

## EVA КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ СТРОИТЕЛЬНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

ЖУКОВСКАЯ Н.Ю.

В статье отражены современные взгляды в области финансового менеджмента на использование показателя EVA (Economic Value Added) как инструмента в управлении стоимостью строительного предприятия. Автором сделана попытка использовать математический аппарат при расчёте данного показателя для анализа стоимости конкретного строительного предприятия. Также рассмотрены недостатки данного метода и сферы его возможного применения.

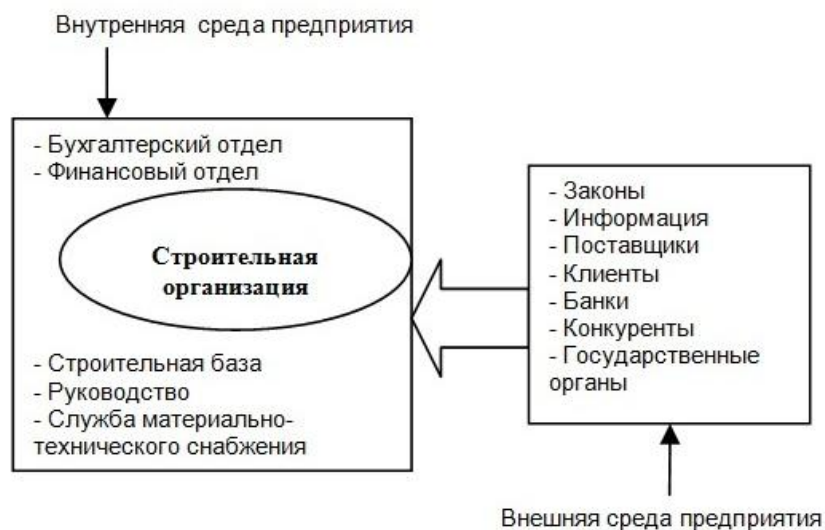
**Ключевые слова:** строительное предприятие, экономическая добавленная стоимость, денежные потоки, стоимость фирмы, собственный и заёмный капитал, доходность компании.

УДК  
658.14:00  
5.511

В настоящее время строительная отрасль является одной из наиболее проблемных отраслей в России, так как кризисная ситуация оказала крайне негативное воздействие на финансовое состояние строительных предприятий в связи с тем, что инвесторы стали отдавать предпочтение более доходным объектам вложения средств. Достижение состояния устойчивого развития системы строительного предприятия может быть зачастую через инструменты финансового менеджмента по увеличению стоимости фирмы. В таких условиях эффективность функционирования строительного предприятия определяется способностью его менеджмента вовремя увидеть и принять правильные решения, позволяющие максимально адаптироваться к всевозможным последствиям – к влиянию внешней среды.

Анализ внешней и внутренней среды начинается с определения основных элементов внешнего и внутреннего окружения организации. Общую схему анализа среды строительного предприятия можно увидеть на рисунке 1.

В настоящее время всё более популярными инструментами стратегического планирования являются система сбалансированных показателей (BSC) и концепция экономической добавленной стоимости (EVA).



*Рис. 1.* Анализ среды предприятия

Этот показатель (Economic Value Added – EVA) широко используется в странах Евросоюза и США как стоимостной критерий оценки эффективности управления.

В большинстве случаев использование EVA – первый шаг к внедрению системы постоянных улучшений и последующему применению современных управленческих инструментов.

EVA сочетает простоту и возможность оценки стоимостных показателей компании для прогнозирования успешности бизнеса в долгосрочной перспективе. Основная идея и экономический смысл показателя EVA заключается в том, что капитал компании должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал.

Норма доходности инвестора – установленная инвестором (акционером, собственником) барьерная ставка дохода, требуемая на вложенный капитал с учетом соответствующего инвестиционного риска компании. Именно такую ставку доходности смог бы заработать инвестор, если бы он использовал предоставленный капитал в альтернативных областях бизнеса, но с тем же уровнем риска.

Показатель применяется для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат в случае, если предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений. Этим объясняется тот факт, что при расчете EVA из суммы прибыли вычитается не только плата за пользование заемными средствами, но и собственным капиталом. Можно утверждать, что такой подход в большей степени является экономическим, нежели бухгалтерским.

Целью управления стоимостью компании на основе показателя EVA является создание такой стоимости компании для инвестора, когда операционная прибыль превышает средневзвешенную стоимость использованного капитала в денежном выражении. Другими словами, добавленная стоимость возникает в том случае, если рентабельность активов компании превышает средневзвешенные затраты на капитал.

Таким образом, основная идея, обосновывающая целесообразность использования EVA состоит в том, что инвесторы или собственники компании должны получить норму возврата за принятый риск. Если этого не происходит, то отсутствует реальная прибыль акционеров, собственников или инвесторов компании, и они не видят в этом случае выгоды от инвестиционной деятельности компании.

Показатель EVA служит индикатором качества принятия управленческих решений. Положительная величина EVA характеризует эффективное использование капитала и свидетельствует об увеличении стоимости компании. Если значение EVA равно нулю, то это характеризует определенного рода достижение, так как собственники капитала компании фактически получили норму возврата, компенсирующую риск. Отрицательная величина EVA характеризует неэффективное использование капитала и говорит о снижении стоимости компании.

Экономическая добавленная стоимость складывается из двух основных компонентов:

- размера бухгалтерской чистой прибыли после уплаты налогов, скорректированной в соответствии с данной методикой;
- стоимости совокупного капитала компании (собственного и заемного).

Ниже, на рис. 2, наглядно показан механизм расчета EVA и приведены основные составляющие компоненты стоимости, участвующие в расчете и влияющие на значение экономической добавленной стоимости:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC, \quad (1)$$

где NOPAT - чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC - средняя цена капитала;

IC - инвестированный капитал на начало периода.

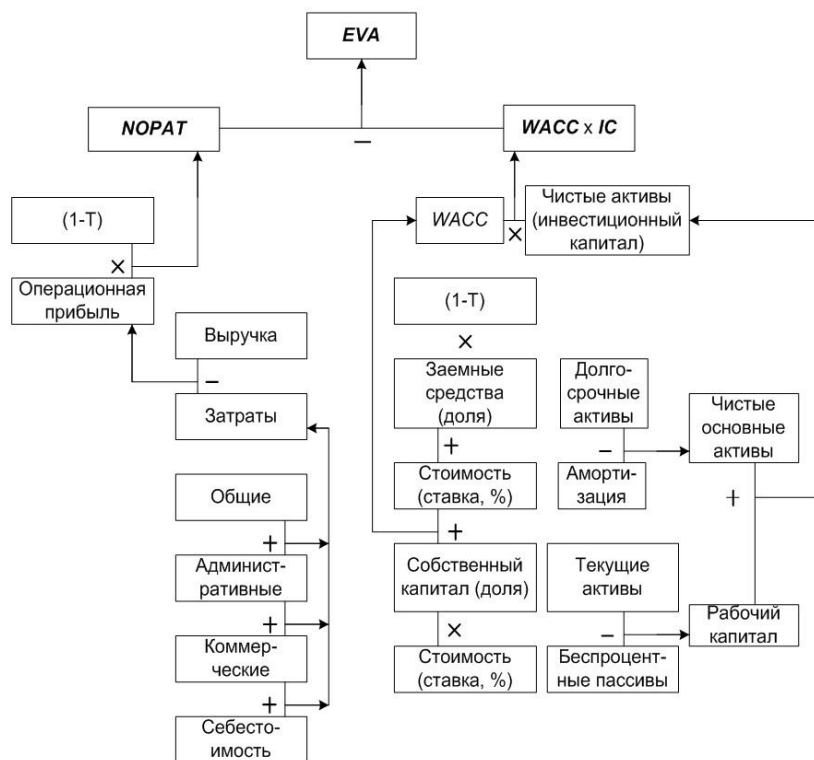


Рис. 2. Схема формирования показателя EVA

Из зависимости между рыночной стоимостью предприятия и значениями EVA вытекает то, что предприятие должно планировать будущие значения EVA для направления действий собственников по инвестированию своих средств.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) рассчитывается по формуле:

$$WACC = K_s * W_s + K_d * W_d * (1 - T), \quad (2)$$

где  $K_s$  - стоимость собственного капитала (%);

$W_s$  - доля собственного капитала (в %);

$K_d$  - стоимость заемного капитала (%);

$W_d$  - доля заемного капитала (в %);

$T$  - ставка налога на прибыль (в %).

Стоимость заемного капитала ( $K_d$ ) рассчитывается по формуле:

$$K_d = r * (1 - T), \quad (3)$$

где  $r$  - годовая процентная ставка за пользование заемным капиталом;

$T$  - ставка налога на прибыль [1].

Рассмотрим следующие три варианта взаимоотношений значения показателя EVA с поведением собственников:

1.  $EVA = 0$ , т.е.  $WACC = ROCE$  и 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.

2.  $EVA > 0$  означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие.

3.  $EVA < 0$  ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственники теряют вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности.

Важнейшим скрытым показателем, содержащимся в формуле EVA, является относительный показатель "Доходность инвестированного капитала" (Return on Capital Employed, ROCE).

Экономический смысл данного показателя заключается в том, что экономическая добавленная стоимость (EVA) возникает в компании в том случае, если за данный период

времени удалось заработать доходность инвестированного капитала (ROCE) выше, чем норма доходности инвестора (WACC).

Инвесторы (собственники, акционеры) не будут считать себя удовлетворенными, если доходность их капитала, заработанная в компании, не достигла установленной ими барьерной ставки доходности.

Этот принцип формирования стоимости компании выражается в показателе экономической добавленной стоимости (EVA):

$$EVA = \text{Spread} \times IC = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times IC, \quad (4)$$

где ROCE - рентабельность инвестированного капитала.

Для примера рассчитаем стоимость строительного предприятия ООО «УСС» в г. Хабаровске через год после внедрения бизнес-плана по производству пеноблоков.

Для расчёта потребуются нахождение показателей:

$$\text{NOPAT} = 2563659 \text{ руб.} \cdot (1 - 0,2) = 2050927 \text{ руб.}$$

$$IC = 1921891 \text{ руб.}$$

$$W_s = (1071891 \text{ руб.} / 1921891 \text{ руб.}) \cdot 100\% = 56\%$$

$$W_d = 100\% - 56\% = 44\%$$

$$K_d = 16\% \cdot (1 - 20\%) = 12,8\%$$

$$K_s = 43\%$$

$$\text{WACC} = 0,43 \cdot 0,56 + 0,128 \cdot 0,44 \cdot (1 - 0,2) = 0,29 = 29\%$$

Рассчитав все необходимые показатели, видим, что экономическая добавленная стоимость по прогнозным данным будет равна:

$$EVA = 2050927 - 0,29 \cdot 1921891 = 1493579 \text{ руб.}$$

Это означает, что стоимость фирмы за 1 год увеличилась на 1493579 руб., но это с учётом того, что предприятие будет работать в течение всего года на полную мощность (100%). Надо также отметить, что на величину показателя EVA (как и любого показателя, базирующегося на концепции остаточного дохода) существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость высокая, если завышена, то, наоборот, низкая). При этом автором данной модели предлагается ряд корректировок балансовой величины инвестированного капитала, что также может привести дополнительный субъективизм в расчёты и не отразить реальной рыночной ситуации.

Все эти коэффициенты рассчитываются на основе бухгалтерской прибыли, а не денежного потока, в то время как инвесторы, как правило, больше внимания уделяют именно денежному потоку. Также существенным недостатком данных показателей является то, что они не учитывают затраты компании на используемый ею капитал (заёмный и собственный), а именно разница между рентабельностью капитала и затратами на капитал определяет способность компании создавать стоимость для её акционеров. Наконец, бухгалтерская прибыль, лежащая в основе традиционных показателей, не отражает экономическую реальность работы компании.

Основное отличие показателя EVA от рассмотренных выше традиционных показателей деятельности компании состоит в том, что EVA использует в своей основе принцип экономической прибыли. Суть данного принципа заключается в учете затрат на привлечение как заемного, так и собственного капитала. Разница между показателями рентабельности капитала и затратами на капитал, называемая спреedom доходности, дает возможность судить об относительной эффективности использования капитала, то есть определять, насколько эффективно используется капитал в компании по сравнению с альтернативными вариантами инвестиций. В результате этого оценка деятельности фирмы проводится с позиций ее альтернативных издержек: упущенной выгоды, утраченной в альтернативных вариантах вложения капитала компании из-за ограниченности ее ресурсов. Корректная аналитическая модель компании должна предусматривать упущенную выгоду как неявный компонент расходов, не получивший отражения в показателе бухгалтерской прибыли.

Показатель EVA используется для оценки деятельности всей компании, поэтому он и должен учитывать все его активы и все доходы, независимо от того, к основной деятельности они относятся или нет.

Многолетний западный и уже наработанный отечественный опыт доказали, что компании, сосредоточенные на прибыли за данный год или на обеспечении рентабельности,

страдают близорукостью. А ведь правильный выбор критерия деятельности оказывает большое влияние на принимаемые решения. Очевидно, что собственнику далеко не безразлично, как приумножается вложенный им в предприятие капитал. Известно, что инвесторы вкладывают деньги не в активы, а в свои будущие доходы. Им важно, как увеличивается "цена" бизнеса, то есть стоимость приходящейся им доли в конкретном предприятии.

Новые цели компании нужно привязывать к каждому уровню управления. Для этого общая цель увеличения стоимости должна быть детализирована на основе выявления основных факторов стоимости. Например, для сервисной службы она будет сведена к нормативу обслуживания потребителей, а для производственного подразделения – к нормативной длительности оборота товарно-материальных запасов и удельным затратам на производство.

Таким образом, глобальная стратегия максимизации стоимости может быть превращена в ветвистое дерево целей и показателей стоимостного управления по всем уровням организации.

Рассмотренный подход создаёт комплексную базу для принятия управленческих решений на основе единого показателя – экономической добавленной стоимости. Поскольку EVA является интегрированным финансовым показателем, который рассчитывается на основе строгой аналитической модели, это даёт возможность осуществлять его декомпозицию, выполнять построение дерева целей и распределять ответственность за достижение результатов между конкретными подразделениями, менеджерами, сотрудниками.

#### Примечания:

1. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учеб. М. : Эксмо, 2009. 768 с.
2. Янгель Д. Модель EVA: ориентация на стоимость // Консультант. 2005. №23. С. 54–57.
3. Крылов В. Управление стоимостью бизнеса группы компаний // Управление компанией. 2005. №7. С. 40–45: ил.

#### Сведения об авторе:

Жуковская Наталья Юрьевна,  
преподаватель Дальневосточного  
государственного университета путей сообщения  
(г. Хабаровск).  
E-mail: Nimika@list.ru

#### EVA AS AN INSTRUMENT OF CONSTRUCTION COMPANY VALUE-BASED MANAGEMENT

ZHUKOVSKAYA N.YU.

The article features modern financial management views of EVA (Economic Value Added) index use as an instrument of construction company value-based management. The author attempts to use mathematical tool for this index calculation to determine the definite construction company value, considers the shortcomings of this method and the area of its possible use.

**Keywords:** construction company, economic value added, cash flow, company value, owned and borrowed capital, company earning capacity.

UDC  
658.14:00  
5.511