

### 3.7. ФИНАНСОВЫЕ ИЗМЕРЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ

Ивашковская И.В., к.э.н., профессор, заведующая кафедрой экономики и финансов фирмы; заведующая Научно-учебной лабораторией корпоративных финансов

Государственный университет – Высшая школа экономики

В финансовом анализе необходима новая парадигма видения деятельности компании на основе экономической прибыли как критерия и показателя оценки деятельности. В статье рассматриваются специфические подходы к анализу капитала и прибыли для целей стратегической аналитики. Представлен сравнительный анализ моделей добавленной стоимости (EVA®, CVA), внутренней нормы доходности компании (CFROI™ HOLT-CSFB, CFROI-BCC, CROCI). Автором предложено новое направление корпоративной финансовой аналитики – финансовые измерения стратегической эффективности. В рамках предлагаемого направления сформулированы принципы и инструменты оценки стратегической эффективности, выведены новые финансовые коэффициенты для измерения стратегической эффективности и сформулирован алгоритм финансовой оценки корпоративных стратегий.

### 1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИБЫЛЬ КАК ОСНОВА СОВРЕМЕННОГО ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА КОМПАНИИ

В развитии финансового анализа в мировой практике сложились новые подходы, позволяющие делать вывод о формировании иной парадигмы видения деятельности компании и вытекающего из этого разграничения аналитических моделей компании. Первая модель может быть с некоторой долей условности названа бухгалтерской, и она построена на традиционной для бухгалтерского учета трактовке капитала компании и результата его использования. Эта модель не сводится к бухгалтерскому учету как таковому, и ее носителями не являются лишь специалисты бухучета. В ней выражена система принципов, формирующая определенную канву и стиль анализа для всей управленческой команды. В отличие от нее вторая аналитическая модель может быть названа финансовой, и она выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов. Детальный анализ концептуальных различий моделей был дан автором в ряде публикаций<sup>1</sup>. Рассмотрим коренное отличие финансовой модели и направления развития финансовой аналитики компании, которые она задает.

Ключ к финансовой модели компании – использование экономической прибыли для обоснования решений и для анализа результатов деятельности (рис. 1). Понятие экономической прибыли сформулировано в микроэкономике, чтобы ввести важнейший принцип оценки альтернативных издержек, или утраченного дохода как базы экономического анализа в рыночной среде, или среде, предполагающей выбор из ограниченного массива ресурсов. Экономическая прибыль как фундаментальный абстрактный принцип перенесена из микроэкономики в корпоративные финансы – свод теорий о финансовых

решениях компании в рыночной среде, а далее – в финансовую модель анализа компании. В этой модели экономическая прибыль выполняет роль критерия оценки результата деятельности, из которого в свою очередь выстраивается система финансовых моделей и показателей. Экономическая прибыль в качестве критерия требует достаточности создаваемых бухгалтерских прибылей для обеспечения нормального уровня доходности или так называемой барьерной доходности (hurdle rate) капитала собственника компании. В качестве формализованного показателя она предполагает технологию оценки альтернативных издержек, или утраченного нормального дохода. Что в данном случае представляет собой «норма»? Прежде всего, критерий «нормальности» надо искать в сфере анализа и оценивания риска. Понадобится провести анализ требований инвесторов – владельцев компании к доходности, оценить, во что обходится капитал, внесенный владельцами, и определить, каковы те потенциальные ставки доходности, которых он ждет. Если взглянуть на ситуацию глазами инвестора – собственника компании, «нормальная» ставка показывает доходность, которую он может получить в альтернативных вариантах инвестиций с аналогичным уровнем риска, и поиск таких ставок предполагает изучение данных с рынка капитала. Когда фактическая доходность вложений в данную компанию окажется ниже планки, у него пропадает стимул и мотив продолжать инвестировать в нее капитал. Если же на нее смотреть глазами менеджера, то она представляет собой затраты на привлечение капитала (cost of equity,  $K_E$ ), или минимальную доходность инвестиций, которую должна обеспечивать команда менеджеров именно в этой компании. Технологии определения такой ставки произрастают из теории финансов, требуют специальной адаптации к условиям так называемых растущих рынков капитала и не входят в круг вопросов данной статьи.

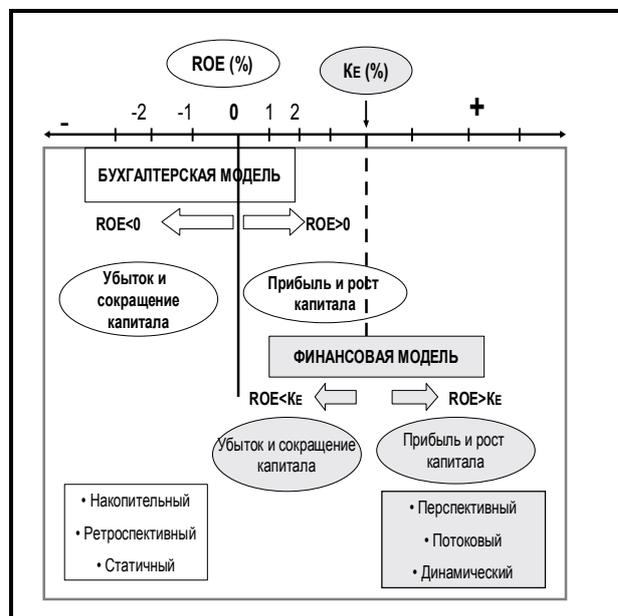


Рис.1. Коренные отличия бухгалтерской и финансовой моделей

Как показано на рис. 1, признание результата как положительного (прибыль) и прироста капитала по критериям бухгалтерской модели не совпадает с призна-

<sup>1</sup> Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. «Российский журнал менеджмента», 2004. том 2. №4. с. 113-123; Ивашковская И.В. Финансовое мышление директоров. «Корпоративное управление. Журнал Национального Совета по корпоративному управлению». 2006. №2; Ивашковская И.В. Корпоративные финансы в некорпоративной России. «Управление компанией». 2004. №4.

нием результата в форме экономической прибыли в финансовой модели из-за содержательного различия критериев фактический результат в бухгалтерской модели на рис. 1 формализован через коэффициент рентабельности собственного капитала (*return on equity, ROE*). Результат в финансовой модели – экономическая прибыль – через сравнение рентабельности собственного капитала и затрат на собственный капитал ( $K_E$ ). Прибыль и рост капитала возникают, если *ROE* превышает  $K_E$ , то есть при условии покрытия требуемой за риск доходности. Этот принцип покрытия отражен в самом англоязычном термине – *residual income (RI)*, что в дословном переводе означает «остаточную прибыль»<sup>2</sup>.

Бухгалтерская модель приучила менеджеров к традиции применять показатели прибыли не только для оперативного управления, но и для выработки стратегии, количественной характеристики цели развития компании и ее подразделений. Но эти показатели вызывают сомнения с точки зрения их пригодности для полноценного финансового анализа перспектив и для оценки стратегической эффективности компании. Постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контекста риска и требований инвесторов к доходности, не может удовлетворять прежде всего самого собственника компании. Управление принадлежащими и подконтрольными ему активами в отрыве от шкалы рисков и необходимой с точки зрения этих рисков «лестницы доходов», которые должна зарабатывать для него команда менеджеров, неприемлемо для современных рыночных условий, не отвечает ни задачам финансового менеджмента, ни задачам стратегического управления, где речь идет о размещении капитала, выборе его оптимальной структуры, где решения менеджера должны быть увязаны с показателями риска компании. Поэтому в финансовой модели анализа компании принято количественно выражать цель ее развития в виде приращения стоимости компании, в которой суммированы потоки свободных денежных средств (*free cash flows, FCF*) и требования к планке доходности.

Нельзя не отметить, что в концепции экономической прибыли как критерия и показателя оценивания деятельности компании воплощены идеи, очень близкие к тем, что содержатся в работах ряда теоретиков бухучета, таких как американцы Э. Эдвардс, П. Белл, Р. Энтони. В работах Р. Энтони середины 70-х годов и начала 80-х прошлого века выводится необходимость внедрения в бухгалтерский учет затрат на капитал, расчета их величины для владельцев компании на основе альтернативной ставки банковского процента и ведения специального счета затрат на капитал, привлеченный от собственников компании<sup>3</sup>. В свою очередь Э. Эдвардс, П. Белл известны как авторы, одними из первых подчеркивавшие необходимость анализа операций компании с точки зрения оценки их результата на рынке капитала инвестором<sup>4</sup>. Впоследствии ими были разработаны теоретические модели оценки стоимости компании методом капитализации экономической прибыли,

восстребованные сегодня в профессиональной оценочной деятельности. Практическое же внедрение экономической прибыли в состав показателей для обоснования управленческих решений уходит корнями в инновации знаменитого А. Слоана, воплощенные им в General Motors еще в начале прошлого века.

Вернемся к коренным характеристикам финансовой модели, вытекающим из критерия экономической прибыли (рис. 1). Смена парадигмы оценки успеха компании, которую вводит финансовая модель, влечет за собой неизбежный акцент на анализе риска не только в плане оценивания ставки требуемой доходности ( $K_E$ ), но и устойчивости к факторам делового и финансового рисков. Ведь анализ экономической прибыли предполагает перспективную, а не ретроспективную оценку операций и бизнес-процессов компании. По сути, на первый план выдвигается проблема устойчивости бизнеса (*sustainable business performance*), острота которой усиливается тенденциями перехода к новым бизнес-моделям, свойственным XXI веку, построенным на конкуренции за интеллектуальные ресурсы, зависимости стратегической эффективности от их качества, накопления и удержания в компании. Усиление зависимости от степени «управляемости» интеллектуального капитала одновременно ставит и проблему роли так называемых заинтересованных лиц (*stakeholders*), или «нефинансовых стейкхолдеров» компании, в достижении устойчивости бизнеса. Эти сложные изменения требуют смещения акцентов в аналитической модели компании, как показано на рис. 1, на динамические аспекты в противоположность статичным. Нужен новый аналитический инструментарий, развивающий принципы финансовой модели в соответствии с отмеченными особенностями. Процесс перехода уже происходит в высокоразвитой западной деловой среде, где возникли определенные финансовые расчетные модели, нацеленные на воплощение этих требований к анализу. Однако очень важно, что такая смена парадигмы более всего нужна некорпоративному пока по своей организационно-правовой почве российскому бизнесу и аналитикам, которые сейчас имеют своего рода формальные основания ссылаться на явные недостатки в механизмах рынка капитала и возникающих в связи этим ограничениях в анализе риска и экономической прибыли. Несмотря на эти сложности, потребность в освоении нового аналитического аппарата диктуется, на мой взгляд, дополнительной, национальной причиной. Российский бизнес, а вместе с ним и менеджмент, и финансовые аналитики выросли на наследстве административной экономики и соответствующего управленческого мышления, и в среднем находятся существенно дальше от традиций оценки барьерной планки доходности, вклада в создание стоимости компании. Но скорости развития российского бизнеса в условиях растущей конкуренции, достижения успеха от участия в процессах глобализации неизбежно зависят от оптимальных решений на корпоративном уровне, обеспечивающих стратегическую эффективность. Необходимое ускорение и устойчивость бизнеса в меняющейся российской среде невозможно в условиях инерции анализа, не отвечающего сути требований, предъявляемых современным этапом конкуренции за капитал инвесторов к аппарату оценки стратегической эффективности.

<sup>2</sup> Автор придерживается принципа смыслового, а не дословного перевода.

<sup>3</sup> Anthony R. Accounting for the Cost of Interest. D.C. Heath, Lexington MA. 1975; Anthony R. Tell It Like It Was: A Conceptual Framework for Financial Accounting. Irwin. 1983.

<sup>4</sup> Edwards E., Bell P., The Theory and Measurement of Business Income. 1961. University of California Press. Berkeley, CA.

## 2. СИСТЕМА МОДЕЛЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ ДЛЯ ИЗМЕРЕНИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ИСПОЛНЕНИЯ СТРАТЕГИИ

### 2.1. Модель экономической добавленной стоимости: EVA®

В практике западных компаний сформировалось семейство моделей, применяемых для анализа экономической прибыли и на этой основе – создания стоимости компании. Часть моделей основана на упрощенном подходе, опирается исключительно на данные финансовой отчетности и не предполагает внесения каких бы то ни было поправок к этим данным. Напротив, другая часть моделей предусматривает новые подходы к трактовке капитала компании, и поэтому, на наш взгляд, вызывает особый интерес.

Модель экономической добавленной стоимости (economic value added, **EVA®**) была разработана в 1982 году американскими аналитиками-консультантами Джоэлем Стерном и Беннетом Стюартом, и с тех пор успешно применяется созданной ими компанией в финансовом консалтинге и проектах по управлению стоимостью в компаниях США, Европы, включая страны Восточной Европы, Азии, Латинской Америки. Принципы и особенности этой модели были впервые опубликованы самими авторами<sup>5</sup>, а затем и их последователями<sup>6</sup>. За прошедшие 20 лет именно эта модель превратилась в наиболее популярную в области анализа компании на основе экономической прибыли, что получило признание в появлении термина «революция, созданная **EVA**»<sup>7</sup>. Рассмотрим отличительные характеристики модели. По сравнению с базовым вариантом экономической прибыли – остаточной прибылью (**RI**), экономическая добавленная стоимость (**EVA®**) отличается прежде всего введением специфического подхода к анализу капитала путем оценки так называемых эквивалентов собственного капитала (equity equivalents, **EE**) и включения их в расчеты экономической прибыли. Появление этих элементов вызвано существенными недостатками финансовой отчетности как базы информации о капитале и прибыли для проведения стратегического анализа в соответствии с принципами финансовой модели компании. Введение этого компонента в модель предлагается путем специальных поправок к данным финансовой отчетности, необходимых для более полного отражения ресурсов, с которыми компания, во-первых, обеспечивает конкурентные преимущества и, во-вторых, создает устойчивые потоки денежных средств. С учетом эквивалентов собственного капитала, экономическая добавленная стоимость (**EVA®**) рассчитывается на основе спреда доходности и инвестированного капитала:

$$EVA = \left( \frac{NOPAT_{EE}}{CE_{EE}} - WACC \right) * CE_{EE} = (ROCE_{EE} * WACC) * CE_{EE} \tag{1}$$

<sup>5</sup> B. Stewart. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. Harper-Business. 1999; J. Stern, J. Shiely. I. Ross. The Eva Challenge. Implementing Value-Added Change in an Organization. Wiley&Sons, Inc. 2001.

<sup>6</sup> J. Grant. Foundations of Economic Value Added. Wiley&Sons. The Frank Fabozzi Series.2003; J. Grant, J. Abate. Focus on Value. Wiley&Sons. The Frank Fabozzi Series.2001.

<sup>7</sup> Эрбар А., Стюарт Б. Революция EVA. «Российский журнал менеджмента», том 3. №4. с. 77-100.

где **NOPAT<sub>EE</sub>** – прибыль от основной деятельности после вычета налога на прибыль, рассчитанная с учетом эквивалентов собственного капитала;

**CE<sub>EE</sub>** – инвестированный капитал, рассчитанный с учетом «эквивалентов собственного капитала»;

**ROCE<sub>EE</sub>** – доходность инвестированного капитала, рассчитанная с учетом эквивалентов собственного капитала.

Для определения ключевых переменных модели в концепции Д. Стерна и Б. Стюарта используются два метода: метод финансирования и метод операций. Основной принцип метода финансирования – определить величину инвестированного капитала и прибыли, оттолкнувшись от способа финансирования компании, следовательно, учесть поправки к заемному капиталу и эквиваленты собственного капитала, включая стратегические ресурсы и резервы, связанные с учетной политикой компании. Эти шаги отражены на рис. 2. Чтобы установить величину заемного капитала как элемента инвестированного капитала, необходимо исключить спонтанные, некоммерческие обязательства, которые не рассматриваются в качестве элемента заемного капитала. Отдельно следует проанализировать «невидимые компоненты» заемного капитала, например, учесть характер арендных договоров, капитализировать оперативную аренду, оставшуюся за балансом, и тем самым нарастить заемный капитал в части долгосрочных обязательств.



Рис.2 Метод финансирования

Как показано на рис. 2, дополнительно к данным балансового отчета на фиксированную дату анализа, необходимо оценить эквиваленты капитала владельцев, и поскольку они, как было показано выше, рассматриваются в качестве естественных компонентов капитала владельцев компании, их необходимо прибавить к традиционным балансовым показателям собственного капитала. Инвестированный капитал стал масштабнее отражать стратегические ресурсы компании. Поэтому его в данной модели называют экономической учетной стоимостью (economic book value) инвестированного капитала, и именно этот пересчитанный показатель инвестированного капитала (**CE<sub>EE</sub>**) будет дальше участвовать в расчетах добавленной стоимости.

Капиталу, рассчитанному методом финансирования, должна соответствовать определенная логика расчета прибыли от основной деятельности (**NOPAT**). Как показано на рис. 2, в методе финансирования к показателю чистой прибыли прибавляются расходы на выплату процентов по фактическим кредитам или выпущенным облигациям, а также расходы на вмененный процент, возникающий при капитализации оперативной аренды<sup>8</sup>. При этом все процентные расходы возвращаются в посленалоговой форме, чтобы отразить ту экономию в оттоках денежных средств, которая возникает в связи с вычетом процентных расходов при расчете налогооблагаемой прибыли. Эти шаги учитывают компоненты прибыли, создаваемые заемным капиталом или причитающиеся кредиторам прибыли. Чтобы скорректировать прибыли, причитающиеся владельцам компании, нужно учесть, что «эквиваленты собственного капитала», которые включаются в инвестированный капитал, означают не что иное, как скрытую прибыль акционеров. Поэтому изменения в «эквивалентах собственного капитала», которые возникают за год ( $\Delta EE$ ), необходимо прибавить к посленалоговой операционной прибыли (**NOPAT**). Следовательно, формула доходности инвестированного капитала (**ROCE**) наполняется новым качеством: в ее числителе и знаменателе присутствует дополнительная информация о стратегических ресурсах компании.

$$ROCE = \frac{NI + InterestExpense * (1-t) \pm \Delta EE}{CE_{book} + EE} = \frac{NOPAT_{EE}}{CE_{EE}}, \quad (2)$$

где **NI** (net income) – чистая прибыль;

**InterestExpense** – расходы на выплату процентов, включая «вмененные проценты»;

$\Delta EE$  (equity equivalents) – изменения суммы «эквивалентов собственного капитала»;

**t** – ставка налога на прибыль;

$CE_{book}$  – инвестированный капитал по балансовой стоимости;

**EE** – эквиваленты собственного капитала.

Второй путь расчета доходности инвестированного капитала ( $CE_{EE}$ ) с поправками – это метод операций, показанный на рис. 3. Главный принцип этого метода заключается в том, чтобы рассматривать капитал и результат непосредственно со стороны осуществленных в течение периода операций, отражаемых в активе баланса. По отношению к капиталу это означает, что нужно рассмотреть его не по источникам образования, а с позиций использования. При таком взгляде весь инвестированный капитал по степени его участия в операциях компании распадается на оборотный и основной. При этом эквиваленты собственного капитала (**EE**) могут содержаться как в оборотном капитале, например, влияя на величину запасов, так и в основном капитале, например, влияя на состав и величину нематериальных активов или арендованных долгосрочных активов.

<sup>8</sup> В случае капитализации арендуемых ресурсов возникнет так называемый вмененный процент, то есть умозрительные, условные расходы на выплату процентов по якобы полученному, но на самом деле не существующему банковскому кредиту под приобретение арендованных активов за счет займа.

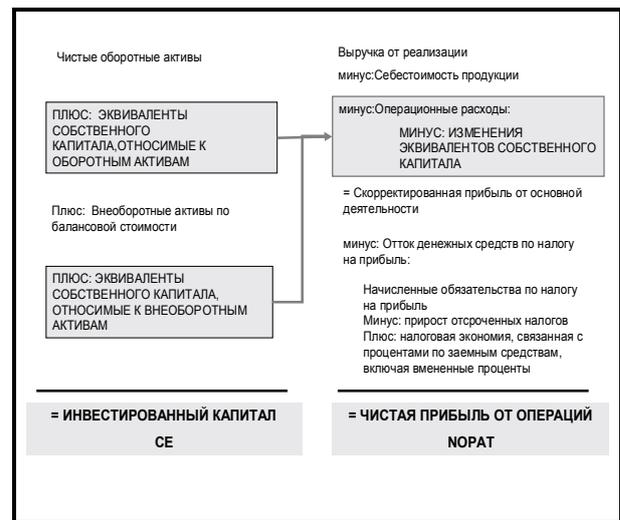


Рис. 3. Метод операций

Поправки к прибыли операционным методом предполагают, что изменения в эквивалентах собственного капитала могут влиять на два звена расчета прибыли: себестоимость и на налоги на прибыль. Прирост эквивалентов собственного капитала ( $\Delta EE > 0$ ) будет уменьшать себестоимость, так как он образуется в связи с капитализацией расходов, имеющих стратегическую природу, и появлением дополнительных активов вместо признания расходования ресурсов. В то же время появление в составе «эквивалентов» таких компонентов, как отсроченные налоги на прибыль, вмененные проценты по капитализируемой аренде, капитализируемые расходы стратегического характера повлияют на расчетную величину налога на прибыль, поскольку эту позицию в определении экономической прибыли необходимо рассматривать, опираясь на принцип «налоги, становящиеся оттоками денежных средств».

Выявление эквивалентов капитала приведет к трансформации финансовых отчетов компании, точнее, к созданию стратегических управленческих отчетов. Однако метод финансирования и метод операций – это разные технологии решения одной и той же задачи адаптации данных отчетности к принципам финансовой модели компании. Поэтому их итоговые результаты идентичны.

Наконец, рассмотренный во времени потоковый показатель **EVA@** может быть представлен во взаимосвязи с текущей рыночной капитализацией компании. Приведенная стоимость будущих ожидаемых экономических добавленных стоимостей (**EVA@**), с одной стороны, и пересчитанная с учетом эквивалентов собственного капитала величина инвестированного капитала (economic book value), с другой стороны, объясняют величину рыночной капитализации совокупного капитала (enterprise value, **EV**). Сопоставление капитализации и инвестированного капитала дает возможность оценить добавленную рыночную стоимость (market value added, **MVA**):

$$MVA = EV - CE_{EE}; \quad (3)$$

$$EV = (LTL - C) + P_E \times N, \quad (4)$$

где

**MVA** – добавленная рыночная стоимость;

**EV** (enterprise value) – капитализация совокупного капитала;

$CE_{EE}$  (capital employed) – инвестированный капитал с поправками на «эквиваленты собственного капитала»;  
 $LTL$  (long term liabilities) – долгосрочные обязательства по балансовой оценке;  
 $P_E$  (price) – курс обыкновенной акции;  
 $C$  (cash) – денежные средства по балансовой оценке;  
 $N$  – количество акций в обращении.

Положительная величина  $MVA$  рассматривается как результат благоприятной оценки инвесторами ожидаемых экономических прибылей в течение горизонта прогнозирования.

## 2.2. Модель внутренней нормы доходности компании: $CFROI^{TM}$

Модель внутренней нормы доходности компании (cash flow return on investment,  $CFROI^{TM}$ ) разработана агентством **HOLT Associates** и зарегистрирована в качестве торговой марки для использования в финансовом стратегическом консалтинге<sup>9</sup>.  $CFROI^{TM}$  рассматривается не как бухгалтерская, а как финансовая ставка доходности инвестированного капитала. Финансовое происхождение показателя означает, что он вырастает из следующих главных принципов финансовой модели компании. Во-первых, деятельность компании оценивается на основе потоков денежных средств, а не показателей начисленных прибылей. Во-вторых, учитывается инвестиционная природа потоков денежных средств и процесс дисконтирования, так как потоки денег не просто имеют стоимость во времени, но и могут быть немедленно инвестированы, и, следовательно, подвержены фактору инвестиционного риска. Значит, чем раньше приходят потоки денежных средств компании, тем лучше ее результаты. Благодаря этим принципам  $CFROI^{TM}$  существенно отличается от общепринятых бухгалтерских показателей рентабельности бизнеса и способен выражать результаты деятельности по критерию динамики стоимости компании.

Модель  $CFROI^{TM}$  основана на нескольких ключевых переменных. Прежде всего рассматриваются три разных вида потоков денежных средств, показанных на рис. 4:

- валовый инвестиционный поток денежных средств (gross cash investment,  $GCI$ ), или инвестированный капитал в соответствии с логикой модели;
- скорректированные операционные потоки денежных средств (operating cash flow after tax,  $OCFAT$ ), выражающие результаты от реализации корпоративной стратегии, или операционные потоки денежных средств, которые специальным образом корректируются;
- завершающий (остаточный) поток денежных средств (terminal cash flow,  $TCF$ ), возникающий от активов, не подлежащих износу, ликвидируемых после истечения экономического срока жизни инвестированного капитала компании. Поскольку такие активы даже в конце срока жизни по-прежнему обладают некоторой стоимостью, то от их предполагаемой реализации возникнут дополнительные потоки денежных средств, которые и составят остаточный поток.

Четвертая переменная модели – это экономический срок жизни активов ( $t$ ), основанный на оригинальном

анализе так называемого периода сглаживания доходности капитала (fade period), особенности которого будут показаны ниже.

Базовое уравнение модели  $CFROI^{TM}$  (5) построено на определении доходности капитала методом внутренней нормы доходности ( $IRR$ ). Данная технология применяется в корпоративных финансах для определения доходности инвестиций в финансовые активы (долговые ценные бумаги, включая корпоративные), для расчетов доходности инвестиционных проектов. Эта технология может быть теперь использована и в поиске доходности всего инвестированного капитала компании.  $CFROI^{TM}$  – это доходность капитала, которая необходима для возмещения инвестированного в компанию капитала.

$$GCI = \sum_{i=1}^t \frac{OCFAT_i}{(1+CFROI)^i} + \frac{TCF}{(1+CFROI)^t}, \quad (5)$$

где

$GCI$  (gross cash investment) – валовый инвестиционный поток денежных средств;

$OCFAT$  (operating cash flow after tax) – скорректированный операционный поток денежных средств;

$TCF$  (terminal cash flow) – остаточный поток денежных средств;

$t$  – продолжительность экономического срока жизни активов компании.

Это ключевой подход к расчету доходности капитала в модели **HOLT Value Associates**, что, отличает ее от подхода Boston Consulting Group.

Как показано в табл. 1, данная модель также опирается на стратегический подход к капиталу и прибыли и вытекающие из него поправки к данным финансовой отчетности, чтобы сделать процедуру расчета доходности капитала отвечающей требованиям анализа корпоративных стратегий. В концепции  $CFROI^{TM}$  доходность анализируется как функция совокупного капитала, состоящего из заемного и собственного, представленного в совокупных активах. Согласно бухгалтерскому взгляду, амортизация, начисленная по долгосрочным активам, рассматривается как величина, которая не будет реинвестирована, поскольку сама компания рассматривается как действующая (going concern), и следовательно, исключается из анализа результата. С точки зрения финансовой модели компании, необходимо оценивать результаты компании через потоки денежных средств, которые, напротив, будут реинвестированы и должны заработать доходность не ниже затрат на капитал, вложенный в компанию ( $WACC$  – на весь капитал,  $K_E$  – на собственный капитал). По мнению авторов модели  $CFROI^{TM}$ , денежные потоки нужно рассматривать как результаты от использования всего капитала, который был сформирован в результате оттоков денежных средств. Поэтому в определении величины валового инвестиционного потока денежных средств, как показано на рис. 4, сумма начисленной за годы эксплуатации активов амортизации добавляется к остаточной стоимости активов, чтобы восстановить сумму оттока денежных средств, осуществленного при их приобретении<sup>10</sup>. Следует отметить оригинальную трактовку репутации как актива компании. Ее включение в валовые инвестиции ведет к снижению по-

<sup>9</sup> После объединения отдельных бизнесов двух консалтинговых компаний – Holt Associates и Boston Consulting Group (**BCG**) она применяется в управленческом и стратегическом консультировании ими совместно. Впоследствии Holt Associates создал альянс с инвестиционным банком Credit Suisse First Boston (**CSFB**), и до настоящего времени оба партнера используют эту модель для анализа результативности компании и инвестиционной привлекательности. Поэтому в настоящее время ее часто называют моделью **HOLT-CSFB**.

<sup>10</sup> Madden B.J. Cash Flow Return on Investment Valuation. A Total System Approach to Valuing the Equity of the Firm. Butterworth – Heinemann Finance. 2000, p. 105-138.

казателя **CFROI™**, и может считаться целесообразным, если речь идет об анализе компании, составной частью стратегии которой являются приобретения других компаний без существенного улучшения их деятельности. Напротив, если акцент в стратегии компании сделан на операционных «внутренних» усовершенствованиях, то включение репутации, возникшей в прошлом от покупки других компаний, вряд ли рационально. Поэтому в базах данных **HOLT Associates** экономическая прибыль в виде **CFROI™** рассчитывается в двух разных вариантах, что дает возможность аналитикам более аккуратно сравнивать компании во времени, в отраслевом разрезе и с точки зрения сопоставимости их стратегических установок.

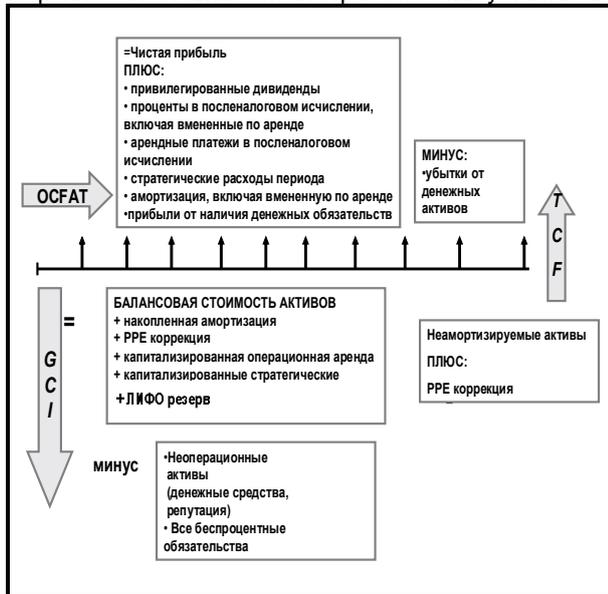


Рис. 4. Потоки денежных средств в модели **CFROI™**

Как показано на рис. 4, второй тип потоков денежных средств – операционный скорректированный поток денежных средств (**OCFAT**) – должен быть рассчитан как поток, создаваемый всем инвестированным капиталом: и заемным, и собственным. Поэтому он основан на прибыли от основной деятельности, в которую вводятся специальные поправки. Первый тип поправок направлен на исключение из расчета статей расходов, имеющих стратегическую природу вложений в интеллектуальный капитал, но трактуемых в финансовом учете как обычные расходы периода. Этот тип поправки парен поправкам, которые означают капитализацию стратегических по природе расходов и включения их как дополнительных элементов в инвестированный капитал (**GCI**). Третий вид потоков денежных средств, показанный на рис. 4, – остаточный поток (**TCF**). В него включены, прежде всего, средства, которые можно получить от реализации неамортизируемых активов в конце срока их экономической службы. Поэтому такой актив, как земля, составит львиную часть остаточного потока. Второе слагаемое остаточного потока денежных средств – средства, высвобождаемые из инвестиций в оборотный капитал.

Вторая оригинальная характеристика **CFROI™ HOLT Value Associates** заключается в том, что при его создании авторы концепции стремились сконструировать показатель экономической прибыли, способный выразить изменения стоимости компании в реальном, а не номинальном выражении. Основная задача, которая достига-

лась таким приспособлением показателя, – сблизить расчетный результат с изменением экономической стоимости и дать возможность проводить анализ не только в динамике во времени, но и в сравнении с компаниями самых разных отраслей и разной национальной деловой среды. Поэтому технология расчетов **CFROI™** базируется на коррекции на фактор инфляции всех основных компонентов показателя результата компании, то есть созданного ею потока денежных средств (**OCFAT**) и инвестированного капитала (**GCI**), и это отражено на рис. 4. Поправка на инфляцию основана на бухгалтерском подходе учета в деньгах одинаковой покупательной способности (purchasing power equivalents, **PPE**). В соответствии с ним все статьи баланса делятся на монетарные и не монетарные. Монетарные статьи, выражающие фиксированные денежные суммы, вытекающие из договоров, в условиях инфляции на стороне активов создают убытки, а на стороне обязательств, напротив, выигрыши. Поэтому в расчетах **OCFAT**, как показано на рис. 4, эти результаты учитываются.

Соответственно спред доходности, показанный в уравнении 6, означает сопоставление ожидаемой от внедрения корпоративной стратегии доходности в реальном исчислении и требуемой за риск доходности, также выраженной в реальном исчислении:

$$\text{SPREAD} = \text{CFROI}_{\text{real}}^{\text{TM}} - \text{WACC}_{\text{real}} \quad (6)$$

Третья оригинальная характеристика связана с временной срока жизни активов, который влияет на продолжительность периода получения операционных потоков денежных средств. По методологии **HOLT Associates**, этот срок основан на так называемом периоде сглаживания спреда доходности (fade period). Наблюдение за компаниями показывает, что со временем **CFROI™** неизбежно стремится к некоторой средней, но скорость сглаживания различна у разных типов компаний. Какие факторы определяют подобную траекторию доходности в виде **CFROI?**

- Во-первых, это движущие силы жизненного цикла организации. Компании, находящиеся на ранних этапах своего жизненного цикла, могут иметь растущие **CFROI**. Однако по мере продвижения по жизненному циклу доходность капитала непременно стабилизируется, что соответствует логике движения к стадии зрелости.
- Во-вторых, это размер компании: даже в рамках одной и той же стадии жизненного цикла компании, наращивающие капитал и становящиеся более крупными, не могут длительное время поддерживать высокие **CFROI**.
- В-третьих, определенную роль играет и отраслевая специфика. Чем медленнее темп инноваций в отрасли, тем сложнее добиваться высоких показателей **CFROI**.

По данным **HOLT Associates**, в отраслях так называемой старой экономики преобладают компании с низким удельным весом так называемого процента будущего<sup>11</sup>, что означает долю стоимости компании, причитающуюся на ее высокую динамику<sup>12</sup>. Отрасли так называемой новой экономики, насыщенные интеллектуальным капиталом, напротив, имеют самые высокие показатели. Тем не менее, несмотря на требования самого жизненного цикла или природы отрасли,

<sup>11</sup> Madden B.J. CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm. Butterworth-Heinemann. 2000, p. 152

<sup>12</sup> Доля роста в стоимости компании впервые как понятие в корпоративные финансы была введена С. Маейрсом, и в его интерпретации названо value of growth opportunities, или «вклад роста в стоимость компании».

компания, добывающиеся инновационных подходов в управлении, опережающие время, могут иметь более выраженные успехи в создании **CFROI™**. В рамках одной отрасли инновационность подходов к построению операций компании ведет к высоким показателям **CFROI™**. Таким образом, компании с высоким **CFROI™** постепенно придут к этапу снижения этого показателя.

Период «сглаживания» по методике **HOLT-CSFB** выводится из сопоставления будущих и прошлых **CFROI™**. При этом важно учесть дополнительные характеристики. Чем длиннее в прошлом период, в течение которого компании удается создавать высокие, выше средних **CFROI™**, тем с большей уверенностью можно сказать, что в этих компаниях сформированы нетривиальные управленческие команды, и они обладают коренными компетенциями, то есть особыми стратегическими навыками. Чем ниже изменчивость показателей **CFROI™** в прошлом, а они могут быть определены на основе дисперсии значений **CFROI™**, тем с более высокой долей уверенности можно сделать вывод о наличии у компаний особых навыков у управленческой команды.

Эмпирические исследования периода «сглаживания», которые проводит команда HOLT Associates и **CSFB**, полностью подтверждают гипотезу о движении **CFROI™** вслед за траекторией жизненного цикла организации (ЖЦО). Скорость сглаживания – это функция от изменчивости в прошлом показателя **CFROI** и от темпа устойчивого роста компании. Причем именно первый параметр – изменчивость – наиболее существенно влияет на конечный темп сглаживания экономической доходности компании. Проведенное исследование выявило, что компании с высокими темпами роста имели более высокие скорости «сглаживания» **CFROI™**. Чем ниже была изменчивость показателя **CFROI™** у компаний, тем ниже была скорость его «сглаживания». В группе компаний с изначально высокими показателями **CFROI**, для компаний с низкой изменчивостью доходности скорость была ниже и, напротив, в компаниях похожей категории, но с высоким разбросом **CFROI**, выше<sup>13</sup>.

«Скорость сглаживания» – параметр, который оказывает существенное влияние на потоки денежных средств компании. Поэтому его анализ по группам компаний и по отраслям важен для построения прогнозов потоков денежных средств, без чего не возможно достаточно аккуратно вычислить и саму доходность **CFROI™**. В анализе прогнозных потоков денежных средств и скорости сглаживания **CFROI** существенную роль играет темп устойчивого роста активов компании (sustainable assets growth rate). Этот темп в модели HOLT Associates определяется следующим образом:

$$g = \frac{P - R + \Delta D}{A - (P - R + \Delta D)}, \quad (7)$$

где **G** (sustainable asset growth rate) – темп устойчивого роста активов;

**P** (plowback) – вновь вводимые активы в течение года;

**R** (asset retirement) – выводимые из бизнеса активы за год;

**D** (debt) – заемный капитал;

**A** (assets) – совокупные активы на конец года.

Как следует из уравнения (5), на темп устойчивого роста влияют потоки денежных средств компании, ко-

торые определяют величину вновь вводимых активов (**P**) и скорость устаревания активов компании (**R**). Стоимость активов, подлежащих выводу и замене в связи с процессом устаревания, обозначенная в формуле темпа устойчивого роста **R**, зависит как физических факторов простого снашивания, так и экономических факторов – состояния конкуренции в отрасли и прочности конкурентной позиции компании. В модели HOLT Associates устойчивый темп определяется как темп, которым могут расти совокупные активы компании, рассчитанные с учетом необходимых корректировок и выраженные поэтому в деньгах одинаковой покупательной способности, при соблюдении двух условий:

- во-первых, о том, что в компании воспроизводится прежняя политика выплат инвесторам;
- во-вторых, о том, что ее структура капитала (соотношение заемного и собственного капиталов) неизменна<sup>14</sup>.

Очевидно, что если компания финансирует операции за счет собственного капитала (следовательно, в структуре капитала компании нет заемного капитала) и дивиденды не выплачиваются, то темп устойчивого роста активов будет достаточно близок показателю **CFROI™**. В модели **HOLT-CSFB** устойчивый темп роста рассматривается как важный инструмент планирования операционных потоков (**OCFAT**) на 1 год (краткосрочный горизонт) и на 5 прогнозных лет (долгосрочный горизонт).

### 2.3. Модель внутренней нормы доходности компании: вариант Boston Consulting Group

Модель внутренней доходности компании **CFROI** применяется в финансовом и стратегическом консультировании и компанией Boston Consulting Group (**BCG**). Основные принципы этой модели аналогичны рассмотренным выше. Как и в случае с моделью **HOLT-CSFB**, анализируются и сопоставляются притоки денежных средств за период срока жизни активов и уже сделанные в компанию инвестиции. Показатели потоков денежных средств также корректируются с учетом фактора инфляции. Однако существуют заметные отличия в подходах.

Во-первых, в отличие от модели **HOLT-CSFB**, в модели экономической прибыли **BCG** используются другие, упрощенные подходы к определению необходимых потоков денежных средств и расчету показателя **CFROI**. Инвестиции определяются как:

$$GI = NWC + HCNA, \quad (8)$$

где

**GI** (gross investment) – совокупные инвестиции;

**NWC** (net working capital) – чистый оборотный капитал (оборотные активы за вычетом текущих обязательств);

**HCNA** (historical cost of noncurrent assets) – стоимость внеоборотных активов по первоначальной цене приобретения.

Поток денежных средств, создаваемый в течение срока жизни активов, в данной модели назван валовым потоком денежных средств (gross cash flow, **GCF**), и он рассчитывается как:

$$GCF = ANI + InterestExpense * (1 - t) + D, \quad (9)$$

где **ANI** (adjusted net income) – скорректированная чистая прибыль;

<sup>13</sup>Madden B.J. CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm. Butterworth-Heinemann. 2000, p. 168

<sup>14</sup> Темп устойчивого роста в интерпретации **HOLT-CSFB** отличается от темпа устойчивого роста **BCG**. Последний рассматривается как темп роста объемов продаж при условии неизменности операционной и финансовой политики компании.

**InterestExpense** – расходы на выплату процентов по заемному капиталу;

**t** (income tax rate) – ставка налога на прибыль;

**D** (depreciation) – расходы на амортизацию.

Во-вторых, в модели **BCG** для выявления экономической прибыли применяются дополнительные показатели. Как это показано на рис. 5, **CFROI** увязывается с совокупной доходностью акции (акционерного капитала) (total shareholder return, **TSR**), которая рассчитывается как:

$$TSR = \frac{Div_{t+1}}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}, \quad (10)$$

где

**Div<sub>t+1</sub>** – ожидаемые дивидендные выплаты собственникам в следующем периоде;

**P<sub>t+1</sub>** – ожидаемый курс обыкновенной акции в следующем периоде;

**P<sub>t</sub>** – текущий курс обыкновенной акции.

Этот показатель в системе стратегической финансовой аналитики **BCG** выступает в качестве внешнего индикатора создания стоимости компании. Аналитики компании регулярно проводят специализированные исследования с целью выявления компаний и отраслей, демонстрирующих наиболее высокую динамику **TSR**. Как следует из рис. 5, **CFROI** выражает эффективность использования капитала и определяет тенденцию движения совокупной доходности акций компании (**TSR**), поскольку влияет на потоки свободных денежных средств.

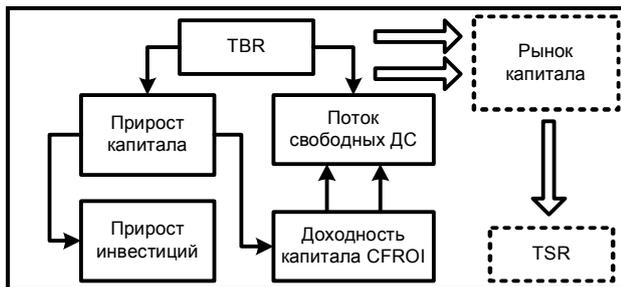


Рис. 5. Соотношение **TSR** и **CFROI**

В то же время система анализа экономической прибыли и создания стоимости **BCG** включает дополнительные внутренние показатели – совокупная доходность бизнеса (total business return, **TBR**) и добавленная стоимость денежного потока (cash value added, **CVA**). Показатель совокупной доходности бизнеса (**TBR**) – это аналог показателя совокупной доходности акции (**TSR**), введенный для целей планирования экономической прибыли, разработки целевых ориентиров по созданию стоимости разными подразделениями компании. В отличие от **TSR**, совокупная доходность бизнеса (**TBR**) рассчитывается на капитал, а не на одну акцию. **TSR** рассматривается как агрегированный рыночный показатель созидания стоимости. Показатель совокупной доходности бизнеса – **TBR** – это доходность, которую должны приносить конкретные подразделения компании, он нужен для внутреннего бизнес-планирования и может использоваться как в компании открытого, так и в компании закрытого типа.

Наконец, сам показатель **CFROI** рассчитывается в модели **BCG** так называемым методом годового пока-

зателя, а не методом внутренней нормы доходности. Как следует из рис. 6, показатель **CFROI** зависит от специфического способа расчета устойчивого потока денежных средств, который предполагает определение амортизации на основе принципа накопления суммы возмещения вложенного капитала исходя из ставки не ниже средневзвешенных затрат на капитал. Иными словами, амортизация долгосрочных активов рассматривается не как учетная, а как экономическая величина. Решение проблемы определения годовой величины экономической амортизации – в использовании метода выкупного фонда (sinking fund depreciation) или метода аннуитета (annuity depreciation) для расчетов амортизации по долгосрочным активам в год. Основной принцип этого метода – требование создания на долгосрочные активы доходности не ниже, чем затраты на капитал (cost of capital). Основываясь на этой ставке, можно легко вычислить ежегодную величину аннуитета, исходя из формулы капитализации аннуитета.

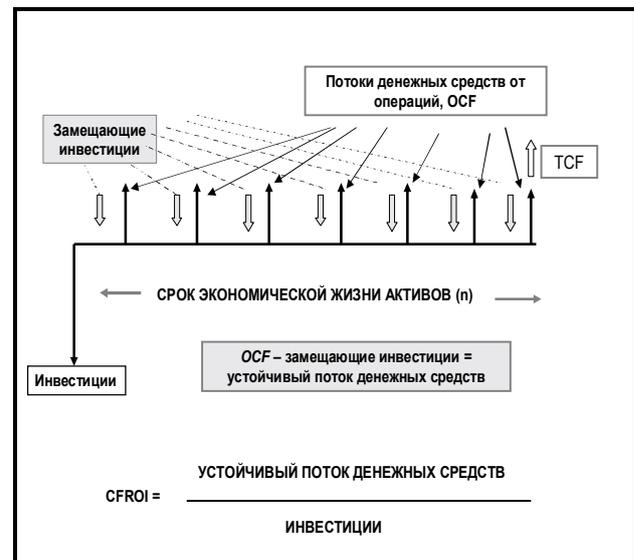


Рис. 6. Расчет **CFROI** методом годового показателя

Добавленная стоимость потока денежных средств (cash value added, **CVA**) в модели экономической прибыли **BCG** базируется на оценке затрат на капитал. Показатель **CVA** определяется следующим образом:

$$CVA = GCF - ED - CC; \quad (11)$$

$$CC = WACC * GI, \quad (12)$$

где **GCF** (gross cash flow) – валовый поток денежных средств;

**ED** (economic depreciation) – расходы на амортизацию, рассчитанные финансовым способом (методом аннуитета), или экономическая амортизация;

**CC** (capital charge) – затраты на совокупный капитал в абсолютном выражении.

Экономическая амортизация рассчитывается в модели **BCG** следующим образом:

$$ED = \frac{WACC}{(1 + WACC)^n - 1} * DA, \quad (13)$$

где

**DA** (depreciable assets) – активы, по которым начисляется амортизация (равны валовым инвестициям за вычетом активов, не подлежащих амортизации);

**n** – срок жизни активов.

В моделях экономической прибыли **BCG** данные финансовой отчетности компании трансформируются с целью устранить несоответствия между принципами их подготовки в финансовом учете и задачами анализа экономической прибыли. Трансформация данных в моделях **BCG** и **HOLT-CSFB** отличается от трактовки и приемов, применяемых к анализу капитала в модели **EVA®**, в которой существенно больше внимания уделяется дооценке интеллектуальных ресурсов компании.

#### 2.4. Модель экономической доходности инвестированного капитала (**CROCI**)

Еще одна разновидность модели экономической доходности инвестированного капитала – модель cash return on capital invested (**CROCI**), разработанная финансовыми аналитиками Deutsche Bank. По своей принципиальной конструкции она близка моделям внутренней нормы доходности компании **CFROI™** и модели **BCG**. Ставка экономической доходности в модели **CROCI** выводится из концепции экономического износа, который в противоположность бухгалтерски начисляемому износу, определяется как снижение фундаментальной стоимости актива. **CROCI** – это ставка, найденная методом **IRR** при условии возмещения валовых инвестиций в компанию (gross cash investments, **GCI**) валовыми потоками денежных средств (gross cash flows, **GCF**), включая остаточный поток последнего года экономического срока жизни совокупного капитала компании<sup>15</sup>. По аналогии с этими моделями валовые инвестиции, включающие амортизируемые долгосрочные активы по первоначальной стоимости, чистый оборотный капитал и долгосрочные неамортизируемые активы, а также все потоки денежных средств в течение экономического срока жизни капитала компании, рассчитываются с учетом инфляции. Модель предлагает собственный подход к выявлению такого срока жизни совокупных активов различных бизнесов, основанный на наблюдении за отраслями и долей капиталовложений компании данной отрасли, направляемых на «поддерживающие инвестиции» (maintenance capital expenditure). Эта модель не только вносит вклад в разработку концепции экономической прибыли и переменных, которые влияют на соответствующие расчеты, но и активно применяется в инвестиционной аналитике портфельными менеджерами.

### 3. РОЛЬ МОДЕЛЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ В СОВРЕМЕННОЙ КОРПОРАТИВНОЙ АНАЛИТИКЕ

Подытожим проведенный выше сравнительный анализ наиболее распространенных в западной стратегической аналитике моделей экономической прибыли. Наиболее существенными представляются следующие выводы:

- во-первых, эти модели формируют и продвигают новую философию финансового анализа на основе не бухгалтерской, а финансовой модели компании, сконцентрированной вокруг стоимости бизнеса. Необходимо учитывать, что традиционный подход к финансовому анализу имеет давнюю историю, а корпоративная аналитика на основе экономической прибыли в сравнении с этим историческим периодом, напротив, пока еще прошла короткий

исторический отрезок. Таким образом, данные модели следует рассматривать, на мой взгляд, как вектор развития финансовой аналитики компании<sup>16</sup>;

- во-вторых, в этих моделях поставлена проблема несоответствия финансовых данных о компании системе информации и показателей, в которых нуждается современный уровень развития бизнес-моделей, так как они опираются на интеллектуальный, а не материальный и даже финансовый капитал.

Поэтому следует подчеркнуть, что рассмотренные модели задают направления обсуждения проблемы введения этих нетривиальных ресурсов в системы именно финансовых показателей. Этот вклад формируется параллельно с подходами, базирующимися на введении интеллектуального капитала через нефинансовые показатели и создании систем таких нефинансовых показателей, например, построенных в виде карты сбалансированных показателей (balanced score cards). Предлагаемые в моделях экономической прибыли решения о капитализации стратегических по природе расходов, подавляющую часть которых и составляют затраты на формирование интеллектуального капитала, можно рассматривать как этап становления новых подходов к финансовой информации о компании и ее финансовых показателей, адекватных веку интеллектуального капитала. Используемые в них методы капитализации стратегических расходов можно считать промежуточным шагом такого движения, если в качестве конечного ориентира иметь в виду стандартизацию принципов и приемов решения серьезной проблемы отражения интеллектуального капитала в финансовой отчетности. Поэтому они заслуживают специального внимания. Необходимо подчеркнуть, что методы капитализации стратегических по природе расходов не нацелены на определение стоимости интеллектуального капитала, а являются инструментом оценки инвестированного в него капитала. Методы капитализации стратегических расходов включают:

- принципы выделения этого круга затрат из состава бухгалтерских статей операционных расходов;
- технику капитализации, включая технику суммирования;
- способ амортизации капитализированных затрат (определения срока экономической жизни, метода списаний).

Рассмотренные модели экономической прибыли различаются по приведенным выше позициям. Например, в модели **EVA®** стратегические расходы трактуются расширительно (от расходов на исследования и разработки до расходов на обучение персонала)<sup>17</sup>, в отличие от других рассмотренных выше моделей. В модели **CROCI**, в частности, к ним относят только расходы на исследования и разработки и расходы на продвижение продукции и брендов<sup>18</sup>. С точки зрения техники капитализации стратегических расходов различия связаны с приемами коррекции на инфляцию. Так, в модели **EVA®** этому не придается значения, и подобную точку зрения разделяют многие финансовые аналитики. Согласно некоторым исследованиям, в которых ставилась задача выявления влияния инфляции на экономическую прибыль, на данных британских компаний не обнаружено существенных подтверждений о необходимости анализа экономической прибыли

<sup>16</sup> Ивашковская И.В. Управление стоимостью – новый вектор аналитики фирмы. «Управление компанией». 2004. №4.

<sup>17</sup> B. Stewart. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. HarperBusiness. 1999, p. 118-177.

<sup>18</sup> P. Costantini. Cash Return on Capital Invested. Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model. Elsevier. 2006. p. 71.

<sup>15</sup> P. Costantini. Cash Return on Capital Invested. Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model. Elsevier. 2006. p. 89-92.

с учетом эффекта инфляции<sup>19</sup>. В других работах, напротив, показана существенная зависимость экономической прибыли в форме *EVA* от темпа инфляции и возникающих на этой почве искажений в оценке результатов<sup>20</sup>. Однако в рассмотренных моделях внутренней нормы доходности компании инфляционные поправки активно применяются, но с разными приемами коррекции. В частности, в модели *CFROI*<sup>TM</sup> применяется общий дефлятор ВВП, а в модели *CROCI* – несколько различных индексов, соответствующих типу активов. Тестирование таких поправок к расчетам доходности портфеля 40 акций британских компаний второго эшелона за 1996-2004 годы, выполненное специалистами Deutsche Bank Global Market Research, выявило, что вклад инфляционных поправок в показатели доходности в среднем около 6,5%<sup>21</sup>.

Тем не менее материальность и приемлемость того или иного вида поправок, связанных с капитализацией стратегических расходов, должна оцениваться применительно к компании. Важен тип отрасли, особенности бизнес-модели компании, а также влияние на мотивацию менеджеров через показатель экономической прибыли, используемый для определения величины их вознаграждения.

Существует определенный пласт эмпирических работ, сконцентрированных вокруг роли и использования экономической прибыли в корпоративной аналитике. Среди них основную часть составляют исследования, посвященные объясняющей силе экономической прибыли в формировании динамики рыночных курсов акций. Эти работы можно разделить на несколько групп. Первая группа сфокусирована на изучении краткосрочных взаимосвязей, так как в них оцениваются регрессии зависимой переменной – рыночного курса – по фактически сложившимся показателям: бухгалтерской прибыли на акцию, потока денежных средств от основной деятельности, экономической прибыли. Результаты, получаемые в этой группе, достаточно разноречивы. Так, в исследованиях Г. Биддла, П. Боуэна, Д. Валласа, выполненном методом наименьших квадратов на данных 773 американских компаний, получены очень низкие коэффициенты R-квадрат у всех независимых переменных, при этом авторы сделали вывод о более низкой объясняющей способности экономической прибыли (R-квадрат 6,24%) по сравнению с бухгалтерской прибылью (R-квадрат 9%)<sup>22</sup>. Похожие выводы были сделаны и в недавнем исследовании по греческим компаниям<sup>23</sup>. Повторное исследование на данных практически тех же американских компаний, что были включены в выборку Г. Биддла, П. Боуэна, Д. Валласа, но за другой, более продолжительный пе-

риод (1983-1999), проведенное Д. Грантом, Г. Фелзмом с соавторами, показало противоположные результаты: по величине R-квадрат на первом месте оказалась экономическая прибыль в форме модели *EVA*, далее экономическая прибыль в упрощенной форме (*RI*), затем бухгалтерская прибыль. Дополнительное исследование по канадским компаниям, в которых финансовый учет существенно отличается от стандартов US GAAP, что делает поправки к данным отчетности, вводимые в модели *EVA*, более значимыми, практически повторило эти выводы<sup>24</sup>.

Учитывая противоречивость результатов, на мой взгляд, весьма существенно подчеркнуть несколько моментов:

- во-первых, все независимые переменные в имеющихся исследованиях обладают низкой объясняющей способностью относительно курса акций;
- во-вторых, необходимо иметь в виду вторую группу эмпирических работ, которые нацелены на исследование зависимости курса акций не столько от фактических показателей результатов деятельности, сколько от ожидаемых. Исследования этого типа убедительно показывают, что при включении в регрессионный анализ независимых переменных в виде прогнозных показателей прибыли (на 3-5 лет) резко растет объясняющая способность регрессии<sup>25</sup>. Таким образом, низкая объясняющая способность в значительной мере связана с тем, что курсы акций формируются на ожиданиях;
- в-третьих, важно учесть, что чем выше «вклад роста» в стоимость компании, чем выше роль ее будущих возможностей и ожидаемой динамики, тем выше такая зависимость. Значит, для компаний, не находящихся на стадии зрелости в жизненном цикле, попытки выявить «силу объяснения курса» вне связи с прогнозными данными не дадут «хорошей» статистики. Однако проблема развития такого продуктивного ракурса исследований состоит в том, что прогнозные данные по массивам компаний весьма ограничены и трудно доступны.

## 4. ФИНАНСОВАЯ ОЦЕНКА СТРАТЕГИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

### 4.1. Принцип создания стоимости

Формирование новой парадигмы финансового анализа компании, происходящее в настоящее время, ставит, на мой взгляд, задачу создания новой ветви аналитики фирмы – финансовые измерения корпоративных стратегий. Проблема заключается в «перекладывании» стратегических сценариев развития на язык стоимости компании. Ключевую задачу этого направления аналитики можно сформулировать как оцифровывание рассматриваемых стратегических альтернатив и выбранной стратегии для выявления их потенциального вклада в создание стоимости на корпоративном уровне и на уровне подразделений компании. Стоимость собственного капитала по состоянию до введения потенциальной корпоративной стратегии, или стоимость «как есть» должна быть сопоставлена со стоимостью компании, которая может сложиться в результате осуществления данного стратегического сценария. Логика такого сопоставления может быть отражена в общей форме следующим образом:

<sup>19</sup> J. O'Hanlon, K. Peasnell. Residual Income Valuation: Are Inflation Adjustments Necessary? «Review of Accounting Studies», 2004, №9, pp. 375-398.

<sup>20</sup> J. Ritter, R. Warr. The Decline of Inflation and the Bull Market for 1982-1999. «Journal of Financial and Quantitative Analysis», 2002, №37, pp. 29-61; M. Bradley, G. Jarrel. Inflation and the Constant Growth Valuation Model: A Clarification. Working Paper, Duke University and University of Rochester.

<sup>21</sup> P. Costantini. Cash Return on Capital Invested. Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model. Elsevier. 2006. p. 68.

<sup>22</sup> G. Biddle, R. Bowen, J. Wallace. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Association with Stock Returns and Firm Values. «Journal of Accounting and Economics», 1997, №24, pp. 301-336.

<sup>23</sup> D. Kyriazis, C. Anastassis. The Validity of the Economic Value Added Approach. «European Financial Management», 2007, vol. 13, №1, pp. 71-100.

<sup>24</sup> G. Feltham, I. Grant, C. Mbagwu, G. Vaidyanathan. Perhaps EVA Does Beat Earnings-Revisiting Previous Evidence. «Journal of Applied Corporate Finance», 2004, vol. 16, №16, pp. 83-88.

<sup>25</sup> R. Lundholm, L. Myers. Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns-Earnings Relation. «Journal of Accounting Research», 2004, vol. 40, issue 3; J. Lui, J. Thomas. Stock Returns and Accounting Earnings. «Journal of Accounting Research», 2000, vol. 38, pp. 71-102.

$$V_{SO} > V_{SP}, \tag{14}$$

где

$V_{SO}$  (value with strategic opportunities) – стоимость собственного капитала с учетом реализации стратегических возможностей (стратегии);

$V_{SP}$  (value in place) – стоимость собственного капитала как есть.

Если стоимость собственного капитала с учетом стратегии ( $V_{SO}$ ) превышает стоимость собственного капитала как есть, данный стратегический сценарий обладает положительным финансовым эффектом в координатах риска и доходности. Если же «стоимость собственного капитала с учетом стратегии» не выше стоимости «как есть», это следует расценивать как сигнал о возможной ошибочности стратегического видения, лежащего в основе рассматриваемого сценария. В такой ситуации потребуется более тщательно и критично оценить качественные характеристики процессов, образующих базу для стратегии. Неравенство (14) означает, что все финансовые замеры корпоративной стратегии основаны на правиле (принципе) неубывания стоимости. Такая постановка аналитической задачи вытекает из концепции финансовой модели компании и концепции управления ее стоимостью. В то же время решение такой аналитической задачи предполагает, что в процесс стратегического планирования нужно ввести финансовые измерения стратегии, которые обладают собственным алгоритмом и набором показателей. И этот алгоритм сконцентрирован вокруг выявления сильных и слабых сторон рассматриваемых стратегических альтернатив или своего рода **SWOT** – анализа стоимости<sup>26</sup>.

#### 4.2. Точка стратегического разрушения стоимости: value break-even

Важный шаг таких финансовых замеров в процессе стратегического анализа – это выявление граничных значений ключевых финансовых показателей компании, которые отвечают приведенному выше правилу неубывания стоимости. Из неравенства (формула 14) следует, что существуют своего рода «точки перелома» в самом процессе создания стоимости, которые означают такую комбинацию ключевых стратегических и финансовых характеристик компании, при которой изменение инвестиционной стоимости равно нулю. Эта нулевая отметка инвестиционной стоимости может быть использована для выведения критических уровней показателей. Таким образом, стратегический анализ с позиций финансовой модели компании и ее ключевого критерия – экономической прибыли – предполагает новый тип анализа безубыточности компании, особенности которого формализованы на рис. 7.

Традиционный подход к безубыточности основан, прежде всего, на предпосылках о возможности применения специальной классификации затрат по критерию динамики и выделения всех переменных затрат, не зависимо от сферы их возникновения. Поэтому он исходит из задачи покрытия совокупных фактических расходов полученной выручкой. Иными словами, главная

точка отсчета – нулевая бухгалтерская прибыль от основной деятельности. Центральный коэффициент в традиционном анализе безубыточности – операционный рычаг, измеряющий чувствительность прибыли от основной деятельности от изменения выручки. Однако предлагаемый нами анализ неубывания стоимости предполагает иные основы для выявления точки безубыточности, поскольку базируется, как показано на рис. 7, на других предпосылках. В этом случае предполагается выявление не только явных (фактических), но и неявных, альтернативных издержек. Ключевая задача – покрытие совокупных издержек, явных и альтернативных, включающих затрат на капитал. Следовательно, возникает иная точка отсчета: нулевая экономическая прибыль. И нужны новые финансовые коэффициенты, улавливающие влияние затрат на капитал, которые остаются постоянными и не зависимыми от объемов продаж либо зависимыми от них опосредованно, через изменение инвестиционных рисков.

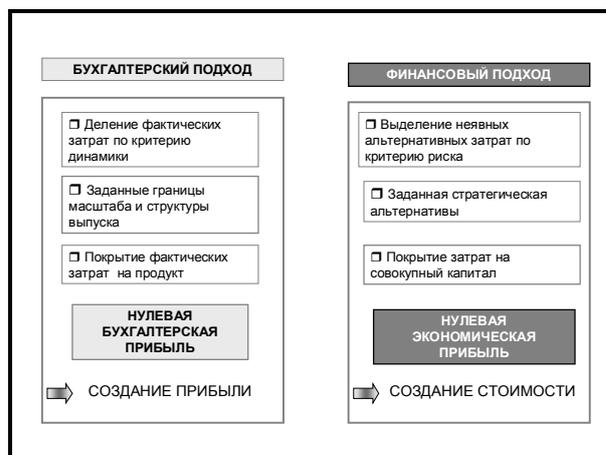


Рис. 7. Традиционный и новый типы анализа безубыточности

Ставя проблему в плоскость сопоставления «стоимости как есть» и «стоимости с учетом стратегии», мы получаем возможность вводить анализ точки стратегического разрушения стоимости (value breakeven). Такой анализ целесообразно проводить в двух временных ракурсах: долгосрочном и годовом.

Долгосрочный ракурс анализа точки стратегического разрушения стоимости можно в целом представить следующим образом. Если исходить из рамок, которые создает для финансовых оценок стратегии методология дисконтируемого потока денежных средств, то, во-первых, надо определить минимально допустимую границу доходности капитала (совокупного либо собственного), и, во-вторых, пороговое или критическое значение потоков свободных денежных средств ( $FCF_{breakeven}$ )<sup>27</sup>. Собственно, первая задача аналогична поиску затрат на совокупный капитал либо затрат на собственный капитал (в зависимости от модели расчетов). Пороговые величины потоков свободных денежных средств ( $FCF_{breakeven}$ ) можно вычислить, если исходить из предположения о равномерности поступления и примерном равенстве мини-

<sup>26</sup> Термин **SWOT** обозначает распространенное в стратегическом планировании понятие специфического типа анализа, нацеленного на выявление сильных (strengths) и слабых (weaknesses) сторон деятельности самой компании, а также рыночных возможностей (opportunities) и рыночных угроз (threats).

<sup>27</sup> Может быть определено либо в форме потока свободных денежных средств для всех инвесторов (free cash flow to firm, **FCFF**) либо в форме потока свободных денежных средств для собственников (free cash flow to equity, **FCFE**).

мальной границы будущих потоков, то есть представив их как аннуитеты, обеспечивающие нулевое изменение инвестиционной стоимости при введении рассматриваемой стратегической альтернативы. Вычисление порогового значения потоков денежных средств ( $FCF_{brekeven}$ ) основано на предварительном анализе не только ставки затрат на капитал, но и горизонта прогнозирования. Таким образом, эти параметры являются входными для расчета пороговой величины. При этом необходимо учитывать, что ставка дисконтирования для потоков свободных денежных средств зависит от предполагаемого уровня инвестиционного риска, вытекающего из сути самой стратегической альтернативы. Поэтому возможны ситуации, в которой эта ставка может возрасти, что внесет дополнительные требования к минимально допустимой величине потоков свободных денежных средств. Такие ситуации вытекают из стратегических альтернатив, направленных на существенную диверсификацию продуктового портфеля компании, освоение новых технологий, выход в новые для компании отрасли, стратегические сделки приобретения бизнесов или разукрупнения компании.

Переходя к годовому ракурсу анализа точки стратегического разрушения стоимости, целесообразно начинать с предположения о нулевой экономической прибыли ( $RI=0$ )<sup>28</sup>. На годовом уровне оценок безубыточности важнейший показатель – пороговое значение рентабельности продаж. Постановку проблемы выявления такого порогового значения впервые сделал А. Раппопорт<sup>29</sup>. В соответствии с А. Раппопортом, пороговую рентабельность можно рассчитать как на ожидаемый прирост объемов продаж (формула 16, так и на весь прогнозируемый годовой объем продаж (формула 15):

$$TPM_{inc} = \frac{(IFAIR + WCIR)(WACC)}{(1+WACC)(1-t)}; \quad (15)$$

$$TPM = \frac{(OI_{t-1}) + TPM_{inc}(\Delta S_t)}{S_t + \Delta S_t}, \quad (16)$$

где

$TPM_{inc}$  – рентабельности годового прироста продаж;

$TPM$  (threshold profit margin) – пороговое значение рентабельности всего годового объема продаж;

$IFAIR$  (incremental fixed assets investment rate) – коэффициент инвестиций в прирост внеоборотных активов;

$WCIR$  (working capital investment rate) – коэффициент инвестиций в прирост чистого оборотного капитала;

$S_t$  (sales) – годовой объем продаж в году  $t$ ;

$\Delta S_t$  – изменение объема продаж в году  $t$ ;

$WACC$  (weighted average cost of capital) – средневзвешенные затрат на капитал;

$T$  (tax rate – ставка налога на прибыль);

$OI$  (operating income) – прибыль от основной деятельности.

<sup>28</sup> Из этого допущения вытекает возможность выстроить два набора критических уровней показателей, в зависимости от способа расчета самой экономической прибыли. Это можно сделать для варианта определения экономической прибыли на весь инвестированный капитал (residual income on capital employed или  $RI_{CE}$ ) и для варианта ее расчета только на собственный капитал (residual income on equity или  $RI_E$ ).

<sup>29</sup> A. Rappoport. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. The Free Press.1986, p. 69-73

Оценки пороговых значений, вытекающие как из годового, так и долгосрочного срезов анализа точки стратегического разрушения, должны делаться на корпоративном уровне и применительно к рыночным стратегиям подразделений компании. Такие оценки позволяют установить важные планки отсчета для обсуждения и анализа стратегической эффективности и ориентиров для стратегического планирования. Важно подчеркнуть, что у решений о стратегии есть оригинальная черта: сам процесс их разработки и обсуждения столь же важен, как и процедуры и результаты воплощения в практику компании. Именно в процессе разработки нужны как системы предположений и соответствующие сценарии, так и оценки их потенциальных эффектов. До появления, становления и распространения новой ветви финансового анализа – финансовых измерений стратегии – оценки альтернатив не подкреплены адекватной системой финансовых показателей. В то же время разработка такой системы финансовых показателей для измерений корпоративных стратегий не предполагает отказа от создания систем нефинансовых стратегических индикаторов.

### 4.3. Коэффициенты стратегической эффективности

В рамках финансового анализа компании, основанного на экономической прибыли, в дополнение к оценкам точки стратегического разрушения стоимости целесообразны специальные финансовые показатели привлекательности (непривлекательности) корпоративной стратегии. Анализ привлекательности корпоративной стратегии и рыночных стратегий деловых единиц компании, который необходим как часть финансового измерения стратегии, может быть осуществлен как с помощью уже рассмотренных выше моделей экономической прибыли, так и с использованием специально разработанных финансовых коэффициентов нового типа. Новизна таких коэффициентов предопределяется их фокусированием на цели выявления изменений в инвестиционной стоимости, которая создается в данном подразделении либо на уровне компании в целом.

В качестве варианта таких новых финансовых коэффициентов, на мой взгляд, можно предложить, во-первых, индекс накопленной экономической прибыли (residual income index,  $RII$ ), или индекс рентабельности на основе потока экономических прибылей. Как видно из формулы (17), инвестированный капитал сопоставляется с суммой дисконтированных экономических прибылей. Иными словами, экономические прибыли нормируются по показателю инвестированного капитала, что обеспечивает сопоставимость результата, полученного по разным стратегическим альтернативам и выбранной корпоративной стратегии.

$$RII = \frac{\sum_{t=1}^n PV_{RI_t}}{\sum_{t=1}^n PV_{INV_t}}, \quad (17)$$

где  $RII$  (residual income index) – индекс накопленной экономической (остаточной) прибыли;

$PV_{RI_t}$  (present value of residual income) – приведенная стоимость экономической прибыли года  $t$ ;

$PV_{INV_t}$  (present value of investments) – приведенная стоимость инвестиций года  $t$ .

Такой коэффициент целесообразно рассчитывать для периода до конца последнего года горизонта прогнозирования (planning horizon), поскольку за его пределами экономическая прибыль не может быть устойчивой по определению. И причина связана с тем, что в оценке стоимости компании период прогнозирования – это период, в течение которого управленческая команда обладает ключевыми конкурентными компетенциями (core competencies), отличающими ее от других компаний. Именно такой подход лежит в основе горизонта прогнозирования, когда оценивается фундаментальная стоимость компании доходным подходом. Определенная корпоративная стратегия оказывает существенное влияние на продолжительность прогнозного периода, так как она выстраивается на основе имеющихся компетенций и их требуемых изменений. Сопровождающие ее инвестиционные программы – не что иное, как оболочка для строительства и поддержания конкурентных компетенций. Совершенно очевидно, что параметр *n*, выражающий продолжительность владения этими конкурентными особенностями, требует качественного оценивания и является важнейшим элементом полноценного стратегического, а не финансового анализа и планирования.

Особенности коэффициента *RII* для использования его в финансовых измерениях стратегий связаны с тем, что его расчет требует определения прогнозных значений экономических прибылей, а следовательно, и картины спреда доходности в течение прогнозного периода. Поэтому возникает представление о том, сколько раз на протяжении периода, в котором компания должна обладать коренными конкурентными компетенциями, экономическая прибыль положительна или отрицательна. Иными словами, потенциал созидания или разрушения стоимости всей компании или на уровне отдельной деловой единицы, выявляется еще в процессе составления прогноза экономических прибылей. Чем выше индекс экономической прибыли, тем более привлекательна стратегия. Это справедливо как для корпоративных стратегий, так и для анализа рыночных стратегий на уровне деловых единиц. Сопоставляя деловые единицы, выделенные в компании, по значениям коэффициентов *RII*, можно получить сравнительную картину стратегической эффективности.

Коэффициент *RII* можно рассматривать как своего рода полный индекс, выражающий накопленный эффект на языке экономической прибыли. Однако представляется возможным и более простой вариант индекса – индекс финансовой устойчивости стратегии (financial sustainability strategic index, *FSSI*):

$$FSSI = spread * M * CE, \tag{18}$$

где *spread* – спред доходности капитала;  
*M* – количество лет в рамках периода прогнозирования, в которых ожидается положительный спред доходности капитала;

*CE* – инвестированный капитал.

Рассмотренные варианты финансовых коэффициентов позволяют полнее учесть специфику стратегических сценариев в координатах инвестиционной стоимости.

#### 4.4. Алгоритм финансовой оценки стратегической эффективности

Подытожим базовый алгоритм финансовой оценки стратегической эффективности, показанный на рис. 8. Под базовым алгоритмом имеется ввиду анализ, которому свойственны следующие характеристики:

- во-первых, он основан на методологии дисконтируемого потока денежных средств, а следовательно, не включает опционную компоненту, предполагающую оценку стоимости реального опциона;
- во-вторых, он не сфокусирован на расчетах стоимости для стейкхолдеров компании.

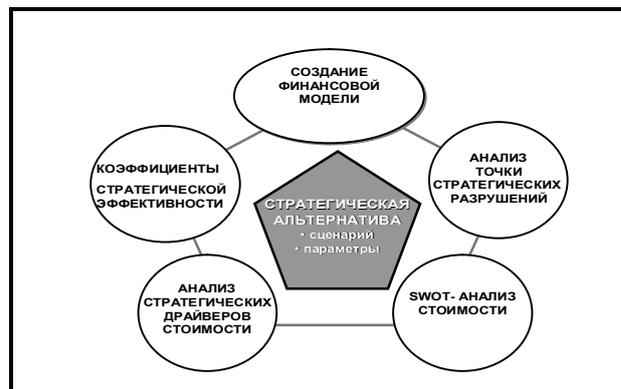


Рис. 8. Пентаграмма финансовых измерений стратегии

Первый шаг алгоритма, как следует из рис. 8, сосредоточен на построении финансовой модели стратегии. С этой целью можно использовать либо рассмотренные выше, либо более простые модели экономической прибыли, не предполагающие внесения поправок в оценку величины капитала и прибыли, либо использовать для прохождения данного шага обычный метод анализа стоимости путем дисконтирования потоков свободных денежных средств. Второй шаг алгоритма предполагает анализ точки стратегического разрушения стоимости, что означает выявление пороговых значений, в которых выражаются ключевые финансовые показатели самой компании. Эти пороговые величины необходимы для определения минимально допустимых «сквозных» значений, при достижении которых инвестиционная стоимость собственного капитала (либо стоимость компании) не снижается.

Таблица 1

#### ПОКАЗАТЕЛИ ЭЛАСТИЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПО ФИНАНСОВЫМ ФАКТОРАМ

| Факторы  | Эластичность       |
|--|--------------------|
| Изменение темпа роста продаж ( <i>g</i> ) на 1%                                | $\Delta V_g$       |
| Изменение рентабельности продаж (profit margin) на 1%                          | $\Delta V_{PM}$    |
| Изменение коэффициента инвестиций в долгосрочные активы ( <i>IFAIR</i> ) на 1% | $\Delta V_{IFAIR}$ |
| Изменение коэффициента инвестиций в оборотный капитал ( <i>WCIR</i> ) на 1%    | $\Delta V_{WCIR}$  |
| Изменение ставки налога на прибыль ( <i>t</i> ) на 1%                          | $\Delta V_t$       |
| Изменение затрат на капитал ( <i>WACC</i> ) на 1%                              | $\Delta V_{WACC}$  |

На третьем шаге алгоритма осуществляется *SWOT* – анализ стоимости собственного капитала (или совокупного капитала). Важно выделить стратегические факторы (драйверы) стоимости, воздействие на которые критично при реализации стратегической альтернативы и сценария. Это можно сделать, если определить чувствительность или эластичность стоимости собственного капитала по каждому фактору. Такой анализ чувствительности может быть проведен путем простых расчетов изменения стоимости собственного

капитала ( $\Delta V_{E_i}$ ) при изменении значения рассматриваемого  $i$ -фактора стоимости на 1%. Простой вариант анализа чувствительности означает, что, изменяя величину отдельного фактора на 1%, мы предполагаем, что значения всех остальных факторов неизменны. Табл. 1 иллюстрирует такой анализ эластичности инвестиционной стоимости применительно к финансовым факторам.

Однако такой простой вариант выявления эластичности позволяет увидеть силу воздействия разных факторов на стоимость собственного капитала и на стоимость совокупного капитала. Поэтому при прохождении данного шага алгоритма можно получить картину потенциального изменения стоимости и определить, какие именно факторы стоимости являются критическими. Выявление таких факторов удобно построить путем сопоставления значений изменений стоимости акционерного капитала, полученного от изменения одного фактора, со значением изменений стоимости от другого фактора или определить относительную силу факторов по критерию изменения стоимости. Знание силы воздействия факторов позволяет увидеть главные направления наблюдения за изменением инвестиционной стоимости и, следовательно, заранее определить, какие управленческие меры могут потребоваться для предотвращения неблагоприятных последствий.

Данный шаг алгоритма может быть дополнен более сложным вариантом анализа чувствительности, в котором можно было бы выделить комбинации факторов, одновременное изменение которых на 1% важно представлять заранее, поскольку такие факторы могут давать наиболее высокие показатели эластичности стоимости. Это позволяет перейти к анализу возможных изменений в стоимости, проводимому по типу «что, если?». Наконец, необходим анализ итоговых коэффициентов стратегической эффективности, позволяющих в компактной форме суммировать потенциальные результаты корпоративной стратегии. Например, это могут быть индекс накопленной экономической прибыли ( $RII$ ), индекс финансовой устойчивости стратегии ( $FSSI$ ), рассчитанные для отдельного подразделения и для всей компании в целом.

Предлагаемое направление корпоративной финансовой аналитики, несмотря на все сложности определения необходимых параметров в российских реалиях, необходимо для оптимизации процессов стратегического планирования, становления систем управления стоимостью компании и отвечает задачам экономического роста.

## Литература

1. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. «Российский журнал менеджмента», 2004, том 2, №4, с. 113-123.
2. Ивашковская И.В. Финансовое мышление директоров. «Корпоративное управление. Журнал Национального Совета по корпоративному управлению». 2006, №2.
3. Ивашковская И.В. Корпоративные финансы в некорпоративной России. «Управление компанией», 2004, №4.
4. Эрбар А., Стюарт Б. Революция EVA. «Российский журнал менеджмента», том 3, №4, с. 77-100.
5. Anthony R. Accounting for the Cost of Interest. D.C. Heath, Lexington MA. 1975.
6. Anthony R. Tell It Like It Was: A Conceptual Framework for Financial Accounting. Irwin.1983.

7. G. Biddle, R. Bowen, J. Wallace. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Association with Stock Returns and Firm Values. «Journal of Accounting and Economics», 1997, №24, pp. 301-336.
8. M. Bradley, G. Jarrel. Inflation and the Constant Growth Valuation Model: A Clarification. Working Paper, Duke University and University of Rochester.
9. P. Costantini. Cash Return on Capital Invested. Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model. Elsevier. 2006.
10. Feltham, I. Grant, C. Mbagwu, G. Vaidyanathan. Perhaps EVA Does Beat Earnings-Revisiting Previous Evidence. «Journal of Applied Corporate Finance», 2004, vol.16, №16, pp. 83-88.
11. J. Grant. Foundations of Economic Value Added. Wiley&Sons. The Frank J. Fabozzi Series. 2003.
12. J. Grant, J. Abate. Focus on Value. Wiley&Sons. The Frank J. Fabozzi Series. 2001.
13. J. O'Hanlon, K. Peasnell, Residual Income Valuation: Are Inflation Adjustments Necessary? «Review of Accounting Studies», 2004, №9, pp. 375-398.
14. D. Kyriazis, C. Anastassis. The Validity of the Economic Value Added Approach. «European Financial Management», 2007, vol.13, №1, pp. 71-100.
15. R. Lundholm, L. Myers. Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns-Earnings relation. «Journal of Accounting Research», 2004, vol. 40, issue 3.
16. J. Lui, J. Thomas. Stock Returns and Accounting Earnings. «Journal of Accounting Research», 2000, vol.38, pp. 71-102.
17. Madden B.J. CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm. Butterworth-Heinemann. 2000, p. 152.
18. A. Rappaport. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. The Free Press. 1986, p. 69-73.
19. J. Ritter, R. Warr. The Decline of Inflation and the Bull Market for 1982-1999. «Journal of Financial and Quantitative Analysis». 2002, №37.
20. B. Stewart. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. HarperBusiness. 1999.
21. J. Stern, J. Shiely, I. Ross. The Eva Challenge. Implementing Value-Added Change in an Organization. Wiley&Sons, Inc. 2001.

Ивашковская Ирина Васильевна

## РЕЦЕНЗИЯ

Статья содержит последовательное и взаимосвязанное изложение ряда важных вопросов, связанных с проведением финансового анализа компании на основе использования и соответствующей корректировки в духе современных идей бухгалтерской информации. Прежде всего это относится к использованию финансовой модели, построенной на основе экономической прибыли, т. е. существенной коррекции аналогичной бухгалтерской величины путем учета альтернативной стоимости используемого капитала и требований к доходности, в том числе барьерного характера. Интересен выполненный анализ ставок всей весьма популярной в мире в последние два десятилетия модели *EVA* – экономической добавленной стоимости, метода финансирования и метода операций определения ключевых переменных, используемых в концепции авторов этой модели. Здесь приведены в табличной и аналитической формах соответствующие процедуры расчетов по этим методам, в которые органично, хотя и не всегда прозрачно вписаны такие элементы подхода, как оценка капитала на основе эквивалентов собственного капитала и др. Полагаю, что несложный иллюстративный пример расчета здесь не был бы излишним. Значительное место в работе уделяется описанию и анализу модели внутренней нормы доходности *CFROI* в вариациях компаний *HOLT* и *BCG*, в объединенной модели *HOLT-CSFB*, изучению поведения соответствующих показателей, в том числе и используемых для стратегического анализа и др. Рассматривается и такая разновидность *CFROI* как *CROCI*. Правда, определяя ее методом *IRR*, почему-то автор не высказывает своего отношения к известным присущим на таком пути трудностям – несуществование единственного положительного корня у соответствующего уравнения и др.

Естественным представляется также заключительный раздел работы, посвященный оценке стратегической эффективности, принципам и коэффициентам ее определения, алгоритмам финансовой ее оценки. В целом полагаю, что статья содержит оригинальный и полезный методический материал по финансовому анализу компаний и ее целесообразно опубликовать в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Лившиц В.Н., д.э.н., профессор, заслуженный деятель науки России, зав. отделом Института системного анализа РАН

### **3.5. SAMPLING OF METHODS AND CONTROL MEANS INFORMATIONAL MARKS OF THE FACTORY**

V.I. Zavgorodniy the Lecturer of Chair  
«Information Technologies»

*Financial academy at the Government of the Russian  
Federation*

The essence of information risks and the basic strategy of management by information risks of the enterprise are described in article. Algorithms of a choice of methods and means's of control by information risks are offered. Algorithms allow to cut down the general expenses on management of information risks.