

*Андреева Елизавета Сергеевна*

магистрант

*Научный руководитель*

*Сергеева Анна Викторовна*

канд. экон. наук, преподаватель, доцент

Тульский филиал

ФГБОУ ВО «Финансовый университет

при Правительстве РФ»

г. Тула, Тульская область

## **МОДЕЛЬ АКЦИОНЕРНОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ (SVA) В УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ**

***Аннотация:** в статье представлен детальный анализ концепции акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added, SVA), фундаментальные основы которой были заложены профессором А. Раппапортом. Раскрываются философские предпосылки модели, её структурные элементы, ключевые этапы вычислений и практическая применимость в парадигме управления, ориентированного на стоимость (VBM). Выполнено сопоставление сильных и слабых сторон методики SVA с традиционными метриками рентабельности. Установлено, что главным индикатором способности фирмы генерировать ценность выступает превышение рентабельности инвестированного капитала (ROIC) над его средневзвешенной стоимостью (WACC).*

***Ключевые слова:** SVA, акционерная добавленная стоимость, Раппапорт, управление стоимостью предприятия, WACC, NOPAT, инвестированный капитал, горизонт конкурентных преимуществ.*

Эффективный корпоративный менеджмент в современных экономических условиях невозможен без применения объективных инструментов оценки. Центральный вопрос, стоящий перед руководством, заключается в том, формирует ли предприятие действительную экономическую ценность для владельцев или

лишь демонстрирует формальную бухгалтерскую прибыль. Исследователи И.В. Косорукова, С.А. Секачев и М.А. Шуклина подчёркивают, что управление, ориентированное на стоимость (Value-Based Management, VBM), выступает передовой парадигмой финансового менеджмента, нацеленной на максимизацию долгосрочной рыночной капитализации бизнеса как главного мерила управленческой эффективности [3, с. 412]. Классические индикаторы, такие как чистая прибыль или рентабельность продаж, игнорируют альтернативную стоимость собственного капитала, что нередко провоцирует принятие неоптимальных стратегических решений. Как резюмируют А.Г. Грязнова и М.А. Федотова, VBM трансформируется из узкой финансовой технологии в целостную бизнес-философию, объединяющую стратегическое планирование, бюджетный контроль и систему мотивации персонала [2, с. 518]. При этом С.А. Бондаренко и С.В. Пупенцова справедливо указывают на терминологический парадокс: несмотря на слово «акционерная» в названии, данная метрика по своей сути оценивает эффективность всего инвестированного капитала, включая средства кредиторов, а не только владельцев [4, с. 6].

В этом контексте особую аналитическую ценность приобретают показатели остаточного дохода, среди которых ведущую роль играет модель SVA, разработанная А. Раппапортом.

Методология SVA, созданная в Келлогской школе менеджмента (США), базируется на фундаментальной аксиоме: генерация стоимости для акционеров происходит исключительно в тех случаях, когда доходность вложенных средств превышает затраты на их привлечение [5, с. 34]. Иными словами, положительный экономический эффект ( $SVA > 0$ ) достигается лишь при условии, что рентабельность новых инвестиций (ROIC) строго выше средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В обратной ситуации, даже при наличии формальной бухгалтерской прибыли, происходит эрозия стоимости бизнеса.

Принципиальное отличие SVA от других метрик остаточного дохода, таких как EVA (экономическая добавленная стоимость, предложенная Г.Б. Стюартом), заключается в акценте на длительности периода конкурентных преимуществ.

А. Раппапорт настаивает на необходимости чёткого ограничения прогнозного горизонта тем временным отрезком, в течение которого фирма способна удерживать свои конкурентные позиции. В долгосрочной перспективе разрыв между ROIC и WACC неизбежно привлекает новых игроков на рынок, что ведёт к обострению конкуренции и компрессии рентабельности. Следовательно, процесс создания добавленной стоимости не может быть бесконечным и жёстко лимитирован сроком сохранения конкурентных преимуществ отрасли и самой компании.

По своей сути SVA демонстрирует капитализированную величину изменения текущей стоимости операционных денежных потоков, скорректированную на текущую стоимость инвестиций (как в оборотный, так и во внеоборотный капитал), инициировавших данное изменение [5].

Ключевые компоненты модели SVA.

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – прибыль, которую компания получает от основной деятельности: она уже уменьшена на сумму налогов, но ещё не учитывает выплаты по процентам. Иными словами, это чистая операционная прибыль после уплаты налогов.

Инвестированный капитал (IC) – совокупный объём ресурсов, задействованных в операционном цикле. На практике рассчитывается либо как сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств, либо как величина совокупных активов за вычетом краткосрочных пассивов.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала, которая отражает усреднённую цену привлечения как собственных, так и заёмных средств с учётом их удельного веса в общей структуре капитала компании.

Свободный денежный поток (FCF) – объём денежных средств, остающихся в распоряжении фирмы после финансирования всех необходимых капитальных и оборотных инвестиций. Эти средства потенциально доступны для распределения между провайдерами капитала.

Базовый алгоритм расчёта выглядит следующим образом:

$$SVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

В рамках подхода дисконтированных денежных потоков (DCF) модель трансформируется в:

$$SVA = \sum FCF_t / (1 + WACC)^t - IC_0$$

Согласно методологическим основам, метрика SVA, аналогично EVA, применяется в практике управления стоимостью для решения двух ключевых задач:

Оценка рыночной стоимости предприятия. Показатель выступает расчётной базой, на основании которой формируется итоговый вывод о цене бизнеса на конкретную дату.

Аудит эффективности инвестиционных решений. Метрика позволяет верифицировать, привели ли вложенные средства к созданию новой добавленной стоимости или же нерациональное управление спровоцировало «разрушение» существующей ценности.

Практическая реализация модели базируется на ряде допущений, представленных на рисунке 1.

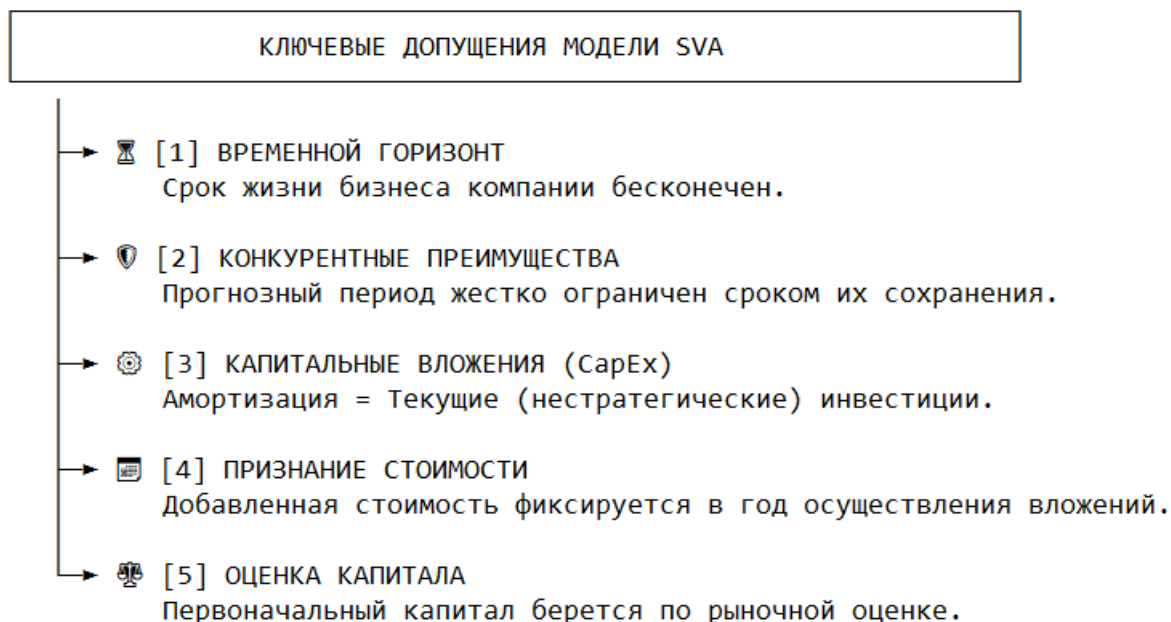


Рис. 1. Ключевые допущения модели SVA

Проанализируем преимущества модели SVA.

Первое преимущество SVA – ориентация на генерацию осязаемой ценности. В основе подхода SVA лежит фундаментальное правило: компания считается создающей стоимость лишь в том случае, если её рентабельность превосходит затраты на капитал. Это позволяет отличить компании, которые действительно увеличивают благосостояние акционеров, от тех, которые показывают бухгалтерскую прибыль, но не покрывают стоимость используемого капитала.

Второе преимущество – учёт стоимости собственного капитала, что особенно важно для компаний с высокой долей собственного капитала.

Третье преимущество – согласование интересов менеджмента и акционеров: менеджеры фокусируются на показателях, напрямую влияющих на стоимость; снижается риск принятия решений, выгодных в краткосрочной, но вредных в долгосрочной перспективе; прозрачность критериев оценки эффективности.

Модель SVA не лишена недостатков. К ним относят: сложность расчёта (требует прогнозирования на длительный период, субъективность допущений при прогнозировании).

Кроме того, неучёт нефинансовых факторов: репутационный капитал, интеллектуальная собственность, качество менеджмента, экологические и социальные аспекты.

Также отмечается сложность для нефинансовых менеджеров: барьеры понимания (сложность финансовых концепций, неочевидная связь с операционной деятельностью). Как подчёркивает С.В. Валдайцев, «оценка бизнеса на основе дисконтирования денежных потоков требует высокой квалификации оценщика и осторожных прогнозов, особенно в условиях нестабильной внешней среды» [1, с. 345].

Несмотря на указанные ограничения, модель SVA остаётся востребованным инструментом как в крупных корпорациях, так и в консалтинговой практике. Применение SVA позволяет менеджменту принимать более обоснованные инвестиционные решения, избегать краткосрочных действий в ущерб долгосрочной стоимости и выстраивать прозрачную систему оценки эффективности.

### ***Список литературы***

1. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие для вузов / С.В. Валдайцев. – М.: Юнити-Дана, 2001. – 720 с. EDN VLQRFJ
2. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2009. – 736 с.
3. Косорукова И.В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учебное пособие / И.В. Косорукова, С.А. Секачев, М.А. Шуклина. – Университетская серия. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 672 с. EDN SDSUBJ
4. Бондаренко С.А. Применимость фундаментальных показателей концепции ценностно-ориентированного менеджмента для российских коммерческих корпораций / С.А. Бондаренко, С.В. Пупенцова // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». – 2024. – Т. 22. №3. – С. 5–13. DOI 10.24147/1812-3988.2024.22(3).5-13. EDN HZVABA
5. Одинцова А.Л. Оценка бизнеса на основе модели добавленной стоимости акционерного капитала (SVA) (на примере ПАО «Татнефть») / А.Л. Одинцова // Экономика и социум. – 2020. – №5(72).