

данный отчетный период. Номинальное повышение стоимости активов, соответствующее увеличению общего уровня цен, рассматривается в качестве корректировки стоимости реального функционирующего капитала и включается в резерв инфляционного прироста капитала. То есть стоимостное выражение оценки считается неотъемлемой частью этого капитала и признается в качестве прибыли отчетного периода. Финансовая концепция поддержания капитала является весьма распространенной и применяется чаще всего при составлении финан-

совой отчетности в соответствии с международными стандартами.

В соответствии с *физической концепцией поддержания капитала* исходят из того, что капитал сохраняется, если компания в конце отчетного периода имеет такой же уровень производственного потенциала или операционных возможностей, который она имела в начале этого же периода. В качестве основы для измерения активов и обязательств принимается текущая стоимость. Все изменения цен, влияющие на стоимости активов и обязательств, относятся к оценке

физических производственных возможностей компании и считаются корректировками стоимости функционирующего капитала. Эти изменения включаются в капитал и не относятся к суммам, увеличивающим прибыль. Прибылью отчетного периода признается остаток приращения активов после вычета величины сохраняемых физических производственных возможностей за отчетный период. Словом, идет рост производственных возможностей за отчетный период, включая и производственные запасы, и финансовые операционные статьи. ■

## Сущность оценочных показателей зарубежных компаний

*Зарубежные агентства, специализирующиеся на финансово-экономических новостях, регулярно публикуют оценочные показатели ведущих западноевропейских компаний. Многим белорусским читателям, в том числе и специалистам, трудно разобраться в этой информации из-за специфики используемой терминологии и ее содержания. Ведь по ряду позиций наша национальная система учета существенно отличается от принятой в других странах.*

*В предлагаемом материале, на основе данных информационного агентства Bloomberg о состоянии некоторых европейских компаний в 2006 г., раскрывается сущность отдельных зарубежных экономических понятий.*

**Александр ИВАШУТИН,**  
кандидат экономических наук

**Валентина САМОЙЛЮКОВИЧ,**  
преподаватель БНТУ

Основную оценочную экономическую информацию, используемую в отчетности иностранных фирм, можно

условно распределить по четырём направлениям: масштабы компании; прибыль и финансовые потоки; рентабельность и риски; мультипликаторы доходности.

*Показатели масштабов компаний характеризуются как известными в белорусской практике показателями, так и специфическими, расчет которых возможен лишь в условиях развитых фондовых рынков (таблица 1).*

Для оценки масштабов используются показатели стандартных документов (баланс и отчет о прибылях и убытках) и

Таблица 1

Показатели масштабов иностранных компаний, млн. \$

Short Name	"Book Equity, BE"	"Total Debt, D"	"Invested Capital, IC"	Cash	"Firm Value, FV"	"Enterprise Value, EV"	Revenues	"Market Capitalization, MC"
AUDI AG	6104	180	3180	3105	23820	20715	26591	30790
BAYER MOTOREN WK	16973	34668	50020	1621	62841	61220	46656	36694
DAIMLERCHRYSLER	36449	80932	109670	7711	128905	121194	149776	62490
FIAT SPA	8681	25950	28214	6417	44141	37724	46544	23695
PEUGEOT SA	13864	26583	33691	6756	39393	32637	56267	16683
RENAULT SA	19198	29585	45182	3601	55586	51985	41338	33860
VOLKSWAGEN AG	23600	62006	77643	7963	92218	84255	95268	39342

расчетные показатели. К балансовым относятся Book Equity (BE), Total Debt (D) и Cash.

Показатель *Book Equity (BE)* переводится (не дословно) как балансовая стоимость акций. В белорусской практике для предприятий неакционерного типа показатель *BE* можно приблизительно определить как сумму уставного фонда (и связанных с ним резервного и добавочного фондов) и нераспределенной прибыли. Этот показатель в неофициальной литературе называют собственным капиталом. Показатель *Total Debt (D)* (общий долг) — это аналог показателя «Обязательства» из раздела IV белорусского баланса [2]. Этот показатель можно назвать заемным капиталом. *Cash* (деньги) в белорусском варианте баланса — это показатель «Денежные средства». При этом имеются в виду и наличные, и безналичные деньги. В эту статью баланса иногда включают так называемые «почти деньги», т.е. высоколиквидные активы.

Не представляют трудности интерпретация и расчет показателя *Revenues, Sales (R)*. В белорусском отчете о прибылях и убытках существует аналогичный показатель «Выручка от реализации произведенных товаров, работ, услуг».

Трудности обычно возникают при попытке для белорусских предприятий хотя бы приблизительно определить расчетные показатели масштабов компаний: *Invested Capital (IC)*, *Firm Value (FV)*, *Enterprise Value (EV)*, *Market Capitalization (MC)*.

Самый безобидный (в смысле расчета) показатель этой группы — это *Invested Capital (IC)* (инвестированный капитал). Если провести аналогию с методикой расчета для иностранных компаний, то определить этот показатель можно в виде разницы между пассивом баланса (собственный и заем-

ный капитал) и денежными средствами (в активе баланса). Показатель *Market Capitalization (MC)* (рыночная капитализация компании) у всех на слуху. Именно по этому показателю российская компания Газпром попала в десятку крупнейших в мире. Для акционерных компаний *MC* определяется как произведение рыночной стоимости акций на момент оценки на количество выпущенных акций. К сожалению, использовать такой подход в Республике Беларусь пока невозможно из-за отсутствия развитого вторичного рынка ценных бумаг. Приблизительно *MC* можно рассматривать как величину собственного капитала, скорректированную на динамику прибыли. В содержательном плане рыночная капитализация связана с показателем *Firm Value (FV)* (стоимость компании). Она может оцениваться разными методами, которые в основном сводятся к определению дисконтированной стоимости ожидаемых будущих финансовых потоков компании. Оценка стоимости компаний в Беларуси только начинает проводиться, так как рынок покупки-продажи бизнеса еще только зарождается. При этом используются методы в основном те же, что и в практике зарубежных компаний, но проблемы возникают с обоснованием ставки дисконтирования (стоимости собственного и заемного капитала). Если удастся определить *Firm Value*, то не составляет труда рассчитать и показатель *Enterprise Value (EV)*. Это стоимость компании за вычетом денежных средств в балансе. Интерпретировать этот показатель можно как стоимость компании при условии передачи имеющегося остатка денежных средств новому владельцу.

Краткий анализ показывает, что у большинства приведенных в качестве примера

компаний высока доля заемного капитала (кроме AUDI). По рыночной капитализации DAIMLERCHRYSLER намного превосходит своих конкурентов. Это же относится и к выручке. В целом существует достаточно сильная связь между основными показателями масштабов. Исключение составляет компания VOLKSWAGEN, у которой относительно высокая доля денежных средств в активах и доля долга в инвестированном капитале. Рыночная капитализация AUDI также непропорционально высока. Это можно объяснить относительно высокими показателями прибыли и рентабельности по сравнению с другими компаниями (таблицы 2 и 3). Эти показатели косвенно учитываются при определении рыночной капитализации.

**Прибыль и финансовые потоки.** Иностранные компании используют несколько показателей прибыли и финансовых потоков (таблица 2).

К показателям прибыли (дохода) относятся: EBIT, EBITDA, EBIT(1-t) и NI. Эта аббревиатура в последнее время все чаще используется и в отечественной литературе.

Показатель *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)* (прибыль до выплаты процентов и налогов) включает прибыль от операционной деятельности до уплаты процентов по заемным средствам и налогов на прибыль. Этот показатель приблизительно равен показателю «Прибыль (убыток) от реализации товаров, продукции, работ, услуг» (строка 60 отчета о прибылях и убытках). Другим показателем, сходным с EBIT, является операционная прибыль. В Республике Беларусь основная проблема при расчете этого показателя связана с методикой включения в себестоимость банковских процентов. С показателем EBIT связан показатель *Earnings Before Interest,*

Таблица 2

Показатели прибыли и финансовых потоков иностранных компаний, млн. \$

Short Name	EBIT	EBITDA	EBIT (1-t)	"Net Income, NI"	Chg in non-cash WC	Net Cap Ex	Reinvestment	FCFF	FCFE
AUDI AG	1517	3382	954	824	-218	-704	-922	1876	1719
BAYER MOTOREN WK	3819	10285	2602	2239	-923	6870	5947	-3345	284
DAIMLERCHRYSLER	2800	15453	2382	2846	1726	14435	16161	-13779	-2172
FIAT SPA	1000	3590	627	1331	-114	-2590	-2704	3331	2009
PEUGEOT SA	1940	4946	1302	1029	607	-133	474	828	867
RENAULT SA	1514	3784	1382	3367	603	1748	2351	-969	2442
VOLKSWAGEN AG	3211	11859	2088	1120	720	168	888	1200	875

**Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA).** Иногда его называют доходом (сумма прибыли и амортизации). В исходном варианте этот показатель определяется как прибыль до выплаты процентов, налогов и до начисления амортизации по материальным и нематериальным активам. Трудности точного расчета EBITDA те же, что и для EBIT. Показатель **EBIT(1-t)** обычно используется только в виде аббревиатуры. Переводится как прибыль после выплаты налогов (t – это ставка налога (коэффициент)). Это почти чистый доход (до выплаты процентов). Завершающим показателем в этой группе является **Net Income (NI)** (чистый доход или чистая прибыль). Это остающаяся в распоряжении компании прибыль после операционных расходов, процентных платежей и поступлений, прочих доходов и расходов, налогов и выплаты дивидендов по акциям. Приблизительным аналогом является «Чистая прибыль (убыток)» (строка 240 белорусского отчета о прибылях и убытках).

Для оценки финансовых потоков в основном используются два показателя: FCFF и FCFE.

**Free Cash Flow to Firm (FCFF)** – это чистый денежный поток компании. В иностранных компаниях он опреде-

ляется так: прибыль после выплаты налогов + амортизация - затраты на приобретение внеоборотных активов ± изменение неденежного работающего капитала (оборотных активов). Для белорусских предприятий этот показатель приблизительно можно рассчитать как разницу между строками 20 и 150 отчета о движении денежных средств (без учета долгосрочных кредитов и займов). Развитием показателя FCFF является **Free Cash Flow to Equity (FCFE)**. Это чистый денежный поток акционеров (собственников), определенный как чистая прибыль NI + амортизация – затраты на приобретение внеоборотных активов ± изменение неденежного работающего капитала (оборотных активов) – погашение кредитов и займов + новые кредиты и займы. Приблизительно это разница между строками 20 и 150 отчета о движении денежных средств (с учетом долгосрочных кредитов и займов).

С некоторыми допущениями к показателям денежных потоков иностранных компаний можно отнести Change in non-cash working capital (Chg in non-cash WC), Net Capital Expenditures (Net Cap Ex) и Reinvestment.

**Change in non-cash working capital (Chg in non-cash WC)** – это изменения в неденежном

работающем (оборотном) капитале. Обычно используется именно такая нестандартная аббревиатура. Величину неденежного работающего капитала можно приблизительно определить как разницу между оборотными активами (без денежных средств) и краткосрочным заемным капиталом. Иногда под работающим капиталом понимаются оборотные активы (без учета краткосрочных обязательств).

**Net Capital Expenditures (Net Cap Ex)** – чистые капиталовложения. Рассчитываются как валовые капиталовложения (на капитальное строительство и на воспроизводство основных средств) за вычетом амортизации. Если использовать официальную белорусскую финансовую документацию, то приблизительно Net Cap Ex можно определить как разницу между показателем «Направлено денежных средств на оплату приобретаемых активов, работ, услуг» (строка 160 отчета о движении денежных средств в части внеоборотных активов) и амортизацией. Показатель **Reinvestment** (реинвестиции) рассчитывается так: чистые расходы на капитал (Net Cap Ex) + изменения в неденежном работающем (оборотном) капитале (Chg in non-cash WC). Расчет для белорусских предприятий можно провести с уче-

том особенностей определения двух предыдущих показателей.

Показатели прибыли и дохода у анализируемых компаний находятся на достаточном уровне. Доля амортизации в показателе EBITDA позволяет судить о балансовой стоимости внеоборотных активов компаний. Показатель EBITDA примерно в два-три раза превосходит показатель прибыли EBIT. Исключения составляют компании DAIMLERCHRYSLER и VOLKSWAGEN. Это связано не с высокой долей амортизации, а с относительно низкой прибылью в анализируемом периоде. Отрицательное изменение в работающем капитале у AUDI, BMW и FIAT свидетельствует либо об уменьшении оборотных активов, либо о повышении доли краткосрочного заемного капитала. Обращают на себя внимание большие чистые расходы на капитал у DAIMLERCHRYSLER. Они привели к большой отрицательной величине чистого денежного потока FCFE. Но удовлетворительное значение денежного потока FCFE позволяет сделать вывод об источниках покрытия этого дефицита (новые кредиты и займы).

#### Рентабельность и риски.

На основе показателей прибыли в иностранных компаниях рассчитываются несколько показателей рентабельности: ROE, ROIC, NM, ATM (таблица 3).

**Return on Equity (ROE)** – это рентабельность собственного капитала. Определяется как отношение чистой прибыли NI к величине акционерного капитала. Для белорусских предприятий приблизительный расчет можно провести в виде отношения чистой прибыли из отчета о прибылях и убытках к величине собственного капитала (итог раздела III пассива баланса). Рентабельность инвестированного капитала **Return On Invested Capital (ROIC)**,

**ROC)** рассчитывается как отношение прибыли после выплаты налогов EBIT(1-t) к инвестированному капиталу IC. В условиях белорусской финансовой практики специфика расчета этого показателя связана с особенностями определения EBIT(1-t) и IC. В отчетности иностранных фирм можно найти и показатель рентабельности продаж по чистому доходу **Net Margin или Net Profit Margin (NM)**. Это отношение чистого дохода (прибыли) NI к выручке R. Сопоставимый расчет этой рентабельности для белорусских предприятий возможен, но с учетом специфики NI. Вторым вариантом рентабельности продаж является **After-tax Margin или After-tax profit margin (ATM)**. Эта рентабельность определяется в виде отношения прибыли после выплаты налога EBIT(1-t) к выручке R. Специфика расчета связана с особенностями определения EBIT(1-t).

Анализ показывает, что рентабельность собственного (акционерного) капитала у анализируемых компаний довольно высока. Проблемы есть лишь у VOLKSWAGEN. У этой компании в анализируемом периоде чистая прибыль (доход) NI была несопоставимо низкой по сравнению с активами. Рентабельность продаж по чистому доходу (Net Margin) коррелирует с рентабельностью собственного капитала.

Абсолютно новыми для белорусских предприятий являются показатели рисков, применяемые иностранными компаниями. Это показатели Standard deviation in stock prices и Beta coefficient.

В показателе **Standard deviation in stock prices** (стандартное отклонение цен акций) учитываются колебания цен акций компаний от средней величины за определенный период времени. Величина стандартного отклонения высока, если

цена акций меняется относительно сильно. Если цены стабильны, то величина стандартного отклонения будет невысокой. Для белорусских предприятий расчет пока невозможен из-за практического отсутствия вторичного фондового рынка. **Beta coefficient (Beta, β)** является характеристикой риска, с которым связано владение акциями анализируемой компании. При определении β учитываются так называемая историческая динамика доходности анализируемой акции и историческая динамика доходности фондового рынка в целом (совокупности акций, например индекса 500 агентства Standard & Poor's). Если акция компании за определенный период времени увеличилась в цене на 12%, в то время как рынок (совокупный индекс) увеличился на 10%, то коэффициент в акции будет равен 1,2. Для белорусских предприятий расчет пока невозможен.

Данные таблицы 3 показывают, что в наибольшей степени неустойчивы цены акций AUDI, в наименьшей – BMW. Beta-коэффициент свидетельствует, что акции анализируемых компаний изменяются в цене быстрее среднерыночных. Исключения составляют лишь акции AUDI и PEUGEOT.

**Мультипликаторы доходности.** В практике иностранных компаний используется несколько вариантов так называемых показателей-мультипликаторов доходности (таблица 4).

Это своеобразные коэффициенты, позволяющие сравнивать компании в отраслевом разрезе. Коэффициенты определяются на основе ранее рассчитанных показателей. Поэтому возможность использования их для белорусских предприятий пока ограничена из-за проблем с определением базовых показателей.

Основными считаются мультипликаторы, определяе-

Таблица 3

Показатели рентабельности и рисков иностранных компаний

Short Name	ROE	ROIC	Net Margin	After-tax Margin	Standard deviation in stock prices	Beta
AUDI AG	13,50%	30,01%	3,10%	3,59%	35,78%	0,31
BAYER MOTOREN WK	13,19%	5,20%	4,80%	5,58%	16,75%	1,22
DAIMLERCHRYSLER	7,81%	2,17%	1,90%	1,59%	20,62%	1,44
FIAT SPA	15,33%	2,22%	2,86%	1,35%	25,47%	1,44
PEUGEOT SA	7,42%	3,86%	1,83%	2,31%	23,05%	0,97
RENAULT SA	17,54%	3,06%	8,15%	3,34%	20,96%	1,58
VOLKSWAGEN AG	4,75%	2,69%	1,18%	2,19%	25,34%	1,44

Таблица 4

Показатели-мультипликаторы доходности иностранных фирм

Short Name	PE	PBV	PS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	Firm Value/ BV	EV/ Sales	Cash/ Firm Value
AUDI AG	28,68	3,87	0,89	6,12	13,66	3,79	0,78	13,04%
BAYER MOTOREN WK	12,58	1,66	0,60	5,95	16,03	1,22	1,31	2,58%
DAIMLERCHRYSLER	16,86	1,32	0,32	7,84	43,28	1,10	0,81	5,98%
FIAT SPA	13,67	2,10	0,39	10,51	37,72	1,27	0,81	14,54%
PEUGEOT SA	12,45	0,92	0,23	6,60	16,82	0,97	0,58	17,15%
RENAULT SA	7,72	1,35	0,63	13,74	34,34	1,14	1,26	6,48%
VOLKSWAGEN AG	26,98	1,28	0,32	7,10	26,24	1,08	0,88	8,63%

мые на основе рыночной капитализации: PE, PBV и PS.

**Price to Earnings ratio или Price to Earnings (PE)** – это мультипликатор «цена/прибыль». Рассчитывается как отношение рыночной капитализации компании к прибыли. Мультипликатор «цена/балансовая стоимость» (**Price to Book Value ratio, PBV**) определяется аналогично, но рыночная капитализация делится на балансовую стоимость собственного капитала. Мультипликатор «цена/выручка» (**Price to Sales ratio, PS**) показывает соотношение между рыночной капитализацией компании и годовой выручкой. В таблице 4 представлено еще несколько мультипликаторов, методика расчета которых понятна из обозначений (BV – балансовая стоимость активов).

Интересен количественный анализ мультипликатора PBV. Он, например, показывает, что у PEUGEOT рыночная капитализация недостаточна по сравнению с собственным капиталом. Парадоксальные результаты может дать мультипликатор EV/EBIT. Высокое его значение для DAIMLERCHRYSLER связано с относительно невысокой прибылью. Но рыночная стоимость компании по-прежнему велика. Это можно объяснить наличием своеобразного временного лага. Невысокое значение показателя Cash/FV для BMW свидетельствует об относительной эффективности управления денежными средствами в этой компании.

Краткий анализ содержания показателей иностранных компаний показывает, что белорусские предприятия уже се-

годня могут частично формировать аналитическую информацию с использованием мировых стандартов финансовой отчетности. Это позволит сделать финансовую отчетность предприятий (в том числе неофициальную) прозрачной и понятной для иностранных инвесторов, а сами предприятия – инвестиционно более привлекательными, и, кроме того, подготовить белорусские предприятия к переходу на работу в условиях международных стандартов финансовой отчетности.

СПИСОК ЦИТИРОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. The Data Page [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/-data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/-data.html), свободный. – Яз. англ.
2. Бухгалтерская отчетность 2007 [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://neg.by/download\\_files/price/buh\\_otch.zip](http://neg.by/download_files/price/buh_otch.zip), свободный. – Яз. рус.