

УДК 330:657.9

С. В. КРИВДА

Федеральное государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования  
«Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова»

## ДОБАВЛЕННАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТОИМОСТЬ КАК КРИТЕРИЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ МЕНЕДЖМЕНТА

### ECONOMIC VALUE ADDED INDICATOR AS MANAGEMENT EFFICIENCY CRITERION

*В статье рассмотрен один из наиболее распространенных и популярных показателей, применяемых в управлении, ориентированном на стоимость — показатель добавленной экономической стоимости (EVA). Выявлены недостатки данного показателя применительно к его использованию в качестве характеристики результата и качества корпоративного управления, предложены способы его улучшения.*

*Ключевые слова:* управление, ориентированное на стоимость, показатель добавленной экономической стоимости.

*The paper considers one of the most widespread and popular indicators applied in cost-oriented management — economic value added indicator (EVA). The author reveals drawbacks the given indicator in terms of its use as the characteristic of result and quality of corporate management and offers the ways of its improvement.*

*Key words:* cost-oriented management, economic value added indicator.

В современном корпоративном управлении достаточно прочно укоренились концепции и стратегии управления предприятием, в основе которых лежат показатели стоимости, а не прибыли. Стратегии повышения корпоративной стоимости являются общепризнанными в управленческой практике экономически высокоразвитых стран.

Точкой отсчета в развитии взглядов на роль стоимости в корпоративном управлении можно считать 1930 год, когда И. Фишер доказал, что максимизация стоимости компании является лучшим способом разрешения конфликтов интересов менеджмента и акционеров.

В 1967 году Мадильяни и Миллер показали, что стоимость компании зависит от суммы денежных потоков, которые можно получить от владения бизнесом.

В начале 90-х годов компании McKinsey&Co и Stern Stewart&Co разработали первые методики применения стоимости компаний для целей управления корпорациями.

В настоящее время существует ряд разнообразных концепций управления стоимостью компании, в большинстве своем являющихся продуктом зарубежных консалтинговых компаний (Stern Stewart&Co, McKinsey&Co, Marakon Associates, HOLT Value Assttates и т. д.).

Преимущество управления, ориентированного на показатели стоимости, по сравнению с управлением на показатели прибыли в том, что в первом случае учитываются как краткосрочные, так и средне- и долгосрочные перспективы деятельности предприятия. Управление, использующее показатели стоимости, наилучшим образом учитывает интересы инвесторов. «Менеджеры должны стремиться к созданию стоимости по двум причинам. Во-первых, в большинстве экономически развитых стран акционеры в любом случае определяют круг основных задач высшего менеджмента компаний. Во-вторых, экономика, ориентированная на акционеров, как выясняется, работает лучше, чем иные экономические системы, а интересы остальных причастных групп ничуть не страдают от «господства» акционеров» [1, с. 12].

Наиболее распространенной и популярной моделью, применяемой в управлении, ориентированном на стоимость, является модель, основанная на показателе добавленной экономической стоимости (Economic Value Added — EVA).

«Показатель добавленной экономической стоимости базируется на концепции экономической прибыли, которая была разработана более 100 лет назад Алланом

Маршаллом. В его книге «Принципы экономической науки» утверждается, что годовую прибыль предприятия образует превышение его доходов над издержками в течение года. Разница между стоимостью его основных производственных фондов, сырья и т. п. в начале и в конце года рассматривается как часть выручки или как часть его расходов в зависимости от того, произошло ли увеличение или уменьшение этой стоимости. Остаток от прибыли после вычитания из нее процента на его капитал по текущему курсу, а также расходов на страхование обычно называют предпринимательским, или управленческим, доходом» [2, с. 166].

Оценочная модель добавленной экономической стоимости основана на модифицированной модели дисконтирования потока экономических выгод, которые представлены чистой операционной прибылью до выплаты процентов за вычетом скорректированных налогов на прибыль (NOPLAT). Формула этой модели выглядит следующим образом:

$$PV_{ик} = IC + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i},$$

где  $PV_{ик}$  — стоимость инвестированного капитала; IC — инвестированный капитал;  $n$  — последний период, в течение которого ожидается получение дохода (может быть равен бесконечности);  $i$  — будущий период, в течение которого ожидается получение дохода; EVA — добавленная экономическая стоимость; WACC — средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

На практике стоимость капитала рассчитывается как сумма дисконтированной добавленной экономической стоимости плюс дисконтированная продленная добавленная экономическая стоимость плюс первоначально инвестированный капитал.

Добавленную экономическую стоимость можно рассчитать двумя равнозначными способами:

$$EVA = NOPLAT - (IC \cdot WACC)$$

или

$$EVA = (ROIC - WACC)IC,$$

где NOPLAT — чистая операционная прибыль до выплаты процентов за вычетом скорректированных налогов на прибыль; ROIC — рентабельность инвестированного капитала;  $(IC \cdot WACC)$  — затраты на привлечение капитала.

NOPLAT рассчитывается следующим образом:

$$NOPLAT = (EBITA + \%)(1 - T),$$

где EBITA — операционная прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизационных списаний стоимости репутации; % — процентные выплаты за пользование заемной частью инвестированного капитала;  $T$  — ставка налога на прибыль.

В рассматриваемом случае видим модель, сформированную для потока экономических выгод, приходящихся на инвестированный капитал. Чтобы перевести результат оценки в стоимость собственного капитала, из полученной величины стоимости инвестированного капитала необходимо вычесть долю заемной части инвестированного капитала, учитываемую в расчетах.

Частный случай этой модели — модель оценки стоимости собственного капитала с использованием чистой операционной прибыли, приходящейся на собственный капитал (с учетом процентов).

Известна формула оценочной модели для собственного капитала:

$$PV_{ск} = \text{Equity Invested} + \sum_{i=1}^n \frac{\text{Equity EVA}_i}{(1 + \text{Cost of Equity})^i},$$

где  $PV_{ск}$  — стоимость собственного капитала; Equity Invested — инвестированный собственный капитал; Equity EVA — добавленная экономическая стоимость собственного капитала; Cost of Equity — стоимость привлечения собственного капитала.

Добавленная экономическая стоимость собственного капитала рассчитывается следующим образом:

$$\text{Equity EVA} = (\text{ROE} - \text{Cost of Equity}) \times$$

$$\text{Equity Invested},$$

где ROE — рентабельность собственного капитала.

При расчете стоимости собственного капитала большой разницы в выборе моделей нет. Величина инвестированного капитала равна сумме стоимости собственного капитала и инвестированной части заемного капитала:

$$IC = \text{Equity Invested} + P_{зк},$$

где  $P_{зк}$  — величина соответствующей инвестированной части заемного капитала компании.

Переход от рассчитанной стоимости инвестированного капитала к стоимости собственного капитала производится путем вычитания из полученной величины соответствующей заемной части капитала:

$$PV_{\text{ск}} = PV_{\text{ск}} - P_{\text{зк}}.$$

Модель расчета стоимости собственного капитала будет выглядеть следующим образом:

$$PV_{\text{ск}} = (\text{Equity Invested} + P_{\text{зк}}) +$$

$$\sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} - P_{\text{зк}}.$$

Следовательно, путем преобразований получаем:

$$PV_{\text{ск}} = \text{Equity Invested} + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i}$$

Денежный поток не позволяет корректно получать преимущества модели, основанной на добавленной стоимости, поскольку учитывает чистые инвестиции как отрицательные финансовые потоки, ухудшающие в модели добавленной стоимости результат текущего управления.

Считается, что отличие модели, основанной на добавленной стоимости, от простого дисконтирования состоит в том, что представить результат управления можно в виде добавленной за каждый период экономической стоимости.

«Управление корпорацией на основе показателя EVA ведет к максимизации благосостояния акционеров (собственников). Для достижения этой цели акционеры (собственники) должны компенсировать (вознаграждать) старания менеджеров исходя из достигнутого ими прироста показателя EVA. Использование добавленной экономической стоимости заставляет людей отчитываться не только за результаты, но и за ресурсы, использованные для достижения этих результатов» [2, с. 169].

Принятие компанией управленческих решений на основе маржинальной или иной прибыли без учета альтернативной стоимости участвующего в ее создании капитала может повлечь снижение стоимости предприятия и ухудшение благосостояния его акционеров.

Несмотря на все очевидные плюсы модели EVA, необходимо сказать, что показатель

добавленной экономической стоимости в качестве характеристики результата управления недостаточно хорош для этого по нескольким причинам.

Во-первых, используемая в расчетах величина инвестированного (собственного плюс заемного) капитала, а также рассчитанного на этой основе показателя рентабельности капитала берется из предварительно скорректированной для оценки финансовой отчетности. В этом случае она равна или очень близка к стоимости инвестированного капитала, полученной с помощью метода чистых активов (затратный подход). Данная величина должна основываться на рыночной стоимости замещения аналогичного предприятия. Но метод чистых активов не лишен серьезных недостатков. В результате его применения определяется часть стоимости собственного капитала действующего предприятия, приходящаяся на контролируемые предприятием идентифицируемые активы. И поскольку стоимость не идентифицируемых методом чистых активов нематериальных активов (НМА) не входит в расчетную величину собственного капитала, то можно утверждать, что показатель собственного и инвестированного капиталов, а также показатели их рентабельности недостаточно корректны. Недостаток данной модели и в том, что при существующем положении дел в бухгалтерском учете использование показателя EVA в целях управления невозможно без привлечения оценщиков. Такая ситуация серьезно затрудняет его применение в текущем управлении и лишает возможности использования этого инструмента значительной массой средних и малых предприятий.

Во-вторых, показатель EVA в существующем виде не учитывает прирост (убыток) стоимости активов и обязательств в результате переоценки так называемых неденежных изменений собственного капитала. Вернее, часть такого убытка (прироста) учитывается в виде амортизационных отчислений и, возможно, небольшой части переоценок активов. А вот изменение стоимости имущества в результате инфляции денег как универсального стоимостного измерителя и в результате изменения рыночных условий (например, спроса и предложения, возросшего дефицита учитываемого ресурса и т. п.) в данном показателе не отражено. Между тем в моделях оценки по доходному подходу в знаменателе дроби показатель, корректирующий (приводящий в текущую стоимость) будущую стоимость потока экономических выгод, как правило,

основан на доходности. Она определяется как соответствующая доходность от владения активом (пакетом акций), складывающаяся из дивидендов (денежных потоков) и прироста стоимости активов (акций), который является результатом их переоценки (фиктивные доходы от фиктивной продажи актива в конце периода минус фиктивные (или реальные) затраты на его фиктивную (или реальную) покупку в начале периода), т. е. преимущественно монетизированные финансовые потоки (операционная прибыль) корректируются на совокупный показатель, который полностью учитывает как монетизированные (дивиденды), так и немонетизированные (рост курсовой стоимости) показатели.

В оценочных расчетах, как правило, учитываются финансовые потоки от обычной операционной деятельности, поскольку считается, что лишь они характеризуют обычную деятельность компании и присущие этой деятельности риски. Но дело в том, что в большинстве случаев для осуществления этой деятельности необходимо соответствующее имущество. Изменение стоимости этого имущества частично учитывается или как чистые инвестиции (в денежных потоках) или как нормализованные амортизационные отчисления (в прибыли). Но учет потери стоимости в результате износа — лишь один из видов изменения стоимости используемого в обычной деятельности имущества. Кроме этого, его номинальная стоимость меняется по причине изменения стоимости денег (инфляция, дефляция), реальная стоимость — в результате изменения ситуации на рынке такого имущества (изменение спроса и предложения) или появления других факторов, которые влияют на рыночную стоимость имущества.

Существует проблема: данный результат основан на принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, применяемом в определении рыночной стоимости. Он выражается в выделении «избыточных» активов и обязательств в доходном подходе. При расчете стоимости собственного капитала стоимость данного имущества (капитала) прибавляется к стоимости собственного капитала, полученной с помощью соответствующей модели доходного подхода. Но данный принцип можно применять корректно лишь по отношению к будущим результатам хозяйственной деятельности в случае приобретения контрольного пакета инвестором, который планирует оптимизировать деятельность компании. В случае измерения увеличения стоимости предприятия в отчетном (прошедшем) перио-

де и оценки на этой основе качества работы менеджмента данный метод не даст реального результата, поскольку не учитывает в финансовых потоках результаты нерационально используемого имущества. В модели EVA это найдет отражение в показателях прибыли и рентабельности капитала. Учет всех финансовых потоков позволит лучше оценить результаты управления за отчетный период и выявить проблемные зоны.

Для улучшения показателя, основанного на модели экономической добавленной стоимости, предлагается вместо NOPLAT использовать показатель совокупной прибыли, включающий, кроме классической операционной прибыли, результаты переоценки стоимости имущества организации и прибыль от использования неоперационного имущества. При расчете инвестированного (собственного) капитала необходимо уделить особое внимание затратам, оказывающим долгосрочное влияние на финансовые потоки и не учитываемым как активы (например, расходы на рекламу и PR).

Таким образом, для целей управления в качестве учитываемого потока экономических выгод в расчетах предлагается использовать показатель совокупной прибыли до выплаты процентов и за вычетом скорректированных налогов на прибыль:

$$\text{СЕБИАТ} = (\text{СЕБИТ} + \text{NMECC})(1 - T),$$

где СЕБИАТ — совокупная прибыль компании до выплаты процентов и за вычетом скорректированных налогов на прибыль; СЕБИТ — прибыль компании от совокупной деятельности до вычета налоговых выплат и процентов по кредитам и облигационным займам; NMECC — неденежные изменения собственного капитала (Non-monetary the equity capital changes); T — ставка налога на прибыль.

Данный показатель более подходит для оценки эффективности менеджмента компаний, ориентирующегося в управлении на показатели стоимости.

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. — М. : Олимп-Бизнес, 2007. — 576 с.
2. Хорин А. Н., Керимов В. Э. Стратегический анализ. — М. : Эксмо, 2006. — 288 с.

Материал поступил в редакцию 13.07.10.

*Кривда Сергей Викторович, аспирант*  
Тел. 8 (916) 787-74-44  
E-mail: skrivda@mail.ru