

**УДК 657:336.6:330.133**

**Ю.А. Котлова,**

*канд. экон. наук, доцент кафедры*

*бухгалтерского учёта, анализа и экономической безопасности*

*Хабаровского государственного университета экономики и права*

**КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ В СИСТЕМЕ  
УПРАВЛЕНЧЕСКОГО УЧЁТА**

*В статье раскрыты ключевые показатели теории управления стоимостью, инструменты, применяемые в рамках данной концепции, методы оценки стоимости организации и управления ею. Суть концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление организацией должно быть ориентировано на стремление обеспечить рост рыночной стоимости организации.*

**Ключевые слова:** *добавленная стоимость, оценка, управленческий учет, экономическая эффективность.*

*The article describes the key indicators of value management theory, the tools used in the framework of this concept, methods of assessing the organization value and its management. The essence of the concept of managing the company value is that the management of the organization should be focused on the desire to ensure the growth of the market value of the organization.*

**Keywords:** *value added, valuation, management accounting, economic efficiency.*

В российской экономической практике традиционно было принято оценивать эффективность бизнеса посредством показателей прибыли, значения которой, как правило, определяются в системе бухгалтерского учёта организации. В целом такой подход оправдан, если руководство нуждается в оценке приоритетов краткосрочного характера. При этом отметим, что показатели прибыли, определяемые в системе традиционного бухгалтерского (финансового) учёта, имеют ретроспективные значения. Более того, информация, формируемая в системе традиционной бухгалтерской (финансовой) отчётности, как правило, оторвана от показателей рыночной

стоимости, а значит, её ценность для принятия руководством управленческих решений снижается. Как показывает сравнительный анализ соотношения рыночной и балансовой стоимости, проведённый по данным финансового и управленческого учёта трёх с половиной тысяч компаний США, в 70-е гг. XX в. балансовая стоимость составляла приблизительно 95 % от рыночной стоимости компаний, в то время как в 90-е гг. это соотношение снизилось до 28 % и продолжает снижаться до сих пор. Такая тенденция обусловлена появлением и увеличением доли нематериальных активов, в частности результатов НИОКР в стоимости организаций. Более того, неоднократно возникающий в мировой

экономике кризис, тенденция снижения прибыли потребовали от экономистов поиска таких подходов к управлению и оценке эффективности организаций, которые позволили бы достигать устойчивого роста стоимости бизнеса в условиях непредсказуемости рынков и конкуренции.

Очевидно, что оценка эффективности деятельности, основанная на показателях, существенно отличающихся от рыночных, не способна обеспечить достоверность данных для принятия обоснованных управленческих решения долгосрочного, стратегического характера.

В результате сформировался подход к управлению коммерческими организациями, ориентированный на применение в качестве показателя оценки бизнеса не прибыли, а стоимости предприятия. Именно показатель стоимости теперь выступает основным критерием принятия управленческих решений в ходе управления стоимостью организации. В основу такого подхода положен показатель добавленной стоимости. Рассмотрим его подробнее.

Экономическая добавленная стоимость (EVA – Economic Value Added) – это показатель, рассчитываемый как прибыль организации от обычной деятельности, уменьшенная на сумму налогов, а также на величину платы за инвестированный в организацию капитал. Данный показатель целесообразнее применять для оценки управления эффективностью и деятельности организации с позиции его собственников компании.

Согласно данной концепции, стоимость компании складывается из её балансовой стоимости, и текущей стоимости будущих добавленных стоимостей.

Отсутствие сложности в расчёте показателя экономической добавленной стоимости даёт возможность оценить эффективность не только организации в целом, но и каждого из отдельных её подразделений. Разработчиком концепции экономической добавленной стоимости принято считать Стерна Стюарта, который в результате исследования, проведённого среди более 600 американских компаний, доказал взаимосвязь между добавленной и рыночной стоимостью. При этом, как показывают исследования, такая корреляция имеет место только в случае положительных значений добавленной и рыночной стоимости, в то время как между отрицательной добавленной и отрицательной рыночной стоимостью корреляция отсутствует. Такая особенность объясняется тем, что потенциал ликвидации, восстановления, рекапитализации, или иной кардинальной перестройки организации влияет и на её рыночную стоимость.

Впоследствии свой вклад в развитие теории экономической добавленной стоимости внесли И. Фишер, а также ставшие лауреатами Нобелевской премии Ф. Модильяне и М. Миллер. Они исследовали взаимосвязь чистой текущей стоимости и дисконтированного потока ожидаемых денежных доходов и доказали, что инвестиционные решения с положительной чистой текущей

стоимостью – основной фактор роста стоимости как самой компании, так и стоимости её акций.

Как известно, экономическая прибыль определяется разницей выручки и издержек (фактических и альтернативных).

При этом положительный результат экономической прибыли говорит о том, что организация сможет и покрыть свои расходы, и получить прибыль, размер которой превысит инвестиционные риски, понесённые на её получение. Отрицательный результат, напротив, показывает, что прибыли организации не достаточно, чтобы инвестиционные риски компенсировать. Именно этим объясняется стратегическая роль показателя экономической прибыли и его применение при определении эффективности организации.

Очевидно, что достичь максимального прироста стоимости организация может посредством инвестиционной активности, а она, в свою очередь, реализуется не только за счёт собственных источников, но и посредством их привлечения.

Смысл расчёта показателя экономической добавленной стоимости в том, что инвесторы, в том числе и собственники организации, должны заработать, как минимум, ту же норму возврата средств как аналогичные риски инвестирования на рынке капитала. В противном случае, даже при наличии бухгалтерской прибыли, реальная

прибыль отсутствует, вследствие чего выгод от инвестиционной деятельности организации инвесторы не получают. Итак, если значение показателя EVA положительное, это говорит о том, что капитал используется эффективно. При нулевом значении данного показателя инвесторы-собственники организации фактически получают норму возврата, компенсирующую их риск. При отрицательном значении показателя EVA капитал используется неэффективно. На сегодняшний день на основе концепции экономической прибыли разрабатываются новые модели и методы оценки, применяемые в управлении стоимостью компании. Так, в системе управленческого учёта организации в ходе управления её стоимостью возможен расчёт следующих основных показателей стоимости:

- экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA);
- рыночная добавленная стоимость (Market Value Added, MVA);
- акционерная добавленная стоимость (Shareholder Value Added, SVA);
- ставка возврата инвестиций (Cash Flow Return on Investment, CFROI);
- чистая добавленная стоимость (Cash Value Added, CVA).

Развивая теорию экономической добавленной стоимости, экономисты убедились в необходимости измерения разрыва между бухгалтерской и

экономической (управленческой) прибылью.

Как уже было сказано выше, традиционные методики определения показателей бухгалтерской прибыли не всегда объективно отражают текущее финансовое состояние и финансовые результаты организации. Критерии определения прибыли в бухгалтерском учёте не способны учесть уровень возможных рисков, таких как рыночные риски (срыв поставок, снижение уровня сбыта или цен), организационные риски (некомпетентность руководства, неэффективность организационной структуры), финансовые риски (падение платёжеспособности, ликвидности или рентабельности). Более того, показатели, определяемые в бухгалтерском учёте, характеризуют, ретроспективные (прошлые) итоги деятельности. Собственник же нуждается в информации принципиально иного характера, позволяющей прогнозировать будущее организации, возможные риски и эффективность. Показатели финансового

бухгалтерского учёта не учитывают такие факторы, как инфляция, изменение стоимости денег во времени и т.п. Именно поэтому необходимо наладить такую систему управленческого учёта, которая позволила бы контролировать факторы роста стоимости организации и влиять на них.

Руководство организации должно осознавать, что она функционирует в условиях бесконечной конкурентной борьбы с другими аналогичными организациями за средства инвесторов, поэтому лишь обеспечив рост стоимости капитала (до уровня, который устроит инвесторов), она сможет в дальнейшем эффективно функционировать. Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы, сложившиеся в компании. Существуют следующие способы расчёта показателя экономической добавленной стоимости (EVA):

$$EVA = \begin{array}{l} \text{Чистая операционная} \\ \text{прибыль после} \\ \text{налогообложения} \\ \text{(NOPAT)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Средневзвешенная} \\ \text{стоимость капитала} \\ \text{(WACC, COST OF} \\ \text{CAPITAL)} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Инвестированный} \\ \text{капитал} \\ \text{(CAPITAL} \\ \text{employed)} \end{array}$$

$$EVA = \begin{array}{l} \text{Норма возврата} \\ \text{капитала (ROI)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Средневзвешенная} \\ \text{стоимость капитала} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Инвестированный} \\ \text{капитал} \end{array}$$

Предположим, что инвестиции в производство и продажу блинов в уличных

киосках со-ставляют 800 000 рублей. ROI (норма возврата капитала) – 5 %. Другие

инвестиции с подобным уровнем риска способны принести доходность 8%. Рассчитаем значение показателя экономической добавленной стоимости (EVA):  $EVA = (5\% - 8\%) \times 800 \text{ тыс. руб.} = -24 \text{ тыс. рублей.}$

Расчёт показал, что, несмотря на то, что прибыль бухгалтерская составит 40 тыс.руб. ( $5\% \times 800 \text{ тыс. руб.}$ ), есть альтернатива: возможность заработать 64 тыс. руб. ( $8\% \times 800 \text{ тыс. руб.}$ ), при этом отрицательный показатель EVA свидетельствует о том, что осуществление данной инвестиции в объёме 800 тыс. руб. нецелесообразно.

Усложним ситуацию. Компания производит сокосодержащие напитки. Инвестированный капитал на дату расчёта оставляет 90 млн руб., в структуре которого: 40 % – собственный капитал, 60 % – заёмный (стоимость – 8 %).

При этом стоимость собственного капитала – 15 %. Операционная прибыль организации – 11 млн рублей. В результате:

$ROI$  (Норма возврата капитала) составит  $11 \text{ млн руб.} / 90 \text{ млн руб.} = 12,22\%$ .

Следовательно,  $EVA = (12,22\% - 7\%) \times 90 = 4,7$ .

Далее предположим, что руководитель организации принимает решение об осуществлении инвестиции в размере 35 млн руб. на приобретение нового оборудования. Предполагается, что

указанная инвестиция в полном объёме будет осуществляться за счёт кредита. Рентабельность указанной инвестиции составит 6 %. В результате общий размер инвестированного капитала (учитывая новые инвестиции) составит 125 млн руб. ( $43,2\%$  собственного капитала и  $56,8\%$  долга).

Показатель ожидаемой операционной прибыли составит  $12,22\% + 6\% \times 35 = 14,32$ , в то время как норма возврата на всю сумму инвестированного капитала будет  $14,32/125 = 11,46\%$ .

WACC изменится и составит:  $0,432 \times 15 + 0,568 \times 8 = 11,024\%$ .

$EVA = (ROI - WACC) \times CAPITAL = (11,46\% - 11,024\%) \times 125 = 0,545$ .

Из примера видно, что реализация принятого руководителем решения об осуществлении данной инвестиции приведёт к росту экономической добавленной стоимости, а значит, и росту стоимости организации для акционеров. Отметим, что применение концепции экономической добавленной стоимости требует выявления факторов, способствующих росту стоимости организации, посредством которых руководство сможет существенно повысить её стоимость.

Система факторов стоимости включает большое число показателей, управление которыми может потребовать существенных затрат. Следовательно, в первую очередь важно определить

наиболее значимые факторы. Назовём эти факторы «драйверами стоимости». Именно на них следует направлять усилия руководству.

Основными драйверами нужно считать те 20 % факторов, которые, согласно принципу Парето, определяют 80 % стоимости организации. Драйверы стоимости присутствуют не только в организации в целом, но и её бизнеспроцессах, филиалах, подразделениях, проектах и т.д. Положительный момент применения системы драйверов стоимости заключается в том, что стоимостные

модели позволяют оценить влияние на создание стоимости в компании факторов любого характера, в том числе финансового или нефинансового, количественного или качественного, на создание стоимости в компании. Причём точность рассчитанных показателей позволяет руководству с достаточной долей уверенности принимать управленческие решения с целью стимулировать рост финансовой эффективности и деятельности. Сгруппируем возможные факторы в таблице.

Таблица 1 – Группировка факторов роста эффективности деятельности организации

<b>Тип фактора</b>	<b>Наименование фактора</b>
Факторы, связанные с внутренней операционной деятельностью	– объем, производства; – номенклатура продукции; – обеспеченность сырьём и материалами; – ресурсные мощности; – контроль качества; – уровень постоянных и переменных затрат и т.п.
Финансовые факторы	– объём инвестированного капитала; – финансовая устойчивость и платёжеспособность; – прибыльность и рентабельность; – налоговая нагрузка и т.п.
Маркетинговые факторы	– клиентская база; – доля на рынке; – репутация и качество товаров; – стимулирование сбыта; – ценообразование и т.п.
Факторы, связанные с операциями с имуществом	– стоимость ремонта основных средств; – срок окупаемости инвестиций; – ценообразование; – отклонения фактического от запланированного объёма прибыли по инвестиционным проектам и т.п.

Пользуясь приведённой группировкой факторов, проведя факторный анализ можно определить степень влияния на стоимость организации каждого из перечисленных факторов. Причём такой факторный анализ можно проводить не только по данным обычной текущей

деятельности, но и с учётом возможных негативных ситуаций (изменения законодательства, дефицит сырья т.п.). Учитывая нюансы разных уровней управления, показатели можно детализировать так, чтобы структурные подразделения определяли те факторы

стоимости, на которые они могут воздействовать. Так, например, увеличения показателя экономической добавленной стоимости можно добиться:

– за счёт роста дохода от продаж и снижения текущих затрат (экономия и оптимизация текущих издержек (сокращение нерентабельных производств и

т.п.));

– за счёт оптимизации расходов на капитал.

Показатель экономической добавленной стоимости позволяет рассчитать ещё один показатель – стоимость компании:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Ранее инвестированный капитал} + \text{Текущая добавленная стоимость от капитальных вложений} + \text{Сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов}$$

Согласно данной формуле, рыночная стоимость организации может быть больше или, наоборот, меньше балансовой стоимости чистых активов. Причём значение этого показателя во многом будет определять поведение

собственников организации в отношении возможного инвестирования в неё.

В таблице 2 приведены возможные варианты соотношения показателя экономической добавленной стоимости и поведения инвесторов.

Таблица 2 – Варианты соотношения показателя экономической добавленной стоимости и поведения инвесторов

Соотношение показателей	Значение
EVA= 0, т.е. WACC= ROI	Рыночная стоимость предприятия равна балансовой стоимости чистых активов. В этом случае рыночный выигрыш собственника при вложении в данное предприятие равен нулю, поэтому он равно выигрывает, продолжая операции в данном предприятии или вкладывая средства в банковские депозиты.
EVA>0	Означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.
EVA<0	Ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственники теряют вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности.

Рассчитав соотношение показателей стоимости, можно опередить пути повышения показателя EVA. Среди них:

- стремление к росту прибыли при использовании прежнего уровня капитала;
- снижение объёма используемого капитала с сохранением прежнего значения прибыли;
- снижение издержек по привлечению капитала;
- налоговое планирование с целью

снижения и оптимизации сумм налогов и других обязательных платежей.

Если показатель экономической добавленной стоимости выбран организацией в качестве критерия оценки эффективности своей деятельности, то задача всегда будет состоять в том, чтобы повысить его значение, что может быть достигнуто не только путём реорганизации предприятия, но и в рамках текущей управленческой деятельности.

Таблица 3 – Мероприятия, направленные на повышение эффективности деятельности предприятия



Критерий оценки эффективности	Цель преобразований	Основные виды организационных преобразований
Рост EVA	1. Увеличение прибыли при использовании прежнего объема капитала	а) освоение новых видов продукции (работ, услуг); б) освоение новых рынков (новых сегментов рынка); в) освоение более рентабельных смежных звеньев производственно технологической цепочки.
	2. Уменьшение объема используемого капитала при сохранении прибыли на прежнем уровне	Ликвидация убыточных или недостаточно прибыльных сфер деятельности (в т.ч. ликвидация предприятия)
	3. Уменьшение расходов на привлечение капитала	Изменение структуры капитала предприятия

Применительно к системе управленческого учёта организации, а именно в управлении её стоимостью, показатель экономической добавленной стоимости может использоваться при составлении бюджета капитала, а также при оценке эффективности деятельности как организации в целом, так и отдельных её подразделений и, как следствие, при разработке оптимальной и справедливой системы премирования руководства.

Преимущества применения данной концепции в рамках управления стоимостью компании связаны с адекватным и нетрудоёмким определением с помощью данного показателя степени достижения подразделением, фирмой или отдельным проектом цели по увеличению рыночной стоимости.

Следует отметить, что расчёт показателя экономической добавленной стоимости не лишён недостатков. Так, данный показатель не принимает во внимание денежные потоки организации.

Экономистами предложен ещё один показатель – Денежная добавленная

стоимость (Cash Value Added или CVA). Модель денежной добавленной стоимости, в отличие от предыдущих моделей, измеряет альтернативную стоимость капитала не в процентном, а в денежном выражении.

В отличие от рыночных показателей, денежную добавленную стоимость (CVA) можно рассчитывать на уровне стратегической бизнес-единицы.

В отличие от расчёта показателей бухгалтерской и чистой прибыли (ЕБИТ, EPS), в основу расчёта показателя денежной добавленной стоимости (CVA) положен принцип, согласно которому организация должна иметь возможность покрыть не только операционные затраты, но и стоимость капитала.

В основу расчёта данного показателя положена концепция остаточного дохода (residual income). Формула расчёта CVA имеет следующий вид:

$$CVA = AOCF - WACC * TA,$$

где AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток;

WACC – средневзвешенная цена

капитала;

ТА – суммарные скорректированные активы.

Резюмируя сказанное выше, отметим: если организация не способна создать уровень стоимости, который ожидают инвесторы, это неизбежно ведёт к потере ею такого ресурса, как капитал.

Применение концепции управления стоимостью позволяет руководству организации увеличивать стоимость компании, посредством влияния на факторы стоимости. Более того, данная концепция достаточно гибкая, она даёт возможность изменять и обновлять показатели, которыми характеризуется эффективность деятельности организации. В связи с вышесказанным, показатель экономической добавленной стоимости может применяться в качестве индикатора принятых управленческих решений, поскольку положительное значение этого показателя говорит о росте стоимости организации, а отрицательное – о её снижении.

Таким образом, показатель экономической добавленной стоимости и факторная модель его формирования отражает главную цель деятельности организации и её собственников.

#### **Список использованных источников**

1 EVA & Strategy II: Portfolio Management. Stern Stewart & Co Research, The Americas, 2001.

2 EVA & Strategy. Stern Stewart & Co. Research, The Americas, 2000.

3 Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер;

пер. с англ. М. : Дело, 1999. 272 с.

4 Фишмен Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Д. Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон; пер. с англ. М. : КВИНТО – КОНСАЛТИНГ, 2009. 388 с.

5 Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш; пер. с англ. М. : Дело, 2000. 360 с.

6 Коупленд Т. Стоимость компании : оценка и управление. – 2-е изд., стереотип. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин; пер. с англ. М. : ОлимпБизнес, 2010.