



УДК 336.6

**Пумбрасова Наталья Владимировна**<sup>1</sup>, к.э.н., доцент кафедры бухгалтерского учета, анализа и финансов,

e-mail: [target75@mail.ru](mailto:target75@mail.ru)

**Кузнецова Ольга Андреевна**<sup>1</sup>, магистрант 2-го курса направления подготовки 38.04.01 «Экономика»,

e-mail: [o.kuznetsovaaa@yandex.ru](mailto:o.kuznetsovaaa@yandex.ru)

<sup>1</sup>Волжский государственный университет водного транспорта, г. Нижний Новгород, Россия.

### ДЕБИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КАК ФАКТОР, ВЛИЯЮЩИЙ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ ТРАНСПОРТНОЙ КОМПАНИИ

*Аннотация.* В статье рассматривается концепция Value-Based Management (VBM) и метрики, которые лежат в ее основе. В настоящее время подход ориентации на стоимости широко применяется иностранными компаниями, так как совмещает в себе как интересы менеджеров, управляющих компанией, так и интересы акционеров, для которых экономическая добавленная стоимость является показателем оценки ценности компании. Концепция управления стоимостью подразумевает постановку в качестве основной цели деятельности компании не максимизацию прибыли, а максимизацию стоимости. В статье рассмотрен наиболее распространенный показатель, ориентированный на стоимость, - показатель экономической добавленной стоимости (EVA), проведен расчет по авиакомпаниям Deutsche Lufthansa AG, а также показан пример разбивки данного показателя на разные уровни управления бизнесом и декомпозиция на оперативные показатели, что позволило охватить все центры стоимости и подчинить их деятельность единой концепции.

*Ключевые слова:* VBM, Value-based management, EVA, Economic Value Add, экономическая добавленная стоимость, дебиторская задолженность, рыночная стоимость компании.

Наличие одной стратегической цели является важнейшим фактором построения эффективной системы управления и успешного развития компании. Многие компании ставят перед собой основной целью деятельности – увеличение прибыли на определенный процент, либо ее максимизация. Например, для транспортной компании целью деятельности может стать увеличение выручки от перевозок в международном сообщении на 10%, однако такая цель затрагивает лишь операционную эффективность бизнеса, что в целом вполне оправдывает себя на начальной стадии развития компании, либо на стадии выхода на совершенно новый рынок. Для более зрелых, конкурентоспособных компаний, стремящихся увеличивать долю на рынке, важным шагом является переход к концепции управления бизнесом на основе его стоимости.



Концепция Value-Based Management (VBM), то есть концепция управления стоимостью компании, представляет собой систему оценки результатов деятельности на основе стоимости и выстраивание по этому интегрированному показателю рычагов управления [1]. В основе данной концепции лежит ориентация деятельности не на текущую прибыль, а на максимизацию рыночной стоимости, что следует из убеждения, что традиционный подход к анализу деятельности на основе финансовой отчетности является неэффективным. Использование традиционных методов оценки эффективности деятельности компании строится на получении исторической информации о результатах деятельности организации за прошлые периоды, в то время как концепция VBM ориентирована на определение показателя стоимости и его прогнозирование и планирование с учетом желаемых результатов на последующие периоды [2]. Благодаря использованию экономической прибыли у менеджеров, акционеров и инвесторов есть возможность оценить будущий эффект того или иного экономического решения на деятельность компании.

Таким образом, в концепции VBM рыночная стоимость компании является основной категорией, основываясь на которой принимаются управленческие решения для обеспечения эффективности деятельности как в текущем периоде, так и в долгосрочной перспективе. Построение финансовой модели компании на основе анализа ее стоимости позволяет избежать основные ограничения традиционного подхода, а именно, ориентацию на прошлое, а не на будущее, отождествление компании с ее чистой прибылью, а не как совокупного потока всех выгод, которые могут извлечь собственники.

В 80-90е гг. XX века появилось множество показателей, позволяющих оценить эффективность деятельности компании на основе ее стоимости. Одним из наиболее популярных является показатель Economic Value Add (EVA), авторами которого являются Дж. Стерн и Б. Стюарт. Кроме этого, есть множество других используемых на практике модификаций EVA, таких как: MVA (Market Value Added) – показатель рыночной добавленной стоимости; CVA (Cash Value Added) – показатель денежной добавленной стоимости; SVA (Shareholder Value Added) – показатель акционерной добавленной стоимости; RONA (Return on Net Assets) – рентабельность чистых активов и другие [3]. В статье подробно рассмотрен показатель EVA.

Показатель экономической добавленной стоимости EVA является широко используемым методом оценки стоимости предприятия, так как соединяет бухгалтерскую отчетность компании и суть стоимостной концепции управления, что позволяет применять его в практике финансового управления. Суть данного показателя заключается в том, что компании недостаточно просто иметь положительный финансовый результат или доходность на одну акцию, бизнесу необходимо обеспечивать такой уровень рентабельности, который позволяет не только получать отдачу от инвестированного капитала, превышающую расходы на привлечение капитала, но и создавать дополнительную стоимость. В настоящее время EVA чаще используют как общий показатель эффективности компании, однако его также можно использовать, как инструмент финансового анализа, инструмент мотивации сотрудников и как концепцию целевой оценки компании [4].

Показатель EVA показывает чистый вклад компании и ее структурных подразделений в увеличение рыночной стоимости организации и может быть рассчитан по следующим формулам [5]:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE \quad (1)$$

$$EVA = (EBIT - Taxes) - WACC * CE \quad (2)$$

$$EVA = (ROCE - WACC) * CE \quad (3)$$



Где: EVA (Economic Value Added) – экономическая добавленная стоимость;  
 NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC (Weight Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала;

CE (Capital Employed) – собственные оборотные средства;

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибыль до вычета процентов и налогов;

Taxes – сумма налога;

ROCE (Return On Capital Employed) – рентабельность задействованного капитала.

Более детальное изучение формирования показателя EVA позволит выявить факторы, оказывающие наибольшее влияние на рыночную стоимость компании, а также отразить взаимосвязь между стоимостью и текущей эффективностью деятельности организации. Пример каскадирования экономической добавленной стоимости представлен на рисунке 1. Такой формат детализации данных, когда целевой показатель расшифрован по составляющим до статей отчетности, позволяет более эффективно и целенаправленно воздействовать на стратегическую цель компании, отдельные элементы могут стать объектом мониторинга и мотивационными целями для ответственных департаментов [6].

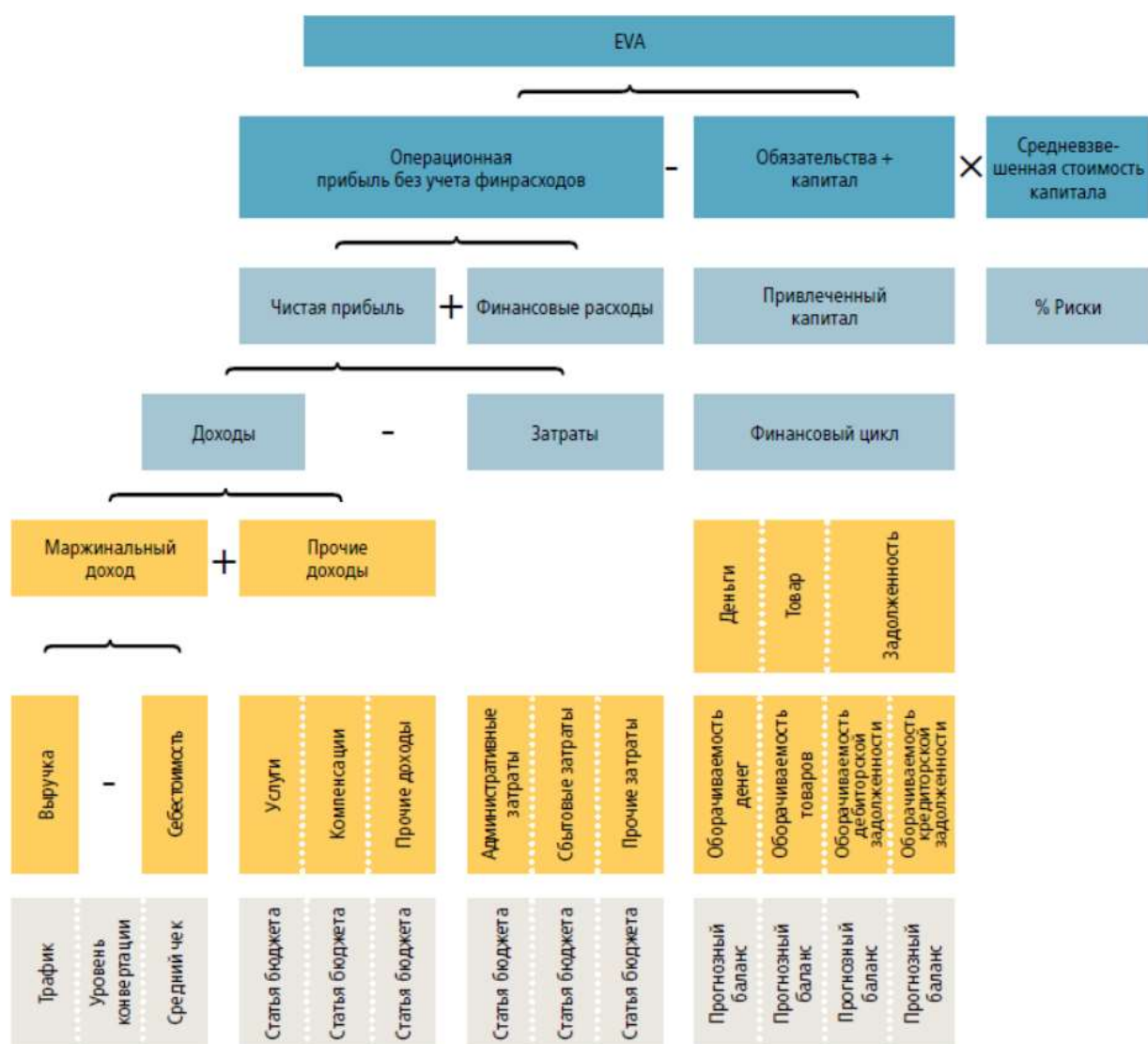


Рис. 1. Пример каскадирования показателя EVA: <http://www.sbr.in.ua/?p=472>



По данной схеме видно, что к факторам, оказывающим влияние на стоимость, можно отнести большинство показателей операционной деятельности компании – от объема выручки до уровня дебиторской задолженности или привлекаемого трафика. Факторы стоимости могут быть как внутренними, то есть относящимися к самой компании, так и внешними, то есть непосредственное влияние окружающей среды, мировых событий, как в случае с COVID-19. Также факторы могут быть количественными и качественными, в зависимости от того, поддаются они численному измерению или нет [7]. Примерами качественных факторов могут стать уровень мотивации, кадровый потенциал региона, уровень корпоративной культуры. Основная задача менеджмента состоит в том, чтобы в зависимости от специфики деятельности выделить ключевые факторы, оказывающие наибольшее влияние на стоимость компании. Ключевые факторы являются основой, на которой должна строиться система управления стоимостью компании, дальнейшая оптимизация и повышение эффективности бизнеса. Разработанная система ключевых факторов позволит оценивать влияние тех или иных оперативных решений на итоговую стоимость компании, осуществлять мониторинг и раннее предупреждение негативных и разрушительных для стоимости процессов.

На примере одной из крупнейших авиакомпаний Deutsche Lufthansa AG произведем расчет абсолютных значений и динамики экономической добавленной стоимости, а также выявим основные факторы, влияющие на результат.

Lufthansa Group является одной из ярких представителей транспортной отрасли, которая применяет концепцию Value-based в своей деятельности. В качестве основных критериев, обеспечивающих устойчивое повышение стоимости, Lufthansa Group выделяет три основных направления, для каждого из которых были определены фокусные зоны и показатели, с помощью которых можно оценить эффективность деятельности. Подробная информация по целеполаганию Lufthansa Group представлена на рисунке 2. Стоит обратить особое внимание, что Lufthansa Group учитывает удельные выбросы углерода в своей системе управления, чтобы обеспечить устойчивое создание стоимости, которое не происходит за счет более сильного воздействия на окружающую среду, что еще раз доказывает комплексность VBM концепции и важности качественных факторов в создании стоимости в долгосрочной перспективе [8].



Рис. 2. Цели, задачи и показатели устойчивого повышения стоимости Lufthansa Group: <https://investor-relations.lufthansagroup.com>

В соответствии с методикой расчета показателя EVA, которая является торговой маркой консалтинговой компании «SternStewart&Co», существует более 160



корректировок, которые могут быть использованы при расчете экономической добавленной стоимости в зависимости от отрасли, размера компании и других вводных, однако данная информация не раскрывается и является закрытой [9]. Применяя value-based подход, компания Lufthansa Group также использует свои внутренние корректировки к показателям, применяемым в расчетах, для более точного отражения экономической добавленной стоимости компании. Сводная информация по составляющим EVA и динамике данного показателя представлена в таблице 1 и на рисунке 3.

Таблица 1. Состав EVA Lufthansa Group за период 2014 – 2020 годов

Показатель	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Adjusted EBIT, млн €	-7353	1857	2974	3310	2275	1676	1000
Taxes, млн €	-1817	484	761	872	585	466	271
WACC, %	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.80%	5.90%	5.90%
CE, млн €	23114	23982	21009	20621	20261	18805	17584
ROCE, %	-22.70%	6.10%	11.10%	13.20%	9.00%	8%	4.60%
<b>EVA, млн €</b>	<b>-4 604.79</b>	<b>534.76</b>	<b>1 192.62</b>	<b>1 230.92</b>	<b>194.47</b>	<b>241.51</b>	<b>-137.46</b>

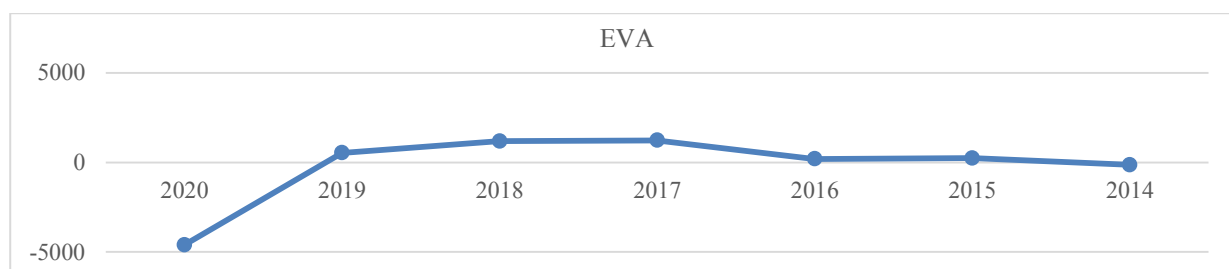


Рис. 3. Динамика EVA Lufthansa Group за период 2014 – 2020 годов

По полученным данным можно сделать вывод о создании стоимости компанией в 2015-2019 годах. Положительное значение EVA говорит о том, что доходы превышают издержки на капитал, следовательно, капитал используется эффективно [10]. Отрицательное значение EVA чаще всего свидетельствует о неэффективной инвестиционной политике, что приводит к разрушению стоимости в процессе деятельности компании. Однако в настоящее время резкое снижение EVA связано с сокращением пассажиропотока в связи с ограничениями, вызванными пандемией – транспортная отрасль, и, в частности, авиапассажирское сообщение в текущей ситуации находится под давлением внешних факторов, что приводит к определенным потерям, отражающимся и на экономической добавленной стоимости. Соответственно, анализировать результат EVA необходимо в совокупности с текущей мировой ситуацией. Также существует точка зрения, что не всегда увеличение EVA за определенный промежуток времени является положительной тенденцией, обязательно свидетельствующей о стабильном создании стоимости. Причиной этого могут стать сокращения штата, либо снижение заработной платы, что в свою очередь снижает затраты компании и увеличивает прибыль. Однако в долгосрочной перспективе это может привести к снижению производительности труда, оттоку квалифицированных кадров, что повлияет на снижение будущей добавленной стоимости.

Рассмотрим влияние ключевых факторов на показатель EVA Deutsche Lufthansa AG. Для этого используем трехфакторную модель Дюпона для расчета рентабельности



собственного капитала, который также является частью показателя EVA, он находится по следующим формулам [11].

$$ROE = ROS * KoA * LR \quad (4)$$

где, ROE (Return On Equity) – рентабельность собственного капитала;

ROS (Return On Sales) – рентабельность продаж;

KoA – коэффициент оборачиваемости активов;

LR (Leverage ration) – коэффициент финансового рычага.

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средний собственный капитал}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} * \frac{\text{Выручка}}{\text{Средние активы}} * \frac{\text{Средние активы}}{\text{Средний собственный капитал}} \quad (5)$$

Рентабельность собственного капитала является одной из главных составляющих EVA, которая собирает в себе большинство оперативных показателей и дает возможность оценить как выручку с чистой прибылью, так и коэффициенты финансового рычага и оборачиваемости активов, для более глубокого анализа которых стоит также детализировать их и рассмотреть, например, частные коэффициенты оборачиваемости [12]. Полученные в ходе анализа данные представлены в таблице 2.

Таблица 2. Анализ ключевых факторов экономической добавленной стоимости Lufthansa Group за период 2015 – 2020 года

Показатель	2020	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Выручка, млн. €</b>	<b>13 589.00</b>	<b>36 424.00</b>	<b>35 844.00</b>	<b>35 579.00</b>	<b>31 660.00</b>	<b>32 056.00</b>
Пассажиропоток, млн. чел.	36.40	145.30	141.90	129.30	107.70	106,00
<b>Чистая прибыль, млн. €</b>	<b>-6 766.00</b>	<b>1 245.00</b>	<b>2 196.00</b>	<b>2 374.00</b>	<b>1 803.00</b>	<b>1 722.00</b>
Активы, млн. €:	39 484.00	42 659.00	38 213.00	35 778.00	34 697.00	32 462.00
–Внеоборотные активы, млн. €	29 444.00	31 374.00	27 559.00	24 749.00	24 504.00	23 526.00
–Оборотные активы, млн. €, в т.ч.	10 040.00	11 285.00	10 654.00	11 029.00	10 193.00	8 936.00
–Запасы, млн. €	726.00	980.00	968.00	907.00	816.00	761.00
–Дебиторская задолженность, млн. €	2 843.00	5 417.00	5 576.00	5 313.00	4 570.00	4 389.00
<b>Собственный капитал, млн. €</b>	<b>1 387.00</b>	<b>10 256.00</b>	<b>9 573.00</b>	<b>9 110.00</b>	<b>7 149.00</b>	<b>5 845.00</b>
Долгосрочные обязательства, млн. €	23 438.00	16 417.00	12 425.00	14 030.00	16 539.00	14 180.00
Краткосрочные обязательства, млн. €	14 659.00	15 986.00	16 215.00	12 638.00	11 009.00	12 437.00
<b>ROE</b>	<b>-1.16</b>	<b>0.13</b>	<b>0.24</b>	<b>0.29</b>	<b>0.28</b>	<b>0.35</b>
– ROS	-0.50	0.03	0.06	0.07	0.06	0.05
– Коб активов	0.33	0.90	0.97	1.01	0.94	1.02
– LR	7.06	4.08	3.96	4.33	5.17	6.37

По полученной из годовых отчетов информации Deutsche Lufthansa AG можно отметить планомерный рост выручки с 2017 по 2019 года при одновременном снижении чистой прибыли компании, что в свою очередь оказывает негативное влияние на рентабельность продаж. Анализируя изменение других составляющих можно отметить нестабильность оборотных активов компании и, в частности, дебиторской задолженности, что приводит к такому же неравномерному изменению показателя финансового рычага. Данный факт говорит о важности и необходимости планомерной работы с активами компании для повышения эффективности деятельности, особое внимание необходимо уделить оборотным активам, как более подверженным изменениям.

Декомпозируя показатели, участвующие в расчете ROE, можно с помощью факторного анализа оценить эффект, который каждый из них оказывает на итоговый результат, а значит и на главную стратегическую цель компании – максимизацию ее



стоимости. Например, снижение коэффициента оборачиваемости активов на 0.07 раза в 2019 году по сравнению с 2018 годом привело к снижению ROE на 0.01 процентный пункт. Выстраивая структуру показателей дальше, можно оценить влияние отдельных статей консолидированного отчета о финансовом положении Deutsche Lufthansa AG, что позволит создать полную иерархию показателей, оказывающих влияние на создание стоимости компанией.

Улучшение показателя EVA возможно как через воздействие влияния на основные факторы, занимающие более высокое место в структуре показателей, так и с помощью более детальной проработки нижестоящих показателей. Каждый фактор влияния в иерархии показателей стоимости имеет свое значение и должен находиться под контролем. Основные направления работы для улучшения показателя EVA в транспортной отрасли можно разделить на три большие группы в соответствии с денежными потоками от осуществляемых видов деятельности:

- повышение эффективности инвестиционной деятельности, в частности сюда относится объем инвестиций на приобретение, модернизацию, реконструкцию основных средств, освоение новых рынков и смежных транспортных звеньев в перевозке. Это в свою очередь будет способствовать повышению качества предоставляемых услуг по перевозкам, а также даст возможность увеличивать пассажиро- и грузопоток, что положительно скажется на выручке. Осуществление вложений в современные технологии и основные средства положительно скажется на затратах, связанных с осуществлением деятельности транспортной компании;

- повышение эффективности финансовой деятельности связано со снижением затрат на привлечение капитала, рационализацией инвестиций, которые не могут обеспечить возврат стоимости капитала, оптимизацией стоимости капитала за счет финансовых инструментов [13];

- повышение эффективности операционной деятельности включает в себя также работу в направлении увеличения выручки компании и снижения издержек, основанных на подходах к оценке спроса [14]. Кроме этого, важным моментом является работа с составом и структурой активов – оборачиваемость активов должна стать таким же важным показателем, как маржинальность. Работа с запасами, с дебиторской задолженностью является важнейшим направлением для транспортного предприятия, поскольку иммобилизация денежных средств в оборотных активах приводит к их отвлечению из оборота, накоплению сверхнормативных и излишних товарно-материальных ценностей, риску возникновения кассовых разрывов, необходимости привлечения заемного капитала, что также негативно скажется на стратегическом показателе EVA [15].

Являясь интегральным критерием экономической привлекательности и эффективности развития бизнеса динамика EVA одинаково интересна как топ менеджменту, так и акционерам и инвесторам. Первым данный показатель необходим для разработки управленческих задач и планов по улучшению текущих показателей, влияющих на итоговую стоимость. Акционеры и собственники заинтересованы в EVA для лучшего понимания факторов и составляющих формирования добавленной стоимости, которые необходимо контролировать для повышения инвестиционной привлекательности бизнеса. В свою очередь инвесторам данный показатель говорит об эффективности использования предприятием своего капитала, возможности осуществления слияний и поглощений перспективных компаний для расширения масштабов деятельности [16].

Таким образом, проведя декомпозицию показателя экономической добавленной стоимости, а также анализ по отчетности авиакомпания Deutsche Lufthansa AG, можно сделать вывод о применимости концепции Value-based Management в транспортной



отрасли. Главной стратегической цели - максимизации стоимости бизнеса подчиняются дальнейшие задачи по повышению эффективности ключевых факторов, влияющих на EVA. В результате данного подхода выстраивается комплексный процесс управления деятельностью, создается четкая структура показателей и их взаимосвязей, подчиненных стоимостному подходу, что позволяет принимать решения непосредственно оценивая их влияние на главный показатель деятельности бизнеса. Несмотря на то, что во главе концепции Value-based Management стоит один единственный показатель стоимости, его декомпозиция позволяет охватить каждую составляющую бизнеса и подчинить деятельность каждого уровня управления единой концепции.

#### **Список литературы:**

1. Viera Berzakova, Viera Bartosova, Eva Kicovac: Modification of EVA in Value Based Management [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00859-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00859-X)
2. Weissenrieder, Fredrik, Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? (December 1, 1997). FWC AB Study No. 1997:3, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=156288> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156288>
3. Fernandez, Pablo, Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation (May 28, 2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=296945> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.296945>
4. Riceman, Stephen S. and Cahan, Steven F. and Lal, Mohan, Do Managers Perform Better Under Eva Bonus Schemes? (September 2000). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=242780> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.242780>
5. Irala, Lokanandha Reddy, Eva: The Right Measure of Managerial Performance?. Indian Journal of Accounting & Finance, Vol. 119, No. 02, April-September 2005, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=944420>
6. Инна Можаровская, Strategic Business Review: EVA для управления стоимостью компании – URL: <http://www.sbr.in.ua/?p=472>
7. Christopher Dittner, David FLarcker: Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00026-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00026-X)
8. Lufthansa Group: Financial reports – URL: <https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/publications/financial-reports.html#cid3904>
9. ACCA: Economic value added versus profit-based measures of performance – URL: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web>
10. Fernandez, Pablo, Shareholder Value Creation: A Definition (May 22, 2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=268129> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.268129>
11. Damodaran, Aswath, Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications (July 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1105499> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1105499>
12. Fayez Salim Haddad: The Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks. ISSN 1450-2887 Issue 89 (2012) – режим доступа: <https://www.researchgate.net/profile/Fayez-Haddad/publication>
13. Stoughton, Neal M. and Zechner, Josef, Optimal Capital Allocation Using RAROC and EVA. Journal of Financial Intermediation, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=118208> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.118208>
14. PhilippBartke, NataliaKliwer, CatherineCleophas: Benchmarking filter-based demand estimates for airline revenue management. <https://doi.org/10.1007/s13676-017-0109-4>





15. Kannadhasan, M., Receivables Management in a Public Limited Company - A Case Study (April 22, 2011). International Symposium on, "Management Research", Bharathidasan Institute of Management, Trichy, Tamilnadu, India, February 2008, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1819024> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1819024>
16. Soo Young Kim, Arun Upneja: Majority voting ensemble with a decision trees for business failure prediction during economic downturns. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2021.01.001>

## **ACCOUNTS RECEIVABLE AS A FACTOR AFFECTING THE MARKET VALUE OF A TRANSPORT COMPANY**

Natalia V. Pumbrasova \*, Olga A. Kuznetsova

*Abstract.* This article deals with the value based management (VBM) and the metrics used in it. Nowadays, one of the basic requirements on the company is creation of value for the shareholders and that is why managers have adopted value-oriented methods to be able to measure any change of value. In the past, managers of many companies were focused on the main economic objective which they considered to be the maximization of profits. But this attitude was not sufficient to satisfy the requirements of shareholders, because their preferences lie in the value of the company. There will be described the most common value-oriented indicator, economic value added (EVA), in the article.

*Keywords:* VBM, Value-based management, EVA, Economic Value Add, accounts receivable, market value of company.

