

Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний

Ситник П.Е.⁷⁰

В статье рассматривается возможность расчета показателя экономической прибыли для российских компаний, которые не формируют отчетность по международным стандартам. Вводная часть статьи посвящена актуальности применения показателя экономической прибыли в отечественном бизнесе. Здесь же озвучена цель работы – расчет экономической прибыли непубличной компании на основе данных российской финансовой отчетности. В основной части статьи проводится сравнительный анализ основных показателей экономической прибыли — остаточного дохода (residual income), экономической добавленной стоимости (economic value added) и «денежной» добавленной стоимости (cash value added) – с точки зрения их практического использования для закрытых компаний. На основе проведенного анализа предлагается методика расчета показателей экономической прибыли по данным российской отчетности с использованием информации фондового рынка.

JEL: G32

Ключевые слова: экономическая прибыль, финансовая политика, финансовый риск и риск-менеджмент, капитал и структура капитала

На сегодняшний день все большее количество компаний мира используют в своей деятельности показатели экономической прибыли. Начиная с 80-х годов XX века существенно повысилась значимость институциональных инвесторов на рынке капитала: они сумели заставить менеджеров компаний действовать в интересах собственников. В результате концепция максимизации благосостояния собственников, а в дальнейшем и прочих заинтересованных в деятельности компании лиц, прочно укрепилась в странах с развитой экономикой. Нарастающий процесс глобализации мировой экономики подтолкнул огромный поток инвестиций из развитых стран в развивающиеся, и в борьбе за привлечение этих инвестиций компании развивающихся стран вынуждены пересматривать свои главные цели в сторону увеличения вложенного в фирму капитала.

Достижение цели максимизации вложенного капитала требует использования нового подхода к управлению фирмой и, следовательно, новых показателей результативности ее деятельности, способных учитывать создание дополнительной стоимости. В результате многочисленных исследований было определено, что дополнительная стоимость вложенного капитала создается только тогда, когда прибыль, заработанная компанией, превышает альтернативные издержки использования вложенного ею капитала, позже названные затратами на капитал. Таким образом, для успешного функционирования компания не должна замыкаться на анализе только своей внутренней документации и добиваться превышения фактических доходов над расходами. Напротив, ей необходимо учитывать рыночную конъюнктуру, которая создает упущенные выгоды в виде альтернативных издержек использования вложенного в нее капитала.

Сегодня на российском рынке мы можем наблюдать активный приток иностранного капитала; и как следствие все более популярной становится концепция управления стоимостью при управлении компаниями. Многие крупные российские фирмы уже

⁷⁰ Старший преподаватель кафедры финансового менеджмента Пермского филиала ГУ-ВШЭ.

объявили о процессе перехода в управлении к данной концепции. На очереди средний бизнес – непубличные и региональные компании, собственники которых также начинают понимать возможности диверсификации вложений с использованием финансового рынка, а управляющие стремятся привлечь инвестиционные ресурсы.

Но темпы развития концепций, ориентированных на стоимость, в среднем бизнесе еще очень слабые. Главной причиной этого является недостаток знаний. Даже те компании, которые хотели бы использовать показатели экономической прибыли, сталкиваются с проблемой адаптации расчета показателей экономической прибыли на основе российской бухгалтерской отчетности. Расчеты экономической прибыли основываются на международных стандартах учета и отчетности (IAS) и американском стандарте GAAP. К сожалению, несмотря на объявленный правительством переход к сближению российского бухучета с международными стандартами, пропасть между ними еще очень велика. У средних компаний на сегодняшний день не возникает пока потребности предоставлять или вести отчетность по международным стандартам. Другая проблема связана с отсутствием популяризации и продвижения показателя экономической прибыли на российский рынок. К сожалению, исследования экономической прибыли носят либо прикладной и, следовательно, закрытый характер, либо сугубо научный. Тем не менее некоторые российские консалтинговые агентства ведут рейтинг крупнейших российских компаний по экономической прибыли. Примером может служить рейтинговое агентство «Эксперт РА».

Целью данной статьи является исследование возможности расчета показателей экономической прибыли средних региональных российских компаний для последующего построения регионального рейтинга предприятий города Перми по величине заработанной ими экономической прибыли.

Показатели экономической прибыли

Первый показатель экономической прибыли был предложен еще в XIX веке Альфредом Маршалом. Он получил название остаточного дохода и рассчитывался как разница между чистой прибылью и затратами на капитал собственника, которые определялись умножением требуемой доходности собственника на величину собственного капитала фирмы.

Данный показатель наиболее прост в использовании и в расчетах, однако даже для его получения необходимо обратиться к рыночной информации.

При использовании показателя остаточного дохода компании столкнулись с проблемой несопоставимости данных. Затраты на капитал учитывают доходность, получаемую на рынке на основе рыночной стоимости, а чистая прибыль является бухгалтерским показателем и рассчитывается на основе учетной стоимости. В конце XX века расхождения между рыночной и учетной стоимостью компании стали довольно значительными и показателю остаточного дохода потребовалась серьезная доработка. В результате ведущими консалтинговыми агентствами были созданы более современные показатели экономической прибыли. Более того, эти компании разработали и концепции управления стоимостью на основе предложенного каждой из них показателя экономической прибыли.

Наиболее известными современными показателями экономической прибыли являются: показатель экономической добавленной стоимости (economic value added, EVATM) компании Stern & Stuart, а также показатель денежной добавленной стоимости (cash value added, CVA), предложенный Boston Consulting Group. Необходимо отметить, что разработчики этих показателей по-разному подходят к устранению главного недостатка остаточного дохода.

Показатель EVA основное внимание уделяет корректировкам бухгалтерской прибыли и вложенного капитала, необходимых для перевода учетной прибыли в денежный поток, на который опираются инвесторы при принятии решений, а также стремится учесть так называемые «эквиваленты собственного капитала», благодаря которым учетная стоимость вложенного капитала приближается к рыночной. На сегодняшний день разработано более

160 корректировок, однако авторам так и не удалось устранить проблему неправомерного сопоставления бухгалтерских и финансовых параметров деятельности компании [10].

Существует несколько вариаций расчета показателя EVA.

$$(1) \quad EVA = NOPAT_{\text{скор.}} - WACC \times CE_{\text{скор.}}$$

$$(2) \quad EVA = OP + \text{коррекции} - WACC \times CE_{\text{скор.}}$$

$$(3) \quad EVA = (ROCE_{\text{скор.}} - WACC) \times CE_{\text{скор.}}$$

где:

OP – (operating profit) — прибыль от основной (текущей) деятельности;

CE_{скор.} (capital employed) – скорректированный инвестированный капитал;

NOPAT_{скор.} (net operating profit after taxes) – прибыль от основной деятельности после налога на прибыль;

WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенные затраты на капитал.

ROCE_{скор.} – (return of capital employed) = NOPAT_{скор.} / CE_{скор.} – рентабельность скорректированного инвестированного капитала (ссылка на секрет фирмы).

При разработке показателя CVA Томас. Г. Левис попытался устранить то, что не удалось Стерну и Стюарту. Вместо того чтобы корректировать бухгалтерские данные, для расчета показателя рентабельности, которые недостаточно коррелируют с фактическим развитием стоимости предприятия, им был предложен показатель доходности инвестированного капитала на базе денежного потока (cash-flow return on investment, CFROI). По своей сути CFROI являются внутренней нормой отдачи валовых денежных потоков и стоимости неамортизируемого имущества от валовых инвестиций в виде стоимости активов текущего периода. Период расчета отдачи от инвестиций определяется на основе ожидаемого срока жизни активов.

Несмотря на замечательную идею использования инвестиционного показателя рентабельности капитала, фактические расчеты CFROI опираются на данные прошлых, а не будущих, периодов, за что показатель критикуют. Более того, критикуемым моментом является то, что вместо вычисления средневзвешенной стоимости капитала компании при расчете CVA используется усредненная ставка затрат на совокупный капитал на базе представительной выборки акционерных предприятий их важнейших отраслей. Расчет CVA можно выглядит следующим образом [Диггер, 2005]:

$$(4) \quad CVA = (CFROI - \text{затраты на капитал}) \times \text{Валовые инвестиции.}$$

Таким образом, можно сказать, что на сегодняшний день ни один из показателей экономической добавленной стоимости не способен наиболее точно рассчитать величину экономической прибыли.

Корректировки EVA

Для расчета показателя экономической добавленной стоимости необходимо осуществить ряд корректировок, которые позволяют приблизить прибыль к денежному потоку компании, более корректно отразить капитал, задействованный при создании этой прибыли, а также устранить так называемую «манипуляцию с отчетностью» — завышение или сглаживание прибыли компании — с помощью умелого использования принципов бухгалтерского учета [Ивашковская, 2004].

Стерн и Стюарт разработали 164 корректировки, которые могут быть использованы при расчете EVA. Компания Stern Stewart & Co. ежегодно публикует рейтинг крупнейших 1000 компаний на основе показателя EVATM, но, к сожалению, сам расчет показателя экономической добавленной стоимости остается закрытой информацией. В связи с чем в научной и профессиональной среде не утихают споры по поводу необходимости

осуществления корректировок вообще и о наборе этих корректировок [Осипов, 2005]. Однако в 1994 году Стюарт [Stewart, 1994] отметил, что для управления стоимостью на основе показателя EVA достаточно использовать только некоторые из корректировок, отражающие специфику деятельности компании и понятные ее менеджменту.

К этому времени показатель EVA успел завоевать большую популярность среди теоретиков и практиков. Однако вопрос о правильном способе расчета EVA оставался открытым. В 1997 году Кен Юк предложил приближенный способ расчета показателя EVA на основе ежегодной отчетности компаний. Этот способ расчета, согласно мнению автора, более удобен для проведения экономических исследований, а также при решении практических задач финансового менеджмента. Несмотря на то что при расчете EVA, предложенного Кеном, использовалось только шесть корректировок, показатель экономической добавленной стоимости 1000 крупнейших компании оказался довольно близким к показателю EVATM Стерна и Стюарта (таблица 1.)

Таблица 1

Корреляция EVA и ее компонентов, рассчитанная К. Юком с аналогичными показателями, рассчитанными компанией Стерна и Стюарта

Показатель	EVA	Adjusted Capital	Adjusted NOPAT	WACC
Средний коэффициент корреляции в период с 1992-го по 1996 год	0,76	0,92	0,93	0,85

Источник. Estimating EVA Using Compustat PC Plus., By: Yook, Ken C., Financial Practice & Education, 10820698, Fall/Winter99, Vol. 9, Issue 2.

Как видно из таблицы 1, предложенный К. Юком расчетный показатель EVA является довольно близкой аппроксимацией показателя EVATM Стерна и Стюарта. Средний коэффициент корреляции составляет 76%, причем корреляция скорректированных показателей гораздо выше – 92% у скорректированного инвестированного капитала и 93% у скорректированной операционной прибыли. Кен Юк делает вывод о том, что главной причиной расхождений расчетов экономической добавленной стоимости являются не столько используемые корректировки капитала и прибыли, сколько различные оценки средневзвешенных затрат на капитал.

Действительно, источником расчета корректировок является отчетность компании, которая составляется только самой компанией, поэтому аналитики пользуются фактически той же информацией, разница заключается лишь в объеме доступных данных. Но источников информации, а также способов расчета затрат на капитал одной и той же компании достаточно много (различаются оценки бета компании и кредитного рейтинга ведущих аналитических агентств, различные способы определения премии за риск и безрисковой ставки, подходы к определению структуры капитала и т.п.), поэтому и полученный коэффициент корреляции затрат на капитал ниже. [Yook, 1997].

Кен Юк в своей работе использует следующие корректировки капитала и чистой операционной прибыли.

Скорректированный капитал =
 общие активы на начало года
 – беспроцентная текущая задолженность, высоколиквидные ценные бумаги и незавершенное строительство
 + приведенная стоимость капитализированных лизинговых платежей
 + резервы по сомнительным долгам
 + резервы LIFO
 + капитализированные расходы на НИОКР за последние 5 лет
 + совокупные посленалоговые чрезвычайные убытки (прибыли)

+ накопленный износ деловой репутации.

Скорректированная чистая операционная прибыль =
чистая операционная прибыль
+ увеличение резервов по сомнительным долгам
+ увеличение резерва LIFO
+ увеличение чистых капитализированных расходов на НИОКР
+ прочие операционные доходы
– отложенные налоговые обязательства
– амортизация деловой репутации.

Впоследствии ряд авторов в своих публикациях [Biddle et al., 1997; Yook, 1999; Young D., O'Byrne S., 2000; Girotra & Yadav, 2001] предлагали свою версию приближенного расчета показателя EVA и необходимых корректировок. Таким образом, на сегодняшний день определены важнейшие из них. Большинство корректировок относятся к тому, что разработчики EVA называют эквивалентами собственного капитала ('equity equivalents'), – это расходы на исследования и разработки, резервы, отложенные налоги и goodwill, или долговые эквиваленты ('debt equivalents') – лизинг [Смирнова, 2007].

Корректировки, которые будут использоваться для рейтинга EVA непубличных компаний

На основе российской публичной отчетности, к сожалению, невозможно осуществить следующие корректировки:

- капитализацию расходов на исследования и разработки,
- расходы на создание бренда.

Корректировки невозможны в том случае, если в приложении к бухгалтерскому балансу (форма № 5 отчетности) в разделе 6 «Расходы по обычным видам деятельности» в строке 650 компания не выделила соответствующие виды расходов. Как правило, малые и средние компании, ввиду специфики своей деятельности, не уделяют основного внимания исследованиям и разработкам, поэтому данную корректировку осуществлять нет необходимости. То же самое относится и к расходам на создание бренда.

- Корректировка на использование лизинга.

На сегодняшний день стоимость имущества, переданного в лизинг, показывается на забалансовых счетах компании. Однако сами лизинговые платежи в отчетности не показываются. Приведенную стоимость лизинговых платежей рассчитать не представляется возможным. Тем не менее в расходы организации включены арендные или лизинговые платежи забалансового имущества. Они отражаются в разделе прочих операционных расходов. Если их величина не выделена отдельно, то для расчета чистой операционной прибыли прочие операционные расходы не должны вычитаться. Таким образом, корректировка на забалансовое имущество будет представлять собой прибавление его величины к капиталу и расходов по аренде и лизингу к операционной прибыли. Отличие этой корректировки от предлагаемой Стерном и Стюартом в том, что в ней используются бухгалтерские финансовые расходы, а не рыночные. В случае совпадения бухгалтерских затрат по аренде или лизингу с рыночной ставкой по заемному капиталу корректировки становятся эквивалентными.

Остальные корректировки вполне осуществимы.

Методология рейтинга

На основе каждого из показателей экономической прибыли — остаточного дохода, экономической добавленной стоимости и денежной добавленной стоимости — сначала необходимо построить рэкинг – ранжирование компаний по одному показателю в порядке

убывания величины показателя. Рейтинг компаний по показателям экономической прибыли строится на основе суммы баллов компании в каждом из трех рейтингов.

Исходные данные

Расчет показателей экономической прибыли основывается на информации о результатах деятельности компании, которая содержится в финансовой отчетности.

1. Финансовая отчетность компании:

- а) бухгалтерский баланс (форма № 1);
- б) отчет о прибылях и убытках (форма № 2);
- в) отчет об изменении капитала (форма № 3);
- г) отчет о движении денежных средств (форма № 4);
- д) приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

Для расчета затрат на капитал – альтернативных издержек — используются данные финансового рынка.

2. Данные о среднеотраслевых значениях бета на развитых рынках капитала и среднеотраслевой структуре капитала и налоговой ставке.

3. Таблица соответствия коэффициентов покрытия уровню кредитного рейтинга S&P и величине спреда риска дефолта.

4. Информация о безрисковой доходности на рынке США.

5. Информация о средней премии за риск на рынке США.

6. Данные об относительной волатильности российского и американского рынков.

7. Текущий спред риска дефолта, соответствующий становому рейтингу России.

8. Премия за риск вложения в малое и среднее предприятие.

Расчеты показателей экономической прибыли

При построении рейтинга попытаемся, где это возможно, сохранить предложенный авторами способ расчета показателей. Расчет показателей приводится согласно кодам статей новых отчетных форм, введенных Приказом Минфина № 4н от 13.01.2000 года [Аверчев, 2000].

Остаточный доход =
чистая прибыль (строка 160 отчета о прибылях и убытках)
– затраты на собственный капитал · собственный капитал (строка 490 + строка 640 баланса).

Добавленная экономическая прибыль =
скорректированная чистая операционная прибыль
– средневзвешенные затраты на капитал · скорректированный капитал.
Скорректированный капитал =
общие активы на начало года (строка 300 баланса)
– задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (строка 244 баланса)
– кредиторская задолженность без учета векселей к уплате (строка 620 минус 622 баланса)
– краткосрочные финансовые вложения (строка 250 баланса)
– незавершенное строительство (строка 130 баланса)
+ резервы предстоящих расходов и платежей строка (80 отчета о движении капитала)
+ накопленный износ деловой репутации (справка к разделу 3 Приложения к балансу)
+ арендованные основные средства (строка 910 баланса).
Скорректированная чистая операционная прибыль =

прибыль от продаж (строка 50 отчета о прибылях и убытках) · (1-0,24)
 + увеличение резервов предстоящих расходов и платежей (изменение строки 80 отчета о движении капитала)
 + прочие операционные доходы (строка 60 + 80 + 90 отчета о прибылях и убытках) · (1 – 0,24)
 + прочие внереализационные доходы (строка 120 минус 130) · (1 – 0,24)
 – отложенные налоговые обязательства (строка 142 отчета о прибылях и убытках)
 + отложенные налоговые активы (строка 141 отчета о прибылях и убытках)
 – амортизация деловой репутации (справка к разделу 3 Приложения к балансу).

Средневзвешенные затраты на капитал в долларовой доходности =
 доля заемного капитала · затраты на заемный капитал · (1 – 0,24) +
 + доля собственного капитала · затраты на собственный капитал.

Перевод средневзвешенных затрат на капитал из долларовой доходности в рублевую произведем на основе паритета покупательной способности по формуле Фишера.

Средневзвешенные затраты на капитал в рублевой доходности =
 (1+ средневзвешенные затраты на капитал в долларовой доходности) · (1 + темп инфляции в России за отчетный год) / (1+ темп инфляции в США за отчетный год) – 1.

Доля собственного и заемного капитала рассчитывается исходя из балансовых данных, поскольку в закрытых компаниях нет информации о рыночной стоимости капитала компании. Затраты на собственный капитал рассчитаем по модифицированной модели CAPM.

Затраты на собственный капитал =
 безрисковая ставка США +
 + рычаговая бета компании · премия за риск на рынке США · стандартное отклонение индекса РТС / стандартное отклонение индекса S&P
 + премия за риск вложения в малую или среднюю компанию
 Рычаговую бета компании рассчитаем на основе модели Р. Хамады
 Рычаговая бета компании =
 (рычаговая средняя бета отрасли развитого рынка / [1+ средняя структура капитала отрасли · (1 – предельная налоговая ставка страны развитого рынка)]) · [1+ балансовая структура капитал компании · (1 – 0,24)]

Затраты на заемный капитал рассчитаем на основе модели риска дефолта.

Затраты на заемный капитал =
 безрисковая ставка США
 + премия за риск дефолта России на основе данных станového рейтинга
 + премия за риск дефолта компании на основе синтетического рейтинга долга компании [Дамодаран, 2004].

Денежная экономическая прибыль =

(рентабельность денежных потоков на инвестиции – затраты на капитал) · валовые инвестиции.

Рентабельность денежных потоков на инвестиции рассчитывается как внутренняя норма отдачи от следующего потока платежей:

- валовые инвестиции в текущем периоде, взятые с отрицательным знаком;
- валовые денежные потоки в течение ожидаемого срока службы активов, скорректированных на инфляцию;
- стоимость неамортизируемых, активов полученная в конце n года (строки 360 и 361 Приложения к бухгалтерскому балансу или строка 121 баланса).

Ожидаемый срок службы активов =

1 / [1 – амортизация амортизируемого имущества (сумма строк 393–398 раздела 3 Приложения к бухгалтерскому балансу)] .

Валовые денежные потоки =
чистая операционная прибыль (сумма строк 140, 100 и 70)
+ амортизация (изменение суммы строк 393–398 раздела 3 Приложения к бухгалтерскому балансу).

Валовые инвестиции =
стоимость активов (строка 300 баланса – строка 224 – строка 620 + строка 910 баланса)
+ накопленная амортизация (сумма строк 393–398 раздела 3 Приложения к бухгалтерскому балансу).

Затраты на капитал = средние затраты на капитал по российским акционерным компаниям данной отрасли [Дигтер, 2005].

К сожалению, на основе публичной финансовой отчетности не представляется возможным учесть текущую стоимость валовых инвестиций. Поэтому в целях сопоставимости данных валовые денежные потоки рассчитываются без учета инфляции, так же как и стоимость неамортизированных активов в конце n года. В результате данного допущения рентабельность денежных потоков будет получена в реальном выражении, для перевода ее в номинальную доходность добавим инфляцию текущего года.

Рентабельность денежных потоков на инвестиции в номинальном выражении =
рентабельность денежных потоков на инвестиции
+ темп инфляции в России за текущий год.

Таким образом, на основе российской публичной отчетности действительно имеется возможность построения рейтинга непубличных компаний по величине заработанной ими экономической прибыли. Те корректировки, которые нельзя осуществить на основе отчетности, можно рассчитать на основе запроса необходимой информации в компанию, в том случае, если ее руководство будет заинтересовано в более аккуратных расчетах.

Список литературы

1. Girotra A., Yadav S.S. Economic Value Added (EVA): A New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance // *Global Journal of Flexible Systems Management*; Jan-Mar., 2001.
2. Biddle G.C., Bowen, R.M., Wallace, J.S. Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values // *Journal of Accounting and Economics*, № 24, 1997, pp. 301–336.
3. Stewart III, Bennett G. EVA: Fact and Fantasy // *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (No. 2, Summer), 1994, pp. 71–84.
4. Yook, K. Estimating EVA using Compustat PC Plus // *Financial Practice and Education* Fall-Winter, 1999, pp. 33–37.
5. Young D. O'Byrne S. EVA & Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. - New York: McGraw-Hill, 2000.
6. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран: Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
7. Дигтер Х., Харальд Х. ПИК. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга: Пер. с нем./ Под ред. Л.Г. Головача, М.Л. Лукашевича и др. М.: Финансы и статистика, 2005.
8. Ивашковская, И.В. Управление стоимостью компании: Вызовы российскому менеджменту // *Российский журнал менеджмента*. - 2004. - № 4. - С. 113–132.
9. Осипов М.А. Использование концепции экономической добавленной стоимости (EVA™) для оценки деятельности компании. // *Управление корпоративными финансами*. – 2005. - № 1.
10. Смирнова И.А. Оценка изменения акционерной ценности российских компаний: сравнение ценностно-ориентированных и бухгалтерских показателей. *Финансовый менеджмент*. – 2007. - № 1.
11. Аверчев И. Отчетные формы предприятий // <http://gaap.ru/biblio/rusbuh/001.asp> - 2000.