

Н.Р. Степанова, канд. техн. наук, доцент,  
И.В. Хайнус, соискатель,<sup>1</sup>  
г. Екатеринбург

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИБЫЛИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ СОХРАНЕНИИ ЕГО ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ

В статье рассмотрена зависимость между экономической добавленной стоимостью и средневзвешенной стоимостью капитала, на основании которой создана модель распределения прибыли. Приведен подробный анализ полученных зависимостей. Использование предлагаемой модели дает возможность снизить управленческие риски, вызванные структурными сдвигами в имеющемся капитале, что сохранит финансовую устойчивость предприятия и увеличит эффективность его работы. В результате проведенного исследования определен диапазон выплат прибыли собственникам. Таким образом, спланированные и хорошо взвешенные решения оградят предприятие от потерь даже в достаточно нестабильное время.

**Ключевые слова:** эффективное управление, принятие управленческих решений, структура собственности, моделирование, анализ.

В процессе своего ежедневного функционирования каждое предприятие стремится получить прибыль, в последствии «порождая» комплекс управленческих решений, связанных с ее распределением. Основная дилемма заключается в том, что интересы инвесторов (акционеров) и самого предприятия в данном вопросе расходятся [1]. Более молодые компании стремятся реинвестировать большую часть прибыли для дальнейшего своего развития, а более старые, давно присутствующие на рынке компании, уже больше уделяют внимание политике выплаты процентов (ди-

видендов) [2]. Использование методологических подходов рационализации оборотных активов [3, 4], а также системы разработки и внедрения инвестиционных проектов [5, 6], влияет на объем и структуру не только получаемой прибыли, но и на финансовую устойчивость и эффективность деятельности хозяйствующего субъекта.

Авторы ставят перед собой задачу выявления потенциальной зависимости между экономической добавленной стоимостью и средневзвешенной стоимостью капитала. Предложенные нами расчеты основываются на группе показателей, таких как рыночная стоимость бизнеса, *EVA*, *NOPAT* и *WACC* [7, 8].

Рыночная стоимость бизнеса *Р.с.б.* определяется по следующей формуле:

$$Р.с.б. = ЧА + EVA, \quad (1)$$

где *ЧА* – чистые активы, руб.;

*EVA* – экономическая добавленная стоимость, руб.

<sup>1</sup> *Степанова Наталья Романовна* – кандидат технических наук, доцент кафедры государственные и муниципальные финансы Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина; e-mail: f35710@olympus.ru  
*Хайнус Иван Викторович* – ассистент кафедры государственные и муниципальные финансы Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина; e-mail: vanyf777.86@mail.ru

Экономическая добавленная стоимость определяется как

$$EVA = NOPAT - WACC * K, \quad (2)$$

где *NOPAT* (*Net Operational Profit After Tax*) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов, но до выплаты процентов, руб.;

*WACC* – средневзвешенная стоимость капитала;

*K* – сумма капитала, инвестированная в предприятие, руб.

В свою очередь *NOPAT* находится следующим образом:

$$NOPAT = EBIT * (1 - t), \quad (3)$$

где *EBIT* (*Earnings Before Interest and Taxes*) – объём прибыли до вычета процентов по заёмным средствам и уплаты налогов;

*t* – эффективная ставка налога на прибыль.

Средневзвешенная стоимость капитала вычисляется так:

$$WACC = \frac{I_{ЗК} * ЗК + I_{СК} * СК}{СК + ЗК}, \quad (4)$$

где *I<sub>СК</sub>* – проценты (дивиденды), выплачиваемые собственникам, ед.;

*I<sub>ЗК</sub>* – проценты по заёмному капиталу, ед.;

*ЗК* – величина заёмного капитала, руб.;

*СК* – величина собственного капитала, руб.

На рост рыночной стоимости бизнеса непосредственно влияет увеличение чистых активов и показателя *EVA*. В свою очередь, на рост *EVA* влияет повышение показателя *NOPAT*, а рост значения *WACC* снижает его [9]. Проценты (дивиденды), выплачиваемые собственникам предприятия, также влияют на стоимость капитала. Отсюда возникает вопрос: какой процент следует отдать собственникам, чтобы не ущемлять их интересы и при этом не подорвать финансовую устойчивость предприятия?

При росте процентов увеличивается стоимость капитала и одновременно снижается *EVA*, как показано на рис. 1.

Как видно из рис. 1, показатель *EVA* при росте процентов переходит из положительной зоны в отрицательную. Следовательно, можно определить точку перехода *EVA* из зоны «плюс» в

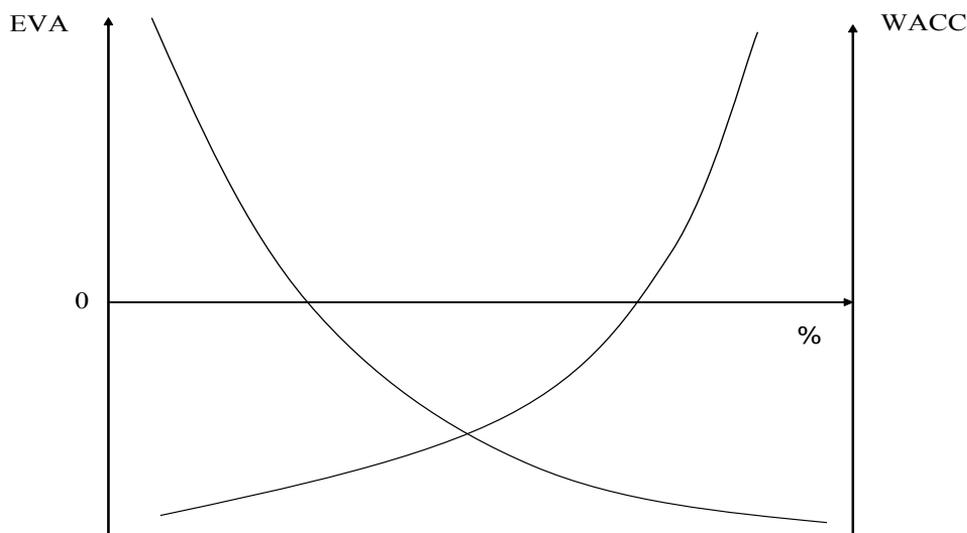


Рис. 1. Профили стоимостей: 1 – EVA, 2 – WACC

зону «минус», путем приравнивания ее к нулю:

$$EVA = NOPAT - WACC * K = 0. \quad (5)$$

Выражая средневзвешенную стоимость капитала из формулы (4) и подставляя ее в формулу (5), а затем из данной формулы выражая проценты (дивиденды), выплачиваемые собственником, получаем следующую зависимость:

$$I_{СК} = \frac{NOPAT - I_{ЗК} \cdot ЗК}{СК}. \quad (6)$$

Данные рассуждения и расчеты помогут определить уровень, при котором будет положительная экономическая добавленная стоимость.

Так как на рыночную стоимость бизнеса влияет не только *EVA*, но и изменение величины чистых активов, то их влияние можно учесть следующим образом:

$$NOPAT - WACC * K + \Delta ЧА = 0. \quad (7)$$

Представленная зависимость отражает баланс между *EVA* и чистыми активами, т. е. если за отчетный период произошло снижение чистых активов, то, для того чтобы рыночная стоимость выросла, необходим более интенсивный рост показателя *EVA*, а именно как

$$NOPAT - WACC * K = - \Delta ЧА. \quad (8)$$

Далее, опираясь на выражения (6) и (8), можно определить уровень выпла-

чиваемых процентов, при котором будет происходить рост рыночной стоимости бизнеса:

$$I_{СК} = \frac{NOPAT - I_{ЗК} \cdot ЗК + \Delta ЧА}{СК}. \quad (9)$$

Расчеты по представленным формулам апробируем на примере предприятия ООО «XYZ» для определения показателей, влияющих на рыночную стоимость бизнеса, за трехлетний период с 2007 по 2009 г. (табл. 1). Причем уточним, что чистые активы рассматриваемого предприятия за 2006 г. составляли сумму 7984 тыс. руб.

Используя данные по группам показателей, определяющие рыночную стоимость бизнеса, представленных в табл. 1, и выражения (4) и (7), получаем пороговые значения выплаты процентов (дивидендов), при превышении которых *EVA* и рыночная стоимость бизнеса становятся отрицательными (табл. 2).

Графически данную информацию можно представить в виде «коридора» процентных выплат (рис. 2), где нами также определен «коридор» процентных выплат, в качестве верхней границы которого выступают пороги, а нижней – средняя процентная ставка по вкладам и ставка рефинансирования. При этом проценты по вкладам отличаются в среднем от ставки рефинансирования на 3–4 %.

Таблица 1

Группа показателей, определяющих рыночную стоимость бизнеса

Показатели	Годы		
	2007	2008	2009
<i>NOPAT</i> , тыс. руб.	6 329	8 523	4 786
СК, тыс. руб.	9 413	12 000	13 687
ЗК, тыс. руб.	278	5 365	4 366
% <sub>учредит.</sub> %	31	24	22
% <sub>кредит.</sub> %	17	17	17
ЧА, тыс. руб.	9691	17 365	18 053
<i>EVA</i> , тыс. руб.	3 282	4 311	743
Р.с.б., тыс. руб.	12 973	21 676	18 796

Как видно из табл. 2 и рис. 2, порог для показателя *EVA* в 2007 г. составлял 67 % и соответственно в 2008 г. – 63 %. Последнее означает, что если бы выплаты составили в процентном отношении значение больше, чем пороговое, то показатель *EVA* был бы отрицательным. Но рыночная стоимость бизнеса все равно бы увеличилась. Однако если допустить, что в 2007 г. выплаты составили 90 % от собственного капитала, то рыночная стоимость бизнеса за данный период снизилась. Снижение предельных порогов в 2009 г. в основном было вызвано снижением *NOPAT* на 56 %.

В заключение отметим, что причиной создания коридора процентных вы-

плат, является постоянно возникающая дилемма о выплатах процентов (дивидендов) собственникам (акционерам) предприятия. В соответствии с российским законодательством решение данного вопроса отнесено к компетенции высшего органа управления предприятием, при этом формализованы ограничения на распределение прибыли [10, 11].

Автором статьи в результате проведенного исследования определен диапазон выплат прибыли собственникам при сохранении финансовой устойчивости и эффективности деятельности предприятия, в пределах которого не происходят серьезные структурные сдвиги в его капитале. С одной стороны, слишком за-

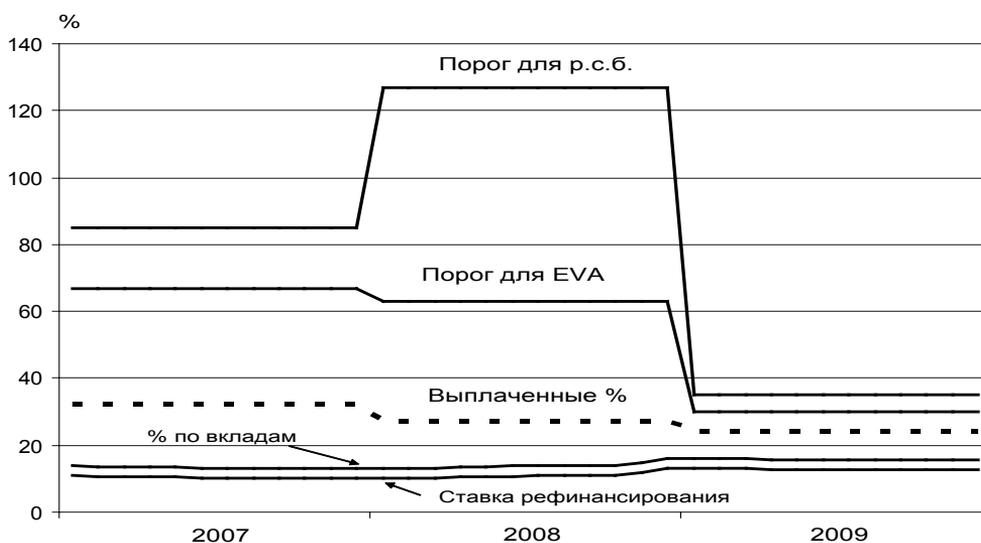


Рис. 2. Коридор процентных выплат предприятия при сохранении его финансовой устойчивости и эффективности

Таблица 2

Пороги выплаты процентов (дивидендов), при превышении которых *EVA* и рыночная стоимость бизнеса становятся отрицательными

Показатели	Годы		
	2007	2008	2009
$I_{Pc.б.}$	85	127	35
$I_{EVA}$	67	63	30

вышенные выплаты снижают потенциал развития предприятия, так как значительная часть прибыли уходит именно на эти цели, таким образом уменьшая ее способность к регенерации и дальнейшему реинвестированию. С другой стороны, при низких величинах выплат процентов (дивидендов) возникает вероятность «бегства» инвесторов. Так как инвесторы при капиталовложениях ориентируются не только на рыночный сегмент, в который они вкладываются, но и на другие альтернативные формы вложений (без учета акционеров, рассчитывающих не только на выплаты дивидендов, но и на рост рыночного курса стоимости акции).

Иными словами, инвесторы – это субъекты, в первую очередь думающие

с позиции собственного кошелька, а перспективы получения меньшего дохода, в сравнении с процентами по банковским вкладам, как правило приводят к избавлению мало рентабельной доли в капитале предприятия [12].

Любой из вышеприведенных вариантов развития ситуации подводит к одному результату – снижению эффективности деятельности предприятия. Выражается это не через прямую потерю части выручки или прибыли, а через структурные сдвиги в имеющемся капитале, таким образом представляя скрытую угрозу особенно для молодых организаций. Только спланированные и хорошо взвешенные решения оградят предприятие от потерь даже в достаточно нестабильное время.

### **Список использованных источников**

1. Макарова С.В., Степанова Н.Р. Управление корпоративной собственностью предприятия инвестиционно-строительного комплекса. Екатеринбург: УГТУ–УПИ. 2009. 189 с.
2. Степанова Н.Р. Экономика предприятий Екатеринбург: УГТУ–УПИ. 2009. 203 с.
3. Макарова С.В., Степанова Н.Р., Хайнус И.В. Эффективное управление структурой собственности предприятия // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2010. № 5(107). 2010. С. 82–87.
4. Макарова С.В., Степанова Н.Р., Хайнус И.В. Рациональное управление собственностью предприятия // Инновационная экономика и промышленная политика региона (ЭКОПРОМ–2010): теория и практика: тр. межд. науч.практ. конф. / Под ред. д-ра экон. наук, проф. А.В. Бабкина. 29 сентября – 3 октября 2010 г. СПб.: Изд-во политехн. ун-та, 2010. С. 354 – 361.
5. Хэгстром Роберт Дж. Инвестирование. Последнее свободное искусство: пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 288 с.
6. Макарова С.В., Степанова Н.Р. Инновационная и инвестиционная политика корпораций // Экономика и менеджмент современного предприятия: теория и практика: тр. всер. конф. / Под ред. д-ра экон. наук, проф. А.В. Бабкина. СПб.: Изд-во полит. ун-та, 2007. С. 107–109.
7. Хелферт Э. Техника финансового анализа: пер. с англ. 10-е изд. СПб.: Питер, 2003. 640 с.
8. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби, Проспект. 2007. 1024 с.
9. Брег Стивен М. Настольная книга финансового директора: пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс. 2005. 536 с.
10. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (Об АО) / СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/stockcomp>.
11. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (Об ООО) / СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/ooo>.
12. Ван Хорн, Джеймс К., Вахович Джон М. Основы финансового менеджмента: пер. с англ.] 12-е изд. М.: Вильямс, 2008. 1232 с.