



# **Экономическая добавленная стоимость и ее использование в оценочной деятельности**

*О.В. Соколова*

*Доктор экономических наук  
(Всероссийская академия внешней торговли)*

Переход к рыночной экономике поставил перед российскими компаниями много новых задач, в том числе и выработку методов оценки эффективности управления бизнесом. Выход российских компаний на мировые рынки товаров и услуг, постоянные контакты с зарубежными партнерами, осуществление совместных инвестиционных проектов, создание дочерних компаний за рубежом и другие обстоятельства, свидетельствующие об интеграции нашей страны в мировую экономику, привели к необходимости "впитывать", естественно, с определенными корректировками, стиль и методы управления, присущие зарубежным компаниям.

Одним из таких направлений является адаптивное использование зарубежных методик при оценке стоимости компаний и их капитала. Возможность заимствования наиболее прогрессивных зарубежных методов оценки бизнеса и их модификации в соответствии с особенностями российской действительности дает нашим компаниям определенные конкурентные преимущества и ускоряет их адаптацию к общепринятым мировым тенденциям.

Концепция экономической добавленной стоимости (EVA – Economic Value Added) появилась в США в 80-х годах XX-го века, когда использовавшиеся до этого методы финансового управления перестали отвечать требованиям оценки стоимости компаний и их капитализации. Акционерам для контроля над действиями топ-менеджмента стала необходима система показателей, позволяю-

щих объективно и адекватно оценить эффективность финансового управления компанией. Критерием эффективности финансового управления в последние годы становится увеличение стоимости бизнеса, поскольку все мероприятия, направленные на улучшение качества управления и деятельности компании, в конечном итоге проявляются через именно этот аспект.

EVA отличается от традиционных методов оценки, поскольку учитывает не только результат от привлечения инвестируемого капитала, но и затраты на его использование. В настоящее время для оценки результативности использования средств используются такие показатели, как рентабельность собственного капитала (ROE – Return on Equity), рентабельность активов (ROA – Return on Assets), рентабельность совокупного капитала (ROTC – Return on Total Capital) и др. Однако этих показателей явно недостаточно. Каждый из используемых компанией источников финансирования, как собственных, так и заемных, имеет свою стоимость, и задачей любой компании является добиться максимальной разницы между результатом использования капитальных средств и затратами, связанными с их использованием.

Размер EVA рассчитывается как разница между чистой прибылью компании (прибылью, зарабатываемой для собственников – акционеров) и величиной используемого для этих целей капитала, умноженного на стоимость его привлечения.



$$EVA = \left( \begin{matrix} \text{чистая} \\ \text{прибыль} \end{matrix} \right) - \left( \begin{matrix} \text{инвестированный} \\ \text{капитал} \end{matrix} \right) \times \left( \begin{matrix} \text{стоимость} \\ \text{капитала} \end{matrix} \right)$$

Или, что то же самое, если отдача от использования капитала (рентабельность ка-

питала) рассчитывается как отношение чистой прибыли к инвестируемому капиталу, то:

$$EVA = \left( \begin{matrix} \text{рентабельность} \\ \text{капитала} \end{matrix} - \begin{matrix} \text{стоимость} \\ \text{капитала} \end{matrix} \right) \times \begin{matrix} \text{инвестируемый} \\ \text{капитал} \end{matrix}$$

При расчете рентабельности капитала в концепции EVA показатель чистой прибыли определяется как чистая прибыль, которую получала бы компания, если бы не использовала заемных средств. Такой подход определяется тем, что процентные платежи представляют собой затраты на привлечение капитала и учитываются при расчете стоимости капитала.

Представляет интерес трактовка понятия "инвестированный капитал" в рамках концепции EVA. Инвестированный капитал представляет собой собственный капитал компании и ее обязательства за вычетом беспроцентных. Таким образом, из обязательств компании вычитаются кредиторская задолженность (счета к оплате), обязательства перед налоговыми органами, бюджетом, задолженность по зарплате и др. В то же время, такие краткосрочные обязательства, как краткосрочные банковские кредиты, текущие обязательства по долгосрочным долгам из суммы инвестированного капитала не вычитаются.

Концепция EVA предлагает учитывать в составе инвестированного капитала и те ресурсы компании, приносящие ей доходы, которые не отражаются в финансовой отчетности. Например, вложения компании в улучшение организации бизнеса, научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, укрепление бренда компании и т.п. Выгоды от подобных вложений повлияют на результаты работы компании, скажутся на доходах, которые компания получит в будущем. Это так называемые Equity Equivalents – эквиваленты собственного капитала. С точки зрения подхода EVA, все эти ресурсы увеличивают реально используемый компанией капитал и, соответственно, увеличивают ре-

альную стоимость компании. Иными словами, расходы компании, которые принесут ей прибыль не в текущем периоде, а в будущем, должны капитализироваться.

В качестве примера можно привести геологоразведочные работы, расходы на которые свойственны добывающим компаниям. Затраты на разведку полезных ископаемых, не приносящие результата, в соответствии с правилами бухгалтерского учета относят на текущие расходы периода. Однако в соответствии с концепцией EVA, все подобные затраты являются инвестициями, поскольку невозможно определить заранее, принесет или нет доход каждое найденное неразработанное месторождение. То же касается и расходов компаний, широко использующих в своей деятельности лизинг транспортных средств и оборудования (например, компаний, занимающиеся воздушными перевозками). Поскольку лизинговое оборудование не отражается на балансе лизингополучателя, то тем самым капитал компании-лизингополучателя недооценивается. Поэтому в соответствии с подходом EVA, приведенная стоимость всех лизинговых платежей должна быть добавлена к величине инвестируемого капитала компании.

Помимо необходимости коррекции размеров капитала в концепции EVA, предусматривается также и корректировка прибыли, генерированной этим капиталом (NORAT – Net Operating Profit After Tax). Таким образом, для получения значения EVA требуются корректировки всех показателей, используемых при ее расчете. В результате показатель рентабельности капитала в концепции EVA будет существенно отличаться от аналогичного показателя, рассчитанного на основании бухгалтерской отчетности.



Проблемой является то, как определить, во что обходится компании использование капитала (стоимость капитала). Капитал компании неоднороден, он включает собственные и заемные источники финансирования: банковские кредиты, корпоративные облигации, обыкновенные и привилегированные акции, производные финансовые инструменты и

др. Для каждого из этих источников существуют свои методики оценки их стоимости. Общая стоимость капитала компании рассматривается как средневзвешенная стоимостей его отдельных составных частей.

Иными словами, средневзвешенная стоимость капитала компании рассчитывается как:

$$\text{стоимость капитала} = \frac{\text{стоимость капитала}}{\text{стоимость капитала}} \times \frac{\text{доля собственного капитала}}{\text{доля собственного капитала}} + \frac{\text{стоимость заемного капитала}}{\text{стоимость заемного капитала}} \times \frac{\text{доля заемного капитала}}{\text{доля заемного капитала}} \times \left(1 - \frac{\text{ставка налога}}{\text{ставка налога}}\right)$$

Проблемой при использовании метода EVA является неопределенность и неоднозначность в решении следующих задач:

1. Определение структуры капитала компании для расчета средневзвешенной стоимости использования капитала, т.е. определение доли собственного или заемного капитала в инвестируемом капитале компании.

2. Определение стоимости использования собственного капитала компании.

Для расчета средневзвешенной стоимости капитала необходимо сначала определить его структуру с тем, чтобы в дальнейшем установить вес каждого выбранного источника финансирования. Однако необходимо учитывать то обстоятельство, что балансовая и рыночная оценки этих долей в капитале не будут совпадать. Поэтому в зависимости от того, используем ли мы данные балансовых отчетов компании или данные, полученные в ходе анализа биржевых котировок, результаты будут сильно различаться. Более того, рыночная оценка будет постоянно меняться с изменением цен акций и облигаций компании на рынке.

Одним из вариантов решения этой проблемы при расчете EVA является использование усредненного варианта структуры капитала, которую можно определить на основании и баланса компании, и рыночной оценки, а также анализа стратегии компании применительно к структуре капитала и структуры капитала других аналогичных компаний.

Определение стоимости заемного капитала обычно не представляет сложности. Затраты компании на привлечение средств можно оценить процентной ставкой по заемным средствам. Корректировка процентной ставки на налог на прибыль объясняется тем, что процентные платежи включаются в себестоимость и тем самым уменьшают налогооблагаемую прибыль. Получается, что реальная стоимость долга ниже номинальной (зафиксированной в кредитном договоре), поскольку, выплачивая проценты, компания одновременно экономит на сумме налога.

На практике для определения средневзвешенной стоимости капитала необходимо учесть все источники финансирования, по которым компания собирается осуществлять платежи в будущем: привилегированные акции, лизинг, конвертируемые облигации, опционы и т.п.

Определение стоимости собственного капитала, состоящего из обыкновенных акций компании, является одной из сложнейших проблем в теории корпоративных финансов. Наиболее часто используемой в мировой практике является модель CAPM (Capital Assets Pricing Model) У. Шарпа. В этой модели стоимость собственного капитала компании напрямую связывается с ожидаемой акционерами доходностью на вложенные ими средства.

Взаимосвязь между инвестиционными решениями компании и доходностью инвестиций, которую ожидают получить соб-



ственники (акционеры) не вызывает сомнений. Поскольку акционер, приобретая акции, вкладывает деньги в собственный капитал компании и опосредовано участвует в ее инвестиционных проектах, его доходы, представляющие собой дивиденды или прирост курсовой стоимости акций, зависят от эффективности инвестиционных решений, принимаемых в данной компании.

Если акционер приобретает акции компании, рассчитывая на доходность, к примеру, в 25% годовых, то топ-менеджмент компании обязан обеспечить уровень доходности, не ниже 25%. В противном случае, инвесторы, ожидания которых не оправдались, начнут продавать свои акции, что, при прочих равных условиях, приведет к падению их курсовой стоимости. В данном случае уровень ожидаемой со стороны инвесторов доходности, по сути, является "платой" компании за возможность использования средств собственников. Поэтому цена использования собственного капитала, состоящего из обыкновенных акций, для компании количественно будет определяться ожидаемой акционерами доходностью на вложенные ими средства.

Согласно модели стоимости долгосрочных (капитальных) активов (САРМ), ожидания инвесторов складываются под воздействием степени инвестиционного риска, присущей приобретаемым акциям, и степенью инвестиционного риска финансового рынка и целом. Риск для инвестора тем выше, чем выше изменчивость цен на акции и их доходности. Поэтому ожидания акционеров и, соответственно, стоимость использования компанией принадлежащих им средств, зависят от уровня доходности фондового рынка с учетом рисков, связанных со стоимостью ценных бумаг компании.

**В модели САРМ** используется следующая формула расчета стоимости собственного капитала с учетом фактора риска:

$$R = R_1 + \beta \times (R_2 - R_1)$$

где:

R – ожидаемая доходность акций компании (цена собственного капитала компании, состоящего из обыкновенных акций),

R1 – доходность безрисковых активов,

R2 – среднерыночная доходность (ожидаемая доходность ценных бумаг средних по степени риска).

$\beta$  (коэффициент "бета") – это величина систематического риска, определяющая отношение разброса колебаний доходности ценных бумаг фирмы к разбросу колебаний среднерыночной доходности. Коэффициент "бета" – это мера неустойчивости цены (ценового риска) акций компании по отношению к общей неустойчивости фондового рынка. Акция, цена которой совершает колебания в унисон с рынком, будет иметь бета-коэффициент, равный 1. Значение "бета" для акций, курсы которых более неустойчивы, чем рынок в целом, будет больше 1, а для акций, цены которых более стабильны, чем в среднем весь рынок, "бета" будет меньше 1.

В модели САРМ учитывается лишь систематический риск. Предполагается, что несистематические риски, присущие данной конкретной компании, могут быть нивелированы путем диверсификации портфеля. Поэтому модель САРМ не предусматривает дополнительной компенсации инвесторам рисков подобного рода. Эта особенность модели усложняет ее использование, особенно на развивающихся фондовых рынках, к числу которых относится и российский рынок.

Кроме того, существует проблема выбора безрискового актива, к которым на развитых рынках обычно относят государственные облигации. Для условий России отнесение государственных ценных бумаг к категории безрисковых не является бесспорным. Показатель среднерыночной доходности, присутствующий в модели САРМ, определяется на основе анализа рыночных трендов. Однако для молодых развивающихся рынков, где мы сталкиваемся с недостатком информации и коротким историческим периодом, предвидеть и оценить уровень среднерыночной доходности количественно достаточно сложно.

Коэффициент "бета" для компаний, работающих на неустойчивых развивающихся рынках, также не выполняет той функции, которая ему предписана в модели САРМ. Дело в том, что колебания рынка в целом могут быть столь высоки, что отклонение колебаний цен акций конкретной компании от среднеры-



ночного показателя не могут реально отражать степень их риска. Более того, коэффициенты "бета" для компаний, присутствующих на российском рынке, рассчитываются на основе статистической информации и зависят от временных периодов, выбранных для этих расчетов.

Однако, несмотря на трудности, расчет EVA позволяет оценить процесс создания стоимости для акционеров компании. Если рентабельность капитала выше стоимости его привлечения, то EVA положительна и компания увеличивает свою стоимость, если EVA отрицательна, то стоимость "разрушается". Стоимость компании можно представить как дисконтированную стоимость всего потока будущих EVA.

#### **Литература:**

1. Оценка бизнеса // Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2002.
2. Управление компанией с помощью EVA. // "Финансовый директор", № 2, 2004.
3. Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на экономической добавленной стоимости. // "Финансовый менеджмент", №3, 2003.
4. [www.evanomics.com](http://www.evanomics.com)
5. [www.sternatewart.com](http://www.sternatewart.com)



### **Место России в системе мирохозяйственных связей. Сборник работ аспирантов ВАВТ по материалам научно-практической конференции, посвященной 75-летию Академии.**

– М.: ВАВТ, 2006. – 340 с.

В последнее время вышло в свет несколько сборников статей аспирантов. Один из них объединяет статьи по проблемам мирохозяйственных связей. Число статей 40. Тематика очень широкая. Качество, не скроем, разное. Но в то же время все статьи читаются с интересом.

Взять хотя бы первую статью сборника, подготовленную А. Авдеевым. Заглавие звучит эмоционально, наступательно: «Время единой азиатской валюты». В статье речь идет о предыстории проблемы, о создании единой азиатской валюты и возможных рисках, о последствиях введения единой азиатской валюты. Все изложено в сжатой форме, хотя проблема заслуживает глубокого, обстоятельного исследования. Одним словом, эта статья, как и многие другие, украшают сборник.

В этом сборнике, как и в некоторых других, стали указывать фамилию научного руководителя аспиранта, подготовившего статью. Это, видимо, вполне оправдано, поскольку повышает ответственность научного руководства и качественный уровень публикации.

**Ознакомиться со сборником можно в библиотеке ВАВТ.**

---