

Э. Т. Кулиева

## ЭВОЛЮЦИЯ И ОЦЕНКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ И МОДЕЛЕЙ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

*В статье показаны закономерности развития системы показателей и моделей управления стоимостью транснациональных корпораций под влиянием финансовой глобализации и усложнения их финансовой деятельности.*

*Ключевые слова:* транснациональные корпорации, модели управления стоимостью.

Управление стоимостью транснациональных корпораций (ТНК) представляет собой процесс активизации факторов, воздействующих на их внутреннюю и внешнюю стоимость. Контроль за его протеканием, оценка достигнутых результатов обеспечиваются благодаря используемой системе показателей и экономико-математических моделей их расчета. Она важна для оперативного управления созданием стоимости ТНК, рыночной ее оценки, определения перспектив развития корпорации.

Эволюция показателей и моделей, используемых для управления стоимостью ТНК, охватывает период с 20-х гг. XX в. по настоящее время. В 20–30-х гг. XX в. появились и получили распространение такие показатели и модели оценки стоимости корпораций, как модель Дюпона, *ROI* (Return on Investment – доход на инвестиции), *EPS* (Earning on Share – доход на акцию), мультипликаторы, отражающие соотношение цена/акционерный капитал (Price/Equity Multiples), модель дисконтирования дивидендов (*DDM*).

В 70–80-х гг. XX в. стали использоваться следующие модели: *ROE*, *RONA* (Return on Net Assets – прибыль на чистые активы), *FCFM* (модель дисконтирования свободных денежных потоков), *EBITDA*.

Развитие теоретических и практических аспектов оценки стоимости корпораций привело к появлению в 90-х гг. XX в. таких показателей и моделей, как *TSR* (Total Shareholder Return – совокупная доходность для акционеров), *CFROI* (Cash Flow Return on Investment – денежные потоки на инвестиции), сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard), *RIM* (Residual Income Model – модель остаточного дохода), модель оценки Эдвардса – Белла – Ольсона (*EBO-Model*), *MVA*, *EVA*, *CVA* (Cash Value Added – добавленная денежная стоимость).

Эволюция системы показателей и моделей оценки стоимости ТНК объясняется ускорением процесса концентрации капитала и глобализации процессов создания стоимости в результате деятельности ТНК.

Показатели и модели, используемые при управлении стоимостью ТНК, могут быть *классифицированы на три группы*: финансовые показатели, используемые для оценки процесса создания корпоративной стоимости; модели, основанные на дисконтировании прогнозируемых денежных потоков, и модели, позволяющие определять остаточную прибыль как разницу между прибылью после налогообложения и издержками привлечения капитала (рисунок).

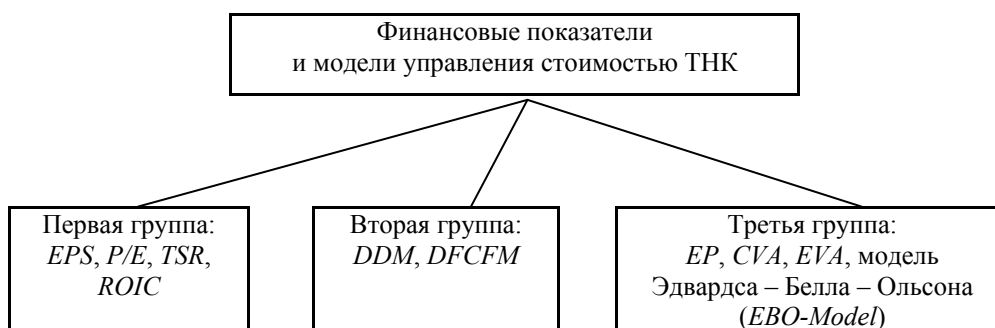


Рис. Финансовые показатели и экономико-математические модели, используемые при управлении стоимостью ТНК

Показатель *EPS* относится к числу традиционных для оценки стоимости корпораций. При его расчете учитываются дивиденды, выплачиваемые на привилегированные акции, а также ценные бумаги – эквиваленты простых акций. К таким эквивалентам относятся конвертируемые облигации, дающие право владельцам получать определенное количество простых акций, а также варранты, предоставляющие их владельцам право на покупку акций.

Формула расчета указанного показателя имеет следующий вид:

$$EPS = \frac{NI - DPS}{S + SE},$$

где *NI* – чистая прибыль;

*DPS* – дивиденды, выплачиваемые на привилегированные акции;

*S* – количество обыкновенных акций;

*SE* – ценные бумаги – эквиваленты обыкновенных акций.

Преимуществами *EPS* являются наглядность и простота расчета. Однако как показатель стоимости корпорации *EPS* имеет ряд существенных недостатков. Во-первых, он рассчитывается без учета инвестиций, необходимых для дальнейшего развития корпорации и, следова-

тельно, не дает полного представления о ее будущей стоимости. Во-вторых, *EPS* является показателем, относящимся к краткосрочному периоду и не несущим информацию о последующей динамике стоимости корпорации. В-третьих, рассматриваемый показатель не отражает предпринимательские и финансовые риски, с которыми связана деятельность корпорации.

Показатель *P/E* представляет собой отношение рыночной цены акции к проанализированному выше показателю *EPS*:

$$P/E = \frac{PS}{EPS},$$

где *PS* – рыночная цена одной акции.

Он определяет срок окупаемости инвестиции в акции. Так, если *ESP* равен 15, это означает, что инвестиции окупятся в течение 15 лет. Из этого примера также следует, что инвесторы готовы заплатить 15 денежных единиц за 1 денежную единицу прибыли, полученной корпорацией в прошедшем году.

Важное преимущество показателя *P/E* – отражение ожиданий инвесторов относительно будущих прибылей и соответственно будущей стоимости корпорации. Однако он не позволяет оценить стоимость корпорации с учетом издержек привлечения капитала. Кроме того, анализируемый показатель основывается на данных *ex post* о чистой прибыли и не учитывает возможности изменений в рыночных тенденциях.

Показатель *TSR* (Total Shareholder Return – совокупная рентабельность для акционера) измеряет прирост капитала в течение периода (обычно года) на одну акцию с учетом дивидендных выплат и рассчитывается по формуле

$$TSR = \frac{(PS_2 - PS_1) + D}{PS_1},$$

где  $PS_1$  – цена акции на начало периода;

$PS_2$  – цена акции на конец периода;

$D$  – дивиденды.

*TSR* может рассчитываться по дочерним компаниям ТНК. Однако в этом случае это будет непрезентативный показатель, поскольку в нем не отражаются изменения в доходности дочерних компаний, происходящие в результате реализации материнской корпорацией глобальной стратегии. Такая стратегия может допускать превращение конкретных дочерних компаний в центры преимущественного роста и аккумулировать в них прибыль других подразделений, в частности, благодаря трансфертному ценообразованию. Тем не менее *TSR* вполне подходит для оценки деятельности ТНК в целом и анализа динамики создания

стоимости, а также для сопоставления достигнутых результатов с результатами конкурирующих корпораций.

Показателем интенсивности создания стоимости ТНК в прошедшем периоде является *ROIC* (Return on Invested Capital – доходность инвестированного капитала). Анализируемый показатель рассчитывается по формуле

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} = \frac{NOPAT}{TA - NIA},$$

где *NOPAT* – чистый операционный доход после налогообложения;

*IC* – инвестированный капитал;

*TA* – совокупные активы;

*NIA* – активы, не приносящие дохода.

Он может быть использован для оценки интенсивности процесса создания стоимости как ТНК в целом, так и дочерними компаниями. Однако при сопоставлении конкретных дочерних компаний по рассматриваемому показателю должны приниматься во внимание особенности политики материнской корпорации. Кроме того, важно учитывать, что на динамику *ROIC* конкретных дочерних компаний значительное влияние оказывают динамика валютного курса в странах их местонахождения.

Ко второй группе экономико-математических моделей, используемых при управлении стоимостью ТНК, относятся *DDM* (Dividend Discounted Model – модель дисконтирования дивидендов); *DFCFM* (Discounted Free Cash Flow Model – модель дисконтирования свободных денежных потоков). Группа моделей *DDM* широко используется для оценки стоимости корпораций и управления процессом ее создания. Типовая модель имеет следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^m \frac{D_t}{(1+R)^t},$$

где *V* – общая величина дисконтированных дивидендов;

*D<sub>t</sub>* – дивиденды за период *t*;

*R* – ставка дисконтирования;

*m* – выбранный горизонт дисконтирования.

В качестве ставки дисконтирования может быть выбрана среднерыночная доходность. При этом следует иметь в виду, что при дисконтировании потока будущих дивидендов определяется величина текущей стоимости только собственного капитала.

*DDM* неприменима к дочерним компаниям, не проводящим собственной дивидендной политики, но она может быть использована для анализа динамики стоимости материнской корпорации. Расчеты на ос-

нове анализируемой модели дают важную информацию о степени устойчивости процесса создания стоимости ТНК.

*DFCFM* отличается от *DDM* прежде всего тем, что позволяет определить приведенную стоимость корпорации на основе оценки будущих выплат не только на собственный, но и на заемный капитал. Такой интегрированный показатель представляет интерес именно для ТНК, поскольку в их структуру обычно входят банковские холдинги, предоставляющие заемный капитал как материнской корпорации, так и дочерним компаниям.

Группа моделей *DFCFM* рассчитывается по стандартной формуле:

$$V_{FCF} = \sum_{t=1}^m \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} - B_d = \sum_{t=1}^m \frac{EBIAT - (\Delta TA_t - \Delta NIA_t)}{(1+WACC)^t} - B_d,$$

где  $V_{FCF}$  – общая величина дисконтированного чистого денежного потока;

$FCF_t$  – свободные денежные потоки в  $t$ -м году;

$WACC$  – средневзвешенная цена капитала;

$B_d$  – балансовая стоимость долга;

$EBIAT$  – прибыль до выплаты процентов, но после налогообложения;

$\Delta TA_t$  – прирост совокупных активов в году  $t$ ;

$\Delta NIA_t$  – прирост активов, не приносящих дохода в году  $t$ .

Расчет разницы между  $EBIAT$  и  $(\Delta TA_t - \Delta NIA_t)$  позволяет определить чистый денежный поток, т. е. скорректировать совокупный денежный поток на величину инвестиций, приносящих доход. Вычет балансовой стоимости долга ( $B_d$ ) из дисконтированной величины чистого денежного потока дает возможность определить приведенную стоимость ТНК для акционеров.

На первый взгляд, *DFCFM* имеет существенный недостаток: в ней прирост инвестиций вычитается из дохода и, следовательно, рассматривается как дополнительная затрата. Важно учитывать, что эта операция приводится в году осуществления инвестиции, а впоследствии затрачиваемые ресурсы используются для генерирования стоимости корпорации. *DFCFM* неприменима для расчетов, если в конкретном году возник отрицательный денежный поток. Такая ситуация может складываться в отдельных дочерних компаниях. Но она маловероятна для ТНК в целом. Поэтому данную модель целесообразно применять для анализа устойчивости процесса создания стоимости ТНК.

Третью группу экономико-математических моделей для управления стоимостью ТНК образуют модели, основанные на концепции экономического (остаточного) дохода (разница между операционной прибылью корпорации и совокупными издержками привлечения капитала –

собственного и заемного). Основоположником этой концепции считается А. Маршалл, отмечавший необходимость анализа соотношения между генерируемой компанией прибылью и расходами на привлечение капитала. К данной группе относятся модели *EP* (Economic Profit – экономическая прибыль), *EVA*, *CVA* (Cash Value Added – добавленная денежная стоимость) и их многочисленные модификации, отличающиеся учетом дополнительных параметров.

Экономическая прибыль (*EP*) определяется по формуле

$$EP = (NOPAT + A) - (E + K) \cdot WACC,$$

где *A* – амортизация;

*E* – балансовая стоимость собственного капитала;

*K* – балансовая стоимость заемного капитала.

Другой разновидностью моделей экономического дохода является *CVA*. Эта модель имеет следующий вид:

$$CVA = NOPAT + A - EA - (E + K) \cdot WACC,$$

где *EA* – экономическая амортизация.

Экономическая амортизация отличается от фактически начисляемой (бухгалтерской) амортизации и представляет собой аннуитет, который при капитализации по ставке, равной издержкам привлечения капитала (*WACC*), составляет стоимость конкретного актива в конце периода его эксплуатации:

$$EA = \frac{N \cdot WACC}{[(1 + WACC)^t - 1]},$$

где *N* – первоначальная стоимость амортизируемого актива;

*t* – период.

Наибольшее распространение среди моделей, относящихся к анализируемой группе, получила *EVA*. Она имеет следующий вид:

$$EVA = NOPAT - (E + K) \cdot WACC.$$

Следует отметить, что *EVA* может также быть интерпретирована иным способом:

$$EVA = (E + K) (ROA - WACC),$$

где *ROA* – доходность активов.

Во многих современных исследованиях отмечается, что модель *EVA* является интегрированным показателем и поэтому может быть выбрана в качестве единственного индикатора генерирования стоимости компании. Однако *EVA* содержит тот же недостаток, что и прочие модели: при ее расчете используются как бухгалтерские, так и рыночные показатели. К первым относятся прибыль, собственный капитал, заемный капитал; ко вторым – проценты по кредитам, используемые при

определении *WACC*. Обобщением подходов к оценке стоимости корпораций на основе концепции экономического (остаточного) дохода стала модель Эдвардса – Белла – Ольсона (*EBO-Model*). Эта модель имеет следующий вид:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [NI_{t+i} - (r_e \cdot B_{t+i-1})]}{(1+r_e)^i} = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [(ROE_{t+i} - r_e) \cdot B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i},$$

где  $V_t$  – фактическая стоимость компании в период  $t$ ;  
 $B_t$  – балансовая стоимость компании в период  $t$ ;  
 $E_t$  – ожидания инвесторов относительно фактической стоимости компании на основе информации, доступной в период  $t$ ;  
 $NI_{t+i}$  – чистый доход в период  $t+i$ ;  
 $r_e$  – издержки привлечения акционерного капитала;  
 $ROE_{t+i}$  – доходность акционерного капитала в период  $t+i$ .

По нашему мнению, несмотря на достаточную информативность, модель Эдвардса – Белла – Ольсона имеет существенный недостаток: она предполагает количественную оценку ожиданий потенциальных инвесторов. Как показывает практика, такие ожидания являются весьма динамичными и зависят от широкого набора параметров.

Таким образом, используемые в настоящее время показатели и модели управления стоимостью ТНК не позволяют выявить и объективно оценить все аспекты такого управления. Это обусловлено неполнотой охвата сфер формирования стоимости ТНК, использованием разных наборов финансовых параметров, значительным субъективизмом в оценках ожиданий потенциальных инвесторов, произвольным выбором данных для расчетов и ставок дисконтирования.

Дальнейшее развитие методологии управления стоимостью ТНК должно состоять в комплексном подходе к системе оценки их стоимости, более полном учете операционной, инвестиционной, финансовой деятельности корпораций, всестороннем отражении формирования как внутренней, так и внешней их стоимости, а также в развитии показателей стоимости ТНК и позиций потенциальных инвесторов.

#### Список литературы

1. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами : пер. с англ. – М. : Финансы и статистика, 2000.
2. Коуленд Т., Коллер Т., Муриин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление : пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2002.
3. Мамедов А. О. Международный финансовый менеджмент в условиях глобального финансового рынка / под ред. В. А. Слепова. – М. : Магистр, 2007.