

11. Офіційний сайт Національного банку України – Офіційні курси гривні до іноземних валют [Електронний ресурс] – Режим доступу до даних: www.bank.gov.ua/kurs/last_kurs1.htm

12. Програма економічних реформ на 2010–2014 роки Комітет з економічних реформ при Президентіві України. //Версія для обговорення. – 2 червня 2010 р. – с. 21.

13. Офіційний сайт міста Кривого Рогу та Криворізького міського виконавчого комітету – Україна, Криворізька міська рада, Дніпропетровська область рішення (XXXV сесія V скликання), від 29.01.2009 №2974 Про міський бюджет на 2009 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу до даних: www.krivyirih.dp.ua/ua/st/pg/81209429067164_s

Приведены и проанализированы показатели заболеваемости в городе Кривой Рог. Определена связь заболеваемости населения Кривого Рога с крайне неблагоприятной экологической ситуацией в этом промышленном центре. Рассчитаны расходы на лечение туберкулеза, онкологических заболеваний, детской заболеваемости, анемии, ишемического инсульта, острого инфаркта миокарда, патологии беременности, хронических заболеваний. Проведено сравнение объемов

фактических расходов на лечение и ассигнований на здравоохранение из городского бюджета Кривого Рога.

Ключевые слова: *заболеваемость, затраты на лечение, стандарты лечебно-диагностического процесса, стоимость обследования, социальное медицинское страхование, принцип „загрязнитель – платит“*

Krivyri Rig morbidity rate has been analyzed. The connection between population sickness rate and highly unfavorable ecological conditions for living has been defined. Medical treatment expenses of tuberculosis, clinical oncology, prenatal sickness rate, anemia, ischemic stroke, acute myocardial infarction, pregnancy failure and chronic diseases have been calculated. The volumes of actual expenses on treatment and assignments for health protection from the city budget of the Krivyri Rig have been compared.

Keywords: *illness, medical treatment expenses, the standards of diagnose-treatment process, outpatient examination expenses, social medical insurance, principle „pay as you pollute“*

Рекомендовано до публікації докт. техн. наук П.І. Пономаренко. Дана надходження рукопису 23.12.10

УДК 65.012.23

Э.Р. Ислямова, канд. экон. наук

Таврический национальный Университет
им. В.И. Вернадского, г. Симферополь, Украина

МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

E.R. Isliamova, Cand. Sc. (Econ.)

Tavrida National V.I. Vernadsky University, Simferopol, Ukraine

METHODS OF COMPANY'S VALUE DETERMINING

Проанализированы в сравнительной характеристике методы определения стоимости компании: затратный, доходный и сравнительный. Освещен современный инструментарий измерения стоимости компании, проведено сравнение показателей с позиции практического применения. Определен и обоснован универсальный показатель комплексного анализа стоимости – добавленная экономическая прибыль (EVA), выявлены преимущества и недостатки применения показателя EVA для определения и управления стоимостью компании.

Ключевые слова: *стоимость компании, доходный метод, затратный метод, сравнительный метод, добавленная экономическая стоимость (EVA)*

Постановка проблемы в общем виде и ее связь с важнейшими научными либо практическими задачами. Опыт развитых стран подтверждает высокую эффективность управления стоимостью компании, получившей название VBM-подхода. Применение данной модели в отечественных компаниях может стать средством повышения их инвестиционной привлекательности, эффективности и стоимости. С его помощью компании смогут повысить конкурентоспособность, обеспечить наиболее эффективное использование всех факторов производства, достичь лидирующих позиций в экономике. Управление стоимостью компании позволяет создать новую систему корпоративного управления и механизм вознаграждения сотрудников в зависимости от их вклада в создание стоимости.

Неотъемлемой составной частью управления стоимостью компании является измерение ее стои-

мости. Наличие различных методов измерения и, соответственно, получение различного результата, от которого зависит принятие стратегических и оперативных решений на всех уровнях, предопределяет проблему выбора метода управления и определения наиболее предпочтительных показателей стоимости компании, соответствующих современным требованиям управления.

Анализ последних исследований и публикаций, выделение нерешенных ранее вопросов. Исследованию управления стоимостью компании и методам ее измерения посвящены работы зарубежных: Т. Коупленда, Дж.Д. Мартина, А. Раппапорта, М.К. Скотта, Г.Б. Стюарта и др. и отечественных авторов: С.В. Валдайцева, И.А. Егерова, В.Е. Есипова, И.В. Ивашковской, В.В. Ковалева, М.А. Лимитовского, Е.Н. Лобановой, И.А. Никоновой, М.А. Федотовой, В.Е. Хруцкого, А.Д. Шеремета и др. Авторами предлагается использование различных методов определения стоимости компании, од-
ISSN 2071-2227, Науковий вісник НГУ, 2011, № 1

нако недостаточно проанализированы каждый из методов в сравнении и освещены современные инструментари измерения стоимости.

Формулирование цели. Целью является обоснование применения одного из наиболее эффективных методов и инструментария измерения стоимости компании.

Изложение основного материала исследования с обоснованием полученных научных результатов. Существует три традиционных подхода методов оценки бизнеса, смысл которых, условия примене-

ния, достоинства и недостатки отражены в табл.1.

Методы, лежащие в подходах, эволюционно развивались, поскольку в большинстве своем давали односторонний во времени результат, изолированный из общего контекста управления и процесса достижения конечной цели, не предполагающего мониторинга.

Для целей стратегического управления предприятием требовались новые методы, предусматривающие их прямое и систематическое применение для обеспечения роста рыночной стоимости компании.

Таблица 1

Сравнительная характеристика подходов оценки стоимости компании

Подход	Сущность	Получаемый результат	Область применения	Достоинства	Недостатки
Доходный	Основан на перспективных доходах, создаваемых на перспективной стоимости имущества и отражает преимущественно позицию покупателя.	1. Дает оценку стоимости контрольного пакета акций (доли). 2. Дает фундаментальную оценку стоимости компании, основанную на способностях производства приносить доходы.	Применяется к компаниям, приносящим доход в чистом виде. Подход не применим к неприбыльным компаниям.	1. Единственный метод, учитывающий ожидания на рынке. 2. Учитывает рыночные риски. 3. Учитывает экономическое устаревание компании.	1. Трудоемкость прогноза. 2. Носит вероятностный характер. 3. Не учитывает реальных изменений и колебаний цен, т.к. предполагает равномерное и стабильное изменение спроса и предложения. 4. Не всегда реализуем (применим) к неприбыльным организациям. 5. При нестабильной рыночной ситуации высокая степень неопределенности.
Загрятный	Основан на том, что на стоимость компании может указать рыночная стоимость имущества, уменьшенная на величину существующих обязательств.	1. Дает оценку стоимости контрольного пакета акций (доли). 2. Дает рыночную стоимость компании, формирующуюся на рынке активов (вторичных).	Применяется к компаниям: – стоимость которых незначительно превышает стоимость их материальных активов; – с высоким уровнем фондоемкости; – получающих прибыль не за счет собственного производства; – где отсутствуют ретроспективные данные о прибыли и денежных потоках; – не имеющих стабильного портфеля заказов; – в целях ликвидации.	1. Основан на рыночной стоимости реально существующих активов. 2. Всегда реализуем.	1. Часто не учитывает стоимость нематериальных активов и гудвил. 2. Статичен, нет учета будущих колебаний. 3. Не рассматривает уровни прибыльности и убыточности. 4. Не учитывает риски, источником которых является бизнес, и учитывает риски, источником которых является рынок активов бизнеса. 5. Не учитывает занимаемый компанией этап жизненного цикла. 6. Не учитывает соотношение спроса и предложения на производимую продукцию.
Сравнительный	Основан на сравнении данной компании с аналогичными компаниями, пакетами акций (долями), уже реализованными на рынке.	1. Дает стоимость акций, как контрольного, так и не контрольного пакета акций. 2. Дает рыночную стоимость компании, основанную на результатах торгов на фондовом рынке, что может не совпадать с внутренней стоимостью компании.	Применяется ко всем компаниям, для которых можно найти аналоги на рынке.	1. Полностью рыночный подход. 2. Отражает текущую реальную практику продаж. 3. Доступен для всех компаний.	1. Основан только на исторических итогах деятельности. 2. Труднодоступны данные, в связи с чем, не всегда реализуем. 3. Нет учета будущих ожиданий. 4. Практически отсутствует методическая база корректировки цен компаний-аналогов, что существенно сужает область применения подхода. 5. Результат подхода будет состоятельным при условии сформировавшегося и стабильного рынка.

Особое развитие получили методы доходного подхода, как наиболее применимые для целей управления стоимостью компании. Именно данный подход позволяет определить факторы, с помощью которых возможно осуществлять воздействие на стоимость компании.

Управление факторами стоимости в рамках *затратного подхода* представляется сложным в силу того, что нет возможности учесть эффективность деятельности организации. *Сравнительный подход* не применим для целей управления по определению,

поскольку основан на ценах сделок с аналогичными объектами на рынке.

Более того, денежные потоки компании, на основе которых реализуется доходный поток, в большей степени влияют на стоимость бизнеса, что подтверждают данные исследований, проведенных журналом CFO “The magazine for Senior Financial Executives” (табл. 2).

Сравнительный подход влияет на стоимость компании через фактор роста цены акций, а затратный – через размер, силу бренда, и, в некоторой степени, через финансовую мощь.

Таблица 2

Влияние различных факторов на цену акции

Факторы	Вес фактора
Денежный поток, доходы и дивиденды текущего года	30%
Ожидаемый денежный поток	20%
Рост цены акций	20%
Другие факторы	13%
Размер компании	6%
Финансовая мощь	6%
Сила бренда	5%

Исходя из вышеизложенного, денежный поток компании в долгосрочном аспекте (текущий и будущий) наиболее применим в теории управления стоимостью не только по техническим, но и по фундаментальным показателям.

Доходный подход позволяет оценить стоимость компании исходя из величины денежных потоков, времени поступления и степени риска в отношении формирования потоков.

Стоимость компании определяется на основе денежных потоков, которые дисконтируются по соответствующей ставке дисконтирования, учитывающей степень риска поступлений денежных потоков

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где V – стоимость компании; CF_t – ожидаемые денежные потоки, создаваемые компанией в период t ; n – ожидаемый срок деятельности компании; r – ставка дисконтирования, представляющая затраты инвестора на капитал, отражающая фактор времени, а также учитывающая риск, связанный с поступлением денежных потоков.

Из данного метода развилась оценка стоимости компании, разработанная лауреатами Нобелевской премии М. Миллером и Ф. Модельяни, впервые изложенная в статье „Стоимость капитала, финансы корпораций и теория инвестиций“ [3, с.45]. Модель предполагает наличие совершенного рынка, финансовое равенство компаний и частных инвесторов. В ней основными источниками средств компании являются собственный (обыкновенные акции) и заемный капитал (облигации). Компании, акции которых обращаются на фондовом рынке, разделены на классы, принадлежность к которым определяется показателем дохода на акцию компании. Норма капитализации ожидаемого дохода (p_k) является постоянной величиной для всех компании в классе k . Рыночная совокуп-

ная стоимость компании не зависит от структуры капитала и определяется нормой капитализации ожидаемого дохода в компаниях ее класса

$$V_{j(mm)} = (S_j + D_j) = \frac{\bar{X}_j}{p_k},$$

где $V_{j(mm)}$ – рыночная совокупная стоимость компании; D_j – рыночная стоимость долга компании; S_j – рыночная стоимость акций компании; \bar{X}_j – ожидаемый доход на активы компании j ; p_k – норма капитализации ожидаемого дохода компании класса k .

В последующем теория получила свое развитие в виде большого набора моделей, таких как EVA, SVA, MVA, CVA, CFROI, TSR. Место данных стоимостных показателей в общей системе показателей оценки бизнеса схематично представлено на рис.1.

Модель добавленной экономической прибыли (Economic Value Added, EVA) разработана консалтинговой компанией Stern Stewart. Основная идея состоит в том, что инвесторы должны получить норму возврата за принятый риск, т.е. капитал компании должен заработать, по крайней мере, ту же самую норму возврата, как и схожие инвестиционные риски на рынках капитала. Если данного момента не происходит, то отсутствует реальная прибыль и акционеры не видят выгод от инвестиционной деятельности компании. Таким образом, положительное значение EVA характеризует эффективное использование капитала, EVA равно нулю, характеризует определенного рода достижение, так как инвесторы – владельцы компании – фактически получили норму возврата, компенсирующую риск, отрицательное значение EVA характеризует неэффективное использование капитала. Экономическая прибыль рассчитывается в двух вариантах

$$EVA = NOPAT - WACC * I ;$$

$$EVA = (ROI - WACC) * I ,$$

где EVA – добавленная экономическая прибыль; $NOPAT$ – операционная прибыль за вычетом налогов; $WACC$ – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала, %; ROI – рентабельность инвестированного капитала; I – инвестированный капитал.

Ключевым для понимания различий между $NOPAT$ в классической версии и EVA является понятие капитальных эквивалентов. Капитальные эквиваленты – это приращение балансовой стоимости чистых активов организации, которые призваны „восстановить“ стоимость чистых активов до их реальной денежной оценки, определенной денежными выплатами, связанными с поступлением данных активов. Корректировка чистых активов на капитальные эквиваленты вызывает соответствующие корректировки $NOPAT$. В этой связи, требуют корректировки следующие основные капитальные эквиваленты [2, с. 112–117]:

1. *Корректировки на величину отложенного налога на прибыль.* Отложенный налог на прибыль определяется как сумма, оказывающая влияние на величину налога, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным периоде. Временные разницы приводят к образованию либо отложенного налогового актива, либо отложенного налогового обязательства (часть отложенного налога на прибыль, которая должна привести к увеличению либо, соответственно, к уменьшению налога на прибыль, подлежащего к уплате в следующем за отчетным периоде). При этом, они не являются ни денежными инвестициями, ни реальными денежными обязательствами. Поэтому при расчете капитальной базы показателя EVA чистые отложенные налоговые активы (разница между отложенными налоговыми активами и обязательствами) вычитаются как из капитальной базы, так и из величины чистой операционной прибыли.

2. *Корректировки на резерв ЛИФО.* Данный метод дает более высокую оценку себестоимости и, соответственно, более низкую оценку балансовой стоимости остатка активов по сравнению с иными методами. Необходимо отображение данной разницы в качестве специфического вида резерва, учитываемого на соответствующем внебалансовом счете.

3. *Корректировки на прочие капитальные эквиваленты.* Следует проводить корректировки балансовой стоимости и операционной прибыли, в частности, на величину: амортизации деловой репутации; непризнанной деловой репутации, которая возникает, если при учете слияний и поглощений используется метод слияния интересов; капитализации расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы; созданных оценочных резервов (резервов сомнительных долгов, на обесценивание материальных ценностей, финансовых вложений и т. п.

В модели EVA рыночная *совокупная стоимость компании* представляет собой сумму инвестированного капитала и надбавки (скидки), равной приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли

$$V = I + PV(EVA),$$

где V – рыночная (совокупная) стоимость компании; $PV(EVA)$ – приведенная стоимость прогнозируемой добавленной экономической прибыли; I – инвестированный капитал.

Модель добавленной стоимости акционерного капитала (Shareholder Value Added, SVA) разработана Альфредом Раппапортом [4]. В отличие от EVA наибольший акцент ставится на четкое определение периода конкурентных преимуществ. Показатель SVA представляет собой капитализированное изменение текущей стоимости операционного денежного потока, скорректированное на текущую стоимость инвестиций во внеоборотный и оборотный капитал, вызвавших данное изменение

$$SVA = \frac{NOPAT}{r*(1+r)^{t-1}} - PV(II) ;$$

$$SVA = \sum PV(CF) + LPV - CLV ,$$

где SVA – добавленная стоимость акционерного капитала; $NOPAT$ – операционная прибыль за вычетом налогов; r – ставка дисконтирования; $PV(II)$ – приведенная стоимость регулярных инвестиций; $EPV(CF)$ – совокупная приведенная стоимость денежных потоков; LPV – приведенная ликвидационная стоимость по окончании прогнозного периода; CLV – текущая ликвидационная стоимость.

Модель добавленной рыночной стоимости (Market Value Added, MVA) разработана консалтинговой компанией Stern Stewart. Она отражает рыночную оценку будущих результатов деятельности компании относительно инвестированного в нее капитала. Добавленная рыночная стоимость показывает, насколько успешно компания использовала капитал в прошлом, и насколько эффективно она сможет размещать капитал в будущем

$$MVA = V - I ,$$

где MVA – добавленная рыночная стоимость; V – рыночная совокупная стоимость компании; I – инвестированный капитал.

Под добавленной рыночной стоимостью понимается также дисконтированный поток остаточной чистой прибыли. Остаточная чистая прибыль есть чистая прибыль организации за вычетом затрат на собственный капитал

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Re_i}{(1+COC)^i} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Ni-COC*E_{i-1}}{(1+COC)^i} ,$$

где MVA – добавленная рыночная стоимость; Re – остаточная чистая прибыль; COC – затраты на собственный капитал; E_{i-1} – балансовая стоимость собственного капитала; Ni – показатель чистой прибыли.

Модель добавленной стоимости потока денежных средств (Cash Value Added, CVA) разработана шведской консалтинговой компанией Anelda AG. Центральной идеей модели является разделение всех инвестиций компании на стратегические инвестиции

и нестратегические. Стратегические инвестиции предназначены для обеспечения роста, усиления рыночной позиции и создания стоимости компании. Нестратегические инвестиции предназначены для сохранения, а не создания стоимости компании.

Модель добавленной стоимости потока денежных средств оперирует понятием „операционный денежный поток“, который предстает в двух формах: как фактиче-

ский операционный денежный поток, и как требуемый операционный денежный поток. Фактический операционный денежный поток представляет собой операционный денежный поток, созданный стратегическим инвестиционным проектом в течение определенного периода. Требуемый операционный денежный поток, удовлетворяющий требованиям инвестора в отношении доходности стратегического инвестиционного проекта.

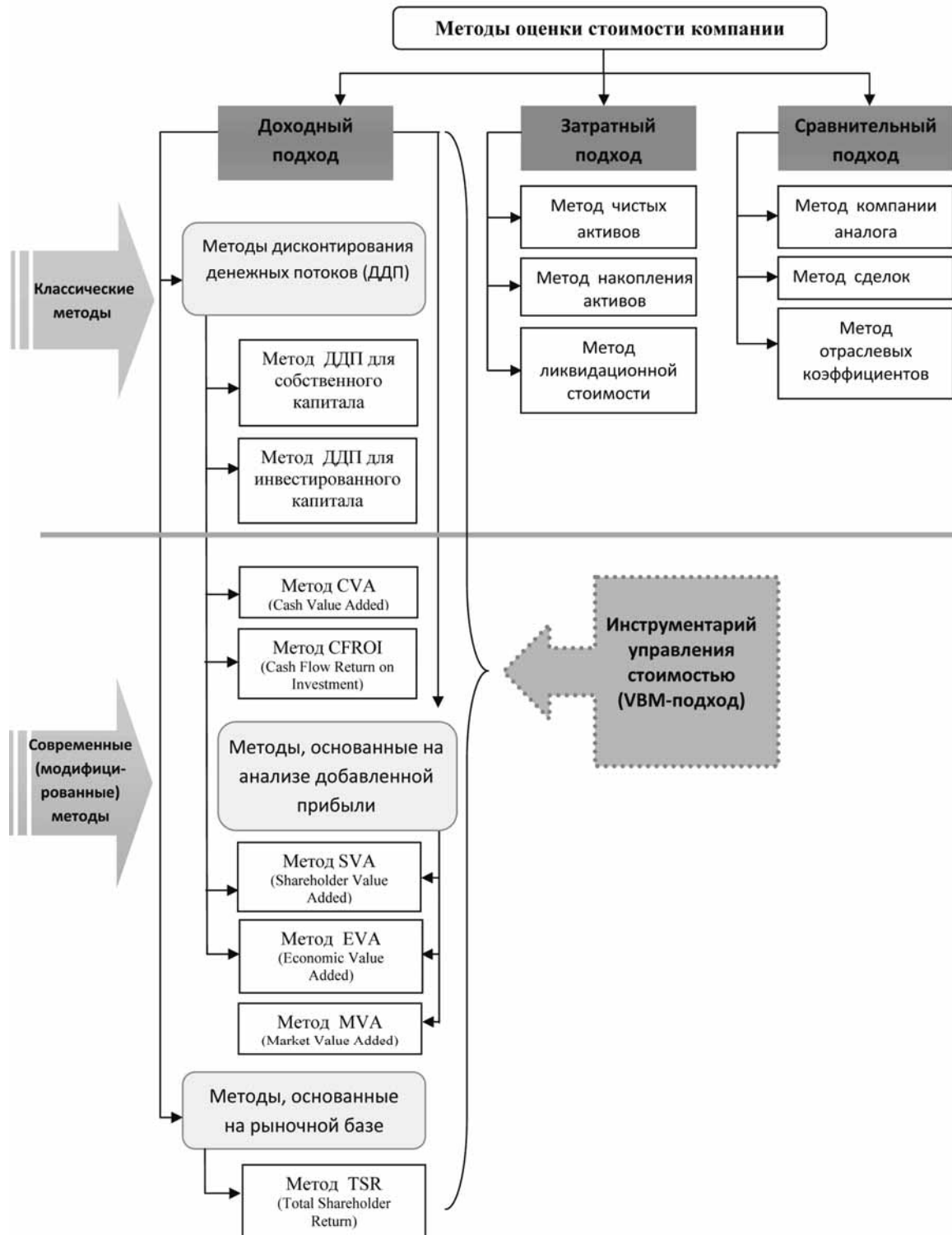


Рис. 1. Методы оценки стоимости компании

Стратегический инвестиционный проект создает стоимость в том случае, если величина фактического операционного денежного потока превышает величину требуемого операционного денежного потока. Требуемый операционный денежный поток рассчитывается в три этапа: определяется величина первоначальных инвестиций, направленных на осуществление стратегического инвестиционного проекта; определяется продолжительность стратегического инвестиционного проекта; проводится оценка требуемых операционных денежных потоков стратегического инвестиционного проекта.

Сумма дисконтированных требуемых операционных денежных потоков должна быть равна величине первоначальных инвестиций. Для определения значения требуемых операционных денежных потоков прошлых и будущих периодов, выраженных в номинальных ценах, используют исторические и, соответственно, ожидаемые значения инфляции

$$\begin{aligned}
 NPV(I) &= PV(OCF_{1..n}) - I = PV(OCF_{1..n}) - PV(OCFD_{1..n}) = \\
 &= \left[\frac{OCF_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n}{(1+r)^n} \right] - \left[\frac{OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCFD_n}{(1+r)^n} \right] = \\
 &= \frac{OCF_1 - OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n - OCFD_n}{(1+r)^n} = \\
 &= \frac{CVA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{CVA_n}{(1+r)^n} = PV(CVA_{1..n}),
 \end{aligned}$$

где $NPV(I)$ – чистая приведенная стоимость инвестиций; OCF – операционный денежный поток; $OCFD$ – требуемый денежный поток; r – ставка дисконтирования; CVA – добавленная стоимость потока денежных средств; $PV(CVA_{1..n})$ – приведенная стоимость добавленной стоимости потока денежных средств.

Модель доходности инвестиций на основе скорректированных денежных потоков (Cash Flow Return on Investment, CFROI) разработана консалтинговой компанией HOLT Value Associates.

Процесс расчета CFROI включает в себя следующие основные этапы. Производится оценка срока полезного использования амортизируемых активов компании. Продолжительность полезного срока характеризует период, в течение которого компания будет создавать денежные потоки. Затем осуществляется оценка скорректированных на инфляцию денежных потоков в течение периода полезного использования активов. Денежные потоки также корректируются на величину поправок, необходимых для исключения эффектов, обусловленных применяемыми принципами учета. Далее производится оценка скорректированной на инфляцию величины инвестиций в компанию. На следующем этапе производится оценка величины остаточной стоимости неамортизируемых активов на конец периода полезного использования. Величина остаточной стоимости неамортизируемых активов также корректируется на величину поправок для исключения эффектов, обусловленных применяемыми принципами учета

$$I = \frac{\sum_{i=1}^t CF_i}{(1+CFROI)^i} + \frac{TV}{(1+CFROI)^t},$$

где I – величина инвестиций в компанию; CF_i – показатель денежных потоков за период i ; $CFROI$ – доходность инвестиций на основе скорректированных денежных потоков; TV – величина остаточной стоимости неамортизируемых активов; t – срок полезного использования активов. Если показатель CFROI превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость и наоборот, если CFROI ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет снижаться. Рыночная совокупная стоимость компании в модели CFROI может быть выражена следующим образом

$$V_{(CFROI)} = \sum_{t=1}^{EL} \frac{NCF_t}{(1+COC)^t} + \sum_{t=1}^{RL} \frac{NCF_t}{(1+COC)^t},$$

где V – рыночная совокупная стоимость компании; NCF_t – чистые денежные потоки компании в период t , рассчитываемые как сумма чистой прибыли за период и величины начисленного за период износа и амортизации; COC – затраты на капитал, %; EL – ожидаемый срок полезного использования существующих активов; RL – ожидаемый период существования компании.

Модель общей акционерной отдачи (Total Shareholder Return, TSR) выражает общую отдачу, которую получает акционер компании за все время владения акциями, если он реинвестирует все полученные дивиденды в новые акции компании. Данный показатель может выражаться и как долгосрочный измеритель фактически полученных инвестором эффектов за все время владения акциями, и как показатель результатов деятельности за отчетный период.

$$TSR = [q_0 * p_n - p_0] + [p_n * \sum_{i=1}^n q_i * \frac{dps_i}{p_1}],$$

где TSR – величина акционерной отдачи; q_0 – исходное количество акций в пакете на начало владения; q_1 – количество акций, находящихся во владении акционера на конец первого года; p_n – рыночная цена акции; p_0 – рыночная цена акции на начало владения; p_1 – рыночная цена акции на конец первого года; $i = 1, \dots, n$ – период владения пакетом акций; dps_i – дивиденд на акцию, распределенный в первом году.

Изложив порядок расчета наиболее популярных показателей оценки стоимости, важно определить, какой из показателей наиболее адекватно отражает создание новой ценности компании для собственников. Проведенный анализ по трем параметрам: включенность в показатель ожиданий относительно будущих результатов деятельности, степень сложности показателя, возможность формирования системы факторов стоимости, приведенный в табл. 3, позволяет это определить.

Показатель ожиданий относительно будущих результатов деятельности может быть включен как через ставку дисконтирования, так и через капитальную базу. Включенность ожиданий вносит несколько противоречивый взгляд на природу создания стоимости: с одной стороны, стоимость создается ожиданиями будущих потоков выгод; с другой стороны, периодически

ский показатель результатов должен больше сигнализировать не о будущих ожиданиях, а о фактически полученных выгодах. Поэтому, чем в большей степени в периодический показатель результатов включены ожидания будущих выгод, тем в большей степени указанный показатель может считаться корректным.

Степень сложности показателя. Предполагается, что чем сложнее показатель, тем он хуже. Предпочтительнее показатель, который может быть доступен для понимания менеджеру (работнику), не имеющему специального финансово-управленческого образования.

Возможность формирования на его основе системы создания новой стоимости, под которой по-

нимается, во-первых, возможность разложения итогового периодического показателя на факторы, которые, в свою очередь, могут быть доведены до каждого подразделения компании; во-вторых, тестирование итогового периодического показателя на предмет того, действительно ли он сигнализирует об изменении стоимости для собственников (акционеров). Исследование показателей определения рыночной стоимости компании показывает, что все они имеют определенные ограничения и недостатки.

Тем не менее, из всех, наиболее привлекательным выглядит показатель EVA, положительно соответствующий всем представленным критериям (табл. 3).

Таблица 3

Сравнение показателей VBM-подхода

Показатели	Параметры сравнения		
	Включенность ожиданий	Степень сложности показателя	Возможность создания системы факторов
Добавленная экономическая стоимость (EVA)	Включены частично через определение ожидаемой структуры капитала и ставки средневзвешенных затрат на весь капитал.	Низкая. Корректировки на капитальные эквиваленты незначительно усложняют расчет показателя.	Высокая. Просто разлагается на систему факторов, которая может быть „доведена“ до всех уровней управления организацией.
Добавленная рыночная стоимость (MVA)	Включены.	Средняя. Понимание рыночной стоимости, как дисконтированного потока выгод, усложняет как расчет, так и понимание показателя.	Низкая. Если применить к менеджменту, то будут приниматься решения, вызывающие краткосрочное повышение курсовой стоимости акций, но разрушающие стоимость компании в долгосрочной перспективе.
Денежная рентабельность инвестиций (CFROI)	Включены.	Очень высокая. Необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.	Низкая. Сложно корректно разложить на систему факторов.
Добавленная акционерная стоимость (SVA)	Включены.	Высокая. Сложен как для расчета, так и для понимания.	Высокая. Просто разлагается на систему факторов, которая может быть „доведена“ до всех уровней управления организацией.
Добавленная денежная стоимость (CVA)	Включены частично, через механизм экономической амортизации.	Средняя. Сложность в данный показатель привносит правильное понимание экономической амортизации.	Высокая. Просто разлагается на систему факторов, которая может быть „доведена“ до всех уровней управления организацией.
Общая акционерная отдача (TSR)	Включены.	Низкая. Основывается на реально наблюдаемых параметрах.	Низкая. Агрегированный показатель, отражающий результаты деятельности на корпоративном уровне.

По оценкам большинства специалистов, EVA – наиболее универсальный стоимостной показатель эффективности бизнеса. Он может быть рассчитан не только для предприятий, акции которых котируются на рынке, но и для закрытых компаний. В российских и украинских условиях это достаточно актуально.

Ряд компаний предпочитают также комбинированное использование нескольких моделей стоимости компании, в соответствии со структурной моделью стоимости, где показатели выстроены в логическую последовательность (рис. 2). Однако и в данной системе показатель EVA является квинтэссенцией комплексного анализа стоимости компании.

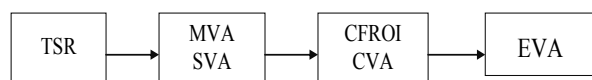


Рис. 2. Структурная модель стоимости компании

Популярность использования показателя EVA объясняется рядом преимуществ:

– EVA тесно связана с чистой текущей стоимостью (NPV), она ближе всего по духу соответствует корпоративной финансовой теории, которая утверждает, что стоимость компании увеличится, если она будет отдавать предпочтение проектам с положительной чистой текущей стоимостью;

– EVA более доступна для текущего анализа, в отличие от индикаторов инвестиционной эффективности, и вместе с тем отвечает потребностям планирования, при условии применения принципа временной ценности капитала. Кроме того, показатель EVA учитывает все используемые для создания стоимости активы компании, а показатели инвестиционной эффективности дают оценку лишь вновь образующимся в ходе проекта активам, не принимая во внимание историческую стоимость компании;

– EVA избегает проблем, характерных для других подходов, которые ориентируются на процентную разницу — между рентабельностью собственного капитала (ROE) и стоимостью собственного капитала или между рентабельностью задействованного капитала (ROCE) и стоимостью капитала. В результате таких подходов компании с высокими значениями ROE и ROCE предпочитают отказываться от хороших проектов, чтобы не допустить снижения своего процента;

– EVA более совершенна, в отличие от своих показателей-предшественников, определяющих эффективность деятельности компании: прибыль на акцию (EPS), рентабельность активов (ROA), рентабельность инвестиций (ROI) и дисконтированный денежный поток (FCF). Показатели EPS, ROA, ROI не дают информацию о затратах, связанных с привлечением капитала. Привлечение капитала по стоимости выше уровня перечисленных показателей приводило к постепенному понижению текущей нормы доходности компании. Показатель FCF не дает возможности получить данные о добавленной стоимости за период времени без прямого сравнения двух величин стоимости компании;

– EVA возлагает на руководителей высшего звена ответственность за те параметры, которые находятся под их контролем, ведь рентабельность капитала и стоимость капитала в значительной степени зависят от их решений, в отличие от рыночной цены акции, которую невозможно контролировать в такой же степени.

Важно отметить, что в рамках макроэкономического масштаба производительность капитала – фактор, оказывающий наибольшее влияние на экономику, и, как следствие, на рост ВВП. Для любой экономики характерен некий „запас“ капитала, что приводит к появлению нового ВВП. Следовательно, достижение максимально возможного положительного значения EVA является не только положительным фактором для собственников в рамках управления стоимостью компании, но и для всей экономики и важно для каждого конкретного индивидуума в более широкой перспективе.

К недостаткам EVA следует отнести ориентированность показателя, в большей степени, на финансовые показатели, нет учета нефинансовых показателей деятельности компании, которым сегодня уделяется довольно большое внимание.

В целом, следует заключить, что показатель EVA:

– является инструментом для измерения „избыточной“ стоимости, созданной инвестициями;

– является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная — о снижении;

– базируется на стоимости капитала как средневзвешенном значении различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;

– позволяет определять стоимость компании, а также оценивать эффективность отдельных подразделений компании (отдельных имущественных комплексов).

Вывод. Управление стоимостью имеет собственную методологию и методы измерения стоимости компании. Стоимость компании определяется с помощью использования методов доходного подхода. Конкретные способы измерения представлены моделью добавленной экономической прибыли, добавленной стоимости акционерного капитала, добавленной рыночной стоимости, добавленной стоимости потока денежных средств, доходности инвестиций на основе скорректированных денежных потоков, общей акционерной отдачи. Наиболее универсальным стоимостным показателем эффективности бизнеса является добавленная экономическая прибыль EVA, которая по критериям включенности ожиданий, степени сложности и возможности создания системы факторов, в сравнении с другими показателями, имеет наиболее выгодные позиции. В структурной модели стоимости компании, где все показатели выстроены в логическую последовательность, именно показатель EVA является квинтэссенцией комплексного анализа стоимости компании. EVA является инструментом для измерения „избыточной“ стоимости, созданной инвестициями, является индикатором качества управленческих решений, базируется на стоимости капитала и позволяет определять стоимость не только компании в целом, но и оценить эффективность отдельных подразделений и инвестиционных проектов.

Перспективы дальнейших исследований. Важным аспектом представляется выявление максимального количества ключевых факторов, влияющих на стоимость компании. Подходом к выявлению факторов стоимости являются финансовый анализ и детализация выбранного показателя стоимости компании до уровня отдельных элементов стоимости, которые могут быть измерены и управляемы.

Таким образом, перспективой дальнейшего исследования является построение факторной модели стоимости, которая и является механизмом воздействия на стоимость компании.

Список литературы

1. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: / Валдайцев С.В. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 719 с.: ил., табл. Библиогр.: с. 714-716 и в подстроч. примеч. – ISBN 5-238-00251-3 I.
2. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин : пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с. : ил. – ISBN 5-901029-98-8 (рус).
3. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер : пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – 272 с. – ISBN 5-7749-0152-1.

4. Рапопорт Б. Оптимизация управленческих решений / Рапопорт Б. – М. : Теис, 2001. – 264 с. – ISBN 5-7218-0332-0.

5. Young S.D. EVA and value-based management: a practical guide to implementation / S.D. Young, S.O. O'Byrne. – New York: McGraw-Hill, 2001. – 493p. – ISBN 0-07-136439-0.

Проаналізовано в порівняльній характеристиці методи визначення вартості компанії: витратний, дохідний і порівняльний. Освітлено сучасний інструментарій виміру вартості компанії, проведено порівняння показників з позиції практичного застосування. Визначено й обґрунтовано універсальний показник комплексного аналізу вартості – додана економічна собівартість (EVA), виявлено переваги і недоліки застосування показника EVA для визначення й управління вартістю компанії.

Ключові слова: *вартість компанії, дохідний метод, витратний метод, порівняльний метод, додана економічна вартість (EVA)*

The article analyzes comparative characteristics of cost, income and comparative methods of determining value of a company. The author shows modern tools of value measurement and compares their use effectiveness. The author substantiates a single universal cost parameter of business performance – economic value added (EVA) and analyses its advantages and disadvantages.

Keywords: *value of a company, income method, cost method, comparative method, economic value added (EVA).*

Рекомендовано до публікації докт. екон. наук І.В. Багровою. Дана надходження рукопису 06.01.11

УДК 005.8

**Н.С. Рулікова, канд. техн. наук,
Л.Л. Кармазіна, канд. техн. наук**

Національна металургійна академія України,
м. Дніпропетровськ, Україна,
e-mail: natalya.rulickova@yandex.ua

МАТРИЦЯ АНАЛІЗУ ПРОЕКТІВ ЗА ВІСЯМИ „РИЗИКОСТІЙКІСТЬ – ІНФОРМАЦІЙНА СТІЙКІСТЬ“

**N.S. Rulikova, Cand. Sc. (Tech.),
L.L. Karmazina, Cand. Sc. (Tech.)**

National Metallurgical Academy of Ukraine, Dnipropetrovsk,
Ukraine, e-mail: natalya.rulickova@yandex.ua

A MATRIX OF PROJECT ANALYSIS ON AXES OF “RISK RESISTIBILITY – INFORMATION RESISTIBILITY”

Досліджено вимоги до якісного та кількісного аналізів інноваційних проектів певного портфелю щодо відбору їх до програми розвитку або багатоетапного проекту трансформації підприємства. Якісний відбір пропонується розпочати з розміщення проектів у матриці комбінованих критеріїв. Запропоновано інструмент для такого аналізу, який одночасно враховує ризикостійкість проекту, його якість та їх співвідношення. Наведено матриці розрахунків стійкості проекту до ризиків з урахуванням попередньої процедури стандартизації оцінок ризику. Обґрунтовано зрівняння інформаційної стійкості проекту та його якості. Побудовано матрицю „Інформаційна стійкість – Ризикостійкість“.

Ключові слова: *портфель проектів, інновації, ризикостійкість, матриця, інформаційна стійкість, категорія, якість*

Постановка проблеми. Відповідно до рішення Верховної Ради України №965-6 від 17.03.2009 р. „Про проведення парламентських слухань „Стратегія інноваційного розвитку України на 2010–2020 роки в умовах глобалізаційних викликів“, однією з основних проблем інноваційного розвитку є недостатня методологічна та інструментальна база аналізу та реалізації інноваційних проектів.

Вимоги до аналізу інноваційних проектів мають бути більш жорсткими, бо будь-яка інновація – це завжди невизначеність, тому аналізувати інноваційні проекти за допомогою існуючих інструментів аналізу проектів не завжди доречно.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. За наявності певного портфелю проектів, що мають увійти до програми розвитку або багатоетапного проекту трансформації підприємства, потрібно провести якісний та кількісний відбір проектів. Якісний відбір пропонується розпочати з розміщення проектів у матриці комбінованих критеріїв. Така матриця може бути створена, наприклад, для комбінації критеріїв „прибуток – ризик“ або „витрати – прибутки“ [1]. Крім цієї матриці існує ще матриця комбінації критеріїв „рентабельність – інформаційна стійкість“ [2], та скринька проектів, коли до матриці „прибуток–ризик“ додаємо весь час [2].

Постановка завдання. Але існуючі сьогодні методи аналізу (особливо первинного) інноваційних проектів, на жаль, не мають інструменту, який міг би одночасно оцінювати як ризикостійкість проекту, так і його