

Корпоративные финансы — логическая основа современного финансового анализа и управления капиталом компании. В практике менеджмента их развитие связано с управлением стоимостью бизнеса. Мы продолжаем рассматривать современные концепции построения финансового менеджмента в коммерческой организации. В данном выпуске инновации в области финансового анализа представлены новыми подходами к оценке результата деятельности, а управленческими нововведениями делятся менеджеры подразделения концерна «Шелл» в России.

Ведущая рубрики — Ирина Ивашковская

56 | Оценка деятельности: новый взгляд



**Ирина
Ивашковская**

зав. кафедрой
экономики и финансов
фирмы ГУ-ВШЭ,
канд. экон. наук,
профессор
E-mail автора:
eff@hse.ru



**Александр
Запорожский**

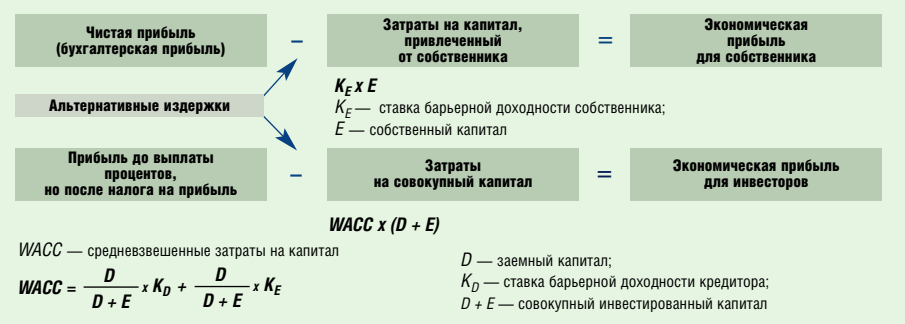
директор
по финансовому
консалтингу
ЗАО БДО ЮНИКОН
E-mail автора:
a.zaporozhsky@bdo.ru

Современный финансовый анализ берет на себя существенно более масштабную роль, нежели измерение финансовых пропорций и отслеживание на этой основе движения капитала и потоков доходов. Мировая практика показывает, что необходимы новые стартовые, промежуточные и конечные точки отсчета этого движения. Развитие фирмы рассматривается через призму инвестиционной стоимости капитала. Формируется новая аналитическая культура, а вместе с ней новое видение результатов деятельности компании.

Финансовый взгляд

Унаследованная из дорыночного прошлого и доминирующая пока в России традиция финансового анализа компании основана на использовании бухгалтерских показателей, отражающих фактически проводимые операции и включающих из поля зрения альтернативность возможных действий. Слабость подобного анализа с точки зрения задач управления компанией состоит в том, что в нем не предусмотрена культура оценки дополнительных альтернативных возможностей. Успешный результат в системе бухгалтерских показателей — это ситуация, в которой заработанная выручка покрывает понесенные фактические (явные) расходы¹. Однако такой результат не отражает создание *экономической прибыли* — стержневого компонента современного экономического анализа, главным принципом которого является учет альтернативных вариантов вложения капитала с *определенным риском* и *соответствующим ему* экономическим эффектом, иначе говоря — учет утраченного инвестиционного дохода. Традиционная модель не включает в анализ проблему неопределенности ожидаемого результата, с которой как раз и сталкивается инвестор и работающая на него команда управленцев. Из данных бухгалтерской отчетности невозможно напрямую вывести ставку доходности капитала, показывающую альтернативные возможности инвестора и требуемую им за риск доходность, или получить ответ на вопрос, сравнима ли прибыль с ее инвестиционным риском, компенсирует ли она его и *достаточно ли* эта прибыль для инвестора. Иными словами, привычные для нас бухгалтерские показатели доходности даже при самом аккуратном способе их расчета не являются свидетельством того, что компания достигла результата, интересного для ее инвестора. Отсюда следует, что при обосновании ключевых решений, связанных с капиталом, невозможно оперировать данными о рентабельности или доходности капитала (*return on assets, ROA, или return on equity, ROE*), рассчитанными на базе

Рис. 1. Экономическая прибыль



бухгалтерского стандарта. Какими бы совершенными ни были эти показатели, они не увязаны напрямую с риском и поэтому не могут служить критериями для финансовых, а главное, стратегических решений.

Подход с позиций *экономической прибыли* означает, что во главу угла ставятся изучение риска инвестиций, поиск сопоставимых по риску альтернатив и анализ полученных результатов. Следовательно, кардинально перекраивается весь процесс выявления и оценки эффективности работы компании. Принцип *экономической прибыли* — это признак правильно выбранной аналитической модели, необходимой для обоснования стоящих перед менеджментом современной компании задач и оценки достигнутого. *Экономическая прибыль* — итоговый показатель, который, по сути, описывает, достаточны ли создаваемые потоки денежных средств для обеспечения нормального уровня доходности или так называемой *барьерной доходности* капитала собственника (рис. 1). Что в данном случае представляет собой *норма*? Где тот показатель, при достижении которого владелец капитала должен считать, что получил *нормальную прибыль*?

Подобный критерий следует искать в сфере анализа рисков. Необходимо изучить требования инвесторов — собственников компании — к ее доходности, оценить, во что обходится капитал, внесенный владельцами, и определить, каковы те потенциальные ставки доходности, которых они обоснованно ждут. Для инвестора *нормальной* является такая ставка, при падении доходности ниже которой у него пропадает стимул и мотив продолжать вкладывать средства в данную ком-

панию. Для руководителя такая ставка представляет собой *затраты на капитал* (*weighted average cost of capital, WACC*) или минимальную доходность инвестиций на совокупный капитал², которую должна обеспечивать команда менеджеров. Когда ей это не удастся, *экономическая прибыль* — отрицательная величина, т. е. компания не создает результата. Технологии определения такой *судьбоносной* ставки выводятся из корпоративных финансов как фундамента современного финансового анализа и непременно связаны с изучением ставок доходности, складывающихся на рынке капитала.

Анализ результатов компании в современной системе исчисления можно проводить разными способами. Рассмотрим один из них, называемый моделью *добавленной стоимости денежного потока*.

Переменные модели

Концепция добавленной стоимости денежного потока (*Cash Value Added*) — *CVA*[®] разработана в 1996 г. шведскими финансовыми консультантами Е. Отгоссоном и Ф. Вайсенридером). В настоящее время принадлежащая им консультационная компания *Anelda* активно занимается продвижением этой модели на рынке консалтинговых услуг Швеции и других стран Европы. Почему идеи, лежащие в основе данной концепции, интересны и заслуживают особого внимания?

Модель *CVA* строится на использовании четырех ключевых переменных. Это *инвестиции, срок их экономической жизни, операционный денежный поток и затраты на капитал*. Рассмотрим каждый из элементов подробнее. Согласно *CVA*

¹ В настоящее время обсуждаются новые подходы к измерению прибыли на основе так называемых альтернативных способов бухгалтерского учета, позволяющих точнее показать, создан ли прирост капитала по сравнению с уровнем, с которого начинался соответствующий период деятельности компании. Использование альтернативного способа «цен замещения» позволяет до некоторой степени отразить движение капитала с учетом *текущих* цен на активы компании и выявить, возрос ли он с точки зрения воспроизведения прежнего уровня выпуска продукции в новой ценовой среде. Однако базовые принципы отражения только факта совершения операций остаются неизменными.

² В рубрике «Корпоративные финансы» уже рассматривались отдельные вопросы анализа средневзвешенных затрат на капитал. См.: *Ивашковская И., Куприянов А.* Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. — 2005. — № 2.

Рис. 2. Денежный поток, генерируемый стратегическими и поддерживающими инвестициями

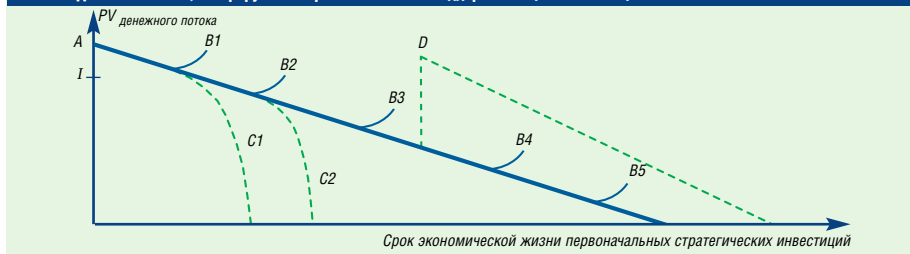


Рис. 3. Схема расчета операционного денежного потока в модели CVA

Схема расчета операционного денежного потока

+	Выручка
-	Затраты
=	Операционная прибыль
+/-	Изменение оборотного капитала
-	Поддерживающие инвестиции
=	Операционный денежный поток (OCF)

все инвестиции подразделяются на стратегические и поддерживающие, как показано на рис. 2. Ядро бизнес-процессов компании формируется благодаря *стратегическим инвестициям* (*Strategic Investments* — *SI*), под которыми в модели CVA понимаются ключевые затраты фирмы, необходимые для реализации стратегических (т. е. нацеленных на создание прироста стоимости акционерного капитала или капитала собственников бизнеса) решений. Чтобы такой прирост осуществился, необходимо добиться как минимум создания дополнительных устойчивых потоков денежных средств. Следовательно, стратегическими являются инвестиции, направленные на решение именно этой задачи. За счет данных вложений формируется капитал компании, который может принимать материальную форму или быть представлен в виде нематериальных активов. Вторая категория — *поддерживающие инвестиции* (*Non-strategic Investments/Maintenance Investments* — *MI*). К ним относятся затраты компании, связанные с *поддержанием созданной ранее стоимости*. Эти инвестиции трактуются аналогично традиционным операционным расходам, т. е. как затраты, не создающие долгосрочного потока выгод. Поэтому они не *капитализируются*, а значит, не отражаются как активы фирмы даже в том случае, если срок их экономической жизни составляет более одного года. Поскольку для управления стоимостью необходимо точнее устанавливать показатели, по которым будет выявляться вклад в ее создание, принцип разделения инвестиций на

две категории представляется конструктивным.

Первоначальные стратегические инвестиции *I* генерируют в течение своей экономической жизни денежный поток, приведенная (дисконтированная) стоимость которого (обозначена на рис. 2 как *PV*) соответствует величине *A*. Соотношение *A* и *I* определяет доходность данных вложений с точки зрения финансовой, а не бухгалтерской аналитики. Линии *B1...B5* характеризуют *поддерживающие инвестиции*, позволяющие получить требуемый денежный поток *A*. Отказ от них приведет к снижению размера ожидаемого денежного потока до *C1* или *C2* и преждевременному окончанию срока жизни стратегических инвестиций. Таким образом, основная задача поддерживающих инвестиций *B1...B5* заключается в *сохранении* стоимости, созданной стратегическими инвестициями *I*. При этом данная категория инвестиций ни в коей мере не нацелена на формирование новой стоимости. Инвестиции *D* также являются стратегическими, поскольку позволяют не только продлить экономическую жизнь первоначальных стратегических инвестиций *I*, но и обладают способностью генерировать дополнительные потоки денежных средств, т. е. создавать новую стоимость для владельцев бизнеса. Например, капитальные затраты на приобретение и установку дополнительной производственной линии — это характерный случай стратегических инвестиций, направленных на создание дополнительного (нового) денежного потока. В то же время расходы на закупку дорогостоящих

агрегатов для ремонта существующих производственных мощностей носят поддерживающий характер, поскольку обусловлены необходимостью содержания оборудования в работоспособном состоянии в течение ожидаемого срока его службы. Отказ от данных затрат означает вынужденную остановку мощностей и, следовательно, недополучение запланированных денежных потоков.

Модель CVA предполагает, что решения об отнесении каждого конкретного вида издержек к тому или иному типу инвестиций принимают финансовые менеджеры компании, а не ее бухгалтеры и аудиторы. Подобные решения основываются на общем смысле и экономическом содержании анализируемых операций. Таким образом, данная концепция исходит из приоритета содержания операции над формой ее привычного отражения в учетных данных.

Вторая переменная модели CVA — *операционный денежный поток* (*Operating Cash Flow*) — *OCF*. Как показано на рис. 3, *OCF* равен прибыли, рассчитанной до вычета амортизации, процентов по привлеченным средствам и налога на прибыль (*EBITDA*), скорректированной на изменение оборотного капитала и величину поддерживающих инвестиций соответствующего периода³.

Третья переменная — *срок экономической жизни инвестиций* (*T*). Это планируемая (ожидаемая) продолжительность периода, в течение которого стратегические инвестиции будут создавать выгоды, а точнее — операционный денежный поток. Другими словами, это планируемый (ожидаемый) период жизни объекта инвестирования. Наконец, *четвертая* переменная — это *затраты на капитал*, которые выражают минимально допустимую при данных инвестиционных рисках доходность на вложенный капитал, точнее, барьерную ставку доходности. Обычно эту величину определяют на основе концепции средневзвешенных затрат на капитал⁴, где соответствующий показатель скорректирован на ожидаемый темп инфляции. Расчет требуемого операционного денежного потока также необходимо производить с учетом инфляции, т. е. выражать в денежных единицах с единой покупательной способностью.

³ Операционный поток в этой модели не следует путать с понятием «поток денежных средств от операционной деятельности», существующим в финансовом учете.

⁴ См. Ивашковская И., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. — 2005. — № 2.

Оценка результата в модели CVA

На основе переменных рассчитывается серия *минимальных требуемых* потоков денежных средств (аннуитетов) для возмещения стратегических инвестиций, которые названы *требуемым операционным потоком денежных средств* (Operating Cash Flow Demand) — *OCFD*. По своей природе *OCFD* сопоставим с амортизацией, однако объектом амортизации в данном случае являются не конкретные активы, а совокупные стратегические инвестиции. Это своего рода «плата за капитал» или периодическая компенсация стратегических инвестиций, осуществляемая в течение всего срока их жизни. Другими словами, *OCFD* — это эквивалент амортизационного платежа, направленного на возмещение стратегических инвестиций. Такая амортизация должна быть рассчитана по правилам не бухгалтерской, а финансовой аналитики — исходя из принципа обеспечения требуемой на стратегические инвестиции доходности в каждом периоде, соответствующем шагу планирования. Поэтому *OCFD* определяется из уравнения потока аннуитетов, равного стоимости стратегических инвестиций (*SI*) и поступающего в течение срока их экономической жизни (*t*). Вначале величина *OCFD* рассчитывается в реальном выражении — *OCFD_{real}* из приведенного ниже уравнения (формулы 1, 2 и 3), а затем производится пересчет *реального OCFD* в *номинальный* путем корректировки на темп ожидаемой инфляции (*Π_t*), как показано в формуле 4 (см. рис. 4).

Каково значение этого показателя для анализа деятельности компании? С точки зрения менеджмента *OCFD* — это тот целевой ориентир, который необходимо достичь для обеспечения окупаемости инвестиций, своего рода «программа минимум» или, другими словами, *точка стратегической безубыточности*. Чтобы установить, создана ли стоимость компании в течение заданного периода, мы должны сравнить операционный поток денежных средств (*OCF*) с требуемым потоком денежных средств (*OCFD*). Операционный поток может выражать фактически полученный результат или, наоборот, рассматриваться как планируемый показатель⁵.

Рис. 4. Алгоритм расчета *OCFD*

Исходя из определения реального *OCFD*, величина стратегических инвестиций (*SI*) равна текущей приведенной стоимости реальных *OCFD* на протяжении срока экономической жизни данных инвестиций (*T*):

$$SI = \frac{OCFD_{real}}{1+r} + \frac{OCFD_{real}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{OCFD_{real}}{(1+r)^T} = OCFD_{real} \sum_{i=1}^T \frac{1}{(1+r)^i} \quad (1)$$

Воспользовавшись формулой суммы конечной геометрической прогрессии, трансформируем уравнение (1) к:

$$SI = OCFD_{real} \frac{(1 - \frac{1}{(1+r)^T})}{1 - \frac{1}{1+r}} = OCFD_{real} \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^T}}{r} \quad (2)$$

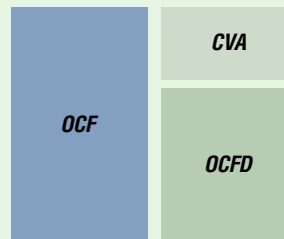
Произведя соответствующее преобразование, получаем требуемый денежный поток в реальном выражении:

$$OCFD_{real} = \frac{SI \cdot r}{1 - \frac{1}{(1+r)^T}} \quad (3)$$

На заключительном этапе конвертируем полученное значение из реального в номинальное выражение, помножив на соответствующий индекс инфляции:

$$OCFD_t = OCFD_{real} \cdot (1 + \Pi_t) \quad (4)$$

Рис. 5. Расчет добавленной стоимости денежного потока в модели CVA



Как показано на рис. 5, такое сравнение позволяет определить собственно величину *экономической прибыли* за данный период, т. е. изменили стоимости компании. Получаемая величина добавленной стоимости денежного потока — *CVA* и есть мера созданного компанией результата в терминах современного финансового анализа. Положительная величина *CVA* свидетельствует о положительной экономической прибыли, а значит, о приросте стоимости компании. Отрицательный *CVA*, напротив, говорит о том, что созданного или планируемого потока денежных средств недостаточно, чтобы перекрыть требуемую для возмещения стратегических инвестиций величину потока денежных средств. Иными словами, стратегические инвестиции, формирующие стержень компании и подпитывающие ее отличительные конкурентные преимущества, не возмещаются, и инвесторы не получают адекватной риску компенсации.

Помимо абсолютного показателя *CVA* авторы концепции предложили использовать для оценки результатов деятельности компании *индекс CVA (CVA Index)* и *средний дисконтированный (кумулятивный) индекс CVA (Cum. CVA Index)* — см. рис. 6, формулы 1 и 2 соответствен-

но. *CVA Index* можно рассматривать как аналог показателя *CVA* в относительном выражении. Значение *CVA Index* > 1 свидетельствует о том, что в рассматриваемом периоде стратегические инвестиции создали операционный денежный поток, достаточный для покрытия затрат на их осуществление, т. е. превысили минимальную планку, равную *OCFD*.

Cum. CVA Index является кумулятивным показателем, учитывающим результаты деятельности фирмы не только в текущем, но и в предыдущих периодах. Данный индекс характеризует относительную экономическую рентабельность операционной деятельности компании. Значение *Cum. CVA Index* > 1 свидетельствует о том, что с начала своего жизненного цикла по текущий момент стратегические инвестиции создали суммарный операционный денежный поток, превышающий затраты на их осуществление.

Каким образом модель *CVA* может быть использована для анализа стратегических решений?

Рассмотрим упрощенный пример. Компания А планирует осваивать новую уникальную технологию. Ожидаемый период ее эффективного использования — пять лет. Величина стратегических инвестиций — 500 тыс. евро. Уже через год

⁵ В случае проведения анализа будущих результатов при расчете *CVA* используется ожидаемая величина операционного денежного потока. Для анализа прошедшего периода — фактическая.

Таблица 1. Прогноз основных операционных показателей проекта

в тыс. евро	2006	2007	2008	2009	2010
Выручка	250	275	303	333	366
Операционные затраты	75	83	91	100	110
Увеличение оборотного капитала	5	5	6	7	7
Поддерживающие инвестиции	15	17	18	20	22

Таблица 2. Расчет добавленной стоимости потока денежных средств (i)

в тыс. евро		2006	2007	2008	2009	2010
Операционный денежный поток	[1]	155	170	188	206	227
Требуемый операционный денежный поток	[2]	142	156	171	189	208
CVA	[1]-[2]	13	14	17	17	19
CVA Index	[1]/[2]	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09

Таблица 3. Расчет показателя RV на конец каждого года (в ценах 2006 г.)

Ожидаемое значение CVA Index	2006	2007	2008	2009	2010
0,9	344	246	157	75	0
1	382	274	174	83	0
1,1	420	301	192	92	0

Рис. 6. Дополнительные показатели в модели CVA

$$CVA Index, \frac{OCF_t}{OCFD_t} \quad (1)$$

$$Cum. CVA Index, \frac{\sum_{i=1}^t PV(OCF_i)}{\sum_{i=1}^t PV(OCFD_i)} \quad (2)$$

$$RV_t = CVA Index^E \cdot \sum_{i=1}^T PV(OCFD_i) \quad (3)$$

CVA Index^E — ожидаемый будущий CVA Index,

PV(OCFD_i) — приведенная стоимость оставшихся требуемых операционных денежных потоков по состоянию на момент времени *t*.

после осуществления этих капитальных вложений планируется, что компания получит доход в размере 50% от объема стратегических инвестиций. В последующие годы выручка будет расти постоянными темпами, соответствующими годовому уровню инфляции. Величина операционных затрат составляет 30% от выручки. Помимо этого, использование данной технологии потребует ежегодного наращивания оборотного капитала, а также дополнительных поддерживающих инвестиций в размере 2 и 6% от выручки соответственно.

Прогноз выручки, операционных затрат, а также график увеличения оборотного капитала и осуществления поддерживающих инвестиций приведены в табл. 1.

Затраты на капитал в номинальном выражении (*R*) составляют 20%. Ожидаемая величина ежегодной инфляции (*π*) — 10%.

Расчет добавленной стоимости потока денежных средств (CVA) приводится в табл. 2.

Как следует из табл. 2, во всех периодах наблюдается положительное значение CVA, указывающее на создание стратегическими инвестициями достаточно-го операционного денежного потока. Аналогичный вывод можно сделать на основании индекса CVA (*CVA Index* > 1), который также свидетельствует о превышении операционного денежного потока над требуемым, что подтверждает экономическую эффективность компании в рассматриваемый период. Особо отметим стабильное значение данного показателя на каждом из анализируемых этапов (значение индекса 1,09).

Еще один параметр, который рассчитывается в рамках модели добавленной стоимости, — это показатель остаточной стоимости (*Remaining Value* — *RV*) — см. рис. 6, формулу 3. Значение *RV* для

каждого года указывает, какая суммарная приведенная стоимость операционного денежного потока должна быть создана стратегическими инвестициями в течение их оставшегося срока жизни исходя из заданного уровня рентабельности, выраженного в форме индекса CVA. Показатель *RV* позволяет получить оценку еще не заработанного (ожидаемого) операционного денежного потока на основе заданного уровня индекса CVA. Последний, в свою очередь, может определяться по результатам предыдущих лет работы или исходя из некоего целевого уровня, установленного менеджментом компании.

В табл. 3 представлен пример расчета показателя *RV* в рассмотренных выше условиях.

Как и достаточно известная в России модель экономической добавленной стоимости (*EVA*)⁶, CVA анализирует процесс создания стоимости компании, но под иным углом зрения. Так, если в рамках концепции *EVA* отправной точкой анализа является бухгалтерская прибыль, которая затем подвергается значительным корректировкам для преобразования в экономическую прибыль, то CVA изначально работает с денежными потоками. Это значит, что данная модель не требует проведения сложных бухгалтерских корректировок и ее результаты не зависят от принятых в компании бухгалтерских стандартов и учетной политики. Кроме того, очевидным достоинством концепции CVA является возможность ее использования как публичными, так и частными компаниями. Несмотря на то что данная модель базируется на солидном теоретическом фундаменте, ее идеи достаточно прозрачны, и, следовательно, внедрение потребует меньших затрат на обучение персонала. К сложностям использования модели CVA можно отнести необходимость осуществления специфических корректировок в случае неравномерного поступления ожидаемых денежных потоков.

Тем не менее, несмотря на перечисленные сложности, концепция CVA наверняка заинтересует руководство и советы директоров российских компаний, стремящихся выстраивать механизмы и алгоритмы финансового анализа и управления в ногу со временем.

⁶ Журнал уже публиковал статьи, в которых рассматривалась модель «экономической добавленной стоимости» (*EVA*). См.: Попов Д. Эволюция показателей стратегии развития предприятия (2003 г., № 1), Попов Д. Мотивация руководителей (2003 г., № 6), Просянкин Д. Добавленная экономическая стоимость как способ снижения агентских издержек (2003 г., № 12), Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? (2004 г., № 5), Дымшаков А. Управляя, оценивай (2004 г., № 9), Дымшаков А. Экономическая прибыль и мотивация персонала (2005 г., № 2).