩИЙ ПЕРИОД	ПЕРИОД ПРОГНОЗИРОВАНИЯ			
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
<i>Инвестированный капитал</i>					
Чистые основные средства	2400	2327	2269	2232	2219
<i>Чистый оборотный капитал</i>					
Оборотные активы	7600	9240	11220	13594	16424
Беспроцентные краткосрочные обязательства	-3250	-3525	-3856	-4249	-4715
Итого чистый оборотный капитал	4350	5714	7365	9345	11709
Итого задействованный капитал	6750	8041	9633	11577	13928
<i>Совокупные средства инвесторов</i>					
Собственный капитал	4206	5497	7089	9033	11384
<i>Привлеченный капитал</i>					
Долгосрочные займы	1000	1000	1000	1000	1000
Краткосрочные займы	1544	1544	1544	1544	1544
Итого привлеченный капитал	2544	2544	2544	2544	2544
Итого совокупные средства инвесторов	6750	8041	9633	11577	13928

Контрольные вопросы

1. Каковы цель и задачи анализа стратегических показателей организации?
2. Раскройте методику анализа стоимости капитала.
3. Раскройте методику оценки стоимости акционерного капитала.
4. Раскройте методику оценки средневзвешенной стоимости капитала.
5. Раскройте методику анализа стоимости акций акционерного общества.
6. Раскройте процедуру оценки бизнеса/компании методом чистой приведенной стоимости.
7. Раскройте методику анализа рыночной стоимости компании.
8. Раскройте методику анализа показателей благосостояния акционеров.