



# Организация управления финансами публичной компании на основе критерия стоимости

---

## Экономическая природа, содержание и критерии эффективности VBM

Стоимость создается тогда, когда посленалоговая операционная доходность активов превышает стоимость привлеченных фирмой финансовых ресурсов

### Основные компоненты VBM:

- ✓ измерители стоимости
- ✓ факторы и драйверы стоимости
- ✓ компенсационная политика

**Насколько мы можем положиться на конкретный измеритель стоимости, чтобы базировать на нем всю систему управления?**

**Измеритель стоимости должен отражать вклад менеджмента компании (центра ответственности, бизнес-единицы) в создание стоимости!**

# Ключевые принципы и элементы системы VBM

- ✓ Эффективность – главная цель
- ✓ Стратегия и структура по-прежнему важны
- ✓ Рабочие группы представляют собой основные структурные элементы организации.
- ✓ Очень важно определить зоны особого внимания.



## Основные требования к измерителям стоимости

---

- учитывать стоимость финансовых ресурсов, использованных при генерировании стоимости
- учитывать риск, как операционный, так и финансовый
- учитывать созданные за отчетный период «неосязаемые активы», то есть возможности роста в будущем;
- быть простым и однозначным в исчислении, как на уровне фирмы в целом, так и на уровне отдельных центров ответственности и дивизиональных уровнях;
- быть простым в интерпретации, в том числе для нефинансовых менеджеров;
- оставлять минимальную возможность для манипулирования со стороны менеджеров, эффективность деятельности которых отслеживается именно этим показателем

## Индикаторы (метрики) создания акционерной стоимости

---

Метрики, реализующие **концепцию остаточного дохода**, исчисляемые как разность между посленалоговой операционной прибылью и затратами на капитал (собственный и заемный). Примеры - показатели экономической добавленной стоимости, экономической прибыли, денежной добавленной стоимости – CVA.

- ✓ Составляющие остаточного дохода. К таковым можно отнести показатели EBIT (earnings before interest and tax) – прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль, EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – прибыль до уплаты процентов, налога на прибыль, вычета амортизации материальных и нематериальных активов, NOPAT (net operating profit after tax) – посленалоговая операционная прибыль и некоторые другие.

## Индикаторы (метрики) создания акционерной стоимости

---

Индикаторы, базирующиеся на **рыночных оценках**. рыночная добавленная стоимость (Market Value Added – MVA), полная акционерная доходность (Total Shareholder Return – TSR), избыточная доходность (Excess Return) и др.

- ✓ Показатели, основанные на денежных потоках. Основная идея использования показателей данной группы – освободить индикаторы эффективности от ограничений, накладываемых требованиями бухгалтерского (финансового) учета. Помимо уже перечислявшихся в предыдущем разделе, к основанным на денежных потоках показателям можно отнести денежные потоки от операций (от основной деятельности), а также показатели CVA и EBITDA.

# Индикаторы (метрики) создания акционерной стоимости

---

Показатели, основанные на учетных данных.

К традиционным показателям, основанным на учетных данных, относят как наиболее популярные в глазах финансовых рынков абсолютные измерители эффективности – чистую прибыль и чистую прибыль на акцию (EPS – earnings per share), так и уже упоминавшиеся выше EBIT, EBITDA, а также ряд относительных показателей рентабельности активов и капитала.

**Недостатки:** При всех достоинствах показателей, основанных на учетных оценках, они подвергаются весьма суровой критике за **игнорирование фактора риска и стоимости финансовых ресурсов**. Кроме того, как и все показатели, основанные исключительно на учетной информации, перечисленные выше индикаторы не учитывают вложения в создание возможностей роста в будущем.

# Основы расчета и применения показателей экономической добавленной стоимости (EVA) и экономической прибыли (EP)

Нетто-выручка

- Операционные расходы

= Операционная прибыль (ЕВIT)

- Налог на прибыль

= Чистая операционная прибыль после налогов (NORAT)

- Затраты на капитал (Инвест. капитал × Стоимость капитала)

= **Экономическая добавленная стоимость (EVA)**

$$EVA = NORAT - CE \times WACC$$

Нетто-выручка

- Операционные расходы

= Операционная прибыль (ЕВIT)

- Проценты по кредитам

- Налог на прибыль

= Чистая (явная) прибыль

- Вмененные расходы

- Затраты на капитал собственника (Нормальная прибыль)

= **Экономическая прибыль (EP)**

**Вмененные расходы - те дополнительные издержки, которые предприятие понесло бы, если бы финансовые, материальные, трудовые и др. ресурсы приобретались по рыночным ценам**

**Вмененные доходы - доходы, упущенные вследствие продаж по нерыночным (заниженным) ценам**



# Пример. Исходные данные 1

Отчет о финансовом положении компании «А»

	2013	2014	2015
Активы	тыс. руб.	тыс. руб.	тыс. руб.
Здания и оборудование	800	1100	1050
Земля	1000	1000	1000
Финансовые вложения	500	500	500
Запасы	200	300	400
Дебиторская задолженность	250	396	600
Денежные средства	<u>50</u>	<u>190</u>	<u>344</u>
	2800	3486	3894
Капитал и обязательства			
Обыкновенные акции (номинал 10 руб.)	1200	1200	1200
Эмиссионный доход	350	350	350
Нераспределенная прибыль	550	886	1294
Облигационный займ (10%)	400	800	900
Кредиторская задолженность	<u>300</u>	<u>250</u>	<u>150</u>
	2800	3486	3894

# Пример. Исходные данные 2

## Отчет о совокупном доходе компании «А»

---

	2013	2014	2015
	тыс. руб.	тыс. руб.	тыс. руб.
Выручка	1000	1300	1500
Операционные расходы	600	800	900
Финансовые расходы	<u>40</u>	<u>80</u>	<u>90</u>
Прибыль до налогообложения	360	420	510
Налог на прибыль	<u>72</u>	<u>84</u>	<u>102</u>
Чистая прибыль	288	336	408
<i>Примечание:</i>			
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %	15	15	16
Рыночная цена 1 обыкновенной акции, руб.	19	20,6	21,8

# Пример. Решение для 2013г.

---

1.  $EBIT = 1000 - 600 = 400$  тыс. руб.
2. Расчетный налог на прибыль  $= 400 * 0,2 = 80$  тыс. руб.
3.  $NOPAT = 400 - 80 = 320$  тыс. руб.
4.  $CE = 1200 + 550 + 350 + 400 = 2500$  тыс. руб.
5.  $EVA = 320 - 2500 * 0,15 = -55$  тыс. руб.
6. Количество акций в обращении  $= 120000$  руб.
7.  $EPS = 288 * 1000 / 120000 = 2,4$  руб.
8.  $P/E = 19 / 2,4 = 7,917$
9. Учетная цена  
акции  $= (1200 + 350 + 550) * 1000 / 120000 = 17,5$   
руб.
10.  $Market-to-Book = 19 / 17,5 = 1,0857$

# Решение.

№п/п	Расчет	2013	2014	2015
1	ЕБИТ	400	500	600
2	Расчетный налог на прибыль	80	100	120
3	НОРАТ	320	400	480
4	СЕ	2500	3236	3744
5	EVA	-55	-85,4	-119,04
6	Количество акций в обращении	120000	120000	120000
7	EPS, руб.	2,4	2,8	3,4
8	P/E	7,917	7,357	6,412
9	Учетная цена акции	17,5	20,3	23,7
10	Market-to-Book	1,0857	1,0148	0,9198
11	ROCE	12,8	12,36	12,82
12	ROCE-WACC	-2,2	-2,64	-3,18

# Пример. Мегафон

---

Wacc = 11.5%

Число акций в обращении = 620  
миллионов штук

Рыночная цена 1 акции на конец  
2015 года = 850 руб.

## Компенсационные планы менеджеров на основе ценностно-ориентированных критериев

Наличие конфликта интересов собственников и менеджмента компании требует формирования системы мотивации, нацеливающей на выработку стратегических управленческих решений, направленных на создание акционерной стоимости

### **Задачи компенсационной системы:**

- ✓ стимулирование и поощрение принятия менеджментом ответственности, а также действий, увеличивающих стоимость компании в долгосрочной перспективе.
- ✓ оптимизация затрат на компенсационные выплаты менеджменту таким образом, чтобы это положительно влияло на достижение основной цели – увеличения акционерной стоимости;
- ✓ недопущение перехода управленцев в другую компанию, что может произойти в условиях спада деловой активности как самой компании, так и отрасли, в которой она функционирует

## Характеристики типовой системы вознаграждения

---

выплата целевого бонуса осуществляется в случае достижения определенного (целевого) уровня финансового показателя, лежащего в основе бонусной системы. Часто таким показателем является плановый размер чистой операционной прибыли;

- ✓ получению бонуса предшествует достижение порогового уровня показателя;
- ✓ при достижении определенного (верхнего) предела целевого показателя бонусные выплаты не подлежат увеличению в случае дальнейшего его (целевого показателя) роста.

**Практика:** бонус выплачивается только в случае достижения 80% от установленного значения целевого показателя и перестает расти при достижении 120% от целевого значения показателя.

## Мотивация на основе показателя EVA

Эффективным подходом к построению системы компенсационных выплат на основе показателя экономической добавленной стоимости является выплата определенного процента от увеличения уровня показателя EVA

### **Недостатки системы мотивации:**

- ✓ система не применима для компаний с отрицательным значением EVA
- ✓ менеджеры могут исказить значения EVA ради получения текущего вознаграждения
- ✓ использование одинаковых систем вознаграждения не будет в равной степени мотивировать всех менеджеров компании (например, по возрасту)
- ✓ сложность использования для отраслей, имеющих циклические колебания деловой активности
- ✓ сложность использования подобных систем стимулирования для компаний на развивающихся рынках капитала, а также находящихся на стадии start-up