

ВИКОРИСТАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ЯК КРИТЕРІЮ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Досліджено сутність економічної доданої вартості, проаналізовано способи її розрахунку з урахуванням розбіжностей в літературних джерелах та адаптацією до української звітності. Запропоновані рекомендації щодо методики розрахунку економічної доданої вартості в Україні.

***Ключові слова:** економічна додана вартість, капітал, прибуток до сплати податків, вартісно-орієнтований менеджмент*

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ КАК КРИТЕРИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Исследована сущность экономической добавленной стоимости, проанализированы способы ее расчета с учетом разногласий в литературных источниках и адаптацию к украинской отчетности. Предложены рекомендации по методике расчета экономической добавленной стоимости в Украине.

***Ключевые слова:** экономическая добавленная стоимость, капитал, прибыль до уплаты налогов, стоимостно-ориентированный менеджмент*

APPLYING AN ECONOMICAL VALUE ADDED AS A EFFICIENCY CRITERIA OF CORPORATIONS ACTIVITY

The article is devoted to the researching of the core of EVA, the approaches of calculation EVA, and the possibilities of using this indicator in Ukraine

Key words: Economical Value Added , equity, profit before taxes, Value Based Management.

Вступ. В останні роки питання вартісно орієнтованого менеджменту (VBM) набувають все більшого поширення в Україні. Причиною цього є те, що концепція VBM спрямована на якісне покращення стратегічних і оперативних рішень на всіх рівнях суб'єкта підприємництва за рахунок скерованих зусиль усіх осіб, що приймають рішення, на ключових факторах вартості. Згідно з VBM, максимізація вартості підприємства є основною метою його діяльності, і всі зусилля керівництва мають бути спрямовані не стільки на зростання прибутку, скільки на зростання ринкової вартості підприємства. Наслідком зміни цільових орієнтирів є зміна методик фінансового аналізу і аналітичних показників, що застосовуються для оцінки результатів діяльності підприємства. Цю трансформацію називають переходом від традиційної (бухгалтерської) до фінансової (вартісної) моделі управління підприємством.

Впровадження VBM на українських підприємствах, поряд з суттєвими змінами в підходах до управління в цілому, також вимагає розробки адаптованої до українських реалій системи показників оцінки роботи підприємства. Це означає необхідність детального аналізу традиційних вартісних показників стосовно можливості їх пристосування до української звітності, а також розробки методичних підходів і рекомендацій щодо їх розрахунку.

Проблема застосування в Україні вартісних показників у фінансовому аналізі і менеджменті знаходить своє відображення в працях багатьох авторів, зокрема О.О. Терещенко, Ж.К. Нестеренко, С.В. Гушко, В.М. Зарубінський, А.І. Кузьмін, В.Р. Шевчук, Л.І. Чернобай, О.Є. Лаврик, Н.Я. Михаліцька, О.В. Мозенков, Т.В. Момот та інших. В роботах цих авторів розкрито сутність вартісно-орієнтованого менеджменту, окреслені його переваги, недоліки та

перспективи використання в Україні, а також висвітлені основні аналітичні показники VBM. Разом з тим, в роботах присвячених вартісним показникам існують деякі розбіжності поглядів і трактувань щодо порядку розрахунку деяких показників, що ускладнює можливості їх використання на підприємствах України. Зокрема це стосується показника економічної доданої вартості

Постановка завдання. Метою даної статті є визначення сутності економічної доданої вартості (EVA), з'ясування методики її розрахунку та обґрунтування доцільності використання цього показника підприємствами України.

Результати. В основу дослідження покладено показник EVA, оскільки він є найбільш поширеним серед показників VBM. Причиною цього є те, що показник EVA поєднує простоту розрахунків та можливість визначення ринкової вартості підприємства. Крім того, EVA може виступати критерієм ефективності діяльності підприємства з точки зору VBM.

Взагалі, вартість компанії показує, чим реально володіє власник і скільки коштує створене ним підприємство. Очевидно, що нова вартість створюється (відповідно добробут акціонера збільшується) лише тоді, коли компанія отримує таку віддачу від вкладеного в бізнес капіталу, яка перевищує ціну цього капіталу. Найпростішим прикладом втрати вартості може слугувати ситуація, коли власник приміщення організував у ньому магазин. Конкуренція посилюється, навколо з'являється безліч супермаркетів, які відтягують на себе частину купівельного потоку. При цьому щомісячний прибуток, який приносить магазин, у два рази нижче, ніж можливі доходи від здачі даного приміщення в оренду (наприклад, мережним компаніям, ефективність яких на порядок вище). У цьому випадку віддача від вкладеного капіталу (грошей інвестованих у приміщення) значно нижче його ціни (в даному випадку доходів від альтернативних варіантів використання капіталу) [10].

Отже, під доданою вартістю згідно з VBM розуміють приріст ринкової вартості підприємства, створений на основі ефективного використання

менеджерами наявного в розпорядженні капіталу. При цьому, якщо прибутковість інвестованого в підприємство капіталу перевищуватиме вартість його залучення, це означає, що підприємство протягом операційного періоду створює (додає) нову вартість, якщо навпаки – економічна додана вартість буде від'ємною і, відповідно, ефективність діяльності підприємства - низькою.

Таким чином, EVA (Economic Value Added) – економічна додана вартість – це фінансовий показник, що дозволяє одночасно оцінювати як прибутки підприємства, так і плату за використання капіталу, задіяного для отримання прибутків. EVA означає фактичний економічний прибуток підприємства.

Даний метод стоїть на "озброєнні" аналітиків США і рекомендується до застосування стандартом управлінського обліку SMA-4 "Measuring entity performance" (вимірювання ефективності підприємства) [2]. Показник EVA був розроблений Дж. Стерном і Б. Стюартом на основі концепції залишкового доходу, запропонованою А.Маршаллом.

Показник EVA визначається як різниця між певним чином скоригованим прибутком підприємства і вартістю використаного капіталу. Вартість використання капіталу може визначатися на основі мінімально очікуваної ставки доходності, необхідної для того, щоб розраховатися з акціонерами і кредиторами. Також в якості вартості використання капіталу в багатьох формулах EVA фігурує середньозважена вартість капіталу WACC.

В літературі зустрічається декілька формул розрахунку EVA, які незважаючи на свою подібність, можуть показувати зовсім різні результати, якщо будуть одночасно розраховані на прикладі одного підприємства.

Так, класична формула розрахунку EVA, наведена в працях Дж. Стерна і Б. Стюарта [3], має наступний вигляд:

$$EVA = NOPAT - NOA \times CC, \quad (1)$$

де NOPAT – чистий операційний прибуток після виплати податків;

NOA – величина чистого операційного капіталу;

CC – ціна залучення чистого операційного капіталу.

Тобто економічна додана вартість дорівнює величині чистого операційного прибутку після виплати податків за мінусом добутку ціни чистого операційного капіталу на його величину.

В працях багатьох російських і українських фахівців [4; 9; 12] формула показника EVA має наступний вигляд:

$$\mathbf{EVA = EBIT \times (1 - T) - WACC \times C.} \quad (2)$$

Де EBIT – операційний прибуток

T – податки з прибутку

C – загальний капітал (в деяких джерелах позначається як TA – total assets) або інвестований капітал (IC)

Тобто EVA являє собою різницю між операційним прибутком після сплати податку на прибуток і добутком середньозваженої вартості капіталу на загальну величину капіталу (або величину інвестованого капіталу). Зауважимо, що $\mathbf{NOPAT = EBIT \times (1 - T)}$ (3)

В роботі [7] наведена ще більш спрощена формула EVA

$$\mathbf{EVA = \text{Чистий прибуток} - \text{плата за використання власного капіталу}} \quad (4)$$

В багатьох роботах, присвячених економічній доданій вартості [3; 5; 12] наведені наступні інтерпретації показника EVA, отримані шляхом математичних перетворень.

$$\mathbf{EVA = NOPAT - IC * WACC = (NOPAT / IC - WACC) * IC} \quad (5)$$

$$\mathbf{NOPAT / IC = ROI} \quad (6)$$

$$\mathbf{EVA = (ROI - WACC) * IC,} \quad (7)$$

Де ROI – рентабельність інвестованого капіталу (IC).

Формула (7) ще має назву економічного прибутку і позначається як EP.

Як бачимо, формули (1), (2), і (4) не є ідентичними. Відмінність полягає перш за все в тому, який саме капітал має бути застосований при розрахунку EVA:

- загальні активи (TA);
- власний капітал (E);
- інвестований капітал (IC);

- чистий операційний капітал (NOA).

Крім того, автори показника EVA не використовують показник середньозваженої вартості капіталу (WACC), тоді як всі інші інтерпретації розрахунку EVA містять у формулі в якості ціни капіталу саме WACC.

Інтерпретація економічної доданої вартості, наведеної у формулі (4) суттєво відрізняється від двох попередніх, оскільки в ній фігурує показник чистого прибутку відповідно до української звітності (тобто не операційного прибутку, очищеного від податку на прибуток, а підсумку першого розділу Звіту про фінансові результати). В роботі [8] в формулі EVA також фігурує чистий прибуток. Незрозумілим є вираз «плата за використання власного капіталу». Якщо під ним розуміти добуток величини власного капіталу на його ціну, то необхідно зауважити, що у створенні вартості бере участь не тільки власний, а й позиковий капітал, отже на наш погляд ця формула не в повній мірі відображає сутність економічної доданої вартості.

Таким чином, виходячи з наведених вище формул, можна окреслити наступні основні розбіжності у формулах EVA: який саме прибуток а також який капітал мають бути застосовані для визначення економічної доданої вартості.

Треба враховувати, що при розрахунку показника EVA здійснюється багато коригувань величин прибутку і капіталу, представленого в бухгалтерській звітності, що, власне, і відрізняє його від показника економічного прибутку (EP). Автори EVA рекомендують використовувати близько 150 коригувань показників бухгалтерської звітності для отримання коректного значення економічної доданої вартості. Головним чином коригування стосуються прибутку та величини капіталу.

Що стосується прибутку, то ми поділяємо думки авторів, які пропонують використовувати у формулі EVA операційний прибуток після виплати податків. Адже, згідно з П(С)БО доходи, які додаються до фінансового результату від операційної діяльності, як правило не є безпосереднім результатом використання капіталу, тобто результатом операційної та інвестиційної

діяльності, а отже вони не беруть участь у створенні вартості підприємства. Але згідно зі стандартами звітності, величина цього прибутку безпосередньо не відображається у звітності, тому його значення необхідно розраховувати.

Що стосується величини капіталу, яка міститься у формулі, ми вважаємо, що правильним є використання капіталу, який позначається в зарубіжній фінансовій літературі як NOA – чистий операційний капітал.

Операційний капітал – це активи підприємства, що безпосередньо не задіяні в його виробничій діяльності. При визначенні обсягу операційних активів із загального обсягу капіталу мають бути виключені довгострокові і короткострокові фінансові вкладення, незавершене будівництво, невстановлене і виведене з експлуатації обладнання, дебіторська заборгованість по позикам, наданим персоналу, безвідсотковий позиковий капітал (наприклад кредиторська заборгованість) тощо.

Зазначимо, що деякі величини, які підлягають виключенню із загальної суми капіталу для визначення чистого операційного капіталу, можуть бути отримані тільки з первинних даних обліку і не містяться у фінансовій звітності окремо, що значно ускладнює розрахунок EVA зовнішніми користувачами фінансової звітності, тому в таких випадках для визначення чистого операційного капіталу застосовують спрощену модель у вигляді наступної формули:

$$\text{NOA} = \text{TA} - \text{XCASH} - \text{OL} \quad (8)$$

де **XCASH** – неопераційні активи

OL – безвідсотковий позиковий капітал [6].

Отже, значення економічної доданої вартості в Україні має розраховуватися за наступною формулою:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{NOA} \times \text{WACC}, \quad (9)$$

Нагадаємо, що вартість власного капіталу може бути визначена за моделлю CAPM, моделлю приросту дивідендів (моделлю Гордона), спрощено як показник обернений до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на

одну акцію або шляхом суб'єктивної оцінки. Вартість позикового капіталу має визначатися за кожними борговими зобов'язаннями окремо.

Виходячи з наведених формул розрахунку EVA можна зробити висновок про можливі шляхи покращення значення даного показника.

1. Зростання прибутку при використанні заданого обсягу капіталу. Цього можна досягти шляхом скорочення витрат, підвищення ефективності операційної діяльності, впровадженням реінжиру, засвоєнням нових видів продукції, нових ринків збуту тощо.

2. Зменшенням обсягу капіталу, що використовується, за умови забезпечення заданого рівня прибутковості. Це досягається шляхом ліквідації неприбуткових структурних підрозділів і напрямків діяльності, скороченням термінів обертання дебіторської заборгованості, запасів тощо.

3. Скороченням витрат на залучення капіталу, тобто певні заходи, спрямовані на зміну структури капіталу підприємства.

4. Шляхом розширення, тобто реалізацію тих інвестиційних проектів, рентабельність яких перевищує витрати на капітал, залучений на реалізацію цього проекту.

Зазначимо, що для розрахунку EVA в зарубіжній літературі рекомендується вносити більше 150 коригувань в традиційну бухгалтерську звітність. Головним чином ці коригування стосуються саме величин прибутку і капіталу, а саме:

- Врахування капіталізованих нематеріальних активів. Частина нематеріальних активів, таких як наприклад науково-дослідні і конструкторські розробки, забезпечують отримання вигід у майбутньому. Таким чином, величина капіталу має бути скоригована на величину капіталізованих нематеріальних активів за вирахуванням накопиченої амортизації. На величину амортизації має бути скоригований і прибуток.

- Відстрочені податки, загальна сума яких має додаватися до величини капіталу. Для розрахунку операційного прибутку після сплати податків приріст суми відстрочених податків також має додаватися до суми прибутку.

- Амортизація гудвілу. При розрахунку EVA необхідно вимірювати дохід (в грошових еквівалентах), що генерується коштами, вкладеними у підприємство. Тому при розрахунку капіталу необхідно додавати накопичену амортизацію гудвілу, а при розрахунку NOPAT – додається амортизація за період, що аналізується.

- Різниця в резервах. Наприклад, LIFO-резерв відображає різницю між оцінкою запасів за методом LIFO і оцінкою за методом FIFO. Метод LIFO як правило призводить до зниження вартості товаро-матеріальних запасів, тому сума такого резерву має включатися до розрахунку вартості капіталу. Зростання суми резерву за поточний період додається до суми прибутку для розрахунку величини NOPAT.

Отже, ми бачимо, що розрахунок EVA вимагає суттєвого коригування як української, так і зарубіжної звітності. Здавалося, це мало б знизити інтерес аналітиків до EVA, але насправді цей показник, незважаючи на складнощі у застосуванні, поступово замінює традиційні показники ефективності, що базуються на розрахунках рентабельності, у багатьох компаніях світу. Причиною цього є суттєві переваги економічної доданої вартості. Так, суттєвою перевагою EVA є можливість її розрахунку як для оцінки окремого інвестиційного проекту, так і для оцінки діяльності підприємства за певний період. Ця перевага зумовлюється тим, що концепція EVA базується на комплексному підході до трьох основних сфер менеджменту [11]:

- складанні капітального бюджету;
- оцінка ефективності діяльності підрозділів чи підприємства в цілому;
- розробка оптимальної справедливої системи преміювання менеджерів/

Переваги застосування концепції в перших двох сферах пов'язані з адекватним і простим визначенням ступеня досягнення підрозділом, підприємством чи окремим проектом мети по збільшенню ринкової вартості.

Але головною перевагою EVA є те, що вона дозволяє визначити ефективність підприємства чи підрозділу з урахуванням вартості використаного капіталу. З цього випливає, що управління показником EVA дозволяє

підвищувати ефективність діяльності підприємства за рахунок перш за все покращення використання капіталу, а не за рахунок спрямування головних зусиль на зменшення витрат за користування ним. Крім того, EVA дозволяє вимірювати і управляти дійсним прибутком підприємства з точки зору його власника. Водночас EVA надає інформацію менеджерам підприємства стосовно того, яким чином вони можуть впливати на прибутковість.

Разом з тим, в літературі зустрічається багато критики на адресу цього показника [1; 2; 5]. Зокрема, критики наголошують на тому, що EVA піддається маніпулюванню, тому жорсткий зв'язок винагороди і показника EVA може привести до ухвалення рішень, направлених на короткострокові вигоди від зниження витрат і використання активів, у яких закінчився термін амортизації. Крім того, дослідження проведені провідними західними компаніями встановили відсутність тісного зв'язку показника EVA з показником вартості бізнесу (на практиці дуже часто при значних темпах зростання EVA темпи зростання котирувань акції або дуже низькі, або відсутні взагалі). Також модель EVA більш орієнтована на короткострокову перспективу, чим на довгострокову.

Висновки. Таким чином, можна підсумувати, що незважаючи на наведені недоліки, показник економічної доданої вартості EVA є ваговою альтернативою традиційним фінансовим показникам ефективності діяльності компанії, що має використовуватися підприємствами України (особливо підприємствами корпоративного типу). Необхідність поширення застосування показника EVA поряд з іншими вартісними показниками в Україні пояснюється розвитком корпоративних відносин, однією з ключових ознак яких є наявність перманентного конфлікту інтересів між власниками і менеджерами. Саме вартісні показники надають можливість об'єктивної оцінки результатів діяльності компанії для власника і, відповідно, результат праці менеджера. При розрахунку цього показника фінансовими службами самого підприємства необхідно провести багато коригувань значень прибутку і капіталу, деякі з яких розглянуті нами вище. Якщо ж економічну додану вартість розраховують

зовнішні користувачі фінансової звітності, то коригування значень звітності можуть бути зведені до визначення складових, зазначених у формулі (9). Перспективами подальших досліджень в напрямку удосконалення методичного забезпечення вартісно-орієнтованого менеджменту у фінансовій науці є адаптація даних фінансової звітності та розробка більш конкретизованих рекомендацій стосовно коригування вітчизняних фінансових звітів відповідно до потреб VBM.

Список використаних джерел

1. Волков Д.Л. Управление стоимостью компании: проблема выбора адекватной модели оценки [Текст] / Д. Л. Волков // Вестник СПбГУ. – 2004. – Сер.8. – Вып. 4 (№32). – С. 23-31
2. Гушко С.В. Управління промисловим підприємством на основі ефективних методів аналізу [Текст] / С.В. Гушко // Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія економічні науки. - 2009. -Вип.22. – С. 99-102
3. Зарубінський В.М. Фінансове управління підприємством: принципи, методи та інструменти [Текст] / В.М. Зарубінський, М.І. Демьянов, Є.Я. Кушлик, І.В. Семеренко // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - №1((91)), – С. 171-175
4. Зозуля В. EVA: Новый взгляд на старые вещи [Электронный ресурс] / В.Зозуля. //Режим доступа < Management.com.ua>
5. Ковальов Д. Парк EVA®-вского периода [Электронный ресурс] / Д. Ковальов // Комп&ньон. – 2007. – № 8. – Режим доступа : <www.companion.ua>.
6. Момот Т.В., Недавняя А.В. Факторный анализ прибыльности собственного капитала: расширенный подход с учетом финансового и операционного леввериджа [Текст] / Т.В Момот., А.В. Недавняя // Коммунальное хозяйство городов. - 2010. - №85. – С. 254-259

7. Нестеренко Ж.К., Афанасьева Т.А. Удосконалення оцінки підприємств методами доданої вартості. [Текст] / Ж.К. Нестеренко, Т.А. Афанасьева // Економічний простір. - 2010. – 37. – С. 223-234

8. Радченко К. EVA-люция сбалансированной системы показателей [Электронный ресурс] / К. Радченко // Корпоративный менеджмент. – 2008. - №4. Режим доступа : <www.cfin.ru>

9. Рассказов С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании [Текст] / С.В. Рассказов, А.Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2002. - №3. – С.15-21

10. Степанов Д. Концепция VBM (Value-Based Management) - Миф или реальность [Электронный ресурс] / Д. Степанов // Режим доступа <www.dstepanov.spb.ru>

11. Шнайдер Л.И. Достоинства и недостатки применения показателя экономической добавленной стоимости для оценки управленческих решений [Электронный ресурс] / Л.И. Шнайдер // Режим доступа <<http://1fin.ru/?id=185>>

12. Янгель Д. Модель EVA: ориентация на стоимость [Текст] / Д.Янгель // Консультант. - 2005. - №23