

И. В. Ерофеева

МОДЕЛЬ ДОБАВЛЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЦЕННОСТИ: СУЩНОСТЬ И ОСОБЕННОСТИ

Модель добавленной экономической ценности (*Economic Value Added* — *EVA*) была разработана в начале 1990-х годов Б. Стюартом, основателем консалтинговой компании «Stern Stewart & Co». Ключевым понятием данной модели является понятие экономической прибыли.

Возникновение понятия экономической прибыли относится ко временам экономических исследований А. Маршалла, написавшего еще в 1890 г.: «То, что остается от его (собственника или управляющего) прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью»¹. Тем самым Маршалл говорит, что при определении стоимости, создаваемой компанией в любой период времени (т. е. ее экономической прибыли), нужно учитывать не только расходы, фиксируемые в бухгалтерских счетах, но и альтернативные издержки привлечения капитала, занятого в бизнесе.

В XX столетии данное понятие получило название экономической прибыли, или остаточного дохода. Под экономической прибылью понимается доход, зарабатываемый бизнесом за период после вычета всех расходов, включая стоимость инвестированного капитала. Бухгалтерский расчет прибыли учитывал только стоимость заемного капитала (вычет процентных платежей при формировании чистой прибыли), в то время как собственный капитал рассматривался в качестве бесплатного ресурса. Таким образом, завышалось итоговое значение прибыли. Приверженцы экономической прибыли, сопоставляя ее с бухгалтерской чистой прибылью, утверждали, что последняя может вводить акционеров в заблуждение, показывая высокие значения, в тот момент когда экономическая прибыль является отрицательной².

Фактически родоначальник концепции *EVA* (*economic value added* — добавленная экономическая ценность) Б. Стюарт не внес ничего принципиально нового в суть понятия экономической прибыли, его основной заслугой являются предложенные поправки к составным частям формулы экономической прибыли (поправки к измерению чистого операционного дохода за вычетом налогов, инвестированного капитала, стоимости капитала).

Ирина Владиславовна ЕРОФЕЙЧЕВА — аспирантка кафедры экономики исследований и разработок. Окончила экономический факультет СПбГУ в 2003 г. Автор 2 публикаций. Область научных интересов — оценка бизнеса и управление стоимостью компании.

Суть концепции EVA сводится к следующему³. Если в каждый период компания зарабатывает ровно столько, сколько составляют средневзвешенные затраты на капитал, то дисконтированная стоимость ее свободного денежного потока должна быть в точности равна величине инвестированного капитала. Компания стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал, лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Стало быть, надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании.

Таким образом, основная идея данной модели заключается в том, что рынок оценивает стоимость предприятия, принимая во внимание и рыночную стоимость используемого в бизнесе имущества (инвестированный капитал), и потенциал будущих доходов, хотя фактически это означает сочетание двух различных (и до сих пор представляющихся взаимоисключающими в российской практике оценки) подходов к оценке бизнеса: имущественного и доходного⁴.

В мировой литературе экономическая прибыль определяется по одной из следующих формул⁵:

1. Экономическая прибыль = NOPLAT — инвестированный капитал * WACC.

2. Экономическая прибыль = инвестированный капитал * (ROIC — WACC).

Т. Коупленд, а также ряд других американских авторов⁶, утверждают, что оба эти варианта расчета экономической прибыли должны давать одинаковые значения.

Однако существует мнение, что эти формулы являются двумя различными модификациями расчета экономической прибыли⁷.

Первая модификация предполагает расчет рыночной стоимости предприятия в стандарте оценки «как есть», т. е. применительно к тому, что в основной и оборотный капитал предприятия не будет делаться никаких добавочных инвестиций и располагаемое компанией имущество просто будут продолжать коммерчески использовать.

Под NOPLAT понимается чистый операционный доход за минусом налогового бремени⁸. Инвестированный капитал — это активы, находящиеся в наличии у предприятия на сегодняшний день, WACC — фактическая средневзвешенная стоимость капитала, связанного в имеющихся на предприятии на момент оценки активах.

Вторая модификация исходит из того, что в предприятие (в основной и оборотный капитал владеющей им компании) будут делаться инвестиции — однако такие, что останавливать предприятие не придется. Подобными инвестициями могут выступать капиталовложения, например, в частичное обновление основных фондов (технологического оборудования, оснастки, технологий, недвижимости и пр.).

Тогда под инвестированным капиталом понимают планируемые инвестиции в его основной и оборотный капитал предприятия (в этом случае правильнее вместо инвестированного капитала использовать термин «инвестируемый капитал»), под ROIC — среднегодовая планируемая рентабельность вновь инвестируемого капитала, под WACC — средневзвешенная стоимость капитала, предусматриваемого для финансирования планируемых инвестиций.

Для получения значения стоимости предприятия, согласно модели добавленной экономической ценности, необходимо капитализировать полученное значение экономической прибыли и прибавить стоимость имеющихся у предприятия активов:

Стоимость = инвестированный капитал + приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли;

*приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли = экономическая прибыль / WACC^{*9}.*

Необходимо заметить, что данная формула применима, только если предполагается, что величина экономической прибыли является постоянной (данное предположение является одним из основных недостатков модели) и бизнес имеет неограниченный срок действия, тогда для расчета приведенной стоимости можно использовать формулу бессрочной ренты, необходимую для приведения величины прибыли к настоящему времени (моменту оценки). Особого внимания заслуживает ставка капитализации (WACC*). В данном случае под WACC* понимается долгосрочная норма средневзвешенной стоимости капитала (с учетом того, что в долгосрочном плане «в руках любого разумного хозяина» структуру капитала владеющей данным имущественным комплексом выведут на минимизирующую WACC оптимальную структуру. Существует мнение, что процесс формирования стоимости капитала зависит от задолженности; оптимальная степень задолженности (т. е. соотношение собственного и заемного капитала) определяется как точка (или область), где кривая средней стоимости капитала достигает своего минимума (а рыночная стоимость предприятия — максимума)¹⁰.

При различных степенях задолженности в принципе можно выделить три фазы¹¹.

Фаза I характеризуется растущей рыночной стоимостью предприятия и снижающейся средней стоимостью капитала, а также растущим соотношением между собственным капиталом по рыночной стоимости и номинальной стоимостью собственного капитала (растущий курс собственного капитала).

Фаза II характеризуется снижающейся рыночной стоимостью предприятия (растущей средней по рыночной стоимости в процентном соотношении к балансовому номинальному капиталу), тогда как курс собственного капитала (собственный капитал по рыночной стоимости в процентном соотношении к балансовому номинальному капиталу) еще растет.

Наконец, в фазе III снижаются как рыночная стоимость предприятия, так и курсовая стоимость собственного капитала.

Оптимальная степень задолженности достигается в конце фазы I, и соотношение заемного и собственного капиталов доходит в долгосрочной перспективе до среднего значения «20 на 80».

Как уже упоминалось выше, главной заслугой создателя модели EVA является внесение 164 поправок к вычислению чистого операционного дохода за вычетом налогов, а также к вычислению значений инвестированного капитала, стоимости капитала. Конечно, нет необходимости применять все 164 поправки, в среднем достаточно 5–10. Среди возможных поправок:

◆ *Капитализированные нематериальные активы.* Часть нематериальных активов (например, НИОКР) обеспечивает получение выгод в будущем. Стоимость таких активов для расчета EVA должна капитализоваться, а не списываться в расходы. Таким образом, величина капитала должна быть скорректирована на величину капитализированных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть откорректирована величина NOPLAT.

◆ *Отложенные налоги (deferred taxes).* Общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPLAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли.

◆ *Различные резервы (LIFO-резерв, резерв по сомнительной дебиторской задолженности и т. д.).* Например, LIFO-резерв показывает разницу между оценкой запасов по методу LIFO и оценкой по методу FIFO. Метод LIFO, как правило, приводит к занижению стоимости товарно-материальных запасов, поэтому сумма такого резерва включается в

расчет стоимости капитала. Увеличение суммы резерва за текущий период прибавляется к сумме прибыли для расчета величины NOPLAT.

Основными преимуществами EVA являются:

1. Стоимость инвестированного капитала компании вследствие того, что в модели EVA используются понятия экономической прибыли (иначе говоря, ожидаемые чистые доходы в виде среднегодового показателя уменьшаются на величину, равную покрытию стоимости используемого капитала), является более точной, а не завышенной, как в моделях, где не производится подобной корректировки.

2. Экономическая прибыль дает представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году, в то время как свободный денежный поток не обладает таким свойством. Дело в том, что невозможно проследить за успехами компании путем сравнения ее фактических и прогнозных свободных денежных потоков, так как величина свободного денежного потока в любом году определяется весьма произвольными инвестициями в основные и оборотные средства. Руководители компании с легкостью могут на время отложить инвестиции просто для того, чтобы улучшить показатель свободного денежного потока в данном году за счет долгосрочного создания новой стоимости.

3. EVA является эффективным и наглядным инструментом управления стоимостью компании.

Максимизация прироста EVA при эффективном управлении активами сводится к выявлению факторов, позволяющих добиться:

- роста операционной прибыли (NOPLAT);
- минимизации стоимости используемого капитала при оптимальном соотношении собственных и заемных средств.

К факторам, увеличивающим значение NOPLAT, можно отнести:

- повышение темпов роста реализации;
- увеличение оборачиваемости активов;
- построения эффективного соотношения активов по группам ликвидности;
- снижение суммарных издержек на производство и реализацию продукции.

Оптимизация структуры капитала и управление его стоимостью происходит по двум направлениям. Первое — привлечение более дешевых заемных средств (но с учетом оптимального соотношения собственного и заемного капитала). Второе — перераспределение финансовых резервов между центрами инвестирования компании, исходя из максимизации прибыли, создаваемой этими центрами¹².

4. Использование EVA помогает в решении одной из основных проблем взаимоотношений акционеров и менеджеров — агентской проблемы¹³. Так, к примеру, известна несклонность менеджеров к реализации рисковых, хоть и прибыльных проектов. Поскольку EVA отражает отдачу от рисковых проектов, а вознаграждение менеджеров напрямую привязано к росту добавленной экономической ценности, менеджеры начинают более охотно принимать на себя рисковые проекты, скажем, по осуществлению исследований и разработок, которые в дальнейшем обеспечивают не только увеличение прибыли компании, но и рост стоимости акции, потому что рынок очень высоко оценивает ожидания будущих высоких прибылей.

¹ Marshall A. Principles of Economics. Vol. 1. New York, 1890. P. 142.

² Starovic D., Cooper S., Davis M. Maximising Shareholder Value. London, 2004. P. 5.

³ Коупленд Т. Стоимость компании. Оценка и управление. М., 2002.

⁴ Валдайцев С. В. Оценка бизнеса. М., 2004. С. 221.

⁵ Коупленд Т. Указ. соч. С. 165–168.

⁶ *Starovic D., Cooper S., Davis M.* Op. cit. P. 11–12.

⁷ *Валдайцев С.В.* Оценка и управление стоимостью бизнеса. М., 2006. Глава 15.

⁸ См., напр.: *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М., Альпина Бизнес Букс, 2005. — Некоторые авторы, например А. Дамодаран, в качестве измерителя дохода принимают NOPAT. Различие этих двух показателей заключается в том, что при расчете NOPLAT используется расчетное значение ожидаемого среднегодового налогового бремени (сумма всех ежегодных налоговых платежей), которое рассчитывается путем умножения сложившегося на предприятии коэффициента относительно-го налогового бремени на величину ожидаемых среднегодовых продаж (объема реализации), а при расчете NOPAT – из операционной прибыли вычитается сумма налоговых платежей на сегодняшний день. Поскольку первый вариант расчета представляется более точным, в дальнейшем в тексте статьи используется именно он).

⁹ *Коупленд Т.* Указ. соч.

¹⁰ *Solomon E.* The Theory of financial management. London, 1963.

¹¹ *Modigliani F., Miller M.* The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48

¹² *Янгель Д.* Модель добавленной экономической стоимости EVA // Консультант. 2005. № 23.

¹³ *Lovata L., Costigan M.* Empirical analysis of adopters of economic value added // Management Accounting Research. 2002. issue 13. P. 215–228.

Статья поступила в редакцию 28 июня 2006 г.