

Глава 1.

Что такое прибыль

«Я за максимизацию прибыли!»
Если хотите разозлить немалую часть общества и настроить людей против себя, достаточно произнести эту фразу.
Лишь немногие слова вызывают столь бурные дебаты, как «максимизация прибыли». Некоторые впадают в ярость от самого слова «прибыль». Во время многочисленной демонстрации против немецкого промышленного гиганта Bayer AG на его ежегодном собрании акционеров 26 апреля 2019 года меня втянули в спор с протестующими. Когда я отметил, что компании нужно зарабатывать прибыль, чтобы выжить, меня довольно агрессивно высмеяли и обругали.

Подобная враждебная реакция встречается повсюду. Максимизацию прибыли – или даже хуже, максимизацию «акционерной стоимости» – многие наблюдатели считают корнем всех экономических зол. Конечно же, большинство рядовых сотрудников выступают против максимизации прибыли. Как и все остальные – преподаватели, врачи, юристы, государственные служащие, не говоря о критиках среди политологов, социологов и философов.

Даже среди бизнесменов нет общего консенсуса в пользу прибыли. Однако по сути своей максимизация прибыли – всего лишь противоположность тратам. Можно поставить знак равенства между максимизацией прибыли и минимизацией затрат. Критики утверждают, что максимизация прибыли и акционерной стоимости – основная причина эксплуатации ресурсов и работников, несоответствия доходов и активов, перевода производства в страны с низкой зарплатой, размещения корпоративной штаб-квартиры в налоговых гаванях и многих других нарушений.

Эта критика разительно противоречит теоретическим основам микроэкономики. Если компания не стремится достичь самой высокой прибыли, конкуренты сотрут ее в порошок. Напомню девиз научного сообщества, согласно которому основополагающий закон бизнеса – «прибыль или смерть».

Прибыль – вознаграждение за бизнес-риск. Прибыль – то, что остается после того, как компания выполнит все свои обязательства перед сотрудниками, поставщиками, банками, другими кредиторами, а также национальным и местным правительством, которое определяет налоги. Таким образом, прибыль – остаток, принадлежащий владельцам компании. Если компания выполнила обязательства перед всеми внешними сторонами, больше никто не вправе претендовать на ее прибыль.

Как ни странно, это простое и неоспоримое определение прибыли не является общепринятым. Как раз наоборот. Будучи президентом Франции, Николя Саркози заявил, что «несправедливо отдавать всю прибыль компании акционерам и владельцам, а следует разделить ее на три равные части: одна для акционеров, вторая для сотрудников, а третья для инвестиций в развитие компании» [1].

По мнению Саркози, неприемлемо, чтобы владельцы компании забирали себе всю прибыль. С тем же успехом можно утверждать, что сотрудники не имеют права оставлять всю зарплату себе; нужно делиться с другими сторонами. Тем не менее подобные популистские заявления общество встречает бурными аплодисментами.

Что же такое прибыль

Самое простое и доступное определение – то, которое я уже отметил: прибыль представляет собой остаток средств после того, как компания выполнит все свои финансовые обязательства. К сожалению, на самом деле все намного сложнее.

Существует множество определений прибыли, и не будет преувеличением сказать, что некоторые из них совершенно невразумительны или даже ошибочны. Когда мы говорим о прибыли, нужно *точно* понимать, о чем идет речь. Иначе легко запутаться. По этой причине я никак не могу обойти общепринятые определения прибыли, которые используются повсеместно. На первый взгляд последующие разделы этой главы могут показаться вам нагромождением скучной бухгалтерской и финансовой терминологии. Однако все разъяснения и уточнения, которые мы дадим в этой главе, будут абсолютно необходимы, когда мы доберемся до более увлекательных глав о том, что на самом деле представляет собой прибыль, а не ее математические расчеты.

Прибыль рассчитывается следующим образом:

$$\text{Прибыль} = \text{Доход} - \text{Издержки.} \quad (1.1)$$

Доход представляет собой выручку с продаж или операционную выручку, произведение цены и количества проданного товара:

$$\text{Доход} = \text{Цена} \times \text{Объем продаж.} \quad (1.2)$$

Доход также охватывает такие финансовые компоненты, как процентный доход, доход от ценных бумаг и чрезвычайный доход с продажи имущества, налоговые возвраты и другие финансовые активы.

Прибыль зависит от трех факторов – цена, объем продаж и издержки. Издержки подразделяются на постоянные и переменные. Если страна вводит налог с продаж или налог на добавленную стоимость (НДС), доход обычно отражается без учета этих налогов. Однако некоторые нарушают этот стандарт.

Помимо операционного дохода и операционных издержек в расчете прибыли учитываются финансовые аспекты, которые мы перечислили выше (процентный доход, поступления с продажи имущества и т.д.).

Доход занимает первую строчку в стандартных финансовых отчетах. Прибыль после выплаты налогов – истинная прибыль по нашему определению, – как правило, занимает последнюю строчку отчета и называется «итоговым показателем».

Прибыль связана с издержками?

Интуитивно прибыль всегда ассоциируется с издержками. «Прибыль – цена выживания», – сказал Питер Друкер [2]. Согласно его мнению, прибыль охватывает три типа издержек:

- стоимость капитала;
- предпринимательский риск;
- гарантия рабочих мест и пенсий.

В этом отношении прибыль – не остаток на конец года, который, будем надеяться, идет со знаком плюс. Напротив, прибыль следует учитывать с самого начала как расходы, чтобы обеспечить выживание компании.

Большое количество слов в определениях прибыли сбивает с толку, вместо того чтобы внести ясность. Мы имеем результаты, выручку, поступления, профицит, прибыль, приход, доходность и маржу. Затем мы усложняем проблему, добавляя уточнения: операционная, с продолжающейся деятельности, предварительная, номинальная, реальная, с поправкой на инфляцию, чрезвычайная. Также не следует забывать о разнице между организационными уровнями (прибыль корпорации, группы, структурного подразделения) и о временных периодах (квартальная, годовая). Есть также балансовая прибыль, основанная на операционных доходах и расходах, которые отмечены в бухгалтерских книгах компании. И, наконец, есть такие концепции прибыли, как нормальная прибыль и экономическая прибыль, которая учитывает альтернативные издержки привлечения капитала.

Теперь вы понимаете, почему нам не хватает ясности и четкого ориентира, когда мы говорим о прибыли?

В прессе и на собраниях не всегда понятно, о какой прибыли идет речь. В финансовом сообществе приняты определенные параметры прибыли, но они не имеют ничего общего с определением истинной прибыли, а именно

остаточного объема денег после выполнения всех обязательств компании. Можно подумать, что подобная тарбарщина существует из-за желания некоторых «экспертов» намеренно навести тумана, чтобы широкая общественность – а в некоторых случаях и инсайдеры – запуталась во всех этих концепциях и терминах и не смогла в них разобраться. Этот профессиональный жаргон, по крайней мере отчасти, ответственен за сумятицу и ошибки в суждениях о прибыли в отдельных компаниях и целых отраслях.

Цель этой книги – не вдаваться в подробные разъяснения различных методов расчета прибыли со всеми их нюансами. Для этого существует специализированная бухгалтерская литература. Моя цель в этой главе – кратко разъяснить читателям самые употребляемые термины и концепции прибыли. Однако позвольте дать вам совет: в любой дискуссии, если вы услышите слово «прибыль», спросите, что подразумевается под этим термином, иначе вы рискуете неверно понять собеседника.

Разберемся с аббревиатурами

Помимо терминов, отмеченных выше, в отчетах часто встречается целый алфавит аббревиатур, таких как ЕАТ (располагаемый доход после уплаты налогов), ЕВТ (доход без вычета налогов), ЕВІТ (доход без вычета процентов и налогов) и ЕВІТDA (доход без вычета процентов, налогов, расходов на износ, амортизационных отчислений). Рассмотрим их подробнее.

- Располагаемый доход после уплаты налогов (ЕАТ): его часто называют чистой прибылью или чистой выручкой. По сути, это самый важный термин по прибыли,

поскольку отражает, сколько заработали акционеры. Когда мы будем говорить о чистой прибыли или чистой выручке в этой книге, мы будем иметь в виду как раз располагаемый доход.

- **Доход без вычета налогов (ЕВТ):** как подразумевает название, подоходный налог еще не вычтен из прибыли. Таким образом, ЕВТ не отражает истинной прибыли, то есть не показывает, какую сумму владельцы компании могут оставить себе.
- **Доход без вычета процентов и налогов (ЕБИТ):** это ключевой показатель прибыли еще называют операционной прибылью, но часто его используют необоснованно. Если у компании большие долги, а значит, высокие выплаты по процентам, то доход без вычета процентов и налогов будет выглядеть намного внушительнее, чем доход после уплаты налогов, или чистая прибыль. По этой причине доход без вычета процентов и налогов очень популярный параметр в корпоративных финансовых отчетах.
- **Доход без вычета процентов, налогов, расходов на износ, амортизационных отчислений (ЕБИТДА):** в отличие от ЕБИТ эта сумма выше, потому что показатель включает в себя такие статьи расходов, как износ и амортизация предприятия, оборудования и нематериальных активов. Этот термин также часто означает операционную прибыль. Иногда параметр корректируется и отражает чрезвычайные расходы или доход. В этом случае говорят «скорректированный ЕБИТДА». ЕБИТДА практически никак не связан с ЕАТ. Тем не менее рыночная стоимость фирмы зачастую рассчитывается по ЕБИТ или ЕБИТДА. Что касается ЕБИТДА, износ и амортизация охватывают не только физические

активы, но и корректировку стоимости компании после ее продажи, то есть стоимости нематериальных активов, или гудвилла. Зачастую это довольно крупные суммы.

Таблица 1.1 отражает взаимосвязь между различными сторонами «прибыли».

Таблица 1.1. Взаимосвязь между различными сторонами прибыли

EAT (доход после уплаты налогов) + Налоги – Возмещенный налог
= EBT (доход без вычета налогов) + Расходы на проценты – Доходы с процентов
= EBIT (доход без вычета процентов и налогов) + Износ и амортизация активов – Снижение стоимости активов – Повышение стоимости активов
= EBITDA (доход без вычета процентов, налогов, расходов на износ и амортизацию) + Неоперационная выручка – Неоперационные расходы
= Скорректированный EBITDA

Эти объяснения еще раз подчеркивают, что нужно обратить особое внимание на то, что подразумевается под словом «прибыль». Иначе вас будет легко обмануть или сбить с толку.

Ухищрения, которые применяются, чтобы в отчетах зависеть или даже раздуть прибыль, безграничны. Один бизнес-журналист прислал мне такой комментарий: «Я регулярно посещаю ежегодные собрания акционеров. Менеджеры жонглируют массой чисел и параметров,

видимо, стремясь замаскировать свои ошибки. Один из таких параметров – EBITDAR (EBITDA + реструктуризация). Иногда складывается такое впечатление, что они придумали эти цифры специально для конференции по выручке. В эпоху новой экономики финансовые директора обыгрывают скорость «сжигания» капитала [3] как фактор успеха. Признаться, я в замешательстве; меня это наводит на мысль о том, что прибыль – приятное дополнение, а не необходимость» [4].

Последствия пузыря доткомов, разразившиеся в начале 2000-х годов, когда взлет убыточных интернет-стартапов обрушил биржу, ни на йоту не охладили их пыл. Недавно я узнал о новой разновидности прибыли под названием EBITDAL – с добавлением арендной платы, то есть компания, видимо, включила эти расходы в общую сумму «прибыли». Как я вижу, к этим аббревиатурам можно приписывать бесчисленное количество букв.

Впрочем, зачем нам переживать, если «убытки снова в моде», как написал один журнал. Более 80% всех компаний, которые недавно провели первичное публичное предложение (IPO) в США, так и не получили прибыль [5]. Сервис совместных поездок Uber провел свой IPO 10 мая 2019 года. Но в 2018 году Uber заявил об убытках в \$3,8 млрд. В то же время Uber отметил «маржинальный доход основной платформы» в размере \$940 млн.

В том же году WeWork, провайдер совместного офисного пространства, отметил убытки в размере \$1,9 млрд при доходе в \$1,8 млрд. Поэтому компания ввела новый параметр под названием «EBITDA с поправкой на сообщество», который не учитывал такие факторы, как расходы на маркетинг. Есть еще один пример: Groupon, глобальная платформа онлайн-торговли товарами и услугами

со скидкой. Она заявила о «скорректированном операционном доходе сводного сегмента» в размере \$61 млн, хотя убытки компании составили \$420 млн. Креативный новый параметр не учитывал расходы на привлечение клиентов. Groupon сочла эти издержки инвестициями в будущее развитие компании [6].

Под ироничным заголовком «Прибыль важнее убытков» один журналист размышлял об этой модной тенденции навешивать оптимистичную маску на реальные факты, которые иначе как катастрофой не назовешь. «В некоторые годы истинная прибыль мизерна и совершенно неудовлетворительна. И тогда компании включают воображение. Они добавляют налоги и проценты к своей чистой прибыли или к износу. И если результат все равно не впечатляет, они добавляют "особые пункты" или разовые издержки. Компании корректируют прибыль любыми средствами, завышая ее, пока она не достигнет цифры, которая смотрится выгодно на фоне конкурентов. Но эта цифра ни в коем случае не отражает истинную прибыльность этих компаний» [7].

Журналист добавил: «Многие компании считают EBITDA актуальным показателем. Но мне он ни о чем не говорит. Если компания не может даже покрыть издержки на износ, она зря тратит ресурсы и, скорее всего, близится к своей кончине» [8].

Прибыль как рентабельность

Один из предпочтительных подходов к прибыли – выражать ее через рентабельность, что позволяет проводить более точные сравнения по компаниям, секторам бизнеса и отраслям. Рентабельность – коэффициент, отражающий

соотношение прибыли (в любом ее виде) и ресурсов, вложенных в то, чтобы ее получить. Любые параметры прибыли, перечисленные выше, можно использовать для расчета рентабельности. Коэффициент рентабельности обычно выражают в процентах.

Самые распространенные типы рентабельности:

$$\text{Рентабельность продаж (ROS)} = \text{Прибыль} / \text{Доход} \quad (1.3)$$

Этот коэффициент показывает, какой процент дохода остался в качестве прибыли. Если мы используем чистую прибыль или EAT, то получим чистую рентабельность с продаж. Или же этот результат можно назвать «маржей чистой прибыли».

Можно также рассчитать прибыль (выручку) относительно вложенного капитала. Нам понадобится общий инвестированный капитал (= активы) и прибыль (любое ее определение), и получится рентабельность совокупного инвестированного капитала:

$$\text{Рентабельность активов} = \text{Прибыль} / \text{Активы} \quad (1.4)$$

На практике часто используют вариацию формулы (1.4) с добавлением процентов. Причина в том, что доход с общего капитала состоит из прибыли и процентов. Применяя этот метод, мы получим следующую формулу:

$$\text{Рентабельность активов} = (\text{Прибыль} + \text{Проценты}) / \text{Активы} \quad (1.5)$$

Поскольку проценты подлежат вычету как расходы, также используют следующий вариант:

$$\text{Рентабельность активов} = (\text{Прибыль} + \text{Процент} (1 - s)) / \text{Активы}, \quad (1.6)$$

где s – корпоративный налог (налог на прибыль предприятия).

Среди других параметров в вариациях формулы (1.4) можно отметить рентабельность инвестиций (ROI), рентабельность задействованного капитала (ROCE) и рентабельность чистых активов (RONA). Для расчета ROCE и RONA берется совокупный капитал или совокупные активы с поправкой по кредиторским и дебиторским счетам.

Рентабельность собственного капитала (ROE) выражает прибыль как процент собственного капитала:

$$\text{Рентабельность собственного капитала} = \text{Прибыль} / \text{Собственный капитал}. \quad (1.7)$$

Собственный капитал представляет собой совокупные активы за вычетом обязательств (как правило, долгов). Как и в других формулах, в числитель можно поставить разные виды прибыли.

Посмотрим, какое соотношение существует между разными типами дохода:

$$\text{Рентабельность продаж} = \text{Рентабельность активов} / \text{Оборот денежных средств}. \quad (1.8)$$

Оборот денежных средств представляет собой доход, деленный на совокупные активы, и показывает скорость обращения денежных средств за год. Оборот денежных средств значительно варьируется в зависимости от отрасли. Таблица 1.2 показывает, насколько разительна

эта разница в крупных компаниях из разных отраслей и стран.

Таблица 1.2. Доход, активы и оборот денежных средств компаний из разных отраслей и стран (за 2019 фискальный год. *Источник: Fortune, август 2020 г.)*

Компания	Страна	Доход, млрд \$	Активы, млрд \$	Оборот денежных средств
Walmart	США	524	236	2,22
Volkswagen	Германия	283	548	0,52
Amazon	США	281	225	1,25
Exxon Mobil	США	265	363	0,73
Apple	США	260	339	0,77
Samsung Electronics	Южная Корея	198	305	0,65
AT&T	США	181	552	0,33
Hon Hai	Тайвань	173	111	1,56
Alphabet	США	162	276	0,59
JPMorgan Chase	США	142	2687	0,05
Bank of China	Китай	135	3269	0,04
Allianz	Германия	130	1135	0,11
Лукойл	Россия	115	96	1,20
Hitachi	Япония	81	92	0,88
Vodafone Group	Великобритания	50	185	0,27
Sanofi	Франция	42	127	0,33

Если оборот денежных средств меньше 1, значит, рентабельность продаж превышает рентабельность активов. Если рассчитать рентабельность активов по формуле (1.8), мы получим:

$$\text{Рентабельность активов} = \text{Рентабельность продаж} \times \text{Оборот денежных средств.} \quad (1.9)$$

Формула (1.9) показывает, что рентабельность активов растет пропорционально рентабельности продаж и обороту денежных средств.

Что касается взаимосвязи рентабельности собственного капитала и рентабельности активов, соотношение долгов и активов играет решающую роль. Чтобы рассчитать это соотношение, нужно разделить долги на совокупные активы.

$$\text{Рентабельность собственного капитала} = \text{Рентабельность активов} / (1 - \text{Долг} / \text{Совокупные активы}). \quad (1.10)$$

Приведем пример. Совокупные активы составляют \$100, и \$50 из них взяты займы, следовательно, отношение долга к активам составляет 0,5. Это означает, что по долгу в размере \$50 нужно выплачивать \$2,50.

Следовательно, прибыль после выплаты процента составит \$7,50. Согласно формуле (1.4), мы получаем рентабельность активов 7,5%. Согласно формуле (1.7), рентабельность собственного капитала составляет 15%. А если мы рассчитаем рентабельность активов по формуле (1.5), добавив в числитель процент по долгу, то получим $(\$7,50 + \$2,50) / \$100 = 0,10$, или 10%. Если воспользоваться формулой (1.6) и предположить, что налог на доход предприятия составляет 30%, рентабельность активов будет выглядеть следующим образом: $(\$7,50 + \$2,50 \times 0,7) / 100 = 0,0925$, или 9,25%.

Что произойдет, если долг вырастет с \$50 до \$60, а собственный капитал сократится до \$40 соответственно? Доход и прибыль до выплаты процентов остаются неизменными. В данном случае по процентам нужно выплатить \$3, значит, прибыль после выплаты процентов составит \$7, а рентабельность активов снизится до 7%. Формула (1.10) дает следующую рентабельность собственного капитала: $7 / 0,4 = 17,5\%$. Здесь налицо так называемый эффект финансового рычага. Если процент меньше рентабельности активов, то чем выше долг, тем выше рентабельность собственного капитала. Однако высокий долг также повышает риски компании. А когда процент выше внутренней доходности, эффект финансового рычага становится отрицательным, то есть чем выше долг, тем ниже рентабельность собственного капитала.

Такие параметры, как рентабельность продаж, рентабельность совокупных активов и рентабельность собственного капитала, имеют преимущество по сравнению с абсолютной прибылью. Они позволяют проводить сравнения по подразделениям, компаниям, отраслям и даже странам, хотя каждый из них оценивает разные аспекты прибыли. В последующих главах мы вернемся к ним.

Чтобы проиллюстрировать все эти финансовые показатели вместе, возьмем в качестве примера производителя потребительских товаров среднего масштаба. Таблица 1.3 показывает ключевые параметры по предыдущему фискальному году. Эта компания имеет совокупные активы в размере \$134 млн и доход в \$91 млн. Следовательно, оборот денежных средств составляет 0,67 в год. Чистая рентабельность продаж составляет 10,3%. Чистая рентабельность активов 7,0%. Отношение долга к активам 58,2%, а значит, рентабельность собственного капитала составляет 16,8%, согласно формуле (1.10). В целом у этой компании складывается вполне добротная картина по прибыли и финансовому положению.

Таблица 1.3. Параметры прибыли для производителя потребительских товаров среднего масштаба

Ключевой параметр	Млн \$	%
Активы	134	100
Собственный капитал	56	41,8
Долги	78	58,2
Оборот денежных средств		67,9
Доход	91	100
Износ	5,9	6,5
Процент	1,5	1,6
Налог	3,8	4,2
Доход без вычета процентов, налогов, расходов на износ и амортизацию (ЕВITDA)	20,6	22,6
Доход без вычета процентов и налогов (ЕВIT)	14,7	16,2
Доход без вычета налогов (ЕВТ)	13,2	14,5
Доход после вычета налогов (ЕАТ)	9,4	10,3
Рентабельность активов на основе ЕВIT		11,0
Рентабельность активов на основе ЕАТ		7,0
Рентабельность собственного капитала		16,8

Номинальная прибыль и реальная

До сих пор мы рассматривали только номинальную прибыль, отмеченную в финансовой отчетности. Это значит, что данные по прибыли – какой бы вид прибыли мы ни выбрали – выражены в текущей валюте. Если скорректировать номинальную прибыль на инфляцию, получится так называемая реальная прибыль. В период сравнительно низкой инфляции (как с 1994 года по сей день) разница

между номинальной и реальной прибылью незначительна. В течение 25 лет до 2019 года годовая инфляция в США превышала 3% только 5 раз и была ниже 2% в течение 12 лет. Это сильно отличается от 1970-х годов. Тогда годовая инфляция превышала 6% в течение 8 лет в промежутке с 1971 по 1982 годы. Европа пережила схожую инфляцию в тот же период.

Предположим, что доход компании составляет \$100 млн, а прибыль после выплаты налогов \$10 млн. Оборудование компании, которое стоит \$50 млн, подверглось износу за пять лет и было заменено все сразу. Годовой износ, таким образом, составил \$10 млн. Бизнес приносит стабильный доход в течение пяти лет, то есть номинальный доход и прибыль остаются неизменными из года в год на уровне \$100 млн и \$10 млн соответственно. Как повлияет на финансовую ситуацию компании годовая инфляция в 5%, то есть если оборудование будет дорожать на 5% в год? Замена оборудования после пяти лет использования обойдется не в \$50 млн, а \$63,8 млн. Разница в \$13,8 млн называется «фантомной прибылью».

Это можно выразить и по-другому. Прибыль снижается каждый год на 5%. На пятый год компания получит реальную прибыль в размере всего \$7,8 млн при номинальной прибыли в \$10 млн. Компании пришлось бы повысить уровень износа на \$13,8 млн, чтобы снизить налоговое бремя, компенсировать влияние инфляции и сохранить тот же уровень покупательской способности. Однако налог рассчитывается по изначальной стоимости оборудования, и общий уровень объема износа не может его превзойти.

Налоги взимаются с номинальной прибыли. Следовательно, фантомная прибыль тоже облагается налогом, даже если не повышает реальную ценность.

Относительно других последствий инфляции, таких как рост затрат на производство и соответственно рост цен на продукцию, мы рекомендуем обратиться к специализированной литературе [9]. В период высокой инфляции компании должны стремиться защитить свою реальную прибыль и не заикливаться на фантомной прибыли.

Прибыль и альтернативные издержки

Предположим, что рентабельность активов (ROA) бизнеса составляет 8%. Должна ли компания развивать этот бизнес? Стоит ли инвестировать в проект с ROA 8%? Разумно ли развивать этот проект или лучше свернуть его?

На такие вопросы невозможно дать однозначные ответы. Все зависит от доступных альтернатив. Если мы ожидаем рентабельность инвестиций всего в 6% – при равных профилях риска, то да, стоит развивать этот бизнес и инвестировать в предложенный проект. Но если другие возможности обещают рентабельность в 10%, будет разумнее инвестировать в эти возможности, вместо того чтобы развивать данный бизнес или затевать новый проект.

Некоторые концепции прибыли ориентированы не на бухгалтерские издержки, то есть реальную сумму потраченных денег, а на альтернативные издержки на привлечение капитала. Эти альтернативные издержки определяются как достижимая прибыль с других инвестиций при равном уровне риска. Так называемая номинальная прибыль – это прибыль, которую владельцы или инвесторы должны заработать, чтобы покрыть альтернативные издержки. Если предприятие принесет меньше прибыли, чем ожидалось, инвесторы выведут свои деньги и вложат их туда, где получают более высокую рентабельность.

На высококонкурентных рынках капитала компания должна зарабатывать как минимум номинальную прибыль, чтобы привлечь адекватный капитал.

Так называемая экономическая прибыль (также избыточная прибыль) показывает, превышает ли выручка бизнеса его альтернативную стоимость капитала. Другими словами: экономическая прибыль представляет собой разницу между ROA и совокупной стоимостью капитала, умноженную на общие активы компании. Экономическая прибыль (EP) рассчитывается следующим образом:

$$EP = \text{Общие активы} \times (ROA - WACC), \quad (1.11)$$

где WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Главную роль в расчете номинальной прибыли и экономической прибыли играет минимальная рентабельность с поправкой на риск, которую требуют инвесторы. Следовательно, параметр WACC актуален и для прямых инвесторов, и для долговых инвесторов. WACC рассчитывается следующим образом:

$$WACC = e (\text{Собственный капитал} / \text{Активы}) + f(1 - s) (\text{Долги} / \text{Активы}), \quad (1.12)$$

где собственный капитал, долги и активы выражены в рыночной стоимости, а не балансовой стоимости; e – рентабельность, которую требуют прямые инвесторы; f – процент, который требуют долговые инвесторы; s – налог на прибыль корпорации.

Стоимость долга рассчитывается, как после выплаты налогов, поскольку процент (стоимость капитала) подлежит вычету из налогов.

Критически важный параметр в формуле (1.12) – e , то есть рентабельность, которую требуют или ожидают прямые инвесторы. Она рассчитывается по модели оценки финансовых активов (CAPM) как сумма безрисковых инвестиций и рискованной премии [10]. В данном случае актуальны компоненты прибыли, связанные с риском.

Показатели WACC легко можно найти онлайн. В начале 2020 года WACC для Apple составила 8,39%, для IBM 7,95%, а для ExxonMobil 7,7%. Китайская компания Alibaba имела значительно более высокую WACC – 13,35%. Японские компании, напротив, имеют более низкую WACC. У Sony она составляет 5,34%, а у Toyota всего 2,12%.

Показатель WACC варьируется в зависимости от бизнес-подразделения, отражая разницу в рисках. Daimler (Mercedes) применяет WACC 8% для своего классического автомобильного бизнеса, но 15% для новых бизнесов, сгруппированных под эгидой Daimler Mobility [11]. WACC одной и той же компании может также варьироваться в зависимости от страны. Comrigroup Medical S.E. имеет WACC 6,1% в Германии, 7,0% в Польше и 8,7% в Турции [12].

Приведем пример. Допустим, совокупные активы компании составляют \$100 млн, рентабельность активов 10%, а WACC 8%. Экономическая прибыль в таком случае составляет $100(0,1 - 0,08) = \$2$ млн. Другими словами, компания заработала на \$2 млн больше стоимости капитала.

Концепция экономической прибыли часто применяется на практике в формате экономической добавленной стоимости (EVA), которую ввела консалтинговая фирма Stern Stewart [13]. Многие компании пользуются EVA в управлении своими бизнесами. Экономическая прибыль даже играет центральную роль в частном бизнесе.

Koch Industries, крупнейший в мире семейный бизнес с годовыми продажами в \$110 млрд, использует альтернативную стоимость капитала как ключевой параметр управления бизнесом, согласно информации генерального директора Чарльза Г. Коха [14]. Сама идея использовать альтернативную стоимость капитала как основу для сравнения не нова. Она появилась еще в 1890 году в рекомендациях Альфреда Маршалла [15]. На том же принципе основывается метод дисконтирования денежных потоков (DCF).

Прибыль и риск

Один из основных законов экономики гласит, что прибыль и риск имеют положительную корреляцию. Другими словами, чем выше возможная прибыль, тем больше фактор риска. Из этого закона можно вывести простое правило для принятия решений. При равной прибыли следует выбирать альтернативу с более низким риском. И наоборот, следует выбирать альтернативу с более высокой потенциальной прибылью при равном риске. Гарри М. Марковиц получил Нобелевскую премию в 1990 году за революционную работу по этой теме, впервые опубликованную в 1952 году. Марковиц показывает, что можно добиться более оптимального профиля «прибыль – риск» через диверсификацию, а не одну-единственную инвестицию [16]. Позже многочисленные модели дополнили основной принцип Марковица. Одна из самых известных моделей – модель оценки финансовых активов (CAPM), основанная на работе Уильяма Ф. Шарпа [17]. Эта модель отвечает на вопрос, какую долю общего риска инвестиций нельзя исключить через диверсификацию. Она объясняет, как рынки капитала оценивают инвестиционные возможности с высоким риском.

Как определять прибыль на практике

На практике расчет прибыли для финансовой отчетности и налогов – задача непростая. Причина в том, что на прибыль влияет огромное количество факторов, но все они неоднозначны, и их сложно подсчитать. К примеру, какой объем гудвилла можно списать при приобретении компании? Как оценивать будущие риски, которые требуют от компании отложить определенное количество ресурсов, что оказывает негативное влияние на текущую прибыль? Какие временные рамки следует учитывать при расчете прибыли по текущим проектам, когда события, которые происходят в одном периоде, влияют на прибыль в следующем периоде?

Это всего лишь несколько примеров бесконечного числа вопросов, которые возникают на практике, когда мы пытаемся рассчитать прибыль. Многие из них зависят от бухгалтерских принципов и налоговых норм. Правила варьируются в зависимости от страны. В этой книге мы не станем подробно рассматривать эти проблемы, а также более изощренные определения прибыли. Вместо этого мы сосредоточимся на «истинной» прибыли. Если нет иных указаний, под истинной прибылью будет подразумеваться прибыль после выплаты налогов, также ее называют чистой прибылью или чистым доходом.

Прибыль и добавленная стоимость

Компания покупает сырье, расходные материалы и электроэнергию у поставщиков, а также оплачивает широкое разнообразие услуг, таких как бухгалтерия, реклама, эксплуатация оборудования и программное обеспечение как услуга (SaaS). Если вычесть все эти расходы из дохода

компании, получится так называемая добавленная стоимость, то есть совокупная стоимость, созданная компанией. Этот параметр отражает, какую стоимость добавляют производство и услуги компании к ресурсам, которые она закупает. Добавленная стоимость состоит из четырех основных компонентов: валовая заработная плата, проценты по кредитам, налоги и прибыль.

Во многих странах по добавленной стоимости рассчитывается известный всем налог НДС. Суммарная добавленная стоимость всех компаний в данной стране, плюс инвестиции и государственное участие, являются валовым внутренним продуктом страны (ВВП). Периодически доход гигантских компаний сравнивают с ВВП небольших стран. Это то же самое, что сравнивать яблоки с апельсинами, то есть совершенно бесполезно, потому что доход сравнивается с добавленной стоимостью. В любом случае прибыль – один из компонентов добавленной стоимости. Это касается и корпоративного уровня, и национального.

Прибыль и ликвидность

Прибыль и ликвидность – два разных понятия. Ликвидность указывает на способность компании выполнять свои платежные обязательства. Может ли компания обанкротиться, даже если она прибыльная? Да, может. При недостаточной ликвидности для уплаты долгов компания вынуждена объявить себя неплатежеспособной, независимо от размера прибыли. Напротив, если компания ликвидна, это не гарантирует прибыльности. Компания Amazon публиковала либо убытки, либо только минимальную прибыль в течение первых 20 лет после своего основания в 1994 году. Salesforce.com демонстрировал схожие результаты. Основанный в 1999 году, он потерял \$339 млн за

первые 18 лет работы. Несмотря на эти убытки и высокий уровень инвестиций, ни Amazon, ни Salesforce.com не испытывали никаких проблем с ликвидностью. Однако в подобных ситуациях компания не может выполнить свои обязательства, используя только собственные ресурсы. Она постоянно нуждается в деньгах в форме займов, кредитов и росте собственного капитала. Иногда приходится вмешиваться материнской компании, чтобы восполнить недостаток ликвидности своих филиалов. General Motors держала на плаву свое бывшее немецкое подразделение Opel, постоянно вливая капитал, хотя совокупные убытки Opel составили \$19 млрд с 1999 по 2016 годы. Но даже GM со временем опустила руки и продала Opel французской группе PSA (нынешняя Stellantis) в 2017 году [18]. Пока банки, акционеры и материнские компании готовы давать фирме деньги, низкая или отрицательная прибыльность не представляет угрозы для ликвидности.

Обратная ситуация – когда компания получает прибыль, но сталкивается с проблемами ликвидности, тоже вполне реальна, хоть и необычна. Как только компания выставит чек за выполненную работу или проданные товары, она может записать эту сумму в доход и отправить ее в счет прибыли. Но если клиент не заплатит, ликвидность компании пострадает, несмотря на ее прибыль на бумаге. Однако в долгосрочной перспективе сочетание прибыли и отсутствия ликвидности – редкое явление.

Некоторые действия по ликвидности – такие как платежи, сборы и приток капитала – никак не влияют на прибыль. Когда компания рассчитывается по займу, деньги покидают «казну», но прибыль остается неизменной. Изменения отражаются только в балансовой ведомости, поскольку активы и задолженности сокращаются на выплаченную сумму. Если взять заем или открыть кредит,

это тоже не повлияет на прибыль. Балансовая ведомость вырастет по двум параметрам, поскольку вырастут задолженности и приток денег, которые поступили в компанию в качестве активов. Прибыль останется неизменной, пока не придет время выплачивать первые проценты. Когда клиенты платят за ваши товары или услуги, эти выплаты тоже не влияют на прибыль [19]. Они представляют опять-таки изменения в активах, поскольку дебиторский счет уменьшается, а приток денег растет на ту же сумму.

Точно так же некоторые параметры и действия повышают прибыль, но никак не влияют на ликвидность фирмы. Среди таких параметров – износ. Оплата производится в момент покупки, но с точки зрения финансовой отчетности расходы распределяются на более длительный период времени.

Ликвидность часто сравнивают с воздухом, которым мы дышим. Если перекрыть бизнесу «кислород», он быстро погибнет. Даже один день неплатежеспособности может положить конец бизнесу. Напротив, прибыль больше походит на витамины и питательные добавки. В некоторых обстоятельствах человек – как и компания – может прожить без них не один год, но в какой-то момент нехватка нужных веществ достигнет опасного уровня.

Денежный поток

Самый распространенный параметр оценки ликвидности – денежный поток. В двух словах денежный поток можно определить как разницу между притоком денежных средств и оттоком денежных средств за конкретный период времени. Денежный поток может быть положительным или отрицательным. Есть и другой метод расчета

денежного потока: мы берем чистую прибыль и добавляем расходы, по которым не было реальных выплат. Самые важные расходы в данном случае – на износ и амортизацию. Поэтому денежный поток зачастую определяют как чистую прибыль плюс отчисления на износ и амортизацию. Напротив, есть действия, которые увеличивают прибыль – например, продажа товаров в кредит, – но не приносят выплаты сразу, поэтому не влияют на денежный поток. Соотношение денежного потока и дохода называется маржей денежного потока.

Важный процесс для расчета преимуществ инвестиционных возможностей – метод дисконтирования денежных потоков (DCF). DCF соответствует общей сумме будущих денежных потоков, приведенных к выбранной ставке дисконтирования. Эта ставка дисконтирования представляет рентабельность альтернативных инвестиций. По сути своей метод DCF похож на концепцию экономической прибыли. Если чистая приведенная стоимость положительная, то данная инвестиция или проект принесут больше денег, чем его альтернативы. Если использовать WACC как ставку дисконтирования в модели DCF, получится экономическая прибыль.

Свободный денежный поток

Как и в определениях прибыли, существует множество разновидностей денежного потока, которые применяются на практике. Поэтому в любых дискуссиях советую попросить собеседника уточнить, что он имеет в виду. Так называемый свободный денежный поток (FCF) особенно важен в финансовой отчетности для рынков капитала (банки, инвестиционные фонды, аналитики), а также для инвесторов в целом. Показатель FCF отражает доступный

денежный поток компании и является суммой операционного денежного потока и денежного потока с инвестиций. Он показывает, сколько у компании денег, которые можно потратить на выплату дивидендов или долгов. FCF – показатель финансовых возможностей компании. Важнейшую роль он играет в тех случаях, когда финансовые возможности оставляют желать лучшего, например, в период стремительного роста. Джефф Безос, основатель Amazon, отмечает: «Мы не стремимся оптимизировать процентные маржи. Нужно максимально увеличить свободный денежный поток на акцию, и если этого можно добиться, снизив маржи, мы это сделаем. Если свободный денежный поток сделать приоритетом, это позволит экспериментировать и быстро внедрять инновации» [20]. В этом контексте FCF отражает финансовую свободу действий компании и считается особенно важным фактором на раннем этапе развития.

Примеры FCF двух групп интернет-компаний весьма познавательны [21]. Первая группа состоит из «старожилов» – Google, Apple, Facebook и Amazon. FCF Google никогда не был сильно отрицательным, как и у Apple. Facebook демонстрировал отрицательный FCF только в течение двух лет – в 2007 и 2008 годах. Совокупный отрицательный FCF Amazon с 1999 по 2001 годы составил \$813 млн, и это не так уж и много, если сравнивать с доходом компании. В ранние годы своего существования эти четыре фирмы имели общий отрицательный FCF в размере \$1 млрд.

Теперь взглянем на «молодежь» – группу стартапов эпохи Интернета: Tesla, Uber, Lyft и Snap. Такие компании называют прожигателями денег. В отличие от четырех старожилов, эта четверка совместными усилиями «сожгла» \$23,9 млрд к 2019 году, демонстрируя дефицит FCF в течение 22 лет. Помимо этого, почти 84% всех компаний, которые провели первичное публичное размещение

акций в 2019 году, сообщили о нулевой прибыли [22]. Напрашивается вопрос, смогут ли инвесторы вернуть деньги, вложенные в эти предприятия, и получить прибыль, покрывающую стоимость капитала.

Считается, что свободный денежный поток оказывает сильное воздействие на акционерную стоимость. Одно из преимуществ свободного денежного потока заключается в том, что им невозможно манипулировать, используя всяческие бухгалтерские «хитрости» [23]. Однако такие параметры, как денежный поток и свободный денежный поток, не дают четкого представления о прибыли компании.

Прибыль как прибыль

Надеюсь, многочисленные термины и концепции прибыли, которые мы отметили в этой главе, не внесли еще больше сумятицы в ваши головы. Когда мы имеем дело с прибылью, совершенно необходимо знать, какой именно термин и какая прибыль имеются в виду.

Некоторые показатели, такие как EBITDA и EBIT, не оценивают прибыль в том смысле, который мы отметили в начале главы: остаток денежных средств, которые компания имеет после выполнения своих финансовых обязательств перед третьими сторонами. В то же время, несмотря на уточнения и дополнения, которые вносят другие определения прибыли, факт остается фактом: прибыль есть прибыль. И все вариации прибыли все равно указывают одно и то же направление, или с точки зрения статистики между ними наблюдается высокая корреляция. Компании, у которых остается высокая прибыль после уплаты налогов, получают экономическую прибыль. Чтобы экономическая прибыль была положительной, компания

должна покрыть как минимум средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Для балансовой прибыли точка безубыточности равна нулю, в то время как для экономической прибыли это WACC. Но в любом случае – чем выше прибыль, тем лучше.

Резюме

Задача этой главы – дать читателю общее представление о самых распространенных терминах и концепциях прибыли, а также о расчетах параметров прибыли и их взаимосвязи. Однако в этой книге я не стремлюсь подробно исследовать сложные бухгалтерские и финансовые вопросы. Вместо этого мы займемся экономическими, управленческими и этическими аспектами прибыли.

Прибыль – это то, что бизнес или предприниматель может оставить себе после выполнения всех финансовых обязательств перед третьими сторонами. Согласно этому простейшему определению, прибыль – разница между доходами и расходами, в некоторых случаях с поправкой на другие аспекты, не связанные с операционными. Прибыль – важный компонент добавленной стоимости.

Некоторые эксперты называют прибыль ценой выживания. Более общие определения прибыли набирают популярность, однако они охватывают факторы, которые затуманивают понимание истинной прибыли. К ним следует относиться осторожно.

Прибыль можно представить в абсолютном выражении или в виде рентабельности. В последнем случае часто используют рентабельность продаж, рентабельность собственного

капитала и рентабельность активов. Есть также нормальная прибыль и экономическая прибыль, которая учитывает альтернативную стоимость капитала. Если компания не покрывает стоимость капитала, она может отметить балансовую прибыль, но не экономическую.

Компания может быть ликвидной, но не прибыльной. Такое часто случается на ранних этапах развития. Напротив, прибыльная компания может быть неликвидной и, следовательно, неплатежеспособной. Это редкий случай. Денежный поток и параметры ликвидности играют важную роль на практике, но не дают четкого представления о прибыльности компании. Однако со временем прибыль и ликвидность выравниваются в одном направлении.
