

## ИННОВАЦИИ В ФИНАНСОВОЙ АНАЛИТИКЕ

### INNOVATIONS IN FINANCIAL ANALYTICS

**Т. В. Теплова**, доктор экономических наук, профессор

**А. Н. Рассказова**, кандидат технических наук, доцент

*В статье как главная особенность инноваций в аналитике финансового здоровья компании рассматривается переход к двум контурам интересов ключевых владельцев капитала (финансовых стейкхолдеров). Обоснованы различия систем ключевых финансовых показателей в рамках контура интересов собственника и кредитора по трем проекциям: ликвидности, текущей экономической эффективности и роста. Приведены примеры российских компаний, по-разному трактующих стоимостные цели и выбор показателей анализа деятельности.*

*In this paper as the main feature of innovation in the financial health of a company analyst view the shift to two circuits of key interests of owners of capital (financial stakeholders). Justified by differences key financial systems within the contour ownership interest and the lender three projections: liquidity, the current economic efficiency and growth. In the paper as the main feature of the innovation in the analysis of the financial health of a company is considered a transition to the two circuits of the interests of the key owners of financial capital (financial stakeholders). Justified differences of key financial indicator systems in the framework of the outline of the interests of the owner and the lender by three projections: liquidity, efficiency and the quality of growth. The examples of Russian companies have different interpretations of financial targets and indicators with a choice of activities.*

**Ключевые слова:** инновации, традиционная финансовая аналитика, инвестиционная финансовая успешность компании, финансовое здоровье, ликвидность, эффективность, рост.

**Key words:** innovations, traditional financial analytics, investment financial analytics, financial success of the company, liquidity, efficiency, quality of growth.

#### 1. Традиционная финансовая аналитика и внешние вызовы

Подвижки на финансовом рынке последних десятилетий, лопнувший пузырь интернет-компаний начала 2000-х годов в США и долговой кризис 2008–2009 с продолжающейся рецессией по многим странам, заставляют аналитиков искать новые инструменты и методы оценки финансового состояния компаний различных секторов экономики. Если традиционная (бухгалтерская) аналитика широко описана в учебниках, то принципы, методы и алгоритмы современной финансовой аналитики можно по крупицам найти в зарубежных информационно-аналитических базах, аналитических отчетах инвестиционных компаний (банков) и реже в годовых отчетах корпораций. В чем особенность новой финансовой аналитики раскрывается в данной статье.

Финансовая успешность компании является обязательным условием сохранения и наращивания конкурентной позиции на рынке. Финансовая успешность (часто используется термин «финансовое здоровье») определяется по способности компании управлять денежными средствами (генерировать их, привлекать с внешнего рынка и распределять по центрам ответственности и рассчитывать с владельцами капитала). При этом принимается во внимание не только оперативное управление денежными потоками (функция казначейства), но и стратегические способности управлять капиталом (выбрать правильное соотношение собственного и заемного капитала, позволяющее эффективно

расти; определиться с дивидендной политикой, чтобы удовлетворить интересы разных групп собственников и при этом не потерять возможности роста и т.д.). На финансовую успешность нацелены интересы многих заинтересованных групп: менеджеров компании (прежде всего генерального и финансового директоров), работа которых часто оценивается по достижению ключевых финансовых показателей; собственников (владельцев собственного капитала), кредиторов, инвесторов (потенциальных будущих владельцев капитала). Каждая из вышеперечисленных групп проводит собственный финансовый анализ (с учетом имеющейся информации и целей взаимодействия с компанией). Каждой из этой группы финансовый анализ должен ответить на три вопроса:

- 1) каково текущее финансовое здоровье компании: устраивает ли рост капитала и бизнеса, рост прибыли, генерируемый денежный поток собственников и других заинтересованных лиц (стейкхолдеров);
- 2) каковы проблемные места в работе компании («слабые звенья» в генерировании денежных потоков, в привлечении денег и в их распределении, инвестировании) и где те финансовые рассогласования, которые мешают достижению целей владельцев капитала и других заинтересованных лиц;
- 3) как по финансовым метрикам (прибыли, денежному потоку, активам и рыночной стоимости капитала) будет выглядеть компания и выгоды

стейкхолдеров при реализации тех или иных управленческих решений.

Глобализация рынка капитала, рост новых финансовых продуктов, нарастание доли компаний «новой экономики», высокая конкуренция на рынке консалтинговых услуг (включая внедрение систем управления предприятием) породили с середины 90-х годов большие подвижки в финансовой аналитике. Важное понимание, которое пришло к инвесторам – финансовый анализ, как и оценка, всегда реализуются в интересах определенной группы заказчиков. Нет анализа «вообще». В зависимости от того, кто ставит перед аналитиком вопросы относительно финансового здоровья, каковы цели заказчика, выводы о вхождении в капитал, целесообразности роста инвестиций или вывода прибыли будут различаться. Инновации в финансовой аналитике шли по нескольким направлениям: 1) дополнение традиционных финансовых показателей системой нефинансовых индикаторов, подтверждающих или усиливающих информационные сигналы о действительном здоровье компании; 2) расширение спектра аналитических показателей (переход от традиционных показателей финансовой отчетности к таким аналитическим абсолютным показателям, как EBIT, EBITDA, FCF); 3) построение систем финансовой аналитики на базе новых индикаторов, увязанных с целью максимизации рыночной стоимости бизнеса (например, системы на базе экономической прибыли<sup>1</sup>).

## 2. Три проекции финансового здоровья компании и конкуренция среди финансовых консультантов за их выстраивание

Три проекции формируют ответ на вопрос «каково финансовое здоровье компании»: 1) проекция ликвидности (иногда можно встретить в литературе термин «жизнеспособности»), связанная с генерацией компанией денежных потоков и возможности расчетов по обязательствам, а также по требованиям собственников (дивидендные выплаты); 2) проекция текущей экономической эффективности деятельности (часто к этой проекции применяется

термин «проекция прибыли», так как большинство метрик строится на использовании тех или иных показателей прибыли); 3) проекция сбалансированности роста бизнеса (которая включает оценку активов (капитала) и отвечает на вопрос о целесообразности наращивания деятельности).

Проекция ликвидности отражает достаточность поступлений денежных средств и формирования денежных потоков для удовлетворения интересов заинтересованных групп. Главный вопрос, на который должен получить ответ аналитик: способна ли компания генерировать денежные средства, способна ли компания расплачиваться вовремя по операционным и финансовым обязательствам. Проекция текущей эффективности позволяет сопоставить текущие затраты ресурсов, выраженные в денежной форме с получаемыми текущими выгодами. Главный вопрос: насколько эффективно используются ресурсы. Проекция сбалансированного роста диагностирует целесообразность роста бизнеса (выручки) и сбалансированность основных финансовых пропорций (роста активов, прибыли, денежных средств). Главный вопрос – целесообразен ли рост, не создает ли рост бизнеса (выручки) диспропорций (не порождает ли дефицит или избыток денежных средств, падение эффективности и т.п.).

Среди разработчиков систем (моделей) новой финансовой аналитики, базирующихся не столько на финансовой отчетности, сколько на инновациях в управленческом учете и активном привлечении информации с рынка капитала, началась с середины 90-х годов по меткому выражению Стюарта Майерса<sup>2</sup> (S. Myers) «война метрик». Среди наиболее известных финансовых моделей выделяются: запатентованная модель финансового управления по экономической добавленной стоимости – EVA<sup>TM</sup> (economic value added) компании Stern, Stewart&Co<sup>3</sup>; модели остаточной прибыли (residual income, RI) компании McKinsey; модель доходности по денежному потоку – CFROI (cash flow return on investment) Бостонской консалтинговой группы (Boston consulting group – BCG)<sup>4</sup>, модель добавленной стоимости денежного потока (CVA)<sup>5</sup> и модель MCVA (Modified Cash Value

<sup>1</sup> Например, EVA<sup>TM</sup>

<sup>2</sup> Соавтор широко известного учебника по корпоративным финансам «Принципы корпоративных финансов» Брейли и Майерса

<sup>3</sup> А также множество стоимостных показателей, развивающих концепцию добавленной стоимости, которые разработаны компанией Stern, Stewart&Co (MVA, COV, FGV, WAI, RWA – см <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=cov>)

<sup>4</sup> Степень распространения стоимостных показателей в системе вознаграждения топ-менеджмента по странам в динамике можно найти в исследовании S.V. Balachandran How Does Residual Income Affect Investment? The Role of Prior Performance Measures, MANAGEMENT SCIENCE Vol. 52, No. 3, March 2006, pp. 383–394 [http://www.sternstewart.com/research/200603\\_How%20Does%20Residual%20Income%20Affect%20Investment-The%20Role%20of%20Prior%20Performance%20Measures.pdf](http://www.sternstewart.com/research/200603_How%20Does%20Residual%20Income%20Affect%20Investment-The%20Role%20of%20Prior%20Performance%20Measures.pdf)

<sup>5</sup> Разработана в середине 90-х годов шведскими финансовыми консультантами Е. Оттоссоном и Ф. Вейссенриедером (Ottosson E., Weissenrieder F. CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance // Gothenburg Studies in Financial Economics Study. – 1996. – № 1)

Added), показатель CerTIVVA (Certification, Testing, Inspection & Verification – Value Added), который применяется банковской группой Societe Generale de Surveillance (SGS)<sup>1</sup>. Новые финансовые показатели «выстраиваются в пирамиду» по уровням управления и бизнес-единицам, ставят целью показать создаваемые эффекты для владельцев капитала в разные временные отрезки. Проверка показателей на «качество их работы» – корреляция с фиксируемой по биржевым котировкам рыночной стоимостью компании (акций). Именно рыночная стоимость компании (ее акционерного капитала и акций) ставится во главу угла. Каждая из моделей пытается через предлагаемый набор разработанных показателей дать ответы на вопросы в рамках трех проекций финансового здоровья. При этом на первом шаге активно задействуются аналитические и нормированные показатели (прибыли, денежного потока, капитала), которые затем преобразуются с учетом отраслевой специфики и информации с рынка капитала в стройную пирамиду финансовых индикаторов, показывающую ориентиры достижения целей по уровням управления.



Рис. 1. Направления развития финансовой аналитики

### 3. Два контура диагностирования финансового здоровья

Владельцы капитала не однородны. Только в упрощенном представлении можно утверждать, что все владельцы капитала (мажоритарные и миноритарные собственники, инсайдеры и аутсайдеры, держа-

тели крупных кредитов и владельцы биржевых облигаций) имеют общие интересы и стимулы к повышению рыночной успешности компании, а также получают выгоды от своего присутствия пропорционально принимаемому риску. В реальном мире все гораздо сложнее и деловая пресса пестрит обсуждением примеров конфликта интересов между владельцами капитала. Один из значимых конфликтов – между владельцами собственного и заемного капитала. Кредитор заинтересован в «исправном заемщике», который не входит в высокорискованные (не понятные для кредитора) проекты, проявляет лояльность к кредитору и принимает все его условия (по срокам, ставкам, обеспечению, порядку погашения займов) и ограничения (например, по дивидендной политике, сделкам в рамках операционной деятельности). Собственник в силу большей информированности о состоянии дел в компании и на отраслевом рынке имеет возможность направить деньги кредитора на выгодные для себя (и более рискованные для кредитора с точки зрения установленной платности денег) проекты, а также может объявить банкротство, если сочтет, что долг превышает рыночную оценку активов компании.

Поэтому диагностирование «здоровой» компании различается с позиций заинтересованных групп (стейкхолдеров). При рассмотрении конфликта «собственник – кредитор» можно выделить два контура диагностирования здоровья: контур интересов кредитора и контур собственника. Каждый контур формируют три проекции анализа финансового здоровья компании: ликвидности (платежеспособности), текущей эффективности и сбалансированности роста (будущего развития). Однако, трактовка этих проекций и показатели в рамках каждого контура различаются, так как различны интересы двух групп финансовых владельцев капитала (кредиторов и собственников). Соответ-

ственно, можно говорить о двух моделях финансового анализа компании: учетной или бухгалтерской<sup>2</sup> (ориентированной в первую очередь на учет интересов кредиторов) и стоимостной (иногда в литературе фигурирует термин «инвестиционная» или «финансовая» модель), отражающей интересы владельцев собственного капитала компании<sup>3</sup>. Отметим важный

<sup>1</sup> Мотивационная система российского подразделения «СЖС Восток Лимитед» в качестве целевого показателя CerTIVVA строится на фиксации нормативного значения прироста показателя в процентах к значению предыдущего года.

<sup>2</sup> Эта модель широко описана в литературе, представлена популярными наборами финансовых показателей, которые рассчитываются на базе финансовой отчетности и поэтому легко автоматизируются (например, программный продукт «Альт-Финансы»).

<sup>3</sup> Эта модель относительно новая, работы по созданию системы финансовых показателей для разных уровней управления, по ранжированию компаний в рамках этих систем начались только в 90-е годы XX века.

момент – две модели финансовой аналитики не конфликтуют, а органично дополняют друг друга. Часто на уровне экспресс-анализа финансового здоровья компании, для оценки возможности получить банковский кредит вполне достаточно провести учетный анализ (в рамках интересов кредиторов). Для принятия инвестиционных решений (входить ли в капитал компании как собственник), для принятия управленческих стратегических решений на уровне фирмы (дивидендная политика, изменение структуры капитала и т.п.) без стоимостного анализа уже не обойтись. Соответственно, возникает потребность в понимании терминологии<sup>1</sup> и набора показателей, которые формируют этот стоимостной анализ. Видимое различие двух моделей – использование разного набора информации: учетная модель базируется на стандартной финансовой отчетности, а стоимостная модель активно привлекает информацию с финансового рынка (например, по доходности финансовых инструментов разного класса риска). Но есть и более глубокие отличия, связанные с учетом риска деятельности, с трактовкой денежных средств и рыночной стоимости бизнеса.

Рассмотрим три проекции финансового здоровья в рамках двух контуров интересов (рис. 2). Каждый контур интересов порождает свой набор финансовых показателей (как абсолютных, так и относительных). Увязка этих показателей в единую систему диагностики финансового здоровья с позиции той или иной группы стейкхолдеров позволяет говорить о модели финансовой аналитики.

Проекция ликвидности в рамках контура кредитора (верхний угол треугольника на рис 1) отвечает на вопрос: «может ли компания своевременно расплачиваться по своим обязательствам». В первую очередь интерес представляют текущие обязательства, но важен также и вопрос о сбалансированности имеющихся ресурсов (активов) по степени их ликвидности и срочности обязательств. Термин, который характеризует возможность для компании в любой момент времени расплатиться по наступающим обязательствам – платежеспособность.

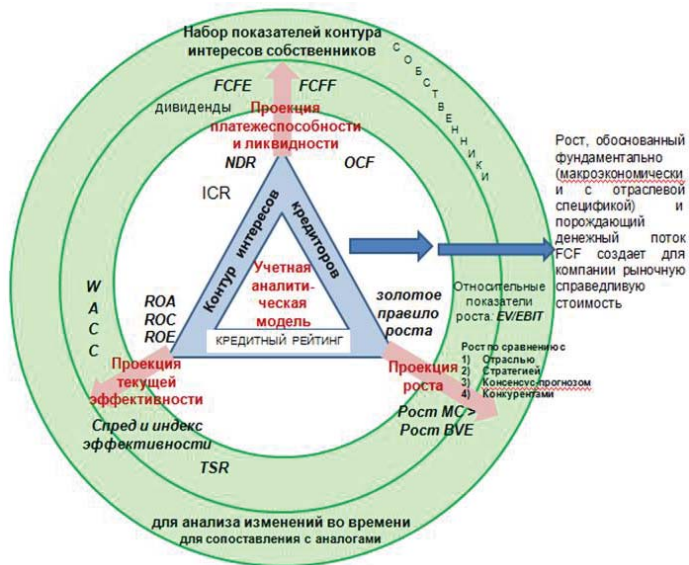


Рис. 2. Два контура интересов владельцев капитала и две системы финансовых показателей в рамках трех проекций

Платежеспособность – достаточность имеющихся в распоряжении денежных средств для своевременного выполнения денежных обязательств (обусловленных законом или договором). Важный момент для диагностирования платежеспособности – наличие обязательств в рассматриваемый момент времени.

Показатели ликвидности баланса – традиционно используемые показатели в рамках учетной (бухгалтерской) модели анализа (первый блок показателей)<sup>2</sup>. Второй блок показателей в рамках первой проекции – показатели долгосрочной ликвидности, диагностирующие возможность погашения долгосрочных обязательств и наличие займовой мощности у компании. Ко второму блоку относятся показатели «окупаемости долга» (соотношение долга и годовых чистых выгод (прибыли или денежного потока)), коэффициент покрытия процентов (ICR, Interest coverage ratio, TIE, Times interest earned), доля краткосрочного чистого долга в общем долге и другие.

Проекцию текущей эффективности в рамках контура кредитора (левый угол треугольника на рис 1) характеризует понятие прибыли в рам-

<sup>1</sup> Особенность стоимостной аналитики – формирование специфической терминологии, отличной от стандартов бухгалтерского учета (например, вместо нематериальных активов возникает более широкое понятие интеллектуальный капитал компании).

<sup>2</sup> К этому блоку относятся такие популярные коэффициенты, как коэффициент текущей ликвидности, быстрой и абсолютной ликвидности баланса (показатели краткосрочной ликвидности баланса (Short-Term Liquidity Risk Ratios)). Обратим внимание, что речь идет именно о ликвидности баланса, а не компании и уж точно не о позиции собственника. К первому блоку показателей может быть отнесен и расчет «чистых активов», методики которого могут отличаться (например, методика Минфина отличается на ряда зарубежных популярных методик).

ках принятых страновых<sup>1</sup> или международных<sup>2</sup> бухгалтерских стандартов, скорректированные аналитические показатели прибыли, а также целый спектр относительных показателей, рассчитываемых на базе прибыли по стандартам финансовой отчетности и по аналитической прибыли<sup>3</sup>. Могут приниматься во внимание и показатели нормализованные показатели, в которых устранены нетипичные доходы и расходы<sup>4</sup>.

Проекцию сбалансированности роста (правый угол треугольника на рис 1) характеризуют показатели темпов роста выручки, прибыли, активов и возможности наращивания бизнеса (т.е. выручки) при сложившихся ключевых финансовых пропорциях (расчет так называемого устойчивого темпа роста бизнеса и оценка предполагаемого дефицита денежных средств)<sup>5</sup>. К этой проекции могут быть отнесены также показатели операционного и финансового рычагов (как коэффициенты эластичности изменения прибыли к изменению выручки).

«Контур собственника» расширяет требования к набору используемой информации и к трактовке выделенных трех проекций. Система стоимостных показателей, сгруппированных по трем проекциям, показана на внешнем круге рис. 1.

Проекция ликвидности трактуется в рамках анализа интересов собственников (в стоимостной модели) как ликвидность капитала (всего капитала и ликвидность капитала собственников). Ликвидность капитала отражает возможность денежным потоком, сгенерированным компанией (бизнесом) удовлетворить интересы финансовых стейкхолдеров (инвесторов), т.е. учитывает погашение, как текущих операционных, так и инвестиционных обязательств, связанных с сохранением и развитием конкурентной позиции на рынке. Ликвидность капитала собственников предполагает наличие свободно выводимых для

собственника денежных потоков (например, денежных дивидендов) без ущерба для рыночной позиции компании (т.е. диагностирует способность компании заработать средства, которые будут достаточны чтобы расплатиться по операционным обязательствам, инвестиционным (связанным с будущим ростом) и с кредиторами).

Ликвидность капитала диагностируется по генерированию компанией свободного денежного потока, который может быть направлен для расчетов с кредиторами и собственниками, т.е. может быть выведен из бизнеса не ухудшая при этом рыночную позицию компании. Для оценки положения инвесторов компании важно понимать, насколько денежный поток, генерируемый в рамках применяемой бизнес-модели, покрывает текущие обязательства (по заработной плате, взаимоотношениям с контрагентами и т.п.) и достаточен ли он для развития компании т.е. покрывает потребность в инвестициях; может ли компания, покрывая и операционные и «инвестиционные» обязательства, скомпенсировать в виде денежного потока риски инвесторов. Ни показатель операционного денежного потока, ни уж тем более совокупный денежный поток<sup>6</sup> ответа на этот вопрос не дают. Финансовые аналитики обращаются к специфическому показателю свободного денежного потока, который рассматривается как с позиции всех владельцев капитала (FCFF), так и только собственников (FCFE). Показатель свободного денежного потока отражает не только «живые» деньги, но и деньги, потенциально выводимые собственниками капитала, так как все обязательства по развитию компании уже учтены (как по вложениям в основной капитал, так и в оборотный). Именно с показателем FCFE часто компании увязывают возможность инициации и повышения денежных дивидендов.

Проекция текущей эффективности в рамках контура собственника для рыночного инвестора базируется на показателе общей доходности

<sup>1</sup> РСБУ, US GAAP, UK GAAP.

<sup>2</sup> МСФО.

<sup>3</sup> Показатели ROC и ROE, и влияющие на них факторы по модели Дюпона (маржа прибыли и оборачиваемость активов)

<sup>4</sup> Типичные примеры аналитической прибыли — показатели EBIT, EBITDA, OIBDA, для расчета которых нет общепринятых стандартов. Компании в годовых отчетах часто дают комментарии по их расчету (например, см сайт компании Полиус Золота -<http://www.polyusgold.com>) и показывают собственные оценки, которые могут не совпадать с оценками аналитическо-информационных агентств (например, Блумберг). Пример расчета скорректированной аналитической прибыли EBITDA по компании ОАО Мечел на основании данных отчетности РСБУ с использованием ряда корректировок к чистой прибыли можно найти на сайте компании, например, «финансовая отчетность компании ОАО «Мечел» за 9 месяцев 2011» [www.mechel.ru](http://www.mechel.ru)

<sup>5</sup> Есть четкие рекомендации по соотношению темпов роста выручки, операционной прибыли и чистой прибыли, анализ темпов роста позволяет выявить точки несбалансированности роста.

<sup>6</sup> Показатели стандартной финансовой отчетности (отчет о движении денежных средств).

акции (TSR)<sup>1</sup>, а для мажоритарного инвестора (собственника) и для целей принятия управленческих решений на уровне компании строится на понятии экономической прибыли (ключевым показателем становится барьерная ставка доходности – WACC). Отметим, что в стоимостной модели для миноритарного и мажоритарного собственников финансовые индикаторы различаются, что связано как с принимаемыми рисками, так и с возможностью получения тех или иных выгод от владения долями компании.

Одним из популярных показателей оценки выгод инвестирования от вложений в акции компании с точки зрения миноритарного акционера, является TSR (в обозначениях специалистов МакКинзи – TRS<sup>2</sup>). TSR традиционно рассматривается как сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала по наблюдаемым рыночным оценкам:

$$TSR = D_{iv} / MC_0 + (MC_1 - MC_0) / MC_0,$$

где  $D_{iv}$  – денежный поток, направляемый по результатам года владельцам собственного капитала компании (дивиденды);  $MC_0$  и  $MC_1$  – рыночная капитализация в начале и конце года (периода) соответственно.

Основным показателем при расчете экономической прибыли, который появляется только в стоимостной модели и не может быть рассчитан по стандартной финансовой отчетности, является требуемый уровень отдачи на вложенный капитал (WACC) и плата по собственному капиталу (COE, cost of equity)<sup>3</sup> как компенсация инвестиционного риска собственника. Относительными показателями (в процентах годовых) выступают спред эффективности (ROC-WACC) и индекс эффективности деятельности (ROC/WACC), а абсолютным индикатором наращивания стоимости капитала за период (например, год) выступает экономическая прибыль (или ее аналоги, разработанные консалтинговыми компаниями<sup>4</sup>).

Экономическая прибыль = Прибыль по стандартам финансовой отчетности – плата за собственный капитал.

Плата за собственный капитал = требуемая доходность по собственному капиталу × величина задействованного собственного капитала.

Компания трактуется как эффективно функционирующая в рамках контура интересов собственника, если отдача по бизнесу превышает стоимость капитала ( $ROC > WACC$ ). Компания эффективно использует финансовый рычаг, если доходность по собственному капиталу превышает доходность бизнеса ( $ROE > ROC$ ), а также выше, чем требуемая доходность по собственному капиталу ( $ROE > COE$ ).

Проекция сбалансированного роста в рамках контура интересов собственников трансформируется в проекцию качества роста. Качественный рост предполагает сбалансированность роста выручки и рыночной стоимости капитала (оценки бизнеса). Это характеристика признания рыночными инвесторами наращивания капитала через выбранную стратегию развития, реализуемую бизнес-модель и усилия менеджмента и персонала. Такое признание (превышение темпа роста рыночной капитализации над темпом роста бизнеса) позволяет собственникам «обналичить» вложенный и наращенный капитал, т.е. делает позицию собственника как инвестора более мобильной, гибкой.

Главная идея такой трансформации проекции роста – констатация факта, что быстрый рост бизнеса (выручки) не является залогом рыночной успешности и финансового здоровья. Большой размер компании создает ряд конкурентных преимуществ: экономия на масштабе по операционным издержкам, возможность привлечения дешевого заемного капитала, относительная устойчивость операционной и чистой прибыли, увеличение инвестиционной гибкости (через расширение круга возможных инвестиционных проектов ввиду снижения общей стоимости привлекаемых денег). Однако часто фиксируется парадокс – быстрый рост активов и выручки приводит к замедлению роста прибыли и отсутствию денежных потоков. Возникает так называемая «ловушка прибыли», когда растущая прибыль замораживается в дебиторской задолженности и в запасах и не порождает роста денежных средств. Возникает и управленческая ловушка, когда большая компания теряет связь со своими клиентами, работниками, становится менее креативной и гибкой. Постепенно теряются важные компетенции, так необходимые в меняющемся мире. Таким образом, главная идея анализа за проекции роста – сбалансированность роста

<sup>1</sup> Как сумме дивидендной доходности и доходности роста цены акции. В принятой в 2011 году стратегии развития компании АФК «Система», нацеленной на создание инвестиционного холдинга, показатель TSR является одним из ключевых.

<sup>2</sup> Deelder Bas; Goedhart Marc H.; Agrawal Ankur. 2008. A better way to understand TRS. McKinsey on Finance V. 28 (Summer).

<sup>3</sup> Требуемая доходность по собственному капиталу с позиции владельца собственного капитала для компании трактуется как стоимость собственного капитала (COE, cost of equity).

<sup>4</sup> Например, показатель EVA™

бизнеса (выручки) и интегрального индикатора рыночного успеха – рыночной стоимости<sup>1</sup>.

#### 4. Заключение

Таким образом, инновации в финансовой аналитике характеризуются признанием двух контуров интересов и появлением большого числа специфических (с учетом отрасли, используемой бизнес-модели, интересов заинтересованных групп) аналитических показателей и их систем, которые не могут быть выстроены непосредственно на базе стандартной финансовой отчетности. Понимание новаций в финансовой аналитике со стороны компаний приводит к тому, что в годовых отчетах появляются наряду с данными финансовой отчетности разделы, посвященные созданию стоимости (Value Reporting) и включающие такие новые показатели, как интеллектуальный капитал, скорректированные с учетом отраслевой специфики показатели EBITDA и FCF. Ряд российских компаний, прежде всего, публичные, заинтересованные в привлечении внешнего капитала и ставящие целью наращивание рыночной стоимости компании, декларируют в качестве цели развития – наращивание стоимости, а также встраивают стоимостные показатели в набор ключевых индикаторов, по которым строится вознаграждение менеджеров. Часть компаний трактует управление стоимостью в первую очередь через призму операционной деятельности (с такими индикаторами как увеличение выручки и рентабельности), например, собственники компании М.Видео, формулируя цель бизнеса, следующим образом определяют рычаги ее достижения: «повысить акционерную стоимость компании путем увеличения выручки и рентабельности и, фокусируясь на наших конкурентных преимуществах, увеличить рыночную долю компании в России в городах, где находятся наши магазины»<sup>2</sup>. Есть примеры фиксации цели по темпу роста стоимости по сравнению с конкурентами и акцентирование на более широкую трактовку стоимости (в большей степени стейкхолдерской, чем собственно акционер-

ной). Например, миссия ОАО «Северсталь» определена на лидерство в созидании, что «означает, что стоимость компании должна создаваться опережающими темпами по сравнению с конкурентами. При этом стоимость должна формироваться по всей цепи вертикальной интеграции, начиная от добычи и обогащения природного сырья, заканчивая высокими переделами производства»<sup>3</sup>. Более того, «лидерство в созидании компанией понимается как неуклонное развитие и устойчивый рост компании с учетом интересов всех стейкхолдеров, включая акционеров, клиентов, сотрудников, партнеров, местные сообщества и общество в целом».

Открытым остается вопрос – насколько стоимостная аналитика позволяет рыночным инвесторам ранжировать российские компании по инвестиционной привлекательности. Этот вопрос требует эмпирической проверки, а в следующем номере журнала «МИР: Модернизация. Инновации. Развитие» вниманию читателей будет предложено продолжение этой работы под названием «Финансовые инновации в стратегическом анализе банковского бизнеса». В указанной работе рассмотренная авторами новая концепция финансовой аналитики интерпретируется применительно к стратегическому анализу банковской деятельности, а также приводится эмпирическое обоснование практической реализуемости стоимостных показателей оценки эффективности менеджмента банка.

#### Библиографический список

1. Теплова Т.В. Корпоративные финансы, 2012, изд ЮРАЙТ
2. Iatridis, George (2010) International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information, International Review of Financial Analysis, Volume 19, Issue 3, June, pp.193-204

<sup>1</sup> Например, стратегическая цель ОАО «АФК «Система» заключается «в обеспечении устойчивого роста акционерной стоимости бизнеса»; «все активы на инвестиционном горизонте 5–7 лет должны генерировать возврат на инвестиции выше, чем стоимость капитала (IRR>WACC)», показатель TSR является ключевым для оценки работы топ-менеджмента.

<sup>2</sup> <http://invest.mvideo.ru/about/mission/index.shtml>

<sup>3</sup> [http://www.severstal.ru/rus/about/mission\\_and\\_values/index.phtml](http://www.severstal.ru/rus/about/mission_and_values/index.phtml)

Теплова Т. В. – доктор экономических наук, профессор, НИУ ВШЭ (Высшая школа экономики)

Teplova T. V. – Doctor of Economic Sciences, Professor, National Research University – Higher School of Economics

Рассказова А. Н. – кандидат технических наук, доцент Северо-западный институт управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Rasskazova A. N. – Candidate of Technical Sciences, Associate Professor

e-mail: tamarateplova@mtu-net.ru; an\_rasskazova@mail.ru