

**Особенности использования экономической добавленной стоимости (EVA)  
в рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению  
компанией (VBM)**

**Киселев Д.А.**, аспирант Департамента финансового и инвестиционного менеджмента,  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,  
Россия

**Аннотация.** В статье проанализированы особенности использования экономической добавленной стоимости (EVA) в рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению компанией (VBM) в сопоставлении с прочими показателями оценки эффективности, такими как рыночная добавленная стоимость, объем прибыли на акцию и прочие. В статье также систематизированы подходы и особенности к расчету показателя EVA, а также связанные с такими подходами положительные и отрицательные особенности его применения на практике.

**Ключевые слова:** экономическая добавленная стоимость, стоимостно-ориентированное управление компанией, EVA, VBM, стоимость компании

**Features of using economic value added (EVA) in the framework of a value-based management (VBM)**

**Kiselev D.A.**, graduate student of the Department of financial and investment management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

**Annotation.** The article analyzes the features of using economic value added (EVA) in the framework of a value-based management (VBM) in comparison with other performance indicators, such as market value added, earnings per share, and

others. The article also systematizes approaches and features to calculating the EVA indicator, as well as the positive and negative features of its application in practice associated with such approaches.

**Key words:** Economic value added, value-based management, EVA, VBM, company value

Инвесторы на фондовых рынках глубоко обеспокоены результатами деятельности и оценками компаний, котирующихся на фондовой бирже. В последние годы появилось множество новых управленческих подходов для повышения эффективности работы организации, включая полное управление качеством, плоские организации, расширение прав и возможностей, реинжиниринг, создание команды и т. д. Многие подходы увенчались успехом, но столь же многие потерпели неудачу.

Система управления на основе ценностей (VBM) обеспечивает точную и однозначную метрику-ценность, на основе которой может быть построена вся организация. Единственная истинная мера управленческих действий по созданию богатства – это когда капитал инвестируется с доходностью, превышающей стоимость этого капитала. Такой подход лежит во главе «Базеля 2 и 3», согласно которому рейтинги банковских учреждений должны быть прозрачными и сопоставимыми на международном уровне. Таким образом, будет трудно игнорировать вопрос о создании (или разрушении) ценности в ходе рейтингового процесса. Это, в свою очередь, сделает VBM важной мерой для банка, желающего повысить свою кредитоспособность.

Следует помнить, что если компания, или в данном случае банк, не удовлетворяет своих акционеров, то у нее нет гибкости, чтобы заботиться о своих сотрудниках или сообществе. Чтобы создать ценность для акционеров, компания обязана в реальности превзойти ожидания инвесторов относительно ее будущих результатов. Поскольку текущие цены акций по своей сути включают предположение относительно определенного уровня будущих доходов и денежных потоков, стоимость создается только тогда, когда компания

фактически работает выше этих ожиданий. Как и с помощью каких инструментов руководство организации определяет, создается ли богатство и получает ли компания прибыль? Означает ли это, что богатство создается для акционеров?

Существует множество коэффициентов, которые могут проверить создание богатства руководством через прибыльность, ликвидность, управление активами и платежеспособность. Такие коэффициенты используются для анализа финансовой отчетности компании. Анализ финансовой отчетности является субъективным процессом, поскольку не все рассчитанные коэффициенты полезны в данной ситуации. Релевантность коэффициентам придается путем измерения эффективности деятельности компаний-партнеров.

Более глубокий анализ может быть сделан с помощью системы Du Pont путем анализа рентабельности активов (ROA) и рентабельности собственного капитала (ROE). Такой подход подчеркивает влияние маржи, чистой прибыли, общего оборота активов и финансового рычага на прибыльность фирмы. В тоже время ROE страдает от искажений бухгалтерского учета и финансирования. Бухгалтерские искажения включают методы оценки акций «last in first out» (LIFO) и «first in first out» (FIFO), учет по методу начисления, использование успешных усилий вместо полной стоимости для учета рискованных инвестиций и расходов на исследования и разработки.

Вероятно, наиболее тщательно отслеживаемый финансовый коэффициент из всех-это прибыль на акцию. Прибыль на акцию (EPS) представляет собой количество прибыли, заработанных от имени каждой выпущенной акции обыкновенных акций. Инвестирующая общественность внимательно следит за показателями EPS и считает их важным показателем корпоративного успеха.

EPS, к сожалению, не является адекватным показателем эффективности. Это часто вводящий в заблуждение индикатор, который может привести к дорогостоящим решениям, которые часто приводят к короткой смене общего акционера. Критерий EPS путает инвестиционные решения с финансовой политикой, поскольку стандартизированные проекты могут казаться

желательными просто из-за способа их финансирования. Утверждается, что от EPS следует отказаться как от аналитического инструмента ценообразования и финансирования приобретения, а также планирования структуры капитала.

Коллер, как основатель показателя, описывает VBM как «союз между установкой на создание ценности и процессом управления, и системами, которые необходимы для воплощения этой установки в действие». VBM согласовывает стратегию, оценку эффективности и поведение с целью максимизации акционерной стоимости. Она включает в себя управление балансом, а также отчетом о прибылях и убытках и балансирование долгосрочных и краткосрочных перспектив. Системы управления, основанные на ценности, и их показатели стали популярным методом согласования вознаграждения менеджмента с благосостоянием акционеров.

В рамках VBM широко используются системы переменной компенсации, такие как экономическая добавленная стоимость (EVA), рыночная добавленная стоимость (MVA) и свободный денежный поток (FCF), акционерная стоимость (SVA), экономическая прибыль (EP) (также называемая остаточным доходом (RI)), рентабельность инвестиций денежного потока (CFROI) и общая доходность бизнеса (TBR).

Наиболее популярной системой переменной компенсации, используемой в настоящее время в корпоративном мире, является система компенсации на основе EVA. Финансовые журналы ежегодно публикуют EVA для Stern Stewart Performance 1000, ссылаясь на EVA как на «критический драйвер эффективности акций компании». Успешные корпорации все чаще обращаются к EVA для измерения производительности. General Electric, AT&T, Chrysler и Compaq используют EVA для финансового анализа. Покойный генеральный директор Coca-Cola Роберто Гойзуэта признал ценность EVA и заявил, что «вы становитесь богаче, только если вкладываете деньги по более высокой ставке, чем стоимость денег для вас».

EVA была запущена компанией Stern Stewart & Co. в 1989 году. EVA определяется Стюартом (1999) как внутренняя мера операционной

эффективности, которая наилучшим образом отражает успех компаний в увеличении стоимости инвестиций акционеров. В компаниях EVA целеполагание основывается на расчетах, а не на переговорах. Целеполагание рассчитывается исходя из текущего уровня EVA с учетом любых изменений обстоятельств. EVA и RI (остаточный доход) тесно связаны между собой целью обеспечения того, чтобы общая стоимость ресурсов, потребленных в течение периода, включая стоимость капитала, включалась в любой расчет прибыли. В результате сосредоточения внимания на стоимости капитала показатель EVA очень полезен для включения балансовых вопросов в счета прибылей и убытков и, следовательно, повышения их значимости для менеджеров. EVA выражается в фактических денежных значениях и, следовательно, может быть очень значимой целью управления.

Холл и Грант обнаружили, что рыночная стоимость компании лучше всего коррелирует с внутренней оценкой эффективности экономической добавленной стоимости (EVA), и поэтому EVA является одним из лучших методов выражения и количественной оценки создания акционерной стоимости. Таким образом, он рекомендован многочисленными консультантами и должен быть использован в полной мере. EVA становится гораздо большим, чем просто еще один способ добавления и вычисления прибыли.

Эрбар описывает EVA следующим образом:

1. Простой, но эффективный метод обучения деловой грамотности даже наименее искушенных работников;
2. Метод, позволяющий по-настоящему согласовать интересы менеджеров с интересами акционеров и в результате заставить менеджеров думать и действовать как акционеры;
3. Показатель эффективности деятельности корпорации, который наиболее непосредственно связан с созданием богатства акционеров;
4. Единственный подлинный показатель непрерывного улучшения, и более того, EVA всегда однозначно лучше для акционеров;

5. Структура, лежащая в основе всеобъемлющей новой системы корпоративного финансового менеджмента, которая определяет годовые операционные бюджеты, бюджетирование капитала, стратегическое планирование и решения, касающиеся приобретений и отчуждений;

6. Метод, позволяющий компаниям сообщать инвесторам о своих целях и достижениях, а инвесторам-выявлять компании с более высокими перспективами развития;

7. Внутренняя система корпоративного управления, которая мотивирует всех менеджеров и сотрудников работать сообща и с энтузиазмом для достижения наилучших результатов.

Существуют различные методы расчета EVA. Используемый метод зависит от управленческого решения компании. Методы, используемые для расчета EVA, будут описаны в этом разделе.

Базовый метод расчета EVA выглядит следующим образом:

1.  $EVA = \text{чистая прибыль после налогообложения (NOPAT)} - [(\text{используемый капитал, рассчитываемый путем вычета обязательств из общей стоимости}) \times (\text{средневзвешенная стоимость капитала (WACC)})]$

Альтернативными «базовому» подходу к расчету EVA являются:

1.  $EVA = (\text{скорректированный инвестированный капитал}) \times (\text{скорректированная рентабельность капитала по WACC});$

2.  $EVA = \text{прибыль до вычета процентов и налогов (EBIT)} - [(\text{общий чистый операционный капитал}) \times (\text{WACC})]$

3.  $EVA = \text{NOPAT} - [(\text{средневзвешенная стоимость капитала фирмы}) \times (\text{капитал в объеме общей суммы денежных средств, инвестированных в фирму в течение ее жизненного цикла, за вычетом амортизации})].$

4.  $EVA = (\text{операционный капитал как сумма чистого операционного оборотного капитала и операционных долгосрочных активов}) \times [(\text{ROIC, рассчитываемый как отношение NOPAT к общему оборотному капиталу}) - (\text{WACC})]$

При этом расчет нормы прибыли на капитал (ROIC) с точки зрения финансирования должен производиться с учетом следующего:

1. Следует добавить весь процентный долг в общий капитал, а процентные расходы по долгу - в итоговую бухгалтерскую прибыль. Это делается для того, чтобы устранить эффект связи структуры капитала с долгом, в обратном случае – получится прибыль, которая была бы получена при 100% собственным финансировании деятельности.

2. Следует добавить собственный капитал, предоставленный привилегированными акционерами и миноритарными инвесторами, к общему капиталу, что позволяет избавиться NOPAT от влияния структуры капитала.

3. Следует учитывать собственные показатели расчета резерва и периодичности его начисления в NOPAT, чтобы перейти от учета по методу начисления к учету денежного потока.

С учетом вышеизложенного, а также по результатам проведенного анализа, можно выделить следующие основные преимущества и недостатки использования показателя EVA в рамках управления компанией, ориентированного на стоимость.

#### **Преимущества EVA:**

1. EVA тесно связана с NPV. Данный показатель в наибольшей степени соответствует общим положениям, заложенным в теорию корпоративных финансов, которая утверждает, что ценность фирмы возрастет, если она возьмет на себя проекты с положительным NPV.

2. Использование EVA позволяет избежать проблем, связанных с подходами, которые фокусируются на процентных спредах между ROE и стоимостью собственного капитала, а также ROC и стоимостью капитала.

3. Использование EVA делает топ - менеджеров ответственными за то, что они в большей степени контролируют - доходность капитала и стоимость капитала, в отличие от того, что, по их мнению, они также не могут контролировать – рыночную цену за акцию.

4. На показатель EVA влияют все решения, которые менеджеры должны принимать внутри фирмы, в том числе инвестиционные решения и решения о выплате дивидендов (через баланс денежных средств и стоимость капитала).

5. Показатель EVA капитализирует расходы, которые имеют многопериодные выгоды.

6. Показатель EVA позволяет акцентировать внимание на оптимизации налогообложения и структуры капитала.

7. Показатель EVA использует надежные инструменты сбора данных.

#### **Недостатки EVA:**

1. EVA является трудоемким показателем, требующим детальной проработки отчетности и применения множества корректировок, которые в свою очередь могут быть суждением и следовательно, может привести к не репрезентативности.

Показатель EVA сложно связать с деятельностью отдельных подразделений.

Показатель EVA не позволяет учесть разницу в размерах – более крупная компания или подразделение будут иметь тенденцию иметь более высокий EVA по сравнению с его меньшими аналогами.

Менеджеры могут манипулировать показателем EVA различными способами, в частности, через управление сроками учета выручки (какие доходы учесть, а какие отложить), через прекращение или отказ от учета дискреционных расходов (для повышения EVA), а также через задержку с заменой полностью амортизированных активов (поскольку это снижает базу активов и гарантирует, что амортизация не начисляется, тем самым увеличивая EVA).

Показатель EVA в первую очередь ориентирован на краткосрочный период – получаемые результаты не стимулируют менеджеров инвестировать в инновационные продукты или технологические процессы, поскольку выгоды будут реализованы только в среднесрочной или долгосрочной перспективе.



Показатель EVA не позволяет учесть аспекты, не связанные с бизнесом напрямую, такие как повышение ценности, социальная ответственность и прочие.

### **Библиографический список**

1. Benson R.J. Putting value back into value-based management. / Benson R.J. // McKinsey on finance, Spring – 2004.
2. Brewer P.C. Economic value added (EVA): its uses and limitations / Brewer P.C., Chandra G., Hock C.A. // SAM advanced management journal, 64(2), reissued. – 2016, pp. 4-11.
3. Cooper S. Shareholder or stakeholder value: the development of indicators for the control and measurement of performance / Cooper S., Crowther D., Davies M., Davis E.W. // CIMA – 2001.
4. Erasmus P.D. EVA and CFROI: a comparative analysis / Erasmus P.D., Lambrechts I.J. // J.: Business Publications – 2006, p. 2.
5. Mauboussin M.J. In defence of shareholder value: setting the record straight on what shareholder value really means / Mauboussin M.J. // J.: Finance Journal, 142, Jun 5. – 2009, pp. 1-7.
6. Peterson P. Value-based measures of performance / Peterson P., Fabozzi F.J., Grant J.L. eds. // New Hope, Pa.: Frank J. Fabozzi Associates. – 2015, pp. 67-98.
7. Ryan (Jr) H.E. Corporate financial control mechanisms and firm performance: the case of value-based management systems / Ryan (Jr) H.E., Trahan E.A. // Journal of business finance & accounting, 34(1/2). – 2007, pp. 112-115.
8. Shareholder value analysis [Электронный ресурс] // J.:Entrepreneur, 1999. URL: <http://www.entrepreneur.com/tradejournals/article/100509021.html>.

### **References**

1. Benson R.J. Putting value back into value-based management. / Benson R.J. // McKinsey on finance, Spring – 2004.

2. Brewer P.C. Economic value added (EVA): its uses and limitations / Brewer P.C., Chandra G., Hock C.A. // SAM advanced management journal, 64(2), reissued. – 2016, pp. 4-11.
3. Cooper S. Shareholder or stakeholder value: the development of indicators for the control and measurement of performance / Cooper S., Crowther D., Davies M., Davis E.W. // CIMA – 2001.
4. Erasmus P.D. EVA and CFROI: a comparative analysis / Erasmus P.D., Lambrechts I.J. // J.: Business Publications – 2006, p. 2.
5. Mauboussin M.J. In defence of shareholder value: setting the record straight on what shareholder value really means / Mauboussin M.J. // J.: Finance Journal, 142, Jun 5. – 2009, pp. 1-7.
6. Peterson P. Value-based measures of performance / Peterson P., Fabozzi F.J., Grant J.L. eds. // New Hope, Pa.: Frank J. Fabozzi Associates. – 2015, pp. 67-98.
7. Ryan (Jr) H.E. Corporate financial control mechanisms and firm performance: the case of value-based management systems / Ryan (Jr) H.E., Trahan E.A. // Journal of business finance & accounting, 34(1/2). – 2007, pp. 112-115.
8. Shareholder value analysis [Electronic resource] // J.:Entrepreneur, 1999. URL: <http://www.entrepreneur.com/tradejournals/article/100509021.html>.