

## Ретроспектива исследований взаимосвязи индикаторов прироста и стоимости компании на мировом экономическом пространстве

© 2015 Миникеев Руслан Тахирович

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

125993, г. Москва, Ленинградский пр-т, д. 49

E-mail: minikeev-rt@mail.ru

Приводятся результаты эмпирического анализа крупнейших исследований, осуществляемых с целью нахождения тесноты взаимосвязи между изменением значений наиболее известных аналитических индикаторов прироста стоимости и непосредственно формированием самой стоимости компании. Выясняются основные предпосылки, используемые для проведения таких исследований, раскрываются их результаты, и критически описывается сопоставимость таких результатов. Выдвигается предположение о причинах расхождений в полученных результатах рассмотренных исследований, а также делается вывод о значимости наиболее распространенных индикаторов прироста стоимости с точки зрения описания формирования стоимости компании.

*Ключевые слова:* экономический анализ, взаимосвязь, индикатор, обзор, управление стоимостью.

Проблема поиска индикатора прироста стоимости, наиболее точно отражающего динамику изменения стоимости компании, для инвестиционного и научного сообщества остается одной из самых актуальных в последнее время. В период развития концепции управления, ориентированного на стоимость компании (VBM), для многих консалтинговых компаний показателями качества своей работы и залогом закрепления своей позиции на рынке стали разработка, адаптация и внедрение аналитического аппарата в рамках рассматриваемой концепции. Таким образом, ввиду серьезной конкурентной борьбы и повсеместной корпоративной переориентации на максимизацию стоимости появилось новое поле профессиональной деятельности, которое к настоящему времени сформировало огромное множество VBM-показателей. Очевидным будет вывод, что каждый из этих показателей имеет свои достоинства и недостатки, которые, прежде всего, относятся к сложности их внедрения и использования в повседневной деятельности компании, с одной стороны, и к способности их адекватно отражать формирование стоимости такой компании - с другой. Для полного раскрытия затронутой темы был проведен анализ основных эмпирических исследований авторов, внесших вклад в нахождение баланса между описанными выше крайними точками.

Одними из первых исследователей в области взаимосвязи индикаторов со стоимостью компании были С. Чен и Дж. Л. Додд<sup>1</sup>. Они в своей работе, опубликованной в 1996 г., проанализировали американский рынок за период с 1983-го по 1992 г. с объемом выборки в 566 наблюдений на основании данных Stern Stewart Database и Compustat. Основной целью их работы была проверка способности показателей EVA и остаточного дохода объяснить

стоимость организации, а также определение значимости бухгалтерских показателей в ее объяснении. В результате наблюдений они пришли к следующим выводам: EVA сама по себе недостаточна для объяснения стоимости; все компоненты, из которых складывается EVA, значимы и все вместе улучшают объяснение стоимости, чем по отдельности; добавленные бухгалтерские показатели улучшают модель; модели, построенные на основе показателей остаточного дохода и EVA, дают похожие значения  $R^2$  как объяснение стоимости.

Команда исследователей во главе с Г. Биддлом провела анализ также в 1996 г. и поставила своей целью не только сравнение бухгалтерских показателей, EVA и показателя остаточного дохода в объяснении стоимости организации, но и проверку гипотезы о том, что применение EVA компаниями оказывает влияние на их стоимость: был проанализирован американский рынок за больший период, с 1983-го по 1994 г., на основании 6174 наблюдений по Stern Stewart Performance 1000 и сделаны следующие основные заключения: EVA лучше всех коррелирует со стоимостью у тех компаний, которые действительно используют его в управленческих целях; показатель EPS лучше коррелирует со стоимостью компании, а разделение всей выборки на группы использования VBM-показателя EVA говорит о том, что различия в объяснении стоимости для показателей незначимы.

В работе, опубликованной С. О'Бирном также в 1996 г., был проанализирован американский рынок за период с 1985-го по 1993 г. Анализ, описанный в этой работе, был основан на 7546 наблюдениях по индексу Stern Stewart Performance 1000. В результате этого исследования были сделаны выводы: EVA объясняет 31 % вариации рыночной стоимости, в то время как NOPAT - только 17 %; изменения

EVA объясняют 55 % вариации изменений рыночной стоимости компании, а изменения NOPAT - только 33 %.

В том же 1996 г. были проведены исследования аналитиками К. Лен, А. Макхия, которые проанализировали американский рынок за сравнительно небольшой период с 1994-го по 1995 г. В данной работе они сделали 241 наблюдение по американским корпорациям, после чего пришли к следующим результатам: показатели EVA и MVA имеют более высокую корреляцию с рыночной стоимостью компании, чем традиционные показатели; оба показателя имеют отрицательную корреляцию со степенью ротации высшего менеджмента корпораций; показатели EVA и MVA хорошо характеризуют деятельность компаний и являются важными инструментами для принятия решений стратегического характера.

Д. Холл в 1998 г. проанализировал рынок ЮАР за период с 1987-го по 1996 г. В своем исследовании он провел наблюдения по 200 промышленным компаниям, используя для этого их финансовую отчетность, данные котировок и аналитические отчеты по 1000 нефинансовым компаниям. В результате этого автором был сделан следующий вывод: показатель EVA обладает лучшей объясняющей способностью по сравнению с показателем EPS.

В 2000 г. были опубликованы эмпирические исследования, целью которых было выявить различие в объяснении стоимости организации при использовании показателя добавленной стоимости (EVA) и показателя чистой прибыли на акцию (EPS). Авторами этой работы были Дж. Т. Гарви и Т. Т. Милбурн. Ими были проанализированы 500 компаний, ведущих свою деятельность на американском рынке за период с 1979-го по 1998 г., и использованы при этом их финансовая отчетность и данные котировок. В итоге исследователи пришли к следующим заключениям: показатель EVA, в общем, не обладает лучшей объясняющей способностью по сравнению с EPS; наблюдается огромное различие в объясняющей способности этих показателей при анализе выбранных компаний по отраслям; существенность и адекватность EVA прямо пропорциональны уровню внедрения этого показателя в систему управления организацией<sup>2</sup>.

Год спустя, в 2001 г., группа исследователей, в числе которых были Дж. Стерн, Дж. Шили, И. Росс, провели ряд наблюдений по индексу Stern Stewart Performance 1000, анализируя при этом американский рынок с 1986-го по 1995 г. В ходе такого исследования авторы пришли к следующему выводу: между MVA и EVA существует более сильная статистическая зависимость, чем между MVA и показателями ROE, EPS: корреляция между MVA и EVA в 3 раза лучше, чем корреляция между MVA и EPS и в 2 раза лучше, чем корреляция между MVA и ROE<sup>3</sup>.

В 2004 г. команда аналитиков во главе с Г. Фельгамом изучила американский рынок за пе-

риод с 1995-го по 1999 г. В своем исследовании они ставили цель сравнить бухгалтерские показатели, EVA, показатель остаточного дохода в объяснении стоимости организации. По итогам 2608 наблюдений и анализа индекса Stern Stewart Performance 1000, а также по базам данных Compustat и Center of Research and Security Prices database они сделали следующее заключение: EVA значительно лучше других показателей объясняет стоимость<sup>4</sup>.

Интересен опыт другой пары исследователей - Ч. Лианга, М. Яо. Они проанализировали рынок другой части света - Азии, а именно Тайваньский рынок, изучив при этом особый и перспективный в последнее время сектор - IT-компаний. Этот анализ был проведен за период с 1998-го по 2000 г. на основании 1827 наблюдений, сделанных из базы данных Taiwan Economic Journal Database. Целью своей работы они видели определение роли финансовых и нефинансовых показателей в объяснении стоимости организации и пришли к следующим результатам: показатель остаточного дохода и EVA незначительно увеличивают способность модели объяснить стоимость; EVA в меньшей степени, чем показатель остаточного дохода, улучшает модель<sup>5</sup>.

Первыми авторами, открывающими список исследователей российского рынка в рамках рассматриваемого вопроса, являются А.В. Бухвалов и Д.Л. Волков. В своей работе в 2005 г. они проанализировали период с 2002-го по 2003 г., проведя при этом 94 наблюдения и используя для этого финансовую отчетность, данные котировок, а также аналитические отчеты по 47 компаниям. Результатом такого исследования стал следующий вывод: показатель экономической прибыли достаточно сильно коррелирует с рыночной компаний (коэффициент корреляции составляет около 60 %)<sup>6</sup>.

В 2007 г. был проанализирован еще один быстроразвивающийся мировой рынок, который в перспективе может составить конкуренцию всем основным, - это индийский рынок. Это исследование было проведено Л. Иралом. В результате были сделаны 6000 наблюдений на основании финансовой отчетности, данных котировок и аналитических отчетов по 1000 нефинансовым компаниям за период с 1999-го по 2005 г. На основании этого автор пришел к следующему заключению: показатели экономической прибыли обладают лучшей объясняющей способностью по сравнению с традиционными.

В том же 2007 г. команда исследователей во главе с Д. Мадитиносом также проанализировала деятельность компаний на греческом рынке за период с 1999-го по 2005 г. В результате 435 наблюдений, составленных по ответам респондентов и данных с Greek Capital Market, они пришли к следующим выводам: оба типа переменных значимы, но EVA лучше объясняет стоимость, чем показатель EPS; с течением времени объясняющая сила EPS падает, а EVA возрастает<sup>7</sup>.

Вторым крупным исследователем российского рынка стала И.А. Смирнова. В своей работе, опубликованной в 2007 г., она опиралась на 72 наблюдения, используя при этом финансовую отчетность, данные котировок, а также аналитические отчеты по 18 российским компаниям. Ее анализ был направлен на период деятельности российских компаний с 2001-го по 2005 г. В заключение своей работы она пришла к следующим результатам: показатель бухгалтерской прибыли значительно превосходит по объясняющей способности, у которой значение  $R^2 = 15,8\%$ , все VBM - показатели, среди которых CVA со значением  $R^2 = 4,7\%$ , EVA со значением  $R^2 = 3,1\%$ , показатель остаточной прибыли со значением  $R^2 = 2,9\%$ .

Кроме того, необходимо представить результаты работы такой пары авторов, как В.С. Романов, Е.Б. Кукина. Основной особенностью их анализа стала направленность в выборе объекта исследования. Компании, представленные в их работе, составляют телекоммуникационную отрасль, которая, как известно, является относительно новым (учитывая период исследования с 2002-го по 2006 г.), а потому и перспективным направлением в развитии российского рынка. Этот анализ был проведен в 2008 г. и основывался на 91 наблюдении, исходя из данных финансовой отчетности, данных котировок и аналитических отчетов 11 компаний, и в итоге авторы пришли к следующему результату: показатели экономической добавленной стоимости не способны хорошо объяснить доходность инвесторов; сделано предположение о том, что лучшая взаимосвязь будет наблюдаться, если рассмотреть отдельные компоненты показателей экономической прибыли, так как инвесторы могут не воспринимать составной показатель, но в то же время будут обращать внимание на отдельные параметры<sup>8</sup>.

Последним рассмотренным в данной статье исследованием будет работа И.В. Ивашковской. Она отличается от остальных тем, что в ней проведен анализ по совокупности рынков тех стран, которые на данный момент составляют крупнейшие развивающиеся экономики мира. Это так называемые страны BRIC, которые, исходя из аббревиатуры, могут быть представлены Бразилией, Россией, Индией и Китаем. В последнее время к этой четверке все чаще присоединяют Южную Африку и Германию. Это самое новое из анализируемых нами исследований, так как проведено всего лишь в 2009 г. Период работы этого автора составляет 6 лет с 2002-го по 2007 г. За это время были сделаны 163 наблюдения на основании анализа сайтов исследуемых компаний, а также полученных данных в результате запросов в компанию Stern & Stewart. В отличие от некоторых предыдущих исследований, И.В. Ивашковская пришла к иным выводам, согласно которым: традиционные показатели статистически незначимы; показатели эконо-

номической прибыли обладают высокой объясняющей способностью; наиболее высокой объясняющей силой в описании зависимой переменной - рыночной капитализации собственного капитала - обладает экономическая добавленная стоимость, рассчитанная с учетом поправок к инвестированному капиталу<sup>9</sup>.

Итак, в заключение данной статьи следует отметить, что выводы, представленные в этом обзоре, противоречивы, однако можно выделить в них некоторую следующую закономерность, а именно: стоимость компании, ведущих деятельность на развитых рынках (Америка, Канада), VBM-показатели, а в частности EVA, объясняют лучше, чем традиционные показатели. Ситуация на развивающихся рынках обратная, что объясняется большим использованием традиционных показателей и отсутствием VBM-идеологии в действующих парадигмах анализа и управления в рассмотренных организациях.

<sup>1</sup> Chen S., Dodd J. Economic Value Added: An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure // Journal of Managerial Issues. 1997. Vol. IX (3). P. 318-333.

<sup>2</sup> Garvey Gerald T., Milbourn Todd T. EVA versus Earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns? // Working papers in economics / Claremont Colleges. 2000. P. 37.

<sup>3</sup> Ross S. The Economic Theory of Agency: the Principal's Problem // American Economic Review. 1973. Vol. 63, No. 2. P. 134-139.

<sup>4</sup> Feltham G.D., Isaac G., Mbagwu C. Perhaps EVA Does Beat Earnings - Revisiting Previous Evidence // Journal OF Applied Corporate Finance. 2004. No. 16. P. 83 - 88.

<sup>5</sup> Liang C., Yao M. The Value-Relevance of Financial and Nonfinancial Information-Evidence from Taiwan's Information Electronics Industry // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2005. No. 24. P. 135 - 157.

<sup>6</sup> Бухвалов А.В., Волков Д.Л. Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний // Вестн. Санкт-Петербургского университета. Серия 8, Менеджмент. 2005. □ 1. С. 26-44.

<sup>7</sup> The Use Of Traditional And Modern Value-Based Performance Measures To Evaluate Companies' Implemented And Future Strategies In The Greek Capital Market: The Case Of EPS And EVA / D. Maditinos [et al.] // Journal Of International Research Publications. 2007. No. 2. P. 35-50.

<sup>8</sup> Романов К.И. Эффективность трансформации компаний открытого типа в компании закрытого типа на развитых рынках капитала: обзор исследований / Корпоративные Финансы (Journal of Corporate Finance Research). 2008. □ 2 (6). С. 92-109.

<sup>9</sup> Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. □ 4. С. 113-132.