

УДК 336.01

Методология оценки добавленной рентабельности в целях мониторинга финансовой стабильности

Канд. экон. наук, доцент **Львова Н.А.** n.lvova@spbu.ru
Санкт-Петербургский государственный университет
199034, Россия, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

Статья посвящена методологии оценки добавленной рентабельности нефинансовых компаний (предприятий). Данная методология обоснована с учетом актуальных методических подходов к мониторингу финансовой стабильности, которые используются архитекторами и регуляторами финансового рынка, присутствуя и в аналитических обзорах институтов финансовой информации. Как показывает анализ ведущей международной практики в этом вопросе, недостаточное внимание в мониторинге финансовой стабильности уделяется корпоративному сектору, в том числе в отношении оценки и анализа рентабельности. В этой связи автором предложен показатель добавленной рентабельности, который рассчитывается как превышение скорректированной рентабельности инвестиций над средневзвешенной стоимостью капитала предприятия. Методология оценки и интерпретации данного показателя апеллирует к концепции экономической добавленной стоимости. Аргументировано, что оценка добавленной рентабельности корпоративного сектора с привлечением отраслевой статистики выступает востребованным направлением мониторинга финансовой стабильности. Мониторинг добавленной рентабельности может осуществляться на основе общедоступных данных. Кроме того, формула расчета показателя адаптирована к условиям формирующихся рынков. Таким образом, результаты представленного исследования обладают прикладным значением и могут найти применение в аналитическом обосновании макроэкономической политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности.

Ключевые слова: добавленная рентабельность, добавленная экономическая стоимость, финансовая стабильность, мониторинг финансовой стабильности, финансовые системы.

DOI:10.17586/2310-1172-2016-9-3-36-41

The methodology of abnormal profitability evaluation to the purposes of financial stability monitoring

Ph.D. **Lvova N.A.** n.lvova@spbu.ru
Saint Petersburg State University
199034, Russia, Saint Petersburg, Universitetskaya nab., 7/9

The article is devoted to the methodology of abnormal profitability evaluation for non-financial companies (enterprises). This methodology is justified taking into account the relevant methodological approaches to financial stability monitoring, which are used by architects and regulators of the financial market, being present in the analytical review of financial information institutions. As the analysis of leading international practices in this question shows, insufficient attention is paid to the corporate sector in financial stability monitoring, including with regard to evaluation and analysis of profitability. Thereby, an indicator of abnormal profitability is proposed by the author, which is calculated as the excess of adjusted return on investment over the weighted average cost of capital of the enterprise. The methodology of evaluation and interpretation of this indicator appeals to the concept of economic value added. It is argued that evaluation of abnormal profitability for the corporate sector with the involvement of industry statistics presents the demanded direction of financial stability monitoring. Abnormal profitability monitoring can be carried out on the basis of publicly available data. Besides, the formula for calculating the indicator is adapted to the conditions of emerging markets. Thus, the results of given study have applied value and can be used in analytical justification of macroeconomic policies to maintain financial stability.

Keywords: abnormal profitability, economic value added, financial stability, financial stability monitoring, national financial systems.

Введение

Финансовая стабильность является одной из важнейших характеристик функционирования национальных финансовых систем [1, р. 3]. В условиях нарастающей геополитической и финансово-экономической неопределенности эффективная методология мониторинга финансовой стабильности становится все более востребованной, что актуализирует исследования по данной проблематике. Информационную базу исследований финансовой стабильности формируют аналитические материалы, которые регулярно публикуются институтами финансовой информации, а также архитекторами и регуляторами финансового рынка. Данные институциональные единицы, как правило, выступают и основными заказчиками исследований финансовой стабильности, активно применяя ведущие разработки в данной области¹.

Исследования финансовой стабильности преимущественно касаются финансового сектора экономики: финансовых рынков, финансовых компаний, а также институтов финансовой инфраструктуры. Причем, несмотря на обширный корпус работ по оценке индикаторов стабильности финансовых рынков, приоритетное внимание зачастую уделяется финансовым компаниям и в первую очередь депозитным учреждениям [1; 2]. Весьма подробно рассматриваются вопросы фискальной стабильности. Относительно менее популярными объектами исследований по данной проблематике выступают домохозяйства и корпоративный сектор (нефинансовые компании, предприятия).

Следует подчеркнуть, что методологии мониторинга финансовой стабильности предприятий не уделяется должного внимания, что и определило цель исследования, которая заключалась в обосновании рекомендаций по оценке добавленной рентабельности как одного из ключевых индикаторов финансовой стабильности корпоративного сектора. С учетом поставленной цели далее мы обратимся к таким ключевым вопросам, как особенности мониторинга финансовой стабильности на современном этапе, методология оценки добавленной рентабельности и потенциал практического применения данного показателя в целях мониторинга финансовой стабильности.

Мониторинг финансовой стабильности: специфика и потенциал развития

Мониторинг финансовой стабильности направлен на выявление сильных и слабых сторон финансовых систем с целью своевременной диагностики и предотвращения финансовых кризисов и шоков или как минимум дальнейшей нейтрализации соответствующих нежелательных последствий в масштабах мировой, региональной или национальной экономики.

Концептуальные основы мониторинга финансовой стабильности восходят к исследованиям макропруденциальной политики, наиболее ранние из которых относятся к концу 1970-х гг. [3]. Считается, что базовые теоретические и методические подходы к оценке финансовой стабильности были сформированы к концу 1990-х – началу 2000-х гг. [4]. Наиболее существенные изменения в этом отношении ассоциируются с Глобальным финансовым кризисом конца 2000-х гг. Начиная с этого периода, акценты научных исследований финансовой стабильности смещаются в сферу задач макропруденциального регулирования, тогда как ранее приоритетное внимание преимущественно уделялось вопросам ценовой стабильности [5–7].

Отметим, что финансовая стабильность, как и многие другие финансовые категории, рассматривается неоднозначно. Теоретический анализ исследований по данной проблематике показывает, что существует два принципиальных подхода к определению финансовой стабильности: отрицающий и утверждающий [см подробнее: 8–11]. В рамках отрицающего (*апофатического*) подхода, финансовая стабильность определяется от обратного, то есть противопоставляется финансовой нестабильности, которая, как правило, отождествляется с финансовыми кризисами и шоками. Утверждающий (*катафатический*) подход к трактовке финансовой стабильности апеллирует к желаемому состоянию финансовых систем, которое в наиболее общем смысле интерпретируется с позиции эффективности их функционирования. Таким образом, содержание финансовой стабильности детализируется в отношении функций финансовых систем. Встречаются и гибридные трактовки финансовой стабильности, сочетающие элементы отрицающего и утверждающего подходов к ее определению.

На взгляд автора, наиболее продуктивной является апофатическая трактовка финансовой стабильности, поскольку неблагоприятное (кризисное, шоковое) состояние в данном случае можно описать более четко и однозначно, чем благоприятное (стабильное). Любопытно в этой связи отметить, что в условиях финансового кризиса цены на разнообразные классы активов начинают вести себя единообразным образом [12, с. 118]. Подобная неестественная ценовая конъюнктура вступает в очевидное противоречие с принципами

¹В этом отношении следует, прежде всего, отметить Совет по финансовой стабильности. Международный валютный фонд, Банк Международных расчетов, Всемирный банк, Европейский Центральный Банк, а также национальные центральные банки, современная организационная структура которых, как правило, предполагает наличие специального департамента финансовой стабильности. Не является в этом вопросе исключением Центральный Банк Российской Федерации. В настоящее время Обзоры финансовой стабильности публикуются Банком России дважды в год.

информационной эффективности. Весьма проницательным в этом смысле представляется мнение Ф. Мишкина о том, что финансовая нестабильность напрямую взаимосвязана с чрезмерным уровнем *информационной асимметрии*, который препятствует финансовой системе в эффективном выполнении ее функций, а при наихудшем варианте развития событий абсолютно парализует ее функционирование [13, р. 4 – 6]².

Помимо комментируемой понятийной неупорядоченности, дискуссионным вопросом выступает сравнительная значимость институциональных единиц в обеспечении финансовой стабильности. Как было отмечено выше, явная экспансия в этом вопросе касается взглядов, ориентированных на финансовые компании. Вместе с тем активные процессы финансовой дезинтермедиации приводят к выводу о том, что чрезвычайно значимым объектом мониторинга финансовой стабильности становятся не только другие институты финансового сектора, но и нефинансовые компании (предприятия), особую роль среди которых играют публичные компании [15, с. 219, 220].

В настоящее время данное обстоятельство лишь отчасти учитывается в международной практике. Базовый методический инструментарий мониторинга финансовой стабильности предприятий в основном сводится к традиционному коэффициентному анализу и ограничивается агрегированными сведениями финансовой отчетности, а соответствующие методики, как правило, содержат сравнительно небольшой набор показателей. Таким образом, методология мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора требует критического переосмысления и развития.

Методология оценки добавленной рентабельности

Оценка рентабельности относится к магистральным направлениям мониторинга финансовой стабильности компаний, как финансовых, так и нефинансовых. В этом отношении преимущественно применяются агрегированные учетные показатели рентабельности инвестиций и продаж [1; 2]. Интересным гибридным индикатором, объединяющим задачи оценки финансовой устойчивости и рентабельности бизнеса, является банковский Z-счет, концепция которого предложена Дж. Бойдом и С. Грэхэмом [16]. В последние годы данный индикатор активно используется в целях мониторинга финансовых систем [17, р. 314].

Заметим, что в целом рентабельность компаний в рамках мониторинга финансовой стабильности оценивается исходя из бухгалтерской трактовки прибыли. Однако уместно присмотреться и к другим ее трактовкам, а, следовательно, и к другим показателям рентабельности. В частности, эффективной альтернативой рентабельности инвестиций, рассчитанной традиционным способом, представляется *добавленная рентабельность*, основанная на концепции экономической добавленной стоимости. Данная концепция, авторство которой принадлежит Б. Стюарту, получила широкое применение в области корпоративных финансов [см. подробнее: 18; 19] и, с нашей точки зрения, может быть с успехом интегрирована в методологию мониторинга финансовой стабильности.

В целях исследования добавленная рентабельность рассматривается как превышение фактической рентабельности инвестиций над ее минимально допустимым уровнем, в качестве которого принимается средневзвешенная стоимость капитала предприятия. Таким образом, модель оценки добавленной рентабельности соответствует логике оценки экономической добавленной стоимости:

$$AROI = ROI_{adj} - WACC \quad (1)^3$$

где $AROI$ – добавленная рентабельность; ROI_{adj} – скорректированная рентабельность инвестиций; $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала.

Параметры модели добавленной рентабельности адаптированы к целям мониторинга финансовой стабильности. В частности, предлагается использовать показатель скорректированной рентабельности инвестиций:

$$ROI_{adj} = \frac{NOPLAT_{adj}}{C} \quad (2)$$

где, ROI_{adj} – скорректированная рентабельность инвестиций; $NOPLAT_{adj}$ – скорректированная чистая операционная прибыль; C – инвестированный капитал (долгосрочные источники финансирования).

²Развивая данную точку зрения, несложно прийти к допущению о том, что достаточный уровень информационной эффективности является необходимой предпосылкой финансовой стабильности [14, р. 818].

³Все показатели в формуле приводятся за анализируемый период, который для целей мониторинга финансовой стабильности, как правило, является прошлым периодом, то есть речь идет о ретроспективной оценке добавленной рентабельности.

Специфика оценки рентабельности инвестиций в данном случае заключается в тех корректировках, которые предлагаются к традиционному способу расчета чистой операционной прибыли [20, с. 122 – 126], а именно: предлагается учитывать не только операционные, но и прочие доходы предприятия, и, кроме того, совокупный налог на прибыль:

$$NOPAT_{adj} = OP + I_{non-op} - T \quad (3)$$

где, OP – операционная прибыль; I_{non-op} – прочие доходы; T – совокупный налог на прибыль.

Логика оценки скорректированной чистой операционной прибыли обусловлена стремлением к обеспечению корректного значения финансового результата, который может рассматриваться как фактический источник покрытия расходов по обслуживанию инвестированного капитала.

Наличие добавленной рентабельности, таким образом, является необходимой предпосылкой эффективного роста бизнеса, тогда как ее отсутствие приводит к эрозии капитала предприятия, выступая значимой угрозой его финансовой стабильности. Мониторинг добавленной рентабельности востребован в целях корпоративной финансовой диагностики. Причем уместен сравнительный анализ с привлечением отраслевой статистики. Если среднеотраслевая добавленная рентабельность за исследуемый период не превышает значение соответствующего показателя для анализируемого предприятия, уровень его рентабельности в этом отношении может расцениваться как достаточный.

Добавленная рентабельность в контексте мониторинга финансовой стабильности

В целях мониторинга финансовой стабильности среднеотраслевые значения рентабельности капитала предлагается анализировать в сопоставлении со средними для соответствующих отраслей значениями стоимости финансирования:

$$AROI_s = ROI_{adj_s} - WACC_s \quad (4)$$

где, $AROI_s$ – добавленная рентабельность для отрасли; ROI_{adj_s} – скорректированная рентабельность инвестиций для отрасли; $WACC_s$ – средневзвешенная стоимость капитала для отрасли.

Отметим, что отраслевая статистика для оценки скорректированной рентабельности и структуры капитала российских предприятий публикуется институтами финансовой информации, включая Росстат. Наибольшую сложность в плане поиска релевантной информации и обоснования методологии расчета представляет оценка стоимости финансирования. Однако и эта задача вполне решаема с привлечением общедоступных сведений на основе скорректированной модели ценообразования капитальных финансовых активов (АСАРМ) [21], адаптированной к специфике формирующихся рынков для решения различных аналитических задач [22, р. 364].

В развитие данной модели, среднеотраслевая стоимость собственного капитала может быть рассчитана как сумма соответствующего показателя для развитого рынка и надбавки за страновой риск.

$$r_e = r_{e_dev} + \Delta_{e_dom} \quad (5)$$

где, r_{e_dev} – стоимость собственного капитала для отрасли на развитом рынке; Δ_{e_dom} – надбавка за страновой риск.

Значение среднеотраслевой стоимости заемного капитала может быть получено аналогичным способом:

$$r_d = r_{e_dev} - \Delta_e + \Delta_{e_dom} \quad (6)$$

где, Δ_e – рискованная премия на собственный капитал (по отношению к заемному).

Таким образом, оценив стоимость собственного капитала для интересующей отрасли по общедоступным сведениям [23, с. 242; 24, с. 124–125], а также зная среднюю рискованную премию на собственный капитал на развитом рынке [25, с. 673], уровень среднеотраслевой стоимости заемного капитала можно получить по формуле:

$$r_d = r_e - \Delta_e \quad (7)$$

Отсутствие добавленной рентабельности в среднем по отрасли, как и в случае с отдельным предприятием, следует рассматривать как угрозу финансовой стабильности, требующую более детального анализа. Негативно должна расцениваться и отрицательная динамика добавленной рентабельности.

Заключение

Обобщая вышесказанное, отметим, что оценка добавленной рентабельности востребована в целях корпоративной финансовой диагностики, выступая логичным дополнением к применяемой методологии мониторинга финансовой стабильности. Наличие добавленной рентабельности корпоративного сектора является одним из важных условий обеспечения финансовой стабильности и устойчивого роста экономики. Отсутствие добавленной рентабельности, а равно и недостаточно высокое ее значение в сравнении с отраслевым фронтиром, должны рассматриваться как симптомы финансовой нестабильности, требуя антикризисного вмешательства. Преимущество авторской методологии оценки добавленной рентабельности заключается в возможности ее применения на основе общедоступных сведений. Перспективным направлением дальнейших исследований по данной проблематике представляется развитие предложенной методологии с учетом принципов отраслевого анализа.

Литература (References)

1. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking financial systems around the world [Электронный ресурс]. – PolicyResearchWorkingPaper6175. – The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency, 2012. – 58 p. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (дата обращения: 03.09.2016).
2. Financial Soundness Indicators and the IMF [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm> (дата обращения: 03.09.2016).
3. Мусеев С.П. Макропруденциальная политика [Электронный ресурс] // Деньги и кредит. – 2013. – №7. – С. 1.
4. Sahel B., Vesala J. Financial stability analysis using aggregated data // Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability. – 2001. – Vol. 1. – P. 160 – 185.
5. Constâncio V. Financial stability – measurement and policy [Электронный ресурс] // The Speech by the Vice-President of the European Central Bank at the Conference of Financial stability: methodological advances and policy issues. – Frankfurt am Main. – 14 June 2012. URL: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120614_1.en.html (дата обращения: 03.09.2016).
6. Smets F. Financial stability and monetary policy: how closely interlinked? // Sveriges Riksbank Economic Review. 2013. – Vol. 3. – P. 121 – 159.
7. Allen F. Monetary policy, systemic risk and financial stability – the end of being neglect [Электронный ресурс] // Symposium on Financial Stability and the Role of Central Banks. – Deutsche Bundesbank. – 27 February 2014. URL: http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2014_02_27_symposium_presentation_allen.pdf?__blob=publicationFile (дата обращения: 03.09.2016).
8. Alawode A., Al Sadek M. What is financial stability? // Financial Stability Papers Series. – 2008. – № 1. – P. 6 – 13.
9. Smaga P. Assessing involvement of Central Banks in financial stability [Электронный ресурс]. – 2013. – 64 p. URL: http://www.centerforfinancialstability.org/research/Assessing_052313.pdf (дата обращения: 03.09.2016).
10. Кормилицина И.Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы // Финансы и кредит. – 2011. – № 35. – С. 44 – 54.
11. Лобанова М.А. Финансовая стабильность // Деньги и кредит. – 2013. – № 7. – С. 6.
12. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернстайн; Пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2015. – 247 с. + 8 с. вкл.
13. Mishkin F. Global financial instability: framework, events, issues // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13. – № 4 (Fall). – P. 3–20.
14. Darushin I.A., Lvova N.A., Ivanov V.V., Voronova N.S. The Russian stock market: is it still efficient? // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. – The 27th IBIMA conference proceedings. – 2016. – P. 818 – 828.
15. Львова Н.А. Финансовая диагностика предприятия / Под ред. В.В. Иванова. – М.: Проспект, 2015. – 304 с.
16. Boyd J.H., Graham S.L. Risk, regulation, and bank holding company expansion in non banking // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. – 1986. – № 10 (Spring). – P. 2–17.
17. Lvova, N.A. The concept of financial systems' comparative evaluation // Actual Problems of Economics. – 2016. – Vol. 179. – № 5. – P. 308 – 316.
18. Stewart B.G., III. Best-practice EVA. The definitive guide to measuring and maximizing shareholder value. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. – 2013. – 324 p. + xviii p.

19. *Sharma A.K., Kumar S.* Economic Value Added (EVA) –literature review and relevant issues // International Journal of Economics and Finance. – 2010. – Vol. 2. – № 2 (May). – p. 200 – 220.
20. *Иванов В.В., Цытович Н.Н.* Корпоративное финансовое планирование. – СПб.: БАН, Нестор-история, 2009. – 332 с.
21. *Mercer C.Z.* The adjusted capital asset pricing model for developing capitalization rates: an extension of previous build-up methodologies based upon the capital asset pricing model. *Business valuation review.* – 1989. – Vol. 8. – № 4 (December). – P. 147 – 156.
22. *Abramishvili, N.R., Lvova, N.A., Ivanov, V.V., Voronova N.S.* Prediction of debtor solvency: developing bankruptcy framework in Russia // Innovation management and education excellence vision 2020: from regional development sustainability to global economic growth. – The 27th IBIMA conference proceedings.–2016. – P. 362 – 370.
23. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. – Пер. с англ. – 9-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 1316 с.
24. *Валдайцев А.В.* О точности практически оценок рыночной стоимости компании // Вестник СПбГУ. – Серия 5: Экономика. – 2012. – № 3. – С. 116 – 133.
25. *Ван Хор нДж.К., Вахович Дж.М., мл.* Основы финансового менеджмента. – 12-е изд.: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 1232 с.

Статья поступила в редакцию 05.09.2016 г.