

## ТРАСЛЕВЫЕ ОСОБЕННОСТИ ВЫБОРА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЛЯ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В ЦЕЛОМ И ВКЛАДА ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

Теплова Т.В., к.э.н., доцент ГУ ВШЭ, зам. зав. кафедрой экономики и финансов фирмы

*Государственный университет – Высшая школа экономики (ГУ ВШЭ), г. Москва*

Выбор финансовых показателей, диагностирующих эффективность деятельности компании в целом и выгод заимствования, в частности, является сложной задачей, решение которой зависит как от отраслевых особенностей функционирования, так и от выбираемой стратегии развития. Высокорискованные и высокотехнологичные направления деятельности, а также компании, активно использующие управленческие новации (аутсорсинг, сетевые технологии), характеризуются «дорогими» платными источниками финансирования, высокой долей кредиторской задолженности, низким значением инвестированного капитала по данным финансового учета. Для сопоставления эффективности разных бизнес-направлений предлагается новый показатель – модифицированная прибыльность, рассчитываемый по экономической прибыли. Диагностирование вклада финансовых решений может быть реализовано через анализ эффектов двух рычагов (платного и бесплатного). Наличие ограничений на налоговый щит в РФ также должно быть учтено в представлении эффекта платного финансового рычага.

Переход на рыночные условия хозяйствования и усиление конкуренции на товарных, инновационных рынках, на рынке труда заставляют менеджмент компаний и внешних финансовых аналитиков по-новому ставить вопросы об адекватности критериев оценки эффективности (в том числе экономической) как по ранее выбранной стратегии развития, так и по обсуждаемым инвестиционным, финансовым и коммерческим решениям.

Очевидно, что диагностирование финансовых проблем и выработка адекватных финансовых механизмов воздействия на экономическую эффективность невозможны без выбора для компании адекватной внешней среде финансовой модели. Как любая аналитическая модель, финансовая должна описывать принципы измерения финансовых результатов, обеспечивать проверку на соответствие этим принципам выбираемых показателей мониторинга, фиксировать алгоритм расчета выбранных показателей с учетом специфики макроэкономического положения страны, отрасли и деятельности компании. Ошибкой многих компаний является игнорирование этих базовых условий финансовой аналитической работы. Не согласовав цели и принципы, по которым должна оцениваться компания, менеджмент часто работает с хаотичным набором плохо согласующихся между собой показателей, которые трудно понять собственникам и которые часто вводят в заблуждение самих менеджеров.

В последние годы на рынке консультационных услуг предложено огромное количество конкурирующих между собой систем показателей, претендующих на наиболее «точное» диагностирование финансового здоровья компании. Однако не все эти новации оказываются востребованными на российском рынке.

Две причины порождают такую ситуацию. Первая причина – информационная. Менеджерам-нефинансистам и инвесторам-собственникам часто бывает достаточно сложно разобраться в нюансах расчета и практической значимости тех или иных систем финан-

совых показателей, особенно когда стандартной финансовой отчетности оказывается недостаточно для проведения анализа. В российских компаниях еще сохраняется ситуация, когда финансист выполняет исключительно учетные функции или задачи оперативного распределения денежных потоков. Достаточно редко реализуется постановка управленческого учета и увязка его с финансовой аналитикой. Например, даже по такой компании, как ЛУКОЙЛ, по многим дочерним компаниям только ставятся задачи завершения постановки внутреннего учета. Единственной базой, на которой в этом случае могут выстраиваться показатели, является финансовый учет и отчетность. Из-за использования различных финансовых схем в рамках групп компаний эта отчетность по отдельным юридическим лицам часто оказывается искаженной, не дающей возможности для действенного анализа. Рассмотрение консолидированной отчетности или возможность на базе управленческого учета формирования показателей, диагностирующих эффективность работы бизнес-единиц или отдельных направлений деятельности (например, в географическом разрезе) позволит снять эту информационную причину.

Вторая причина связана с психологией поведения менеджмента и собственников, когда хорошо ранее выстроенная система показателей или покупка признанного продукта консультационной фирмы создает иллюзию «совершенства». Компания впадает в заблуждение, что единожды выбранная система показателей будет работать всю оставшуюся жизнь. При этом часто забываются правила управленческой поддержки (наличие регламентов по проверке действенности выбранных показателей, по-факторному разбору полученных оценок, проведению сравнительного анализа подразделений и филиалов, принятию ответных решений, внедрению системы мотивации по достижению плановых значений и т.п.). Практика показывает, что со сменой стратегии, переходом на новый этап жизненного цикла система показателей должна меняться. Главная задача финансового аналитика в компании – не только мониторинг самих показателей, но и проверка их на адекватность интересам заинтересованных групп.

Остановимся на наиболее значимых ошибках, которые допускаются в проведении внутреннего финансового анализа, и сформулируем правила выбора и пересмотра системы показателей.

### ВЫБОР СИСТЕМЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Сложность выбора системы показателей связана с попыткой учесть интересы многих групп заинтересованных лиц. Показывая результаты деятельности через набор финансовых и нефинансовых показателей, менеджмент стремится, чтобы эти результаты, во-первых, удовлетворили ожидания пользователей, а, во-вторых, были им понятны, показывали реальный вклад, который менеджеры внесли в успех (неудачу). Особенность стандартных показателей, построенных на финансовой отчетности компаний – завуалированная ориентированность в первую очередь на кредиторов. В международных стандартах отчетности (US GAAP, МСФО) даже построение баланса акцентирует внимание на достаточную ликвидность активов для погашения заемных обязательств. Это объяснимо, т.к. начало разработки стандартов было положено в период активного становления рынка заемного капитала.

В современных условиях растет роль нефинансовых инвесторов компании (т.е. тех, кто создает человеческий, инновационный, организационный капитал), что приводит к определенной консервативности работы с заемным капиталом. Более того, растущая потребность в новом капитале (для создания барьеров, сохраняющих конкурентные преимущества) акцентирует внимание менеджеров на собственный капитал, в том числе внешний. Работа с существующими и потенциальными собственниками становится первоочередной, т.к. именно их интересы становятся преобладающими. Поэтому перед менеджерами (или консультантами) возникает задача выстраивания системы показателей, которые бы:

1. Хорошо диагностировали изменение величины вложенного капитала, т.е. показывали инвестиционную оценку вклада собственников и наличие текущего дохода.
2. Были понятны управленческому звену, собственникам и кредиторам, другим заинтересованным лицам (контрагентам, персоналу, обществу).
3. Позволяли увязать оплату труда менеджеров и персонала с реальным вкладом в рост выбранных показателей анализа. А это уже требует «разложения» ключевых показателей по уровням управления, по бизнес-единицам, глобальным центрам ответственности (например, по доходам, затратам, инвестициям).

В зависимости от стадии жизненного цикла и значимости положения владельцев собственного капитала компании делают выбор между очень простыми показателями (имеет в виду доступ к информации, например, такие показатели, как выручка, операционная прибыль) и достаточно сложными в расчете, когда де-

лается попытка учесть вклад нефинансовых инвесторов (например, показатель **EVA™**). Ранжируя показатели по сложности расчета и точности диагностирования положения собственников, можно построить условную лестницу, как показано на рис. 1.

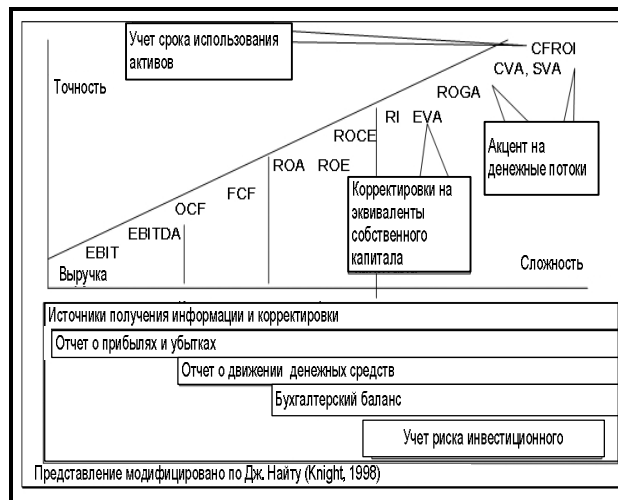


Рис. 1. Ранжировка показателей по сложности расчета и точности диагностирования положения собственников

Краткий комментарий по указанным на рис. 1 показателям приведен в табл. 1.

Таблица 1

ПОКАЗАТЕЛИ (ТРАДИЦИОННЫЕ И НОВЫЕ), ВЫБИРАЕМЫЕ КОМПАНИЯМИ ДЛЯ МОНИТОРИНГА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ И ВКЛАДА ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

Показатели	Комментарии
<b>Общие замечания и обозначения</b>	<b>Метод вычисления, достоинства и недостатки</b>
Абсолютные показатели на основе стандартной финансовой отчетности: Выручка, Операционная прибыль ( <b>EBIT</b> ), Операционная прибыль до вычета амортизации ( <b>EBITDA</b> )	Рассматривается выручка-нетто, т.е. с вычетом НДС и акцизов. <b>EBITDA</b> = <b>EBIT</b> + Амортизация. Этот показатель наиболее близок к показателю операционного денежного потока ( <b>OCF</b> ) и поэтому часто используется в аналитике. Так, для оценки кредитного риска часто применяют показатели: 1) коэффициент покрытия процентов = <b>EBITDA</b> / Процентные платежи за год 2) коэффициент чистого долга = Чистый долг / <b>EBITDA</b> Основные недостатки показателя чистая прибыль и претензии к показателю <b>EBIT</b> показаны на (рис. 2)
Относительные показатели на базе стандартной финансовой отчетности: Рентабельность капитала <b>ROA, ROE, ROCE</b> Рентабельность или прибыльность продаж ( <b>PM</b> , Profit margin). Могут рассматриваться различные показатели прибыли: операционная, чистая, <b>EBITDA</b>	Рентабельность капитала = Прибыль/Капитал Или Прибыль/Активы Так как в числителе фигурирует интервальный показатель прибыли, а в знаменателе – моментный (активы, капитал на дату), то следует применять усредненное значение по активам или капиталу. Например, средняя величина активов = (Активы на начало года+ Активы на конец года)/2 Далее в знаменателе усредненные оценки: <b>D</b> – величина заемного капитала (традиционно, как долгосрочные и краткосрочные процентные заимствования); <b>S</b> – величина собственного капитала; <b>T</b> – ставка налога на прибыль. <b>EBIT</b> – операционная прибыль или прибыль до вычета процентов по займам и налога на прибыль Налоговый щит по процентам – налоговая выгода, получаемая из-за уменьшения налогооблагаемой базы на величину процентных платежей по займам <b>PM</b> = прибыль/ выручка
Рентабельность активов <b>ROA</b> , Return on Assets	Рентабельность активов = Чистая прибыль/ Активы Не корректный показатель для анализа, т.к. сопоставляются выгоды владельцев собственного капитала с активами, которые профинансированы всеми инвесторами (и собственниками, и кредиторами)
Рентабельность собственного капитала <b>ROE</b> , Return on Equity	Рентабельность собственного капитала = Чистая прибыль/ Собственный капитал

Показатели	Комментарии
<b>Общие замечания и обозначения</b>	<b>Метод вычисления, достоинства и недостатки</b>
<b>ROE &gt; ROA</b>	При любых условиях привлечения заемного капитала $ROE = ROA * (1 + D/S)$
Рентабельность вложенного капитала <b>ROCE</b> , Return on Capital Employed Часто используется также обозначение <b>ROI</b> , Return on Investment, <b>ROIC</b>	Рентабельность используемого капитала = $NOPAT / CE = EBIT (1 - T) / CE$ $CE = D + S$ = сумма платных источников функционирования компании = собственный капитал + долгосрочные и краткосрочные процентные займы = чистые операционные активы
Условие <b>ROE &gt; ROCE</b>	При отсутствии налогового щита (например, в РФ до 2002 года): при усредненной ставке по займам меньше рентабельности используемого капитала
Условие <b>ROE &gt; ROCE</b> при наличии налогового щита	Парадокс: Может быть при средней ставке по займам ( $kd$ в%) > рентабельности используемого капитала Условие существования: Затраты на заемный капитал ( $kd * (1 - T)$ в%) должны быть меньше рентабельности используемого капитала
Показатели денежного потока: <b>OCF</b> – по операционной деятельности из отчета о движении денежных средств, <b>FCF</b> , free cash flow	<b>FCF</b> – свободный денежный поток, т.е. поток, потенциально доступный к распределению между владельцами собственного капитала. $FCF = OCF$ – необходимые для развития компании инвестиции за рассматриваемый период. Или косвенный метод расчета <b>FCF</b> : $FCF = EBIT * (1 - T) + \text{Амортизация} + / - \text{изменения в чистом оборотном капитале}$ – Инвестиции во внеоборотные активы
Показатели экономической или остаточной прибыли Residual Income ( <b>RI</b> )	Экономическая прибыль = чистая прибыль – плата за собственный капитал. <b>EVA<sup>TM</sup></b> – зарегистрированная товарная марка продукта консалтинговой компании SternStewart & Co. Это модифицированная экономическая прибыль, подчеркивающая особенности формирования капитала и прибыли для компаний с высокой долей НИОКР, арендованных активов, отложенных налоговых обязательств
<b>ROGA</b> , Return on Gross Assets – Валовая рентабельность активов по денежному потоку	<b>ROGA</b> = посленалоговая операционная прибыль, увеличенная на амортизацию данного года/ вложенный капитал с учетом накопленной амортизации $ROGA = (NOPAT + \text{Амортизация}) / (CE + \text{накопленная амортизация})$
Добавленная акционерная стоимость <b>SVA</b> Shareholders Value Added	Как приведенная оценка приростных по годам прогнозируемых свободных денежных потоков за определенный период времени: $SVA_t = PVFCF_t - PVCF_{t-1}$



Рис. 2. Финансовые показатели

Традиционно точность диагностирования изменения положения собственников проверяется либо через текущих, краткосрочный результат – показатель **TSR** (общая доходность собственника, которая рассчитывается как сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала), либо через рыночно-ориентированные показатели, отражающие долгосрочные перспективы развития компании: через прирост рыночной капитализации за период (**MVA**), либо через соотношение рыночной и балансовой оценок (**MV / BV**). Сложность проверки точности представленных к рассмотрению по-

казателей заключается в достаточно низкой корреляции проверочных индикаторов: текущих и долгосрочных показателей рыночного положения собственников. Отсутствие тесноты связи между ними хорошо диагностирует рис. 3, на котором показаны крупнейшие мировые ритейлерские компании (торговые сети) с двумя метриками: усредненное по годам значение **TSR** (на вертикальной оси) и **MV / BV** (на горизонтальной оси – соотношение рыночной капитализации и балансовой оценки собственного капитала на 2003 год).

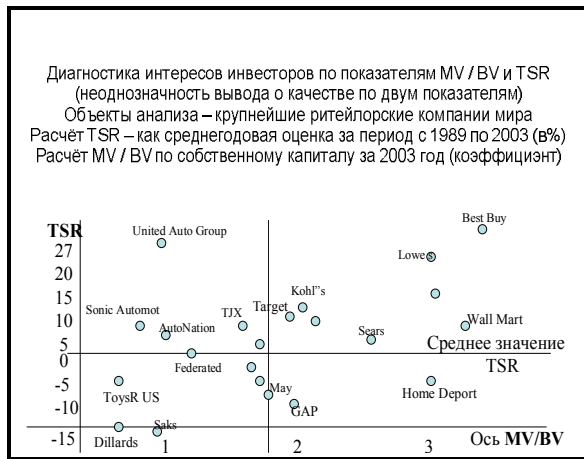


Рис. 3. Крупнейшие мировые ритейлерские компании (торговые сети)

Какие-то показатели из рис. 1 хорошо диагностируют изменение *TSR*, какие-то более близки к показателям, диагностирующим потенциалы роста капитала. Поэтому, разрабатывая проверочные тесты соответствия показателей интересам собственников или иных заинтересованных лиц, следует определиться с их целевыми установками, включая финансовый блок. Скорее всего, выбранный ключевой показатель будет хорошо диагностировать только один из индикаторов благосостояния собственников (либо *TSR*, либо *MV / BV*).

**ВЫБОР ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

При выборе показателей следует учитывать стадию жизненного цикла компании, т.к. на разных этапах будут превалировать разные финансовые и нефинансовые цели. Возможно, учесть разнообразие целей может помочь сбалансированная система показателей Нортон и Каплана (*BSC*). Однако, следует помнить, что переход к новым стратегическим задачам должен привести и к смене ранее разработанной системы *BSC*.

**ПОСТРОЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

При построении показателей следует учитывать отраслевые особенности функционирования, а при рассмотрении группы компаний, включающей разные направления деятельности, недопустимо использование однотипных алгоритмов расчета. Покажем, какие ошибки возможны при игнорировании отраслевой специфики и российской практики привлечения капитала.

Наиболее популярным для внешней финансовой аналитики и для построения внутренних рычагов (драйверов) влияния, которые могут быть разложены до самого низшего уровня управления, являются показатели сопоставления рентабельности вложенного капитала и затрат по капиталу (*cost of capital*). Обозначая относительную величину (в процентах годовых) средневзвешенных по элементам капитала затрат на капитал через *WACC*, получаем два новых очень популярных показателя: спред эффективности (равен *ROIC - WACC*) и индекс эффективности (равен *ROIC / WACC*). Для анализа выгод заемного финансирования чаще всего используется показатель *ROE*, через выделение в нем эффекта финансового рычага и сопоставление *ROE* с требуемой

доходностью по собственному капиталу (*COE*). Проверка эффективности финансовых решений – положительное значение спреда (*ROE - COE*).

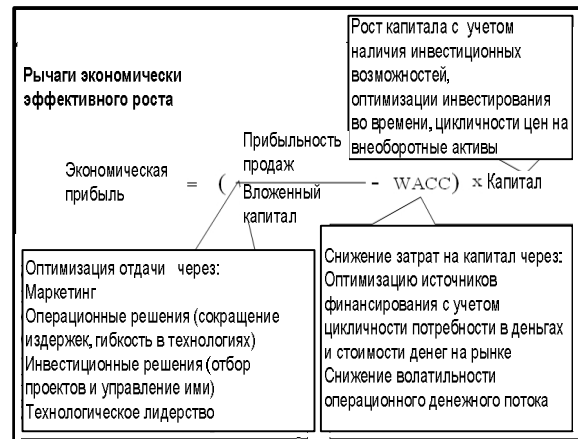


Рис. 4. Рычаги экономически эффективного роста

Акцент на спред эффективности не случаен, так как в этом показателе рычаги управления могут быть разложены по маркетинговой деятельности, инвестиционной (как принятие проектов с увеличением активов, так и продажа активов, закрытие тех или иных направлений деятельности), финансовой. На рис. 4 показаны ключевые рычаги влияния в рамках показателя «экономическая прибыль». Завоевывающий популярность показатель EVA базируется на концепции экономической прибыли и предполагает существенные корректировки в оценке капитала и текущей прибыли. Например, для компаний с высокой долей НИОКР (фармацевтика, биотехнологии, электроника, автомобилестроение), затрат на персонал и маркетинг (пищевые, косметические компании) эти традиционно учитываемые как текущие затраты будут капитализированы и увеличат значение вложенного капитала. Для отраслей с высокой долей арендованных активов (авто- и авиаперевозчики) величина капитала также будет пересмотрена. Соответственно, текущее значение прибыли будет скорректировано в сторону увеличения.

Компания Балтика (расчет банка Зенит)										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Выручка	333,4	537,4	622,7	737,2	934,0	1217,2	1440,6	1664,0	1884,0	2096,0
Валовая прибыль	135,6	275,5	340,9	339,9	444,8	611,7	726,0	840,3	953,3	1082,7
Операционная прибыль	108,7	176,0	190,6	168,5	172,5	299,6	315,1	364,8	407,9	454,8
ЕВТДА	129,1	203,4	234,1	226,8	252,6	399,5	435,4	506,3	570,8	639,3
РБТ	104,9	155,2	177,7	170,5	175,1	262,5	318,3	368,4	411,7	459,0
Чистая прибыль	83,1	129,0	137,1	123,1	132,0	197,9	239,9	277,7	310,3	346,0
Валовая рентабельность, %	40,7%	51,3%	49,9%	46,1%	47,6%	50,3%	50,4%	50,5%	50,6%	50,7%
Рентабельность ЕВТ, %	32,6%	32,6%	27,9%	22,9%	17,4%	21,3%	21,9%	21,9%	21,6%	21,7%
Рентабельность ЕВТДА, %	38,7%	37,8%	34,3%	30,8%	25,4%	29,5%	30,2%	30,4%	30,3%	30,5%
Чистая рентабельность, %	24,9%	24,0%	21,1%	16,7%	13,3%	16,3%	16,7%	16,7%	16,5%	16,5%
EPS	0,78	1,20	1,17	1,06	1,13	1,69	2,05	2,37	2,65	2,95
PE		10,39	11,66	12,18	16,18	19,84	17,10	14,77	13,22	11,86
ROA	21,7%	25,1%	19,4%	14,4%	12,6%	16,6%	17,1%	16,9%	16,3%	15,6%
ROE	29,5%	32,6%	25,0%	18,6%	16,9%	22,1%	22,8%	22,4%	21,5%	20,7%
ROIC	23,7%	26,7%	21,0%	15,2%	13,6%	17,9%	18,5%	18,4%	17,8%	17,3%
ROIC/WACC				1,39	1,08	1,04	1,56	1,67	1,69	1,65
EVA		55,49	37,95	9,33	4,85	70,50	85,90	110,59	126,27	135,65

Рис. 5. Ключевые финансовые показатели по пивоваренной компании Балтика

На рис. 5 выделены ключевые финансовые показатели по пивоваренной компании Балтика по отчетным

данным за период 2000-2004 годы и прогнозные оценки за 2005-2009 годы. Значение индекса эффективности больше единицы свидетельствует об эффективности деятельности в целом, хотя отдельные годы характеризовались снижением эффекта.

Следует отметить, что спред эффективности чувствителен к влиянию макроэкономических факторов и цикличности спроса. Например, на рис. 6 показана динамика спреда эффективности по нефтегазовой отрасли (рассматривались более 300 компаний мира на отрезке с 1964 по 2003 год). Только существенный рост цен на нефть с 1999 года привел к положительному значению спреда по усредненной компании отрасли. Такая отраслевая специфика требует определенных корректировок в выбираемых показателях, так как выводы по эффективности только на базе текущих наблюдаемых значений спреда эффективности могут не верно сориентировать стратегически.

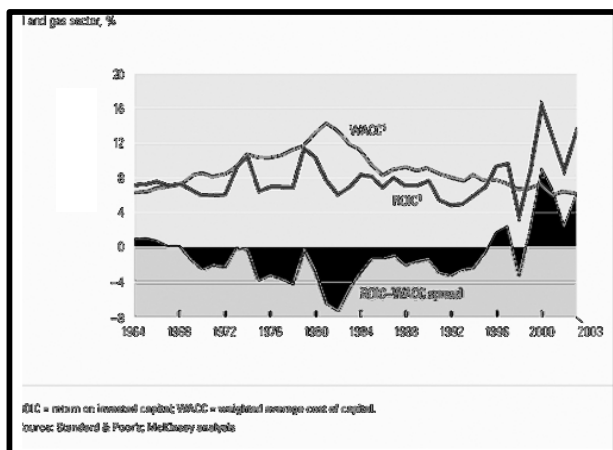


Рис. 6. Динамика спреда эффективности по нефтегазовой отрасли

Таблица 2

**МЕДИАННОЕ ЗНАЧЕНИЕ СООТНОШЕНИЯ ИНВЕСТИРОВАННОГО ЗА ГОД КАПИТАЛА И ГОДОВОЙ ВЫРУЧКИ ЗА 2004 ГОД ПО ОТРАСЛЯМ**

Показатель	Значение
Гостиничный бизнес, туризм	163
Морские порты	104
Телекоммуникационные услуги (интегрированные компании)	102
Производство бумаги	87
Угольная и металлургическая промышленность (интегрированные)	86
Бытовая химия	57
Биотехнология	54
Нефтегазовая промышленность (интегрированные компании)	40
Фармацевтика	38
Бытовая электроника	27
Программное обеспечение	22
IT консалтинг и услуги для высокотехнологичных компаний	19
Системное программное обеспечение	-3

Источник: Bloomberg

По ряду направлений деятельности расчет спреда эффективности или показателя рентабельности вложенного капитала даже может привести к парадок-

сальным результатам. Прежде всего это касается тех сфер деятельности, где значимость инвестированного капитала ничтожно мала, особенно при оперировании с данными стандартной финансовой отчетности. Так, например, в табл. 2 показано среднее соотношение вложенного капитала (**CE**) к выручке за 2004 год по крупным компаниям американского и европейского рынка (с выручкой более \$100 млн. в год). По отдельным высокотехнологичным компаниям соотношения вложенного капитала к выручке показаны в табл. 3.

Таблица 3

**СООТНОШЕНИЕ CE / ВЫРУЧКА И ДОЛЯ «БЕСПЛАТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ» В ТЕКУЩИХ АКТИВАХ**

IT компании	Соотношение CE / Выручка	Доля «бесплатных обязательств» в текущих активах (в %)
MSFT	1,35	23
SAP	0,91	9
CSCO	0,98	28
HPQ	0,55	38
DELL	0,18	60
IBM	0,8	29

Однако рассмотрение компаний с многообразными направлениями деятельности, которые приведены в таб. 3, часто затеняет проблемы корректного учета вложенного капитала. Рассмотрение мелких компаний, занимающихся разработкой программного обеспечения или сервисом, связанным с компьютерами, когда не используется дебиторская задолженность, минимальны запасы, оборудование практически отсутствует и активно используется предоплата услуг, показывает, что соотношение инвестированного капитала к выручке принимает высокие отрицательные значения. Аналогичная ситуация наблюдается по IT подразделениям промышленных групп (например, подразделения по Татнефти, ЛУКОЙЛу). Сопоставлять деятельность таких подразделений с другими направлениями деятельности компании по стандартным показателям **ROIC** или **FCF** было бы ошибочно.

Многие высокотехнологичные молодые компании, активно используя аутсорсинг, лизинговые соглашения по оборудованию, минимизируя запасы, с точки зрения учета зануляют инвестированный капитал. Меняя бизнес-модель со временем, значения **ROIC** по годам оказываются очень нестабильными, что затрудняет горизонтальный анализ.

На условном примере покажем парадоксальные результаты сопоставления бизнес-направлений деятельности по показателю **ROIC** для компании со 100% собственным капиталом, занимающейся как продажей компьютеров, так и разработкой программного обеспечения (ПО) и оказанием услуг по их инсталляции и ремонту техники.

Так как величина вложенного капитала по производству программного обеспечения имеет отрицательное значение (так как из величины активов по данному направлению вычтены краткосрочные беспроцентные обязательства), а по направлению «Услуги» достаточно мала, то полученные значения **ROIC** некорректно сопоставлять с затратами на капитал. Отрицательное значение спреда эффективности для первого направ-

ления и очень высокое для второго не означают, что первое неэффективно, а второе следует развивать, вкладывая капитал. Расчет фундаментальной стоимости по бизнес-направлениям позволяет подкрепить этот вывод. Например, предполагая бесконечный рост прибыли и вводя оценки **WACC** и темпа роста, получим, что фундаментальная стоимость направления составит, соответственно:

$$V \text{ по ПО} = 80 / (0,14 - 0,07) = 1\,143;$$

$$V \text{ по услугам} = 80 / (0,13 - 0,05) = 1\,000;$$

$$V \text{ по продажам} = 120 / 0,09 = 1\,333.$$

Возможным показателем для сравнения бизнес-направлений может стать относительная экономическая прибыль. Табл. 5 позволяет провести расчеты и сопоставить направления развития компании.

Расчеты в табл. 4 показали, что все три направления деятельности являются эффективными и создают для компании стоимость с сопоставимым темпом. Показатель экономической прибыли менее чувствителен к изменениям в инвестированном капитале (**CE**). Например, если направление «Услуги» удвоит в следующем году капитал, то, при сохранении прибыльности продаж, экономическая прибыль не изменится. Если увеличение капитала будет связано с учетными поправками (отражение арендованного имущества), то, при прогнозируемой прибыли в 80 тыс. долларов, экономическая прибыль уменьшится в два раза. Следует обратить внимание, что отношение экономической прибыли к выручке практически не изменит значение даже в этом случае. Это делает показатель относительной экономической прибыли очень полезным в сопоставлении отдельных бизнес-направлений.

Второй особенностью высокотехнологичных компаний, а также компаний с высокой долей клиентского и человеческого капитала является отказ от работы на платном заемном капитале (или использование низкого финансового рычага) и агрессивная политика товарного кредитования. Такую политику проводят многие ритейлеры российского рынка, фармацевтические компании, компании-монополисты в узком секторе услуг. Выявление вклада финансовых решений для таких компаний через выделение эффекта финансового рычага в показателе **ROE** через сопоставление ставки по заимствованиям с показателем **ROIC** не достаточно. Рассматривая эффекты финансовых решений, следует выделить два рычага влияния: вклад опера-

ционных беспроцентных обязательств и вклад платного заемного финансирования.

Практика российских компаний показывает, что кредиторская задолженность может стать действенным инструментом финансового управления, особенно для малых и средних компаний, традиционный финансовый рычаг по которым (**D/S**) близок к нулю. Более того, в ряде случаев бывает сложно без анализа кредиторской политики объяснить существенные различия в отдаче на собственный капитал (**ROE**) в рамках одной отрасли для компаний с близкими значениями финансового рычага. Чем дороже деньги на рынке, тем существеннее оказывается влияние рычагового эффекта за счет краткосрочных беспроцентных обязательств компании. Предлагается следующий алгоритм расчета показателей значимости финансовой политики.

Модифицируем формулу расчета рентабельности капитала, расширив границы инвестированного капитала на величину неснижаемой кредиторской задолженности:

$$CE^* = \text{Активы} - \text{Избыточные денежные средства} - \text{Нестабильная величина бесплатных источников финансирования компании}.$$

Новый показатель эффективности деятельности:

$$ROCE^* = (NOPAT + ko * OL) / CE^*.$$

**ko** – аналитическая ставка по формально «беспроцентно» привлеченным товарным кредитам. Эта ставка определяется с учетом штрафных санкций, накладываемых на компанию при задержке платежей, а также риском инициирования банкротства поставщиками товарного кредита.

Естественно предположить, что  $ko < kd$ , хотя могут быть и исключения. Для простоты расчета в анализе эффектов финансовых решений, ставку **ko** можно взять на уровне средней посленалоговой ставки заимствования или по ставке самых «коротких» привлекаемых компанией денег.

Такое представление позволит ввести показатель финансового рычага текущих обязательств (**OL LEV**) и оценить дополнительный эффект от финансовых решений по кредиторской политике.

Таблица 4

#### РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЗА ГОД ПО УСЛОВНОЙ КОМПАНИИ С ТРЕМЯ НАПРАВЛЕНИЯМИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

№	Бизнес-направления / финансовые показатели	Выручка	Прибыль после налога	Инвестированный капитал	PM	ROIC	WACC	Темп прогноз. роста
1	ПО	1 000	80	-10	8	-800	14	7
2	Услуги по ремонту и установке	1 000	80	10	8	800	13	5
3	Продажа компьютеров и другой техники	1 000	120	500	12	24	11	3

Таблица 5

#### ФИНАНСОВЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ «ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИБЫЛЬ» НИВЕЛИРУЕТ ПРОБЛЕМЫ СОПОСТАВЛЕНИЯ БИЗНЕС-НАПРАВЛЕНИЙ

Бизнес-направления	Экономическая прибыль	Экономическая прибыль в % от выручки
ПО	$80 - (-10) * 0,14 = 81,4$	8,14
Услуги	$80 - 10 * 0,13 = 78,7$	7,87
Торговля	$120 - 0,11 * 500 = 65$	6,5

Введем показатель рычага операционных обязательств как отношение поддерживаемой менеджментом величины беспроцентных краткосрочных обязательств компании к чистым операционным активам:

$$OL\ LEV = OL / NOA.$$

**Чистые операционные активы (Net Operating Asset, NOA) = Активы – Избыточные денежные средства - Беспроцентные обязательства компании =**  

$$= A - XCASH - OL = CE = D + S.$$

Ряд выкладок позволяет получить более корректное выражение для рентабельности собственного капитала, зависящего от действий двух рычагов. Двухрычаговое разложение ROE : NOA

$$ROE = ROCE * + (ROCE - kd (1-T)) * D / S + (ROCE * - ko) * (OL / NOA).$$

Для ситуации с «обремененным» налоговым щитом три параметра влияния на ROE будут иметь вид:

$$ROE = ROCE * + (ROCE - kdn * (1 - T) - (kd - kdn)) * D / S + (ROCE * - ko) * (OL / NOA).$$

*kdn* – верхняя планка процента по налоговому щиту, т.е. нормативное значение ставки заимствования, создающее налоговые выгоды по заемному капиталу.

Таблица 6

**ОТЧЕТНЫЕ ДАННЫЕ ПО КОМПАНИИ ОАО «АКРИХИН» ПО РСБУ В ТЫС. РУБЛЕЙ ЗА 2004 ГОД**

тыс. руб.

Активы		Пассивы	
Общая величина активов	1 429 294	Всего	1 429 294
Внеоборотные активы	609 837	Собственный капитал	1 020 897
Оборотные активы	819 457	Долгосрочные процентные займы	108 693
В том числе запасы	250 039	Краткосрочные процентные займы	299 704
В том числе денежные средства	35 933	Беспроцентные обязательства всего	274 421
В том числе дебиторская задолженность	502 255		
Информация из отчета о прибыли в тысячах рублей, источник www.akrihin.ru			
Валовая прибыль			529 493
Чистая прибыль			85 660
Эффективная ставка налога на прибыль			24%
Средняя ставка по заимствованиям компании (затраты по заемному капиталу), <i>kd</i>			9,75%
Посленалоговая ставка по заимствованиям компании (стоимость заемного капитала)			7,4%
По данным компании <i>ROA</i> как чистая прибыль / активы			6%
По данным компании <i>ROE</i> как чистая прибыль / собственный капитал			8,4%

Таким образом, рентабельность собственного капитала в модифицированном алгоритме разложения ROE может анализироваться по «качеству» четырех направлений усилий менеджмента:

- операционных решений компании, которые количественно оцениваются показателем отдачи по операционным активам (*ROCE* \*);
- финансовых решений в области привлечения платных источников финансирования, которые могут оцениваться

по спреду финансового рычага т.е. по разнице между рентабельностью инвестированного капитала и посленалоговой ставкой по заимствованиям компании. Здесь следует иметь в виду, что заимствования по ставке, превышающей (12%) \* 1.1 не порождают в полном объеме для российских компаний налоговый щит;

- выбираемыми пропорциями между собственными и заемными средствами, платными и бесплатными обязательствами;
- кредиторской политикой компании (или в более широком виде – умением управлять бесплатными источниками финансирования).

Рычаговый эффект краткосрочных обязательств зависит как от возможности увеличения величины этих обязательств, так и от «экономии» на процентах, которые имеет компания ввиду относительной бесплатности краткосрочных источников (платность принимается на уровне *ko*).

Для демонстрации эффектов, порождаемых использованием «бесплатных» источников финансирования, выбрано ОАО Химико-фармацевтический комбинат «АКРИХИН», основным видом деятельности которого является производство и реализация готовых лекарственных средств. Хотя компания возникла еще в 1935 г. по специальному решению Правительства СССР с целью организации производства противомаларийного препарата – акрихин (по названию этого препарата предприятие получило свое наименование), на сегодняшний момент это полностью модернизированная современная фармацевтическая компания. Доля ОАО «Акрихин» на российском рынке фармацевтической продукции в 2004 году составила 1% от общего объема рынка и 4% от объема рынка, занимаемого отечественными производителями.

Как видно из стандартной отчетности компании, представленной на ее сайте, «беспроцентные» обязательства не намного меньше процентных займов и кредитов. Величина операционных (беспроцентных) обязательств является относительно устойчивой во времени, что видно из квартальных отчетов за ряд лет. Компания работает на невысоком финансовом рычаге (13%), что характерно для российских компаний в целом. Для сравнения, фармацевтическая компания Merck в последние годы характеризуется финансовым рычагом не ниже 50%.

$$D = \text{Заемный капитал} = \text{платные источники финансирования} = 133\ 366 \text{ тыс. рублей.}$$

$$\text{Финансовый рычаг} = D / S = 133\ 366 / 1\ 020\ 897 = 0,1306 (13\%).$$

$$\text{Операционные активы} = \text{Активы всего} - \text{избыточные денежные средства} = 1\ 429\ 294.$$

$$\text{Инвестированный капитал (CE)} = \text{Чистые операционные активы (NOA)} = D + S = 1\ 154\ 263.$$

$$\text{Отдача по инвестированному капиталу или рентабельность капитала} = ROCE = ROI = (\text{Чистая прибыль} + \text{скорректированные на налоговые выгоды процентные выплаты}) / 1\ 154\ 263 * 100\% = (95\ 548,4 / 1\ 154\ 263) * 100\% = 8,28\%.$$

Традиционное выражение влияния эффекта финансового рычага:

$$8,4\% = 8,28\% + (8,28\% - 7,4\%) * 0,1306$$

Выражение для отражения влияния двух рычагов - финансового процентного и беспроцентного:

$$ROE = ROCE * + (ROCE * - ko) * (OL / NOA) + (ROCE - kd (1-T)) * D / S.$$

Аналитическая ставка по беспроцентным обязательствам =5% (на уровне безрисковой краткосрочной ставки на рынке).

$$ROCE * = (NOPAT + ko * OL) / CE *$$

$$ROCE * = (95\ 548,4 + 274\ 421 * 0,05) / 1\ 429\ 294 = 0,07645.$$

Таким образом,  $ROCE = 8,28\% = 7,6\%$  как отдача на операционные активы +  $0,635\%$  как эффект рычага операционных обязательств

Эффект рычага операционных обязательств может быть выражен через величину рычага и аналитический спред доходности:

$$\text{Рычаг операционных обязательств } (OL / NOA) = 23,8\% = (274\ 421 / 1\ 154\ 263) * 100\%.$$

$$\text{Эффект операционного рычага} = 0,635\% = (8,1\% - 5\%) * 0,238.$$

Отражение влияния двух рычагов в рентабельности собственного капитала:

$$ROE = 8,4\% = \text{доходность всех операционных активов } 7,6\% + \text{премия за финансовый рычаг } 0,11\% + \text{премия за рычаг операционных обязательств } 0,635\%.$$

Расчеты показали, что компания создает доходность для владельцев собственного капитала в меньшей степени за счет использования процентных займов, которые обходятся компании достаточно дорого с учетом невысокой рентабельности инвестированного капитала, и в большей степени за счет операционных обязательств, вклад которых в рентабельность может быть оценен в  $0,635$  процентных пунктов.

Таблица 7

#### ДЕКОМПОЗИЦИЯ ROE В ОТРАСЛЕВОМ РАЗРЕЗЕ ПО 32 РОССИЙСКИМ КОМПАНИЯМ.

Отрасль (число российских компаний в выборке)	ROE среднее	Доходность по операционным активам	Эффект финансового рычага Среднее значение	Эффект рычага операционных обязательств Среднее значение
Нефть и газ (7 компаний)	0,2625	0,1575	0,0438	0,0612
Электроэнергетика (4)	0,0344	0,0354	0,0000	-0,0011
Телекоммуникации (6)	0,1555	0,1015	0,0403	0,0137
Металлургия (4)	0,2161	0,1822	0,0226	0,0113
Транспорт (2)	0,2380	0,1083	0,0973	0,0324
Пищевая промышленность (4)	0,2029	0,1519	0,0249	0,0261
Химическая промышленность (3)	0,2225	0,1857	0,0208	0,0160
Фармацевтическая промышленность (2)	0,0344	0,0460	-0,0166	0,0050

Анализ влияния финансовых решений на показатель доходности собственного капитала (ROE) по 32 российским компаниям показал:

1. Значимость создания выгод собственникам за счет кредитной политики по нефтегазовым и пищевым компаниям

(т.е. имеет место отраслевая специфика использования двух рычагов), что демонстрирует таблица 7.

2. Различие в степени значимости двух рычагов в зависимости от размера компании. Рассмотрение эффектов двух рычагов в зависимости от величины активов компании показало, что по крупным (с активами более 1 млн. долларов США) и мелким компаниям эффект рычага операционных обязательств составляет в среднем  $1,3\%$ . Для средних компаний (величина активов менее 1 млн. дол., но более 100 тыс. дол.) рычаг операционных обязательств составляет  $4,34\%$  и значительно превышает финансовый рычаг (создаваемый платными источниками финансирования).

#### Литература

1. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. Изд-во Дело М. 2000.
2. Экклз Р. Дж., Герц Р. Х., Киган Э. М., Филлипс Д. М. Х. Революция в корпоративной отчетности: как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли. М.: Олимп-бизнес, 2002.
3. Ковалев В. В. Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1995
4. Knight J. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value, 1998, McGraw-Hill, N.Y.
5. Myers R. Metric wars, CFO Magazine, 1996, 12(10)
6. A. Tezel and G.M. McManus Dissaggregating the Return on Equity/ Journal of Applied Finance, Spring, 2003, №13

Теплова Тамара Викторовна