



## **Введение**

Развитие концепции управления стоимостью получило широкое отражение в научных и практических исследованиях. Первые модели измерения и оценки стоимости, которые появились в 1920-х гг. и впоследствии распространились практически во всех странах с рыночной экономикой, были довольно простыми для расчета и строились исключительно из финансовых показателей (например, мультипликативная модель Дюпона или показатель ROE).

В 70–80-х гг. прошлого столетия появились другие концепции оценки стоимости и эффективности. Это коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций (M/B); рентабельность акционерного капитала (ROE); рентабельность чистых активов (RONA) и др. Широкое распространение получили показатели, рассчитываемые на основе дисконтированных денежных потоков. Согласно этому подходу стоимость банка равна текущей оценке ожидаемых будущих потоков денежных средств, дисконтированных по ставке процента, отражающей требуемую инвесторами норму прибыли для сопоставимых по риску инвестиций.

В 1990-е гг. были разработаны новые механизмы создания стоимости. Они просты в плане оценки и использования, не сильно зависят от динамики рынка и не требуют большого числа оценок как дисконтированных денежных потоков. Наибольшее влияние на теорию стоимости оказали два механизма: добавленная экономическая стоимость (EVA), измеряющая добавленную стоимость, созданную компанией благодаря существующим инвестициям, и денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CFROI), измеряющий доход в процентах, созданный компанией на существующих инвестициях. Концепция стоимости рекомендует отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев эффективности функционирования компании и принимать во внимание только один критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, – вновь добавленная стоимость.

Добавленная экономическая стоимость (EVA) – это мера денежной добавленной стоимости, созданной инвестициями или портфелем инвестиций. Добавленная экономическая стоимость измеряет избыточный денежный доход по существующим активам.

## Концепция EVA при управлении стоимостью бизнеса

Согласно концепции EVA стоимость компании имеет три компонента. Первый – это ее способность создавать денежные потоки от существующих активов, поэтому более значительные денежные потоки превращаются в более высокую стоимость. Второй компонент – ее готовность реинвестировать в создание будущего роста, а также качество этих реинвестиций. При прочих равных условиях компании, хорошо реинвестирующие и зарабатывающие избыточные доходы от своих инвестиций, будут иметь более высокую стоимость. Последний компонент стоимости – это стоимость привлечения капитала, поэтому более высокая стоимость привлечения капитала приводит к более низкой стоимости компании. Таким образом, для создания стоимости компания должна осуществлять следующее:

- создавать более высокие денежные потоки от существующих активов, не влияя на перспективы роста и на профиль риска;
- реинвестировать больше и с более высокими избыточными доходами при отсутствии увеличения рискованности своих активов;
- снижать издержки финансирования установленных активов или будущего роста при отсутствии снижения доходов, создаваемых от этих инвестиций.

Приведенная выше формула определяет EVA для совокупного капитала компании, который определяется как сумма собственного капитала и привлеченного. Для банка ее следует модифицировать с целью измерения на основе собственного капитала:

$$\begin{aligned} EVA &= (\text{Доходность инвестированного капитала} - \\ &- \text{Стоимость привлечения капитала}) \times (\text{Инвестированный капитал}) = \\ &= \text{Операционная прибыль после уплаты налогов} - \\ &- (\text{Стоимость привлечения капитала} \times \text{Инвестированный капитал}). \end{aligned}$$

Добавленная собственным капиталом экономическая стоимость, рассчитанная по этой формуле, является гораздо лучшим измерителем эффективности функционирования банка, чем традиционная мера EVA.

Прирост стоимости банка обусловлен его деятельностью по привлечению и размещению кредитов, а также предоставлению банковских услуг. Ключевым фактором банковской деятельности является банковский капитал. Основная идея, обосновывающая целесообразность использования EVA, состоит в том, что инвесторы, в лице которых выступают акционеры банка, должны получить норму возврата за принятый риск. Другими словами, капитал банка должен заработать,

по крайней мере, ту же самую норму возврата, как и схожие инвестиционные риски на рынках капитала. Если этого не происходит, то отсутствует реальная прибыль и акционеры банка не видят выгод от своих инвестиций.

Добавленная экономическая стоимость EVA является инструментом для измерения "избыточной" стоимости, созданной банковским капиталом, а также индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости банка, отрицательная – о снижении. EVA позволяет определять стоимость банка, а также дает возможность оценивать эффективность деятельности отдельных подразделений банка.

С помощью показателя EVA также можно рассчитать стоимость банка:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость банка} &= \text{Ранее инвестированный капитал} + \\ &+ \text{Текущая добавленная стоимость} + \\ &+ \text{Сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов.} \end{aligned}$$

рамках управления стоимостью банка EVA может использоваться: для оптимизации структуры капитала, при оценке эффективности деятельности подразделений или банка в целом, при разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента. Этот показатель позволяет адекватно определять степень достижения подразделением, банком или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости капитала банка.

Оценка добавленной стоимости от новых проектов в последней из рассмотренных формул основана на предположении, что банком будут осуществляться реинвестиции. Инвестиции направляются в интеллектуальный капитал и регулятивный капитал, определяемый регулирующими органами и обуславливающий границы будущего роста банка. Иными словами, банки должны реинвестировать в регулятивный капитал для того, чтобы иметь возможность увеличивать свои активы. Если банк использует преимущество расширившейся капитальной базы для наращивания активов, то увеличение капитала следует оценивать как реинвестиции. Если же капитал банка растет без соответствующего увеличения активов, то банк не использует свой капитал в целях роста.

Банк, инвестирующий в собственный капитал и зарабатывающий на этих вложениях только доходность, соответствующую среднерыночной, будет иметь рыночную стоимость капитала близкую к величине его балансовой стоимости. Банк, зарабатывающий на свои инвестиции меньшую доходность, будет иметь рыночную стоимость собственного капитала ниже величины текущих вложений в собственный капитал.

С макроэкономической точки зрения производительность капитала – фактор, оказывающий наибольшее влияние на экономику и, как следствие, на рост ВВП. Для любой экономики характерен некий "запас" капитала, который приводит к появлению нового ВВП. Чем более производителен капитал, тем больше ВВП. Следовательно, достижение максимально возможного положительного значения EVA является положительным фактором не только для акционеров в рамках управления стоимостью компании, но и для всей экономики. На практике данный момент характеризует возможности наиболее эффективного перераспределения капитала от одной отрасли к другой, что позволяет экономике развиваться.

### **Заключение**

Суть управления стоимостью (VBM) заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста стоимости компании, а процесс принятия управленческих решений должен быть сконцентрирован на ключевых факторах стоимости. В настоящее время концепция стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса.