

**ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ
ДЛЯ МОТИВАЦИИ ТОП-МЕНЕДЖЕРОВ КОРПОРАЦИИ*****Сергей Николаевич ЯШИН^а, Егор Викторович КОШЕЛЕВ^б,
Александр Вячеславович КУПЦОВ^с**

^а доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой менеджмента и государственного управления, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Российская Федерация
jashinsn@yandex.ru
orcid.org/0000-0002-7182-2808
SPIN-код: 4191-7293

^б кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента и государственного управления, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Российская Федерация
ekoshelev@yandex.ru
orcid.org/0000-0001-5290-7913
SPIN-код: 8429-5702

^с кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента и государственного управления, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Российская Федерация
kav191982@yandex.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 1755-5529

* Ответственный автор

История статьи:

Получена 10.11.2017
Получена в доработанном
виде 24.11.2017
Одобрена 08.12.2017
Доступна онлайн 29.01.2018

УДК 336.645.1
JEL: D82, G34, M12

Ключевые слова: топ-менеджеры, экономическая добавленная стоимость

Аннотация

Предмет. Применение метода экономической добавленной стоимости для конструктивной мотивации топ-менеджмента корпораций. Мотивация руководителей влечет отсутствие искажений прогнозных денежных потоков и прибыли фирмы ради вознаграждения, вместо этого решаются долгосрочные стратегические вопросы.

Цели. Корректировка метода экономической добавленной стоимости так, чтобы его можно было применять для мотивации топ-менеджеров. Данный метод сравнивается с методами чистого приведенного дохода и модифицированной экономической добавленной стоимости для соотнесения интересов топ-менеджеров и собственников.

Методология. Применен фактический показатель модифицированной экономической добавленной стоимости вместо обычной.

Результаты. Прогнозная модифицированная экономическая добавленная стоимость, как и чистый приведенный доход, не дает надежного ориентира для мотивации топ-менеджера на долгосрочные цели компании. Эту проблему можно решить, если поставить вознаграждение топ-менеджеров в зависимость от фактически полученной модифицированной экономической добавленной стоимости по годам в результате осуществления конкретного проекта.

Выводы. Результаты представленного исследования могут быть полезны финансовым аналитикам и собственникам корпораций.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Для цитирования: Яшин С.Н., Кошелев Е.В., Купцов А.В. Применение метода экономической добавленной стоимости для мотивации топ-менеджеров корпорации // *Финансы и кредит*. – 2018. – Т. 24, № 1. – С. 52 – 64.
<https://doi.org/10.24891/fc.24.1.52>

Введение

В настоящее время в различных исследованиях российских ученых-экономистов получено

множество детальных полезных результатов в отношении оптимизации процессов мотивации персонала коммерческих и государственных организаций. Однако недостаточно внимания уделяется вопросам

* Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ. Грант № 15-02-00102а.

рациональной мотивации топ-менеджмента в коммерческих фирмах и банках, а также в государственных структурах, хотя успешность деятельности данных структур зависит прежде всего от решений топ-менеджеров в отношении развития бизнеса или деятельности государственных организаций.

Управление мотивацией наемных работников – топ-менеджеров – сложный процесс, предполагающий методы как организационного, так и финансового характера.

Одним из наиболее популярных на сегодняшний день способов мотивации руководителей высшего звена являются так называемые управленческие опционы (Ю. Бригхем [1], М.О. Иванова [2], М.М. Кириллова [3], И.В. Снимщикова [4]). В предлагаемой системе опционный план служит частью размера оплаты труда управленцев, при этом вознаграждения по нему выплачиваются при достижении соответствующих корпоративных целей (М.О. Иванова [2]). Одной из основных корпоративных целей является увеличение стоимости бизнеса корпорации (Ю. Бригхем [1], А. Дамодаран [5]), хотя иногда в тактических целях развития компании от топ-менеджеров требуется в первую очередь решение текущих вопросов. К таковым можно отнести: стремление к максимальному имуществу в конце срока реализации инвестиционного проекта либо стремление к максимальному годовому доходу, изымаемому собственниками компании из бизнеса (Л. Крушвиц [6]).

Иногда рекомендуется использовать колл-опционы на акции корпорации в качестве вознаграждения топ-менеджеров. Однако это опасно, поскольку менеджеры в таком случае становятся совладельцами компании. Поэтому лучше использовать расчетные (фантомные) опционы, не предполагающие поставку базисного актива (А.Н. Малюгина¹). Кроме

того, опционы должны быть европейскими, приуроченными к моменту завершения проекта, чтобы избежать действий менеджеров, направленных на краткосрочное повышение рыночной цены акций.

Особое место в системе мотивации топ-менеджеров занимает нематериальная мотивация (Л.Н. Леванова [7], С.Н. Яшин и др. [8]). При этом, например, посредством использования в расчетах соответствующих функций полезности можно измерить в деньгах нематериальную мотивацию по аналогии с материальной мотивацией, что дает в свою очередь определенные преимущества нематериальной мотивации топ-менеджеров по сравнению с материальной (С.Н. Яшин и др. [8]). Кроме того, как показывают статистические исследования, более половины руководителей высшего звена в настоящее время не удовлетворены существующими методами своего материального стимулирования (Е.В. Погребная [9]).

В некоторых работах предлагается в целях оптимизации мотивации руководителей высшего звена разграничивать прежде всего два следующих типа топ-менеджеров компании: повышающих ценность компании, и мотивированных на рост ценности компании (М.А. Лимитовский [10]). Второй тип инсайдеров ученый подразделяет на: (1) партнеров (друзей фирмы), (2) регентов, стремящихся к максимальному освоению имеющегося капитала посредством его инвестирования в любые проекты, и (3) диверсантов, принимающих инвестиционные решения во вред остальным акционерам и бизнесу в целом. Исходя из данной классификации, в своей работе М.А. Лимитовский [10] математически доказывает, что рациональный инсайдер, не несущий материальной ответственности за принятие неэффективных проектов, не может быть конструктивно мотивирован.

Однако в данном контексте также важен вопрос оценки стоимости для корпорации того или иного метода мотивации топ-менеджеров.

¹ Малюгина А.Н. Мотивация топ-менеджеров // Материалы IV международной научно-практической конференции «Управление человеческими ресурсами – основа развития инновационной экономики». Красноярск: Сибирский федеральный университет, 2013. С. 134–138.

Так, к примеру, в работе² С.Н. Яшина, Ю.В. Трифонова, Е.В. Кошелева проводится оценка мотивации топ-менеджеров с помощью варрантов. Очевидно, что данная мотивация, как и любая другая, должна иметь определенную цену для компании. В этом случае цена акций на рынке корректируется с поправкой на их ожидаемое разбавление, которое является следствием будущего исполнения варрантов.

Одним из методов мотивации топ-менеджеров, который применяется на практике, является назначение премий руководителей компаний в зависимости от результатов экономической добавленной стоимости фирмы (*EVA*) по годам (Ю.Ф. Бриггем, Дж.Ф. Хьюстон [11], А. Дамодаран [5], Дж. Рош [12]). Очень часто метод *EVA* противопоставляется методу дисконтированных денежных потоков (*DCF*). Утверждается, что метод *EVA* позволяет определить стоимость компании более детально по факторам, нежели метод *DCF* (С.В. Воронина [13], О.Н. Салманов [14]). При этом у оценщика появляется возможность анализировать эффективность работы фирмы (Э.В. Шипкова [15]). Кроме того, показатель *EVA* служит индикатором качества управленческих решений и позволяет провести оценку эффективности как компании в целом, так и отдельных ее подразделений или инвестиционных проектов (С.Г. Галевский³, И.В. Ивашковская, Е.Б. Кукина, И.В. Пенкина [16]). *EVA* позволяет также проанализировать и оценить степень успешности реализации финансовой стратегии компании, направленной на увеличение стоимости компании и достижения финансовой безопасности (Н.В. Ключкова, О.Е. Иванова [17]).

В связи с этим рациональное управление результатами *EVA* является одной из главных задач стратегического планирования развития

корпораций. Так, Т.И. Козюбро [18] выделяет факторы управления результатами *EVA*, к числу которых относит: 1) повышение рентабельности компании за счет увеличения объема продаж выпускаемой продукции; 2) управление стоимостью заемного капитала посредством снижения процентной ставки за счет перекредитования; 3) ликвидацию низкорентабельных и нерентабельных активов, поиск новых направлений вложений капитала.

В процессе планирования инвестиционных проектов топ-менеджеры компании могут получать будущее вознаграждение в зависимости (1) от чистой прибыли, которая будет обеспечивать проект, (2) от чистого приведенного дохода проекта (*NPV*) и (3) от экономической добавленной стоимости (*EVA*).

Чистая прибыль – плохой измеритель результативности проекта, поскольку с помощью соответствующих бухгалтерских приемов она может вуалироваться бухгалтерами. Кроме того, руководители фирм могут вступить в сговор с бухгалтерами, чтобы те показали в отчетности завышенную чистую прибыль. В этом случае топ-менеджер получит незаслуженно высокое вознаграждение за свою работу.

Чистый приведенный доход проекта (*NPV*) также является плохим измерителем результативности работы топ-менеджера, так как он предполагает планирование будущих денежных потоков. А их спрогнозировать в пользу руководителя еще проще. В результате может быть принят к реализации тот проект, который на самом деле принесет меньший *NPV* фирме. Более того, это будет противоречить интересам собственников компании, например, акционеров. А если у топ-менеджера есть личная заинтересованность в каком-то конкретном проекте в ущерб более выгодным для компании проектам, то, естественно, он будет стремиться преподнести собственникам корпорации данный проект как наиболее перспективный для фирмы. Наконец, выбор инвестиционного проекта происходит до начала его реализации. А в этом случае вознаграждение топ-менеджера будет

² Яшин С.Н., Трифонов Ю.В., Кошелев Е.В. Оценка стоимости мотивации топ-менеджеров корпорации на основе варрантов // *Финансы и кредит*. 2016. № 11. С. 32–42. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-stoimosti-motivatsii-top-menedzherov-korporatsii-na-osnove-varrantov>

³ Галевский С.Г. Экономическая добавленная стоимость как инструмент управления компанией // *Записки Горного института*. 2008. Т. 174. С. 175–177.

привязано к показателю NPV , который построен на будущих прогнозных данных о денежных потоках проекта, а не текущих показателях результативности работы руководителя.

В этом случае можно назначить будущее вознаграждение руководителя высшего звена фирмы в зависимости от показателей EVA , которые будут планироваться по годам для конкретного инвестиционного проекта. Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC = \\ = EBIT(1 - T) - WACC \cdot IC,$$

где $NOPAT$ – чистая операционная прибыль корпорации, руб.;

$EBIT$ – прибыль до выплаты процентов и налогов (операционная прибыль), руб.;

T – ставка налога на прибыль, %;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала корпорации, %;

IC – инвестированный капитал, руб.

Возникает вопрос: можно ли привести в соответствие показатели NPV и EVA так, чтобы они давали один и тот же результат в отношении выбора наиболее выгодного проекта? Для бесконечного срока существования фирмы это возможно. Покажем это.

Если дисконтировать EVA за весь срок n по ставке $WACC$, получим, что

$$\sum_{t=1}^n PV_{WACC}(EVA) = \sum_{t=1}^n PV_{WACC}(NOPAT) - \\ - \sum_{t=1}^n PV_{WACC}(WACC \cdot IC).$$

Если перейти к пределу этой суммы за срок, то получим следующее.

1. Современная стоимость чистой операционной прибыли корпорации за бесконечный срок ее существования равна современной стоимости ее будущих притоков денег:

$$\sum_{t=1}^n PV_{WACC}(NOPAT) = \sum_{t=1}^n PV_{WACC}(CIF),$$

где CIF – денежные притоки компании (руб.), вычисляемые по формуле (А. Дамодаран [5]):

$$CIF = EBIT(1 - T) + D + L + \Delta NWC,$$

где D – амортизационные отчисления, руб.;

L – ликвидационная стоимость проекта, руб.;

ΔNWC – изменение чистого оборотного капитала (дополнительных оборотных средств за вычетом изменения кредиторской задолженности), руб.

При этом предполагаем, что вся накопленная амортизация D реинвестируется в производство (бизнес), а величины L и возвращаются фирме в конце каждого проекта в том же объеме, в каком изначально инвестировались в проект. Таким образом, за весь срок n меняется только сумма CIF , соответствующая в данном случае величине $NOPAT$.

2. Современная стоимость минимального уровня доходов на вложенный капитал ($WACC \cdot IC$) за бесконечный срок n представляет из себя перпетуитет (вечную ренту) (А. Дамодаран [5]), а значит, равна величине IC , то есть:

$$\sum_{t=1}^n PV_{WACC}(WACC \cdot IC).$$

Следовательно, за бесконечный срок существования корпорации

$$\sum_{t=1}^n PV_{WACC}(EVA) = \sum_{t=1}^n PV_{WACC}(CIF) - IC = \\ = NPV,$$

что и требовалось доказать.

Таким образом, стремясь максимизировать EVA , топ-менеджеры стремятся повысить NPV компании за бесконечный срок ее существования, а следовательно, и ее стоимость на рынке.

Однако зачастую наемные топ-менеджеры не связывают всю свою карьеру с одной какой-то

фирмой или организацией. Поработав на руководящей должности в одной компании, они могут перейти работать в другую. В этом случае они ориентируются на получение вознаграждения за тот период времени, пока они руководят конкретной фирмой. Таким образом, они рассматривают в первую очередь те проекты, которые обеспечат корпорации высокие показатели EVA в ближайшем будущем зачастую в ущерб долгосрочным стратегическим целям компании. Как в этом случае назначать премии топ-менеджерам, чтобы они принимали и реализовывали именно те проекты, которые более выгодны корпорации, то есть собственникам, а не наемным руководителям?

Для решения этой проблемы финансистами разработан показатель модифицированной экономической добавленной стоимости (Дж. Рош [12]), который вычисляется по формуле:

$$EVA(m) = NOPAT - \frac{IC}{a_{n;WACC}},$$

где n – срок жизни проекта, лет;

$a_{n;WACC}$ – дисконтный множитель для аннуитета (Л. Крушвиц [6]) со сроком n лет и ставкой дисконта $WACC$ за год, который рассчитывается как

$$a_{n;WACC} = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+WACC)^t} = \frac{1-(1+WACC)^{-n}}{WACC}.$$

Второе слагаемое в формуле для $EVA(m)$ представляет собой ежегодный эквивалентный аннуитет (Ю. Бригхем, Л. Гапенски [1]) для инвестированного в проект капитала.

Применяя показатель $EVA(m)$ вместо обычной EVA , можно привести в соответствие приоритеты топ-менеджеров и собственников (акционеров) в отношении того, какой инвестиционный проект из набора имеющихся альтернатив следует реализовывать. Это происходит потому, что $EVA(m)$, дисконтированная за весь срок проекта, и NPV дают один и тот же результат. Покажем это:

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^n \frac{EVA(m)_t}{(1+WACC)^t} &= \sum_{t=1}^n \left(NOPAT_t - \frac{IC}{a_{n;WACC}} \right) \cdot \\ &\cdot \frac{1}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} - \frac{IC}{a_{n;WACC}} \\ \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+WACC)^t} &= \sum_{t=1}^n \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} - \\ &- \frac{IC}{a_{n;WACC}} a_{n;WACC} = NPV. \end{aligned}$$

Однако и этот показатель $EVA(m)$, как и NPV , сам по себе не дает надежного ориентира для рациональной мотивации топ-менеджера на долгосрочные цели компании в виде стабильного повышения ее рыночной стоимости. Это обусловлено тем, что в формулу для $EVA(m)$ входит чистая операционная прибыль $NOPAT$, которую опять же приходится прогнозировать, как и денежный поток, необходимый для вычисления NPV .

Указанную проблему можно решить, если поставить вознаграждение топ-менеджеров в зависимость от фактически полученной $EVA(m)$ по годам в результате осуществления конкретного инвестиционного проекта. Для этого премии топ-менеджеров в виде изначально заданного процента от годовой $EVA(m)$ можно депонировать на специальном счете в банке на срок до окончания проекта. Таким образом, в случае успешной реализации инвестиционного проекта, который выгоден собственникам (акционерам) фирмы, топ-менеджер накопит на депозите наибольшую сумму денег, а значит, будет конструктивно мотивирован.

Покажем рациональность представленных рассуждений на конкретном примере. Нижегородский авиастроительный завод «Сокол» – филиал АО «РСК «МиГ» – планирует реконструкцию цеха переработки вторичных материалов. Возможны три варианта такой реконструкции. Денежные потоки по годам по каждому из вариантов представлены в табл. 1.

Средневзвешенная стоимость капитала компании – 25% годовых.

Премии топ-менеджеров депонируются на специальном счете в банке сроком на четыре года (то есть до окончания проекта) с начислением доходов по ставке 12% годовых. Какой проект выгоднее акционерам (по критерию NPV), а какой – топ-менеджерам (по критериям EVA и $EVA(m)$)?

Вычислим NPV каждого из трех проектов:

$$NPV_{\text{обл.}} = -4\,750 + \frac{2\,000}{1,225} + \frac{2\,500}{1,225^2} + \frac{2\,750}{1,225^3} + \frac{2\,500}{1,225^4} = 1\,154,79 \text{ млн руб.};$$

$$NPV_{\text{ср.}} = -8\,250 + \frac{3\,000}{1,225} + \frac{4\,700}{1,225^2} + \frac{2\,500}{1,225^3} + \frac{2\,500}{1,225^4} = 209,33 \text{ млн руб.};$$

$$NPV_{\text{кап.}} = -10\,750 + \frac{4\,500}{1,225} + \frac{5\,500}{1,225^2} + \frac{4\,500}{1,225^3} + \frac{4\,000}{1,225^4} = 812,87 \text{ млн руб.}$$

Наибольший NPV планируется у облегченного варианта реконструкции цеха, поэтому именно он является наиболее выгодным для акционеров.

Теперь рассчитаем значения EVA по годам для каждого из трех проектов.

Облегченный вариант:

$$\begin{aligned} EVA_1 &= 2\,000 - 0,225 \cdot 4\,750 = 931,25 \text{ млн руб.}; \\ EVA_2 &= 2\,500 - 0,225 \cdot 4\,750 = 1\,431,25 \text{ млн}; \\ EVA_3 &= 2\,750 - 0,225 \cdot 4\,750 = 1\,681,25 \text{ млн}; \\ EVA_4 &= 2\,500 - 0,225 \cdot 4\,750 = 1\,431,25 \text{ млн.} \end{aligned}$$

Средний вариант:

$$\begin{aligned} EVA_1 &= 3\,500 - 0,225 \cdot 8\,250 = 1\,643,75 \text{ млн руб.}; \\ EVA_2 &= 4\,700 - 0,225 \cdot 8\,250 = 2\,843,75 \text{ млн руб.}; \\ EVA_3 &= 2\,500 - 0,225 \cdot 8\,250 = 643,75 \text{ млн руб.}; \\ EVA_4 &= 2\,500 - 0,225 \cdot 8\,250 = 643,75 \text{ млн руб.} \end{aligned}$$

Капитальный вариант:

$$\begin{aligned} EVA_1 &= 4\,500 - 0,225 \cdot 10\,750 = \\ &= 2\,081,25 \text{ млн руб.}; \\ EVA_2 &= 5\,500 - 0,225 \cdot 10\,750 = \\ &= 3\,081,25 \text{ млн руб.}; \\ EVA_3 &= 4\,500 - 0,225 \cdot 10\,750 = \\ &= 2\,081,25 \text{ млн руб.}; \\ EVA_4 &= 4\,000 - 0,225 \cdot 10\,750 = \\ &= 1\,581,25 \text{ млн руб.} \end{aligned}$$

Наибольшая EVA по годам планируется для капитального варианта, поэтому, если премии топ-менеджеров ставить в зависимость от результатов EVA , то они выберут капитальный вариант реконструкции. Очевидно, что в данном примере для этого даже не нужно считать сумму, которая накопится на депозите топ-менеджера. Она будет наибольшей, так как EVA капитального варианта изначально больше по годам. А главное – здесь вступают в противоречие интересы акционеров и топ-менеджеров, поскольку акционерам согласно результатам NPV выгоднее облегченный вариант реконструкции цеха (табл. 2).

Чтобы привести в соответствие интересы акционеров и топ-менеджеров, используем в расчетах показатель $EVA(m)$. Оценим его годовые значения для каждого из трех проектов, предварительно рассчитав дисконтный множитель, одинаковый для всех трех проектов:

$$a_{4; 22,5} = \frac{1 - 1,225^{-4}}{0,225} = 2,470781.$$

Облегченный вариант:

$$\begin{aligned} EVA(m)_1 &= 2\,000 - \frac{4\,750}{2,470781} = 77,53 \text{ млн руб.}; \\ EVA(m)_2 &= 2\,500 - \frac{4\,750}{2,470781} = 577,53 \text{ млн руб.}; \\ EVA(m)_3 &= 2\,750 - \frac{4\,750}{2,470781} = 827,53 \text{ млн руб.}; \\ EVA(m)_4 &= 2\,500 - \frac{4\,750}{2,470781} = 577,53 \text{ млн руб.} \end{aligned}$$

Средний вариант:

$$EVA(m)_1 = 3\,500 - \frac{8\,250}{2,470781} = 160,97 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_2 = 4\,700 - \frac{8\,250}{2,470781} = 1\,360,97 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_3 = 2\,500 - \frac{8\,250}{2,470781} = -839,03 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_4 = 2\,500 - \frac{8\,250}{2,470781} = -839,03 \text{ млн руб.}$$

Капитальный вариант:

$$EVA(m)_1 = 4\,500 - \frac{10\,750}{2,470781} = 149,15 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_2 = 5\,500 - \frac{10\,750}{2,470781} = 1\,149,15 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_3 = 4\,500 - \frac{10\,750}{2,470781} = 149,15 \text{ млн руб.};$$

$$EVA(m)_4 = 4\,000 - \frac{10\,750}{2,470781} = -350,85 \text{ млн руб.}$$

Результаты расчетов $EVA(m)$ показаны в табл. 3.

Накопленную сумму денег к концу четвертого года на депозите топ-менеджера можно рассчитать, исходя из любого заданного процента премиальных от $EVA(m)$ по годам. Мы оценим ее как 100% от $EVA(m)$. Сути выводов в итоге это не меняет. Так, например, для среднего варианта реконструкции цеха накопленная сумма к концу четвертого года составит

$$FV_{15} = ((160,97 \cdot 1,12 + 1\,360,97) \cdot 1,12 - 839,03) \cdot 1,12 - 839,03 = 160,97 \cdot 1,12^5 + 1\,360,97 \cdot 1,12^2 - 839,03 \cdot 1,12 - 839,03 = 154,61 \text{ млн руб.}$$

Из табл. 3 видно, что в случае реализации облегченного варианта реконструкции топ-менеджеры накопят на депозите наибольшую сумму своего вознаграждения при условии 12% годовых. Таким образом, приоритеты руководителей проекта уже не противоречат приоритетам акционеров, поскольку мы использовали в расчетах вместо EVA показатель $EVA(m)$.

Кроме того, при подобной системе депонирования премий топ-менеджеров на специальном счете в банке до момента окончания проекта с начислением соответствующих доходов вознаграждение топ-менеджеров привязывается к фактически достигнутым ими результатам, а не к плановым показателям денежного потока, как это делается, к примеру, согласно NPV .

В заключение сформулируем полученные результаты исследования.

1. Одним из методов мотивации топ-менеджеров, который применяется на практике, является назначение премий руководителей компаний в зависимости от результатов экономической добавленной стоимости фирмы (EVA) по годам. В связи с этим рациональное управление результатами EVA является одной из главных задач стратегического планирования развития корпораций.

2. В общем случае в процессе планирования инвестиционных проектов топ-менеджеры компании могут получать будущее вознаграждение в зависимости (1) от чистой прибыли, которую будет обеспечивать проект, (2) от чистого приведенного дохода проекта (NPV) и (3) от экономической добавленной стоимости (EVA). Однако чистая прибыль – недостаточно удачный измеритель результативности проекта, так как с помощью соответствующих бухгалтерских приемов она может искусственно искажаться бухгалтерами. NPV также является недостаточно удачным измерителем результативности работы топ-менеджера, поскольку он предполагает планирование будущих денежных потоков, которые спрогнозировать в пользу руководителя еще проще. В этом случае можно назначить будущее вознаграждение руководителя высшего звена фирмы в зависимости от показателей EVA , которые будут планироваться по годам для конкретного инвестиционного проекта.

3. Стремясь максимизировать EVA , топ-менеджеры пытаются повысить NPV проектов компании за бесконечный срок ее существования, а следовательно, и ее

стоимость на рынке. Однако зачастую наемные топ-менеджеры не связывают всю свою карьеру с одной какой-то фирмой или организацией. Поэтому они рассматривают в первую очередь те проекты, которые обеспечат корпорации высокие показатели *EVA* в ближайшем будущем зачастую в ущерб долгосрочным стратегическим целям компании.

4. Для решения указанной проблемы финансистами разработан показатель модифицированной экономической добавленной стоимости (*EVA(m)*). Если применять показатель *EVA(m)* вместо обычной *EVA*, можно привести в соответствие приоритеты топ-менеджеров и собственников (акционеров) в отношении того, какой инвестиционный проект из набора имеющихся альтернатив следует реализовывать. Однако и этот показатель *EVA(m)*, как и *NPV*, сам по себе не дает надежного ориентира для рациональной мотивации топ-менеджера на долгосрочные цели компании в виде стабильного повышения ее рыночной стоимости. Это обусловлено тем, что в формулу для *EVA(m)* входит чистая операционная прибыль *NOPAT*, которую опять

же приходится прогнозировать, как и денежный поток, необходимый для вычисления *NPV*.

5. Данную проблему можно решить, если поставить вознаграждение топ-менеджеров в зависимость от фактически полученной *EVA(m)* по годам в результате осуществления конкретного инвестиционного проекта. Для этого премии топ-менеджеров в виде изначально заданного процента от годовой *EVA(m)* можно депонировать на специальном счете в банке на срок до окончания проекта. Таким образом, в случае успешной реализации инвестиционного проекта, который выгоден собственникам (акционерам) фирмы, руководитель в итоге получит на депозите наибольшую величину денег, а значит, будет конструктивно мотивирован.

Результаты представленного авторами исследования могут быть полезны как финансовым аналитикам, так и собственникам корпораций. Они помогут сделать задачей работы топ-менеджеров достижение долгосрочных стратегических целей компаний, одной из которых является постоянное увеличение стоимости бизнеса данной фирмы.

Таблица 1
Денежные потоки проектов по годам (млн руб.)

Table 1
Cash flows of projects by year, million RUB

Вариант	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4
Облегченный	-4 750	2 000	2 500	2 750	2 500
Средний	-8 250	3 500	4 700	2 500	2 500
Капитальный	-10 750	4 500	5 500	4 500	4 000

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 2
Критерии EVA и NPV проектов (млн руб.)

Table 2
Criteria for EVA and NPV projects, million RUB

Вариант	EVA				NPV
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	
Облегченный	931,25	431,25	681,25	431,25	1 154,79
Средний	1 643,75	2 843,75	643,75	643,75	209,33
Капитальный	2 081,251	3 081,251	2 081,251	1 581,251	812,87

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 3
Критерии EVA(m) и NPV проектов (млн руб.)

Table 3
Criteria for EVA(m) and NPV projects, million RUB

Вариант	EVA				FV _{12%}	NPV
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4		
Облегченный	77,53	577,53	827,53	577,53	2 337,74	1 154,79
Средний	160,97	1 360,97	-839,03	-839,03	154,61	209,33
Капитальный	149,15	1 149,15	149,15	-350,85	1 467,241	812,87

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. *Brigham E.F., Daves P.R.* Intermediate Financial Management. 11th ed. South-Western College Publ., 2012, 1168 p.
2. *Иванова М.О.* Совершенствование структуры компенсации труда топ-менеджеров торговых сетей // Креативная экономика. 2009. № 7. С. 100–105.
3. *Кириллова М.М., Соболева Е.В.* Особенности мотивации топ-менеджеров // Актуальные вопросы современной науки. 2013. № 1. С. 75–81.
4. *Снимщикова И.В., Чугаева Ю.А.* Проблемы мотивации топ-менеджмента в системе корпоративного управления нефтяных компаний // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. 2013. № 2. С. 136–140.
5. *Damodaran A.* Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York, Wiley, 2012, 992 p.
6. *Kruschwitz L.* Finanzierung und Investition. Munchen, Wien, R. Oldenbourg Verlag, 1999, 563 s.
7. *Леванова Л.Н.* Особенности мотивации руководителей высшего звена в России // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: экономика, управление, право. 2017. Т. 17. № 1. С. 50–55. URL: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2017-17-1-50-55>
8. *Яшин С.Н., Кошелев Е.В., Купцов А.В., Подшибякин Д.В.* Инвестиционное планирование модернизации оборудования производственной компании: монография. Н. Новгород: Печатная мастерская РАДОНЕЖ, 2015. 202 с.

9. *Погребная Е.В.* Система мотивации руководителей среднего звена и топ-менеджеров (на примере строительной компании) // *Лидерство и менеджмент*. 2016. Т. 3. № 2. С. 113–120. URL: <https://doi.org/10.18334/lm.3.2.35377>
10. *Лимитовский М.А.* Репутация, квалификация и мотивация как драйверы ценности // *Российский журнал менеджмента*. 2009. Т. 7. № 2. С. 51–68.
11. *Brigham E.F., Houston J.F.* *Fundamentals of Financial Management*. 7th ed. Cengage Learning, 2011, 688 p.
12. *Roche J.* *The Value of Nothing: Mastering Business Valuations*. Global Professional Publishing, 2005, 250 p.
13. *Воронина С.В.* Экономическая добавленная стоимость как инструмент управления стоимостью компании // *Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: экономика и менеджмент*. 2012. № 22. С. 6–10.
14. *Салманов О.Н.* Экономическая добавленная стоимость и дисконтированный денежный поток: сопоставление методов управления стоимостью // *Сервис в России и за рубежом*. 2013. Т. 7. № 9. С. 82–91. URL: <https://doi.org/10.12737/1851>
15. *Шипкова Э.В.* Метод экономической добавленной стоимости в оценке бизнеса // *Вопросы оценки*. 2012. № 2. С. 44–52.
16. *Ивашковская И.В., Кукина Е.Б., Пенкина И.В.* Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты // *Корпоративные финансы*. 2010. № 2. С. 103–108.
17. *Клочкова Н.В., Иванова О.Е.* Экономическая добавленная стоимость как показатель эффективности функционирования электроэнергетических компаний // *Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки*. 2008. № 2. С. 118–123.
18. *Козюбро Т.И.* Роль показателя экономической добавленной стоимости при стратегическом планировании на примере предприятия винодельческой промышленности // *Интерактивная наука*. 2017. № 5. С. 121–123. URL: <https://doi.org/10.21661/r-130391>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

APPLICATION OF THE METHOD OF ECONOMIC VALUE ADDED FOR MOTIVATION OF TOP MANAGERS OF CORPORATION

Sergei N. YASHIN^{a,*}, Egor V. KOSHELEV^b, Aleksandr V. KUPTSOV^c

^a National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (UNN), Nizhny Novgorod, Russian Federation
jashinsn@yandex.ru
orcid.org/0000-0002-7182-2808

^b National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (UNN), Nizhny Novgorod, Russian Federation
ekoshelev@yandex.ru
orcid.org/0000-0001-5290-7913

^c National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (UNN), Nizhny Novgorod, Russian Federation
kav191982@yandex.ru
ORCID: not available

* Corresponding author

Article history:

Received 10 November 2017
Received in revised form
24 November 2017
Accepted 8 December 2017
Available online
29 January 2018

JEL classification: D82, G34,
M12

Keywords: top managers,
economic value added

Abstract

Importance This paper considers if it is possible to apply the method of economic value added for constructive motivation of top-management of corporations.

Objectives The paper aims to adjust the known method of economic value added so that it could be used for successful motivation of the company's top managers.

Methods The proposed methodology is to apply the actual rate of modified economic value added instead of the usual economic value added. This allows the priorities of top managers and owners (shareholders) to be aligned with regard to which investment project from the set of available alternatives should be implemented.

Results Predictable modified economic value added, as well as net present value, does not provide a reliable guideline for rational motivation of the top manager for the long-term goals of the company. This problem can be solved by placing top-managers' remuneration in dependence on the actually obtained modified economic value added by years as a result of the implementation of a specific project. In this case, top managers of the company become structurally motivated to increase the value of the company's business, as required by the shareholders.

Conclusions and Relevance The results of the research can be useful to both financial analysts and corporate owners. They will help to focus the work of top managers on achieving long-term strategic goals of companies.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

Please cite this article as: Yashin S.N., Koshelev E.V., Kuptsov A.V. Application of the Method of Economic Value Added for Motivation of Top Managers of Corporation. *Finance and Credit*, 2018, vol. 24, iss. 1, pp. 52–64.
<https://doi.org/10.24891/fc.24.1.52>

Acknowledgments

The article was supported by the Russian Foundation for Basic Research, grant № 15-02-00102a.

References

1. Brigham E.F., Daves P.R. *Intermediate Financial Management*. 11th ed. South-Western College Publ., 2012, 1168 p.
2. Ivanova M.O. [Improving the structure of the labor compensation of top managers in trade networks]. *Kreativnaya ekonomika = Journal of Creative Economy*, 2009, no. 7, pp. 100–105. (In Russ.)

3. Kirillova M.M., Soboleva E.V. [Features of motivation of top managers]. *Aktual'nye voprosy sovremennoi nauki = Topical Issues of Modern Science*, 2013, no. 1, pp. 75–81. (In Russ.)
4. Snimshchikova I.V., Chugaeva Yu.A. [Problems of motivation of top management in a corporate management system of the oil companies]. *Vestnik Belgorodskogo universiteta kooperatsii, ekonomiki i prava = Vestnik of Belgorod University of Cooperation, Economics and Law*, 2013, no. 2, pp. 136–140. (In Russ.)
5. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York, Wiley, 2012, 992 p.
6. Kruschwitz L. *Finanzierung und Investition*. Munchen, Wien, R. Oldenbourg Verlag, 1999, 563 s.
7. Levanova L.N. [Features of motivation of top-managers in Russia]. *Izvestiya Saratovskogo universiteta. Novaya seriya. Seriya: ekonomika, upravlenie, pravo = Izv. Saratov Univ. (N.S.), Ser. Economics. Management. Law*, 2017, vol. 17, iss. 1, pp. 50–55. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2017-17-1-50-55>
8. Yashin S.N., Koshelev E.V., Kuptsov A.V., Podshibyakin D.V. *Investitsionnoe planirovanie modernizatsii oborudovaniya proizvodstvennoi kompanii. Monografiya* [Investment planning modernization of equipment manufacturing company: a monograph]. N. Novgorod, Pechatnaya masterskaya RADONEZh Publ., 2015, 202 p.
9. Pogrebnaya E.V. [The incentive system for middle and top managers (Case study of a construction company)]. *Liderstvo i menedzhment = Leadership and Management*, 2016, vol. 3, no. 2, pp. 113–120. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.18334/lim.3.2.35377>
10. Limitovskii M.A. [Reputation, qualification and motivation as value drivers]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2009, vol. 7, no. 2, pp. 51–68. (In Russ.)
11. Brigham E.F., Houston J.F. *Fundamentals of Financial Management*. 7th ed. Cengage Learning, 2011, 688 p.
12. Roche J. *The Value of Nothing: Mastering Business Valuations*. Global Professional Publishing, 2005, 250 p.
13. Voronina S.V. [Economic value added as instrument of management of the cost of the company]. *Vestnik Yuzhno-Ural'skogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: ekonomika i menedzhment = Bulletin of SUSU. Series: Economics and Management*, 2012, no. 22, pp. 6–10. (In Russ.)
14. Salmanov O.N. [Economic value added v. discounted cash flow: Value-based management methods compared]. *Servis v Rossii i za rubezhom = Service in Russia and Abroad*, 2013, vol. 7, no. 9, pp. 82–91. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.12737/1851>
15. Shipkova E.V. [The economic value added method in business valuation]. *Voprosi Ocenki*, 2012, no. 2, pp. 44–52. (In Russ.)
16. Ivashkovskaya I.V., Kukina E.B., Penkina I.V. [Economic value added. Concepts. Approaches. Instruments]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*, 2010, no. 2, pp. 103–108. (In Russ.)
17. Klochkova N.V., Ivanova O.E. [Economic value added as indicator of efficiency of functioning of energy companies]. *Nauchno-tehnicheskie vedomosti Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo politehnicheskogo universiteta. Ekonomicheskie nauki = St. Petersburg State Polytechnic University Journal. Economics*, 2008, no. 2, pp. 118–123. (In Russ.)

18. Kozyubro T.I. [The role of the indicator of economic value added in strategic planning on the example of wine-making industries]. *Interaktivnaya nauka = Interactive Science*, 2017, no. 5, pp. 121–123. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.21661/r-130391>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.