

Література

1. Эдвинссон Л., Мэлоун М. Интеллектуальный капитал: определение истинной стоимости компаний // Новая постиндустриальная волна на Западе / Под ред. В. Иноземцева. – М., 1999. – С. 434
2. The Danish Trade and Industrial Development Council. // www.naec.dk
3. Stewart T. Intellectual Capital. London: Nicholas Brealey Publishing, 1997.
4. Strassmann P. The Value of Knowledge Capital // American Programmer, March, 1998.
5. Брукинг Э. Интеллектуальный капитал. – СПб.: Питер, 2001. – С. 209-212.
6. Ивасюк И.А. Воспроизводство интеллектуального капитала – настоящее и

будущее экономики России // Журнал депонированных рукописей. – 2002. – № 6. – С.14-21.

7. Козырев А.Н. Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов/ http://www.cfin.ru/finanalysis/value/intangibles_and_intel.shtml
8. Кофман А., Хил Алуха Х. Введение теории нечетких множеств в управлении предприятиями. – Минск, Высшая школа, 1992.
9. Журавльова І.В. Фінансовий аспект оцінки інтелектуального капіталу // Фінанси України. – 2002. – №10. – С. 103-109.

Статья поступила в редакцию 26.12.2007

Е.В. МИШЕНИН, д.э.н., профессор,
Р.П. КОСОДИЙ, к.э.н., доцент,
Сумской национальной аграрный университет

**РОЛЬ ПОКАЗАТЕЛЯ EVA В ЦЕННОСТНО ОРИЕНТИРОВАННОЙ
 МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ БИЗНЕСОМ**

Большинство современных корпораций, стремящихся использовать преимущества технологического прогресса и экономики от масштаба, сталкиваются с проблемой привлечения значительных инвестиционных ресурсов. В то же время наиболее приемлемым источником капитала в условиях современного рынка являются ресурсы, полученные путем объединения сбережений большого количества инвесторов, которые полагаются на других в плане менеджмента своих инвестиций и управления предприятием. По этой причине в последнее время одним из приоритетов для финансовых менеджеров стала максимизация благосостояния акционеров и, соответственно, обеспечение стабильного роста рыночной ценности компании. Очевидно, что в перспективе, по мере усиления конкурентной борьбы компаний за капитал инвесторов и акционеров, актуальность управления ценностью компании будет только возрастать.

Целью нашего исследования является

анализ одного из наиболее популярных сегодня показателей ценностно ориентированной концепции управления – EVA – и изучение путей его использования в отечественных условиях.

Можно сказать, что необходимость управления ценностью компании продиктована современными требованиями к ведению бизнеса, которые предъявляются к руководству компаний. Это естественно, поскольку акционерам принадлежит компания и как рациональные инвесторы они ожидают хорошей долгосрочной доходности по своим инвестициям. Если компания не способна генерировать экономическую прибыль в течение определенного периода времени, то ее выживание в условиях рынка становится проблематичным. Поэтому руководство, заинтересованное в удовлетворении интересов инвесторов, должно регулировать затраты хотя бы для обеспечения минимального уровня рентабельности, а конечной целью фирмы является

© Е.В. Мишенин, Р.П. Косодий, 2008

создание ценности для акционеров, что означает необходимость реального улучшения ситуации и повышения ценности, в отличие от манипуляций с финансовой информацией с целью получения краткосрочных выгод.

Однако в прошлом эта конечная цель часто игнорировалась или, по меньшей мере, неправильно понималась. Свидетельством этому являются существующие системы измерения финансовых результатов: такие показатели, как доходность инвестиций и прибыль в расчете на акцию используются как наиболее важные показатели результативности и даже как база для определения размера вознаграждения во многих компаниях, хотя их повышение часто не имеет никакого отношения к росту благосостояния акционеров. На этом фоне не удивительно, что так называемые показатели, базирующиеся на ценности, в последние годы получают большое количество внимания, а внедрение ценностно ориентированной модели управления бизнесом становится достаточно популярным.

В большинстве случаев под ценностно ориентированной моделью управления (*Value Based Management*) понимается концепция управления, направленная на достижение лучших финансовых результатов благодаря систематическому управлению процессом создания ценности компании. В основе концепции VBM лежит признание того, что основной финансовой целью организации является рост ее ценности для собственников (акционеров).

На ценностно ориентированную концепцию управления переходят и многие отечественные компании. Однако, для того, чтобы ценностно ориентированное управление стало возможным, необходимо располагать эффективными методами оценки бизнеса, поскольку одним из основных этапов построения ценностной модели является определение ключевых факторов ценности – другими словами, взаимосвязанных показателей (как финансовых, так и нефинансовых), которые позволяют давать бизнесу стоимостную оценку и управлять эффективностью его развития. Стоит ли говорить о том, что способы

оценки бизнеса, предлагаемые западными экономистами, не находят своего применения у нас в стране, где не существует развитого рынка акций, и, следовательно, не существует и рыночной оценки самих предприятий? Поэтому в арсенале отечественных компаний нет адаптированных способов оценки бизнеса. Все, что они имеют, так это три стандартных подхода к оценке: дисконтирование денежных потоков, сравнение с аналогами и определение стоимости чистых активов.

Многие отечественные системы менеджмента, которые базируются на устаревших показателях и бухгалтерских процедурах, приводят к снижению благосостояния акционеров. Эти системы были разработаны, главным образом, как системы отчетности и контроля для кредиторов, а в последующем были приняты менеджерами в качестве инструментов определения результатов в организациях, функционирующих в соответствии с административно-командными принципами.

В зарубежной экономической литературе в последние годы довольно часто приводится критика традиционных финансовых показателей, базой для расчета которых является система бухгалтерского и финансового учета, которая одновременно является основой для принятия управленческих решений. Эта критика направлена, главным образом, на ретроспективный (исторический) характер этих показателей, что значительно уменьшает их ценность для принятия стратегических управленческих решений [4, 5, 6, 7].

Таким образом, показатели, формируемые в среде традиционного бухгалтерского учёта, в значительной мере утратили ценность для менеджмента и внешних инвесторов. Бухгалтерский баланс с точки зрения инвесторов является полезным источником информации только тогда, когда балансовая стоимость активов хотя бы приблизительно соответствует рыночной ценности (точное соответствие является невозможным, поскольку балансовая стоимость имеет исторический характер, тогда как рыночная ценность по своей природе является перспективной). На са-

мом деле балансовые и рыночные показатели не совпадают, и довольно значительно.

Увеличение данного разрыва частично объясняется усилением роли нематериальных активов, поскольку отображаемые в бухгалтерском балансе активы не учитывают целого ряда ресурсов, которые используются фирмой и приносят доход. К таким ресурсам можно отнести вложения в НИОКР, обучение персонала, инвестиции в создание и продвижение торговой марки, реорганизацию бизнеса, хорошие отношения с поставщиками и клиентами, возможность использования ресурсов влияния и пр. Все эти ресурсы относятся к элементам капитала, но не признаются активами в соответствии со стандартами учета и, соответственно, не участвуют в расчете бухгалтерской прибыли. Однако, с точки зрения стратегического анализа при определении размера используемого капитала такие ресурсы учитывать необходимо.

Таким образом, бухгалтерская отчетность не может адекватно отображать ценность современной компании. Поэтому отсутствие методологии справедливой оценки нематериальных активов и их представления в финансовой отчетности является основной причиной ориентации компаний на современные модели управления корпоративными финансами и поиска новых средств оценки ценности и эффективности деятельности фирм.

В данном контексте существует очевидная потребность в качественно новых механизмах определения ценности компании, которые, будучи простыми в использовании, в то же время не будут сильно зависеть от динамики фондового рынка и при этом не потребовать большого числа оценок. Решением данной проблемы, на наш взгляд, стало использование показателя экономической добавленной стоимости (*Economic Value Added*, или EVA).

Концепцию EVA ассоциируют с настоящей революцией в менеджменте, в результате которой у частных и государственных корпораций появился громадный потенциал значительного улучшения результатов своей деятельности с точки зре-

ния акционеров, работников и клиентов. Сегодня широко обсуждаются положительные и отрицательные стороны данного показателя. При этом следует отметить, что большинство сторонников EVA не признают каких-либо недостатков этого показателя, восхваляя данную концепцию в качестве идеального управленческого инструмента. В тоже время критика EVA ограничивается относительно незначительными аспектами, связанными с корпоративным контролем.

Большинство же ученых и практиков сходятся на мысли, что EVA является одним из фундаментальных способов определения эффективности компании и управления ею. Данный показатель обосновывает те действия, правильность которых интуитивно осознается менеджерами, но осуществлению которых часто мешают традиционные бухгалтерские показатели. По сути, EVA заново раскрывает глаза на наиболее фундаментальные элементы управления бизнесом, являясь источником изменений в приоритетах, системах и культуре компании. Именно поэтому применение EVA обеспечивает наиболее оптимальные рамки для принятия эффективных решений.

В основе EVA заложен принцип взаимосвязи доходов фирмы и благосостояния акционеров, который сводится к тому, что, поскольку руководство компании использует собственный капитал с целью получения прибыли, то использование этого капитала должно обязательно оплачиваться. Таким образом, основная идея и экономический смысл показателя EVA заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал.

Это является особенно актуальным для больших корпораций, у которых нет сильного собственника, и поэтому акционеры всегда рассматривались в качестве бесплатного источника денежных средств. Складывается впечатление, что менеджеры часто думают, будто бы у них есть право инвестировать всю нераспределенную

прибыль, аккумулированную их подразделением, даже несмотря на то, что при этом акционеры могут иметь лучшие инвестиционные возможности.

Исходя из этого, очевидным достоинством показателя EVA является то, что EVA позволяет учесть не только текущие затраты и выручку компании, но и эффективность используемого капитала, поскольку данный показатель делает акцент на необходимости зарабатывать достаточную доходность в расчете на весь используемый капитал. В рамках концепции EVA то, что мы обычно называем прибылью (т.е. деньги, оставшиеся для собственного капитала), фактически ею не является. В этой связи П. Друкер справедливо заметил, что пока компания не обеспечит доходность, превышающую стоимость ее капитала, то по сути она будет работать убыточно, “проедая” ресурсы. Немаловажным является и то, что значение показателя EVA не будет существенно снижаться в случае проведения компанией научно-исследовательских работ; соответственно, руководители компаний, стараясь максимизировать EVA, не будут экономить на создании новых технологий и продуктов.

Исходя из этого, можно сказать, что EVA применяется для оценки эффективности компании с позиции ее собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат лишь в том случае, когда компания зарабатывает больше, чем доходность альтернативных вложений. Учет стоимости капитала в EVA базируется на том, что экономисты называют альтернативной стоимостью или упущенными выгодами. Капитал является ограниченным ресурсом, за получение которого должны конкурировать как предприятия, так и государствен-

ные органы. Ограниченность капитала требует от его пользователей максимизации благосостояния поставщиков капитала, поскольку в противном случае будет происходить бегство капитала по направлению к более прибыльным альтернативам его использования. Таким образом, продуктивность капитала является одним из факторов, воздействующим на всю экономику и рост ВВП.

В данном контексте нет ничего удивительного в том, что показатель EVA, который приучает менеджеров придерживаться дисциплины финансовых рынков, сегодня является (по мнению авторитетного американского издания Fortune) одним из наиболее остро обсуждаемых вопросов в сфере финансового менеджмента. Журнал Fortune назвал его “сегодняшней самой актуальной финансовой идеей, которая обещает трансформировать концепцию создания ценности из простого лозунга в мощный управленческий инструмент” [8].

Методика расчета экономической добавленной стоимости (EVA) сочетает относительную простоту, наглядность и возможность определения ценности компании, а также создает механизм мотивации управленческого персонала для принятия эффективных инвестиционных решений. Преимущество данного метода заключается в понятной технологии расчета, а также наличии исходных данных для проведения такого расчета в отечественных компаниях.

Показатель EVA определяется как разница между скорректированной величиной чистой прибыли и стоимостью использованного для ее получения инвестированного капитала компании (собственных и заемных средств):

$$EVA = NOPAT (adj) - WACC \times CE (adj) \quad (1)$$

где *NOPAT (adj)* (*Net Operating Profit After Taxes, adjusted*) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов, скорректированная на величину изменений эквивалентов собственного капитала;

WACC (*Weighted Average Cost of*

Capital) – средневзвешенная стоимость капитала;

CE (adj) (*Capital Employed, adjusted*) – сумма инвестированного капитала с учетом эквивалентов собственного капитала. Этот показатель представляет собой сумму

всех активов, относящихся к оперативному управлению объекта оценки, за вычетом краткосрочных операционных обязательств (коммерческих кредитов, задолженностей перед бюджетом и т.п.). При этом объектом оценки может быть как вся компания, так и отдельные ее подразделения. В последнем случае, при расчете показателя *CE (adj)* важно не забыть включить активы, которые совместно исполь-

зуются несколькими подразделениями (неделимые активы) – их нужно учесть в объеме, пропорциональном степени использования объектом оценки.

В некоторых источниках встречается еще одна методика расчета EVA – как спред между доходностью компании и стоимостью капитала, помноженный на объем инвестированного капитала:

$$EVA = (ROIC (adj) - WACC) \times CE (adj) \quad (2)$$

Результатом расчета показателя EVA является либо положительное, либо отрицательное значение. При этом положительное значение EVA означает, что компания повышает благосостояние своих акционеров, тогда как отрицательное значение EVA свидетельствует об обратном процессе. При этом следует помнить, что показатели, которые используются при расчете EVA, отличаются от одноименных бухгалтерских коэффициентов за счет использования специальных корректировок отчетности.

Поправки к бухгалтерским показателям в рамках модели EVA нередко называют основным достоинством этой модели. Большое количество поправок делает EVA лучшим (в теоретическом и практическом плане) показателем и ориентиром в оценке деятельности различных подразделений. Однако вместе с достоинствами в поправках к бухгалтерским данным скрываются существенные недостатки:

- корректировки осложняют расчет показателя EVA и, следовательно, увеличивают риск возникновения проблем при использовании данной концепции для управления бизнесом;

- корректировки отчетности, которые увеличивают значение показателя, могут вызвать недоверие среди акционеров, кредиторов и финансовых аналитиков;

- применение некоторых корректировок не сильно влияет на итоговое значение EVA (к таким следует отнести корректировки отчетности при использовании лизинга).

Более того, поправки к бухгалтер-

ским показателям носят весьма субъективный характер. Именно в них содержится львиная доля ошибок, которые, как правило, приводят к неверным результатам. Определение необходимых поправок и их правильная оценка – самый сложный этап методологии. С поправками можно экспериментировать с тем, чтобы наиболее адекватно описать условия бизнеса. Слепое следование рекомендациям, механический подход к расчетам может исказить величину инвестиций больше, чем все бухгалтерские корректировки вместе взятые.

Поэтому вопрос также заключается и в том, стоит ли делать такие поправки, ведь каждая поправка увеличивает сложность этой концепции. При этом основная цель при внедрении концепции экономической добавленной стоимости должна заключаться не в наиболее точном расчете этого показателя, а в построении более эффективной системы управления фирмой, стимулирующей менеджеров увеличивать стоимость бизнеса. Именно в этом заключается потенциал концепции для финансового управления. Поэтому балансируя между простотой и точностью, компания *Stern Stewart & Co.* советует большинству клиентов делать лишь от пяти до пятнадцати поправок. Поэтому большинство компаний рассматривают лишь немногие из этих поправок как необходимые и рассчитывают нечто вроде упрощенного EVA.

Очевидно, что выбор методики расчета EVA зависит от конкретной ситуации и специфики компании, а поэтому необходимо идентифицировать те поправки, которые могут улучшить точность и, в свою

очередь, результативность. Если компания имеет новую и гибкую информационную систему, которая легко может осуществлять несколько поправок к EVA, то тогда, естественно, такие поправки желательно осуществлять. Однако существует большое количество компаний, где системы учета не являются очень сложными и гибкими, и для этих компаний существует сильная потребность в том, чтобы сделать EVA настолько простой, насколько это возможно для того, чтобы упростить работу для персонала, занимающегося внутренней отчетностью. Стоимость и выгоды от информации должны рассматриваться отдельно для каждой компании или для каждой систе-

мы, а каждую поправку желательно тестировать на корректность и применимость к рассматриваемому предприятию [3].

При этом основными критериями, которые необходимо учитывать при принятии решения о применении корректировок, можно считать следующие: сложность и трудоемкость проведения корректировки; уровень влияния, которое оказывает корректировка на значение показателя; степень воздействия, которое оказывает корректировка на определение стоимости компании; величина влияния корректировки на решения, принимаемые руководством фирмы.



Источник: Осипов М.А. Концепция экономической добавленной стоимости в финансовом управлении российских компаний / Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Московский государственный университет. – Москва, 2004. – С. 11

Рис. 1. Корректировки отчетности и фирмы, где целесообразно их использование

Заслуживают внимание исследования М.А. Осипова относительно целесообразности использования бухгалтерских корректировок в зависимости от характера деятельности фирмы. На рис. 1 показаны результаты данного исследования, а также в каких фирмах использование каждой из корректировок наиболее логично и целесообразно.

Таким образом, основными критериями, которые должны определять выбор методики расчета EVA, являются: существенность изменений; доступность данных, возможность передавать информацию о необходимых изменениях другим руководителям (помимо финансовых менеджеров). Наиболее важная причина для упрощения концепции EVA заключается в облегчении процесса обучения работников, а также избежании дополнительных издержек при составлении традиционных отчетов [2].

На вопрос о том, действительно ли EVA увеличивает ценность организации, нельзя дать однозначного ответа. Если стартовые условия компании являются очень плохими (при этом основным показателем является доходность инвестиций, в отсутствие какой-либо ценностно ориентированной концепции), то тогда ответ будет определенно утвердительным: да, EVA увеличивает ценность. С другой стороны, если компания в самом начале более реалистично смотрит на вещи, в частности в рамках средневзвешенной стоимости капитала (которая используется в качестве критерия для принятия инвестиционных решений), или же если компания уже использует остаточный доход (в качестве дополнения или альтернативы для показателя доходности инвестиций), то тогда выгоды от внедрения EVA будут, скорее всего, незначительными. Главным образом, такая организация уже достигла (в той или иной степени) тех целей, к достижению которых могла привести концепция EVA.

Поэтому адекватно отразить как текущие результаты работы, так и прогнозы на будущее можно только совмещая несколько способов оценки. Например, Д. Ковалев рекомендует в идеале использовать целый ряд общепринятых методов:

- модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия (NPV);
- модель добавленной экономической стоимости (EVA);
- модель экономической прибыли (EP);
- модель скорректированной приведенной стоимости;
- модель дисконтированного денежного потока на акции;
- модель экономической стоимости, добавленной собственным капиталом [1].

Результаты данных моделей идентичны – разная только методика расчета. Следовательно, каждый способ оценки имеет как свои недостатки, так и преимущества. Поэтому менеджер должен использовать несколько альтернативных моделей (как правило, в дополнение к модели NPV).

Таким образом, использование показателя EVA в качестве единственного критерия для оценки эффективности компании не позволяет адекватно проанализировать причины возможных проблем в компании. В любом бизнесе существует ряд нефинансовых индикаторов, которые также необходимо принимать во внимание. Поэтому для того, чтобы показатель EVA давал больше информации о возможных причинах изменения эффективности компании, необходимо интегрировать EVA в систему других показателей (например, сбалансированную систему показателей).

Литература

1. Ковалев Д. Парк EVA®-вского периода // "Комп&ньюн". – №8. – 2007
2. Осипов М.А. Концепция экономической добавленной стоимости в финансовом управлении российских компаний / Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Московский государственный университет. – Москва, 2004. – С. 11
3. Черемушкин С. Магия финансовой метрики // http://www.management.com.ua/stat/count_pdf.php3?art_id=fin088&link=finance/fin088.pdf

4. Chakravarthy, B.S. Measuring strategic performance // *Strategic Management Journal*. – 1986. – № 7. – P. 437-458

5. Dearden, J. Measuring profit center managers // *Harvard Business Review*. – September/October 1987. – Vol. 65. – P. 84-88

6. Kaplan, R.S., Norton, D.P. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. – Boston (Ma., USA): Harvard Business School Press, 1996

7. Merchant, K. *Control in Business Organizations*. – Boston (Ma., USA): Harvard Graduate School of Business, 1985.

8. *The Real Key to Creating Wealth*. *Fortune*, September 20, 1993, p. 39.

8. The Real Key to Creating Wealth. *Fortune*, September 20, 1993, p. 39.

Статья поступила в редакцию 25.12.2007

О.І. СТАРОДУБЦЕВА,

Донецький національний технічний університет

ОЦІНКА ЕФЕКТУ СИНЕРГІЇ ПРИ ЗЛИВАННЯХ ТА ПОГЛИНАННЯХ

Світовий досвід функціонування ринку зливань та поглинань свідчить про важливість та високу ризикованість прийняття рішення про здійснення угоди зливання або поглинання менеджментом компанії-покупця. Такому рішенню обов'язково передують стадія детального аналізу вартості компанії-покупця та компанії-цілі до укладання угоди та прогноз вартості компанії, утвореної в результаті здійснення відповідної операції. Професійна обізнаність в питанні реальної вартості бізнесу – запорука прийняття вірного рішення про зливання/поглинання. Як правило, вартість майбутньої утвореної компанії, в першу чергу, залежить від кількісної оцінки прогнозованого ефекту синергії, отже, питання про коректну оцінку ефекту синергії є ключовою проблемою при прийнятті рішення про здійснення угоди зливання/поглинання.

Дослідженню процесів зливань та поглинань а також вартості компанії присвячені монографії таких авторів, як Еванс Ф. і Бішоп Д. [1], Стенлі Ф. Рід та Александра Р. Лажу [2]. В світових бізнес-виданнях питанню вартості бізнесу та синергетичного ефекту приділяється багато уваги. Останні декілька років ці проблеми стали також актуальними у виданнях країн СНД. Зокрема, в Росії та Україні за такими проблемами працюють В. Золотаревський [3], Е. Федорова [4] та ще багато авторів.

Мета статті – це виявлення показників та сил, на які повинен зважати мене-

джер при прийнятті рішення щодо вартості угоди зливання/поглинання. Для досягнення мети вважається доцільним виконання таких задач: аналіз основних мотивів компаній-покупців для розглядання можливостей на ринку зливань та поглинань; порівняння визначення терміну синергії; огляд джерел виникнення синергії в процесі зливання/ поглинання; аналіз методів оцінки синергії; огляд поширених помилок менеджерів при прийнятті рішення про зливання/поглинання та поради щодо уникнення цих помилок.

Перш за все, цікаво проаналізувати мотиви компаній, які планують розширитися шляхом зливання/поглинання. Їх можна охарактеризувати таким чином:

– маркетингові мотиви (розширення географії ринків та/або асортименту продукції; підвищення долі ринку; усунення існуючих та запобігання появі нових конкурентів), що здійснюються, як правило, як горизонтальні зливання;

– мотиви стратегічного менеджменту (диверсифікація з метою зниження ризику (конгломератне зливання); володіння технологією або виробничими ресурсами, для яких не вистачає розвитку внутрішнього бізнесу; оптимізація використання надлишкового капіталу або менеджменту);

– інші мотиви, до яких можна віднести особисті причини і амбіції власників компаній-покупців, наміри зниження податкових виплат та ціни

© О.І. Стародубцева, 2008