УДК 657.37(075.8)

ВЛИЯНИЕ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ НА СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОТЧЕТНОСТИ, РАЗВИТИЕ АНАЛИЗА И ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

В.Г. КОГДЕНКО,
доктор экономических наук,
заведующая кафедрой финансового менеджмента
E-mail: kogdenko7@mail.ru
Национальный исследовательский
ядерный университет «МИФИ»

В статье рассматриваются новые тенденции в современных финансах, связанные с реализацией концепции управления стоимостью. Целью статьи является исследование влияния концепции управления стоимостью на процессы совершенствования отчетности, разработку процедур финансового и экономического анализа, формирование новых подходов к управлению финансами. Методологическую основу составили объективные принципы системного подхода, использование положений экономического анализа, логического и комплексного подходов к оценке экономических явлений и процессов. Исследованы вопросы формирования и анализа интегрированной отчетности. Представлены основные изменения в отчетности, а именно включение в нее нефинансовых, прогнозных показателей, позволяющих оценивать изменение стоимости компании. В статье затронута проблема манипулирования отчетностью и предложено оценивать качество прибыли и активов, отражаемых в отчетности. Рассмотрены направления совершенствования фундаментального анализа. Представлены основные показатели капитала, прибыли, денежных потоков, используемые в фундаментальном анализе. Рассмотрены показатели для анализа шести видов капитала, а именно финансового, промышленного, человеческого, интеллектуального, социального, природного. Предложена методика фундаментального анализа, которая включает анализ трех областей принятия решений – область финансирования, инвестирования, операционный менеджмент, а также анализ фундаментальной стоимости и рыночной капитализации. Представлена современная концепция финансового менеджмента – ценностно ориентированный менеджмент, который реализует идеи управления стоимостью в виде обоснования решений по ее увеличению. В статье представлен анализ особенностей краткосрочной и долгосрочной финансовой политики, ориентированной на максимизацию стоимости. Рассмотрены основные аспекты краткосрочной финансовой политики управления прибылью, запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами, стратегией финансирования оборотных активов. Рассмотрены основные аспекты долгосрочной финансовой политики управления структурой капитала, инвестиционной деятельностью, дивидендными выплатами. Обоснованы основные направления развития экономического анализа и финансового менеджмента в контексте реализации концепции управления стоимостью. Статья может быть полезна специалистам финансовых служб, принимающим финансовые решения в контексте ценностно ориентированного менеджмента.

Ключевые слова: *интегрированная отчетность, фундаментальный анализ, ценностно ориентированный менеджмент, краткосрочная финансовая политика, долгосрочная финансовая политика*

Ключевым трендом современных финансов становится концепция управления стоимостью, развитие которой оказывает существенное влияние на процессы совершенствования отчетности, разработку процедур финансового и экономического анализа, формирование новых подходов к управлению финансами.

Что касается отчетности, ориентированной на представление информации о создании стоимости, то ее перспективной формой является интегрированная отчетность, международный стандарт которой был принят в декабре 2013 г. Интегрированная отчетность отражает информацию о создании стоимости компанией в кратко-, средне- и долгосрочной перспективе; позволяет анализировать изменение ценности всех видов капитала, вовлеченных в деятельность компании; раскрывает информацию о стратегии, бизнес-модели и других важных для создания стоимости факторах [16, 20]. Таким образом, представляемая информация существенно повышает аналитическую ценность отчетности и увеличивает возможности принятия эффективных управленческих решений.

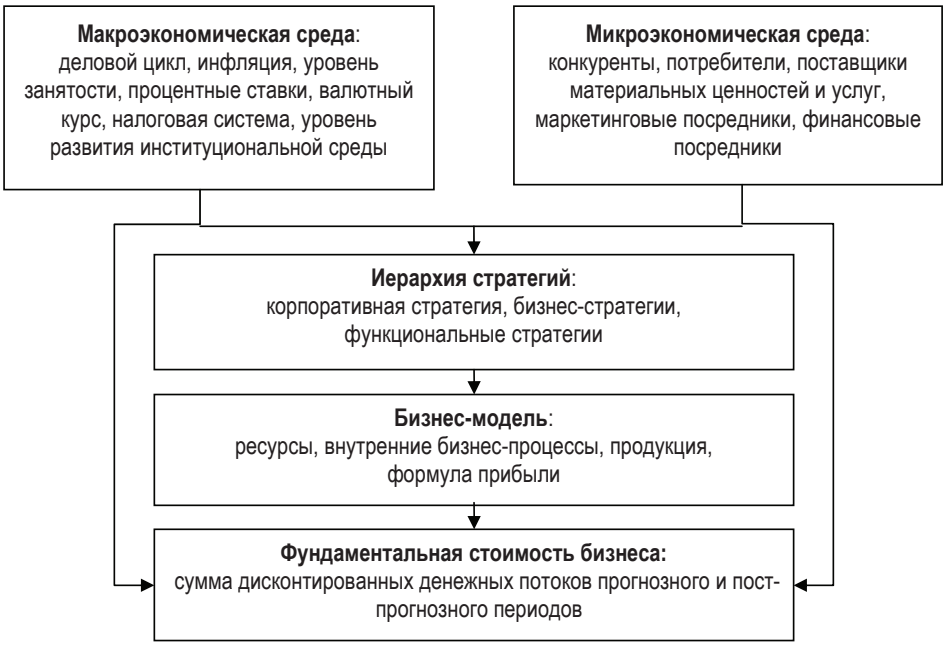
Концепция управления стоимостью оказывает значительное влияние и на развитие анализа, в частности фундаментального анализа, который исследует формирование фундаментальной (справедливой, истинной, внутренней) стоимости бизнеса через оценку генерируемых компанией денежных потоков, и анализ факторов, оказывающих на них влияние. Этот анализ нацелен на прогнозирование фундаментальной стоимости и рыночной капитализации и обоснование на этой основе краткосрочных и долгосрочных финансовых решений [4, 14].

Развитие науки об управлении финансами также трансформируется в направлении создания механизмов управления стоимостью, поэтому финансовый менеджмент переориентируется на управление факторами стоимости, а именно – рентабельностью инвестированного капитала, средневзвешенной стоимостью капитала и темпом роста бизнеса [17]. Современная концепция финансового менеджмента – ценностно ориентированный менеджмент реализует идеи управления стоимостью в виде обоснования решений по ее увеличению. Общая характеристика тенденций в развитии отчетности, анализа и финансового менеджмента представлена в таблице.

Реализация концепции управления стоимостью требует наличия адекватной информации о деятельности компании, содержательных аналитических процедур и эффективных методов управления всей цепочкой создания стоимости, которая включает множество факторов как внешней, так и внутренней среды. Макросреда, а именно стадия делового цикла и уровень развития институциональной среды, задает общий тренд развития бизнеса, поскольку влияет на динамику объема продаж, уровень цен, процентные ставки, налоговую нагрузку, валютный курс, занятость, доступность финансовых ресурсов. Микросреда влияет на маркетинговый комплекс компании, политику закупок сырья, материалов и услуг, конкурентную стратегию, политику управления капиталом. Комплексный учет характеристик макро- и микросреды, а также внутренних факторов, определяющих сильные и слабые стороны компании, позволяет сформировать иерархию стратегий бизнеса, включая корпоративную стратегию, бизнес-стратегии для вхо-

Основные тенденции в совершенствовании отчетности, развитии анализа и финансового менеджмента

Характеристика	Отчетность	Анализ	Финансовый менеджмент
Современное направление	Интегрированная отчетность	Фундаментальный анализ	Ценностно ориентированный менеджмент
Цель	Отражение процесса создания стоимости и его перспектив	Анализ процесса создания стоимости и его перспектив	Максимизация фундаментальной стоимости и рыночной капитализации
Содержание	Представление финансовой и нефинансовой, отчетной и прогнозной информации о создании стоимости компанией для стейкхолдеров	Анализ ценности всех видов капитала компании; анализ финансовых и нефинансовых факторов, влияющих на фундаментальную стоимость; расчет фундаментальной стоимости; анализ рыночной капитализации	Управление компаний, направленное на максимизацию стоимости бизнеса в интересах стейкхолдеров
Ключевой компонент	Раскрытие стратегии создания стоимости компании	Прогнозирование стоимости компании, основанное на анализе финансовых и производственных показателей ее деятельности	Обоснование решений по созданию стоимости в краткосрочном и долгосрочном периодах



Взаимосвязь внешней среды, иерархии стратегий, бизнес-модели и стоимости бизнеса

дящих в компанию подразделений, функциональные стратегии. Все перечисленные параметры, а именно внешняя макро- и микросреда, сформулированные стратегии развития бизнеса определяющим образом влияют на бизнес-модель компании, т.е. ее ресурсы, бизнес-процессы, продукцию и формулу прибыли. Эти факторы формируют денежные потоки, которые будет генерировать бизнес и которые в конечном итоге определят его фундаментальную стоимость и рыночную капитализацию (см. рисунок). Именно поэтому перечисленные факторы должны отражаться в отчетности, подвергаться анализу, а внутренние факторы еще и регулироваться в рамках осуществления финансовой политики, ориентированной на максимизацию стоимости бизнеса.

Переходя к содержательному исследованию новых тенденций в отчетности, анализе и управлении финансами, необходимо отметить, что **интегрированная отчетность** существенно отличается от традиционной финансовой отчетности тем, что включает информацию не только о финансовом капитале и финансовых результатах, но и промышленном, интеллектуальном, человеческом, социальном, природном капиталах [12, 13, 15]. Это позволяет понимать бизнес-контекст принимаемых в компании решений, выявлять критически важные для создания стоимости факторы, а также прогнозировать развитие бизнеса в зависимости от наличия и качества всех видов капитала. Интегрированная отчетность содержит прогнозные показатели, поскольку отражает краткосрочную, среднесрочную, долгосрочную перспективы развития бизнеса. Этот аспект чрезвычайно важен для внешних пользователей, поскольку прогнозирование денежных потоков требует доступа к инсайдерской информации, которым они не располагают. Существенно то, что периметр интегрированной отчетности определяется рисками, возможностями и результатами, влияющими на способность компании создавать стоимость. Этот периметр может не совпадать с периметром консолидации финансовой отчетности, который определяется стандартами отчетности, регламентирующими понятия контроля или значительного влияния*. То есть интегрированная отчетность представляет информацию о группе компаний, участвующих в создании стоимости, в то время как консолидированная – информацию о группе компаний, находящихся под контролем, совместным контролем или существенным влиянием материнской компании.

Интегрированная отчетность в части финансовых показателей базируется на трех главных концепциях:

– справедливой стоимости, в соответствии с которой пользователям представляется информация о финансовом состоянии и результатах деятельности компании, исходя из реальной стоимости элементов отчетности;
– приоритета экономического содержания над правовой формой, в соответствии с которой профессиональное суждение позволяет судить об экономической форме и достоверно отражать элементы отчетности;
– прозрачности, обеспечивающей отражение всех существенных деталей деятельности компании.

Интегрированная отчетность в значительной степени основывается на профессиональном суждении, поэтому потенциально подвержена риску

* О консолидированной финансовой отчетности: Федеральный закон от 27.07.2010 № 208-ФЗ.

искажения и манипулирования для приукрашивания показателей деятельности компании [11]. Интегрированная отчетность содержит прогнозные показатели, что дополнительно привносит в нее элемент субъективности, следовательно, и возможность искажения [18]. В связи с этим наряду с развитием современных форм отчетности должны совершенствоваться аналитические процедуры, направленные на выявление ее возможного искажения, оценку достоверности и надежности в отражении создаваемой стоимости [9]. Такие процедуры должны быть в первую очередь направлены на исследование качества активов и финансовых результатов, поскольку интегрированная отчетность должна давать надежную достоверную информацию о текущем состоянии компании и ее будущем положении с точки зрения денежного потока, уровня риска, темпа роста бизнеса.

Эта информация исследуется в ходе проведения **фундаментального анализа**, цель которого – определение фундаментальной стоимости компании и анализ влияющих на нее факторов, а также прогнозирование рыночной капитализации компании и курса ее акций [1]. Особенностями фундаментального анализа является то, что он проводится на базе консолидированной отчетности, т.е. представляет собой, по сути, корпоративный анализ, охватывающий значительный период времени (5–6 лет) для элиминирования влияния случайных событий на показатели деятельности компании, моделирования прогнозных показателей для расчета фундаментальной стоимости [3]. В качестве исходной информации в фундаментальном анализе широко используется внешняя информация о макро- и микросреде компании, в том числе об индикаторах делового цикла в экономике, конъюнктуре отраслевых рынков, уровне процентных ставок, рыночной премии за риск, индикаторах рискованности отрасли, рыночных котировках акций исследуемой компании и ее аналогов и т.д. Еще одной особенностью фундаментального анализа является то, что при его проведении акценты смещаются в направлении специфических процедур, алгоритмов и показателей, выявляющих ожидания менеджмента и инвесторов относительно будущего дохода и риска [4].

В процессе фундаментального анализа исследуются три ключевых области принятия решений, а именно:

– финансирование, т.е. состав и структура источников капитала, их влияние на финансовую устойчивость бизнеса, а также средневзвешенную стоимость капитала;
– инвестирование, т.е. состав и структура активов баланса, величина инвестированного капитала и его темп роста;
– операционный менеджмент, т.е. достигнутые финансовые результаты, их динамика и структура, а также уровень рентабельности инвестированного капитала.

В процессе проведения фундаментального анализа возникает необходимость расчета показателей капитала, прибыли, денежных потоков, не публикуемых в отчетности, но принципиально важных для оценки деятельности компании, поскольку от их величины и динамики зависят фундаментальная стоимость и рыночная капитализация компании. Значимые для фундаментального анализа показатели капитала – инвестированный, собственный, заемный, оборотный, чистый оборотный, собственный оборотный капитал. Показатели прибыли, используемые в фундаментальном анализе, – прибыль, приходящаяся на акцию; прибыль до вычета процентов и налога; прибыль до вычета процентов, налога и амортизации; чистая прибыль до вычета процентов; экономическая прибыль [6]. Повышается в анализе значимость денежных потоков, поскольку они имеют существенные преимущества по сравнению с показателями прибыли, а именно – отражают реальный достигнутый результат деятельности компании; менее подвержены влиянию учетной политики, искажению и манипулированию; показывают результаты деятельности в разрезе операционной, инвестиционной, финансовой деятельности; и, наконец, используются в оценке фундаментальной стоимости [19]. В определении показателей капитала и прибыли существуют разные подходы, что требует развития аналитических процедур расчета и анализа этих показателей. Анализ денежных потоков – также недостаточно исследованная область анализа. Необходимы разработка алгоритмов, направленных на оценку способности бизнеса генерировать денежные потоки; анализ их достаточности для финансирования инвестиционной и обслуживания финансовой деятельности; исследование денежного содержания показателей финансовых результатов; прогнозирование денежных потоков для оценки бизнеса.

Ключевым звеном фундаментального анализа и одним из направлений его развития является исследование характеристик всех видов капитала компании не только с точки зрения их текущего состояния, но и перспектив влияния на денежные потоки. Финансовый капитал характеризуется объемом

и структурой, которые влияют на средневзвешенную стоимость капитала, а также темпом роста, оказывающим влияние на будущие денежные потоки. Человеческий капитал компании оценивается качеством персонала (уровень квалификации, стаж, уровень образования, уровень заработной платы и производительности труда) и его стабильностью (коэффициент постоянства кадров, коэффициенты оборота по приему и выбытию, коэффициент текучести кадров). Промышленный капитал характеризуется показателями производственной мощности и степенью ее использования, индикаторами движения и состояния основных средств. Природный капитал оценивается величиной запасов полезных ископаемых, которые контролирует компания. Необходимо анализировать динамику доказанных и вероятных, измеренных и обозначенных запасов, поскольку именно они определяют перспективы будущего развития бизнеса.

Наиболее сложно дать оценку интеллектуальному капиталу компании вследствие противоречивости стандартов признания, классификации, оценки, учета идентифицируемых и неидентифицируемых нематериальных активов. Их влияние на будущие денежные потоки крайне сложно оценить, при этом влияние может быть существенным. То же касается социального капитала, включающего репутацию компании в глазах ее стейкхолдеров и контрагентов, административный ресурс, а также уровень кредитоспособности. Именно поэтому особое значение приобретает совершенствование инструментов управления интеллектуальным и социальным капиталами, оценка их влияния на текущие и будущие денежные потоки компании.

Исследуя решения в области **финансирования** бизнеса, необходимо оценить рискованность компании через финансовые показатели устойчивости, платежеспособности, покрытия. Современные тенденции в оценке финансовой устойчивости смещаются в направлении расчета и анализа показателей покрытия, которые характеризуют достаточность денежных потоков компании для обслуживания обязательств, в то время как традиционные показатели ликвидности и структуры капитала в большей степени ориентированы на оценку соотношения балансовых показателей.

Значимым элементом современного анализа является оценка фактической и рыночной средневзвешенной стоимости капитала, а также исследование влияния на этот показатель структуры капитала и стоимости его отдельных источников. В этой части анализа также много нерешенных вопросов, например, каким образом оценивать рыночные доли элементов капитала для компании, финансовые инструменты которых не котируются на фондовом рынке; как оценивать рыночную стоимость источников капитала с учетом рискованности компании.

Анализ области **инвестирования** является одним из важнейших аспектов анализа, поскольку долгосрочные финансовые решения об инвестировании ресурсов – ведущий фактор развития бизнеса как системы. Активная инвестиционная деятельность влияет на рентабельность инвестированного капитала в долгосрочном периоде и устойчивый темп роста, следовательно, на стоимость бизнеса. Роль инвестиционной деятельности в создании стоимости невозможно переоценить, поскольку именно она обеспечивает устойчивый рост бизнеса в долгосрочной перспективе, что является необходимым условием создания стоимости, наряду с высокой прибыльностью в краткосрочной перспективе [2, 10]. Оценивая решения в области инвестирования, необходимо проанализировать величину, динамику и структуру вложений в реальные и финансовые активы, а также их эффективность в части влияния на долгосрочную рентабельность инвестированного капитала.

Рентабельность инвестированного капитала, как показывают исследования, является фактором, от которого в значительной степени зависит фундаментальная стоимость. Рентабельность инвестированного капитала в текущем периоде – это результат, достигаемый в третьей области принятия решений, – **операционном менеджменте**, который в краткосрочном периоде влияет на фундаментальную стоимость. Поэтому в целях анализа следует декомпозировать этот фактор на вторичные, третичные и другие факторы стоимости, которые затем в рамках ценностно ориентированного менеджмента должны стать критериями обоснования управленческих решений. Состав факторов, определяющих величину рентабельности инвестированного капитала, таков:

– рентабельность продаж, которая в свою очередь зависит от материалоемкости, зарплатоемкости, амортизациеемкости, прочей ресурсоемкости продукции [8];
– период оборота чистых активов, который в свою очередь представляет собой аддитивную многофакторную модель, включающую период оборота внеоборотных активов, оборотных активов, кредиторской задолженности.

На заключительном этапе анализа необходимо рассчитать фундаментальную стоимость и проана-

лизировать рыночную капитализацию компании для оценки доходности вложений в прошлом и целесообразности инвестирования в эту компанию в настоящем. Для этого определяется показатель совокупной акционерной доходности; доходности, скорректированной на риск (например, коэффициент альфа); прибыль и дивиденды на акцию; мультипликаторы, на основе которых делается вывод об эффективности вложений в компанию; сравнивается ее рыночная капитализация и фундаментальная стоимость для обоснования инвестиционных решений. Необходимо отметить, что оценка фундаментальной стоимости зависит от применяемой расчетной модели и исходных предположений, поэтому всегда является субъективным мнением аналитика.

Решения, направленные на максимизацию фундаментальной стоимости и рыночной капитализации, обосновываются в рамках **ценностно ориентированного менеджмента**. При этом все разрабатываемые решения оцениваются с точки зрения их влияния на факторы стоимости компании, которые в свою очередь влияют на фундаментальную стоимость и рыночную капитализацию [17].

В краткосрочном периоде, периоде неизменных производственных мощностей, не требующем введения новых ресурсов, реализуется краткосрочная финансовая политика, целью которой является достижение тактических целей, в частности максимизация прибыли. К ключевым финансовым решениям в области краткосрочной финансовой политики относятся:

– решения в области управления доходами, расходами и прибылью;
– решения относительно налоговой нагрузки;
– решения относительно финансовых аспектов управления персоналом;
– решения в области использования внеоборотных активов и управления оборотными активами;
– решения относительно источников формирования оборотного капитала.

В долгосрочном периоде, который характеризуется использованием дополнительных экономических ресурсов и привлечением дополнительных финансовых источников, осуществляется долгосрочная финансовая политика, целью которой является достижение стратегической цели – максимизация стоимости бизнеса. К ключевым финансовым решениям в области долгосрочной политики относятся:

– решения относительно объема и структуры вложений в разрезе реальных и финансовых инвестиций;
– решения относительно структуры инвестированного капитала, в частности объема и стоимости собственного и заемного капиталов;
– решения о политике распределения прибыли и дивидендной политике.

Алгоритмы разработки финансовой политики, основанной на концепции ценностно ориентированного менеджмента, должны охватывать все бизнес-процессы компании, поскольку они в той или иной степени влияют на факторы стоимости бизнеса. Эти факторы формируются в процессе принятия решений в области финансирования (дисконт), области инвестирования (долгосрочная рентабельность инвестированного капитала и темп роста бизнеса), области операционного менеджмента (краткосрочная рентабельность инвестированного капитала).

Что касается **краткосрочной финансовой политики**, то именно она определяет уровень рентабельности инвестированного капитала в краткосрочном периоде. Краткосрочная финансовая политика включает меры, направленные на увеличение объема продаж, коррекцию ценовой политики и снижение показателей ресурсоемкости продукции [8]. Меры краткосрочной финансовой политики заключаются также в совершенствовании маркетингового комплекса, оптимизации системы распределения и стимулирования, а также повышении качества продукции, позволяющем увеличить ее маржинальность. Второй блок мероприятий, нацеленных на увеличение прибыли, это снижение показателей ресурсоемкости продукции, что приводит к повышению эффективности использования ресурсов, росту маржи, положительно сказывается на создании стоимости [8]. В связи с этим требуют развития аналитические процедуры, позволяющие оценивать меры, реализуемые в рамках финансовой политики, с точки зрения их влияния на показатели ресурсоемкости, маржи и рентабельности инвестированного капитала.

В управлении прибылью есть еще один немаловажный аспект – ее волатильность, которая в значительной степени определяется уровнем совокупного риска, который агрегирует операционный и финансовый риски, влияет на уровень требуемой доходности собственного капитала. Целью управления совокупным риском является поддержание такого уровня, при котором достигается максимально возможный рост прибыли в благоприятных

для компании условиях и минимизация потерь в неблагоприятных. Поэтому актуальным аспектом развития ценностно ориентированного менеджмента является разработка алгоритмов управления совокупным риском. Что касается операционного риска, то для его снижения (а это требуется при прогнозе ухудшения конъюнктуры рынка) необходимо снижать долю постоянных затрат. Финансовый риск, который зависит от структуры капитала и уровня процентной ставки по заемному капиталу, определяется в ходе разработки долгосрочной финансовой политики, для его снижения необходимо уменьшение долговой нагрузки и снижение стоимости заемного капитала. Величина постоянных операционных затрат, формирующих уровень операционного рычага, и величина постоянных финансовых затрат (процентов к уплате), формирующих уровень финансового риска, определяют критический объем продаж, который должен учитываться при прогнозе ухудшения конъюнктуры, поскольку это может привести к снижению объема реализации продукции и попаданию в зону убытков.

Принятие решений относительно оборотных активов должно быть направлено на оптимизацию их величины и структуры. Величина запасов влияет на рентабельность инвестированного капитала через прибыль, поскольку дефицит запасов вызывает сбои в производственном процессе и увеличение неудовлетворенного спроса. Кроме того, запасы влияют на величину инвестированного капитала. Их избыток приводит к увеличению оборотного капитала и, таким образом, уменьшает величину создаваемой стоимости.

Решения относительно дебиторской задолженности обосновываются в рамках разработки кредитной политики, которая может быть либеральной, направленной на увеличение предоставляемых покупателям отсрочек в оплате приобретаемой продукции. В этом случае кредитная политика позитивно влияет на спрос и на операционную прибыль, но приводит к увеличению потребности в оборотном капитале. Жесткая политика, которая позволяет уменьшить потребность в оборотном капитале, одновременно может привести к потере части покупателей и уменьшению прибыли.

Управление денежными средствами влияет на потребность в оборотном капитале, прибыль, ликвидность, т.е. рискованность компании [5]. Чем выше остаток денежных средств, тем больше потребность в оборотном капитале и меньше создаваемая стоимость, но меньше риск неплатежеспособности компании, поэтому ниже дисконт, под который дисконтируются денежные потоки.

Решение о стратегии финансирования оборотных активов, принимаемое в рамках краткосрочной финансовой политики, влияет на потребность в оборотном капитале и средневзвешенную стоимость капитала компании. Консервативная стратегия, ориентированная на устойчивые дорогие источники капитала, такие как собственный оборотный капитал и долгосрочный заемный капитал, имеет высокую стоимость. Агрессивная стратегия, доминирующими источниками которой являются неустойчивые источники – кредиторская задолженность и краткосрочный заемный капитал, характеризуется высоким риском, но также приводит к снижению потребности в оборотном капитале. Для компании с высокой кредитоспособностью и устойчивым положением на рынках, позволяющим привлекать деньги контрагентов, именно агрессивная стратегия будет оптимальной с точки зрения создания стоимости.

Решения относительно оборотных активов и их финансирования влияют на длительность финансового цикла, сокращение которого при поддержании приемлемого уровня риска, является одной их ключевых целей краткосрочной финансовой политики.

Необходимо отметить, что алгоритмы и модели, используемые для обоснования решений в части управления оборотными активами, недостаточно эффективны в российских условиях и поэтому требуют адаптации и развития в направлении учета их влияния на создаваемую компанией стоимость.

Управление персоналом – это элемент финансовой политики, связанный как с краткосрочными решениями, так и долгосрочными, поскольку численность производственных рабочих варьируется в краткосрочном периоде, а численность специалистов и управленческого персонала – это фактор долгосрочного развития бизнеса. Персонал компании определяющим образом влияет на формирование интеллектуального и социального капиталов компании, что в значительной степени определяет стоимость компании. По мнению П. Друкера, знание стало ключевым экономическим ресурсом и доминантой и, возможно, даже единственным источником конкурентного преимущества [7]. Целью управления персоналом является оптимизация затрат на труд, повышение производительности труда, что снижает зарплатоемкость продукции, оказывающей непосредственное влияние на рентабельность продаж, –

один из важнейших вторичных факторов стоимости бизнеса, который в свою очередь влияет на первичный фактор стоимости бизнеса – рентабельность инвестированного капитала.

Краткосрочная финансовая политика, ориентированная в значительной степени на операционную деятельность компании, влияет на рентабельность инвестированного капитала, воздействуя на рентабельность продаж и период оборота инвестированного капитала. Оценка этого воздействия, а также разработка новых инструментов краткосрочной финансовой политики являются актуальными направлениями развития ценностно ориентированного менеджмента.

Долгосрочная финансовая политика, ориентированная на длительную перспективу, затрагивает инвестиционные решения компании, а также решения в части формирования инвестированного капитала и дивидендной политики. Разработка долгосрочной финансовой политики должна начинаться с формирования иерархии стратегий компании, на верхнем уровне которой формулируется корпоративная стратегия, направленная на концентрированный, интегрированный или диверсифицированный рост. Стратегия развития всей компании определяет бизнес-стратегии для входящих в нее бизнес-единиц, которые могут предполагать интенсивное или выборочное инвестирование, а также дезинвестирование. Разработка стратегии развития бизнеса, которая имеет ключевое значение в максимизации стоимости, предполагает использование стратегических инноваций, в рамках которых происходит кардинальное обновление технологий, инфраструктуры, политики, социальных отношений в бизнесе, а также реактивных улучшающих инноваций, выявляемых посредством бенчмаркинга. В настоящее время бенчмаркинг, суть которого в использовании лучшего опыта, достигнутого компаниями отрасли, страны и мира, приобретает статус глобального и рассматривается как инструмент международного обмена бизнес-информацией. Поэтому развитие приемов бенчмаркинга актуально в плане определения направлений совершенствования бизнеса в целях максимизации его стоимости.

Инвестиционная деятельность в рамках ценностно ориентированного менеджмента обеспечивает поиск, отбор, реализацию и контроль таких инвестиционных проектов, которые повышают фундаментальную стоимость компании. Создающая стоимость инвестиционная политика должна обеспечивать не только отбор наиболее привлекательных проектов существующих направлений развития бизнеса, но и поиск новых видов деятельности, технологий, продуктов, рынков, клиентов, которые обеспечивают стратегические конкурентные преимущества компании и гарантируют создание фундаментальной стоимости в долгосрочной перспективе. Особенностью инвестиционной политики, ориентированной на увеличение стоимости бизнеса, является то, что она предполагает осуществление не только реальных и финансовых инвестиций, но и инвестиций в человеческий, интеллектуальный и социальный капиталы [2, 10].

Инвестиционная политика реализуется в виде прямых инвестиций, обеспечивающих контроль за реальными активами, и портфельных инвестиций, представляющих собой вложения в уставные капиталы организаций и не предполагающих участия в управлении компаниями. Прямые инвестиции обеспечивают органический рост компании посредством создания новых производств или расширения и реконструкции действующих, а также агрессивный рост, который достигается инвестициями в финансовые активы для приобретения контроля за уже существующими компаниями. При обосновании решений о приобретении компаний или об их продаже ключевым вопросом является оценка операционной и финансовой синергии. Исследование влияния синергии на стоимость бизнеса является актуальной задачей в рамках развития ценностно ориентированного менеджмента.

Таким образом, инвестиционные решения влияют на рентабельность инвестированного капитала в долгосрочном периоде, кроме того, они определяют стратегию финансирования – поскольку рентабельность инвестиционных проектов ограничивает верхний уровень стоимости капитала, то те источники капитала, которые имеют стоимость выше рентабельности инвестиционных проектов, не могут привлекаться.

На решения о структуре капитала влияют многочисленные факторы, как внешние, в частности стадия делового цикла и уровень развития институциональной среды, так и внутренние, например уровень рискованности и рентабельности компании, качество корпоративного управления [5]. Количественное обоснование решений относительно структуры капитала основано на оценке эффекта финансового рычага, расчете требуемой доходности собственного и заемного капиталов, оптимизации средневзвешенной стоимости инвестированного капитала. Кроме теоретических концепций обоснования структуры капитала, есть еще и практические

приемы, один из которых – следование принципу иерархии финансирования, согласно которому компании в первую очередь привлекают внутренние источники (амортизация и нераспределенная прибыль), затем – источники заемного капитала: сначала с минимальным риском (кредиты, займы), потом более рискованные (облигации, конвертируемые облигации). Если исчерпаны внутренние источники и кредитный потенциал, то компания привлекает капитал посредством эмиссии акций.

В обосновании решений о структуре капитала наиболее сложный, требующий дальнейших исследований, вопрос о стоимости капитала и ее зависимости от структуры капитала. Для оценки стоимости собственного капитала используется CAPM, для работы с которой необходимо иметь информацию о безрисковой ставке, рыночной премии за риск, коэффициенте бета компании. Расчеты стоимости источников капитала многовариантны и не всегда объективны, поэтому актуально развитие аналитических процедур в направлении обоснования стоимости источников капитала компании.

Еще одним важным аспектом долгосрочной финансовой политики является дивидендная политика, которая влияет не только на финансовую устойчивость компании и ее привлекательность для внешних инвесторов, но и на структуру и средневзвешенную стоимость капитала. Влияние дивидендной политики на стоимость бизнеса неоднозначно. С одной стороны, высокий коэффициент реинвестирования прибыли увеличивает устойчивый темп роста капитала и способствует созданию стоимости. С другой стороны, высокая доля собственного капитала в структуре инвестированного вследствие капитализации прибыли повышает средневзвешенную стоимость капитала, что негативно сказывается на стоимости бизнеса. Поэтому актуальны исследования, направленные на оценку влияния дивидендной политики на стоимость бизнеса и разработку эффективных решений относительно распределения прибыли.

Обоснованные в процессе формирования финансовой политики краткосрочные и долгосрочные решения должны быть оценены с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса. Создание стоимости, признанной рынком и способной конвертироваться в денежные средства путем продажи части или всей компании, а также создание системы стратегического управления для максимизации стоимости бизнеса становится основной задачей ценностно ориентированного менеджмента. Именно поэтому особое значение в ценностно ориентированном менеджменте имеет оценка влияния финансовой политики на стоимость бизнеса, которая реализуется на основе финансовой модели компании и расчете показателей прогнозной финансовой отчетности, которые и позволяют определить фундаментальную стоимость бизнеса и оценить с ее помощью последствия решений в области долгосрочной и краткосрочной финансовой политики.

Новые тенденции в современных финансах, связанные с реализацией концепции управления стоимостью, делают актуальными исследования в части совершенствования отчетности, включения в нее нефинансовых и прогнозных показателей; развития анализа отчетности и внешней среды бизнеса для оценки тенденций изменения стоимости, а также разработки инструментов увеличения фундаментальной стоимости бизнеса в рамках краткосрочной и долгосрочной финансовой политики. Все это требует проработки множества локальных вопросов и фундаментальных проблем развития бизнеса.

Список литературы

1. *Баффетт У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 335 с.

2. *Берзон Н.И., Буянова Е.А., Газман В.Д.* Инновации на финансовых рынках / под ред. Н.И. Берзона, Т.В. Тепловой. М.: НИУ ВШЭ, 2013. 420 с.

3. *Бернстайн Л.А.* Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2002. 623 с.

4. *Браун Д., Бентли К.* Все о стратегиях инвестирования на фондовом рынке / пер. с англ. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. 254 с.

5. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2007. 1008 с.

6. *Грэхем Б., Цвейг Дж.* Разумный инвестор / пер. с англ. М.: Вильямс, 2009. 672 с.

7. *Друкер П.Ф.* Энциклопедия менеджмента / пер. с англ. М.: Вильямс, 2004. 432 с.

8. *Ендовицкий Д.А., Любушин Н.П., Бабичева Н.Э.* Ресурсоориентированный экономический анализ: теория, методология, практика // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 38. С. 2–8.

9. *Зак Дж.М.* Справедливая стоимость – соблазны манипулирования отчетностью. Новые глобальные риски и методы их выявления / пер. с англ. М.: Маросейка, 2011. 230 с.

10. *Ивашковская И.В., Кокорева М.С., Степанова А.Н., Григорьева С.А.* Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала). М.: ИНФРА-М, 2012. 281 с.

11. *Ковасич Дж.Л.* Противодействие мошенничеству. Как разработать и реализовать программу мероприятий / пер. с англ. М.: Маросейка, 2011. 310 с.

12. *Когденко В.Г.* Анализ стратегии бизнеса с помощью финансовых моделей // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2010. № 13. С. 30–38.

13. *Когденко В.Г.* Методика анализа консолидированного отчета о движении денежных средств // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 32. С. 14–29.

14. *Когденко В.Г.* Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 33. С. 2–16.

15. *Когденко В.Г., Мельник М.В.* Интегрированная отчетность: вопросы формирования и анализа // Международный бухгалтерский учет. 2014. № 10. С. 2–15.

16. Консультационный проект международной структуры <IR>. Интегрированная отчетность. URL: http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/05/Consultation-Draft-of-the-InternationalIRFramework-Russian.pdf.

17. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.

18. *Уэллс Дж.Т.* Корпоративные мошенничества. Уроки негативной стороны бизнеса / пер. с англ. М.: Маросейка, 2010. 624 с.

19. Cash is king. Управление денежными потоками компании. М.: Актион-Медиа, 2012. 144 с.

20. The International <IR> Framework. URL: http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf/.

Economic analysis: theory and practice ***Financial management***
ISSN 2311-8725 (Online)
ISSN 2073-039X (Print)

INFLUENCE OF THE VALUE-BASED MANAGEMENT CONCEPT ON REPORTING IMPROVEMENT, ANALYSIS AND FINANCIAL MANAGEMENT DEVELOPMENT

Vera G. KOGDENKO

Abstract

Importance The article discusses new trends in the modern finance related to the value-based management concept implementation.

Objectives The objective of the paper is to study the influence of the value-based management concept on improving the reporting, developing procedures for financial and economic analysis, and new approaches to financial management.

Methods The objective principles of the systems approach, using the ideas of economic analysis, logical and comprehensive approach to assessing economic phenomena and processes served as a methodological basis of the study.

Results The article discusses the issues of formation and analysis of integrated reporting. I present the main changes in reporting, namely the inclusion of non-financial, estimated figures enabling to assess changes in company value. The article deals with the problem of accounting abuses and suggests assessing the quality of earnings and assets reported in financial statements. I consider the ways of improving the fundamental analysis, and present the key indicators of capital, profits, cash flows used therein. I also examine indicators for the analysis of six types of capital, i.e. industrial, financial, human, intellectual, social, and natural. I offer a method of fundamental analysis, which includes the analysis of three areas of decision-making: finance, investment, and operations, as well as the analysis of fundamental value and market capitalization. The article considers the modern concept of financial management, i.e. the value-based management, which implements the ideas of cost management as a basis for decisions to increase value. This paper analyzes the specifics of short-term and long-term financial policies focused on value maximization.

Conclusions and Relevance I substantiate the main directions of economic analysis and financial management development in the context of implementing the value-based management concept. The article may be useful for financial service experts making financial decisions in the context of value-based management.

Keywords: integrated reporting, fundamental analysis, value-based management, short-term financial policy, long-term financial policy

References

1. Buffett W. *Esse ob investitsiyakh, korporativnykh finansakh i upravlenii kompaniyami* [Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2009, 335 p.

2. Berzon N.I., Buyanova E.A., Gazman V.D. *Innovatsii na finansovykh rynkakh* [Innovations in financial markets]. Moscow, NRU HSE Publ., 2013, 420 p.

3. Bernstein L.A. *Analiz finansovoi otchetnosti: teoriya, praktika i interpretatsiya* [Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2002, 623 p.

4. Brown D., Bentley K. *Vse o strategiyakh investirovaniya na fondovom rynke* [All About Stock Market Strategies: The Easy Way To Get Started]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2013, 254 p.

5. Brealey R., Myers S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2007, 1008 p.

6. Graham B., Zweig J. *Razumnyi investor* [The Intelligent Investor]. Moscow, Vil'yams Publ., 2009, 672 p.

7. Drucker P.F. *Entsiklopediya menedzhmenta* [Selected works on management]. Moscow, Vil'yams Publ., 2004, 432 p.

8. Endovitskii D.A., Lyubushin N.P., Babicheva N.E. Resursoorientirovannyi ekonomicheskii analiz: teoriya, metodologiya, praktika [A resource-oriented economic analysis: theory, methodology, practice]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2013, no. 38, pp. 2–8.

9. Zack G.M. *Spravedlivaya stoimost' – soblazny manipulirovaniya otchetnost'yu. Novye global'nye riski i metody ikh vyyavleniya* [Fair Value Accounting Fraud: New Global Risks and Detection Techniques]. Moscow, Maroseika Publ., 2011, 230 p.

10. Ivashkovskaya I.V., Kokoreva M.S., Stepanova A.N., Grigor'eva S.A. *Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii (korporativnye finansovye resheniya na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala)* [An empirical analysis of Russian companies (corporate financial decisions on developing capital markets)]. Moscow, INFRA-M Publ., 2012, 281 p.

11. Kovacich G.L. *Protivodeistvie moshennichestvu. Kak razrabotat' i realizovat' programmu meropriyatii* [Fighting Fraud. How to Establish and Manage an Anti-Fraud Program]. Moscow, Maroseika Publ., 2011, 310 p.

12. Kogdenko V.G. Analiz strategii biznesa s pomoshch'yu finansovykh modelei [Analysis of a business strategy using financial models]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial analytics: science and experience*, 2010, no. 13, pp. 30–38.

13. Kogdenko V.G. Metodika analiza konsolidirovannogo otcheta o dvizhenii denezhnykh sredstv [The methodology of the consolidated cash flow statement analysis]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2013, no. 32, pp. 14–29.

14. Kogdenko V.G. Fundamental'nyi analiz kompanii: osobennosti i klyuchevye indikatory [Fundamental analysis: specifics and key performance indicators]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic analysis: theory and practice*, 2014, no. 33, pp. 2–16.

15. Kogdenko V.G., Mel'nik M.V. Integrirovannaya otchetnost': voprosy formirovaniya i analiza [Integrated reporting: generation and analysis]. *Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet = International accounting*, 2014, no. 10, pp. 2–15.

16. *Konsul'tatsionnyi proekt mezhdunarodnoi struktury <IR>. Integrirovannaya otchetnost'* [The International <IR> Framework. Integrated Reporting]. Available at: http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/05/Consultation-Draft-of-the-InternationalIRFramework-Russian.pdf. (In Russ.)

17. Copeland T., Koller T., Murrin J. *Stoimost' kompanii: otsenka i upravlenie* [Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2005, 576 p.

18. Wells J.T. *Korporativnye moshennichestva. Uroki negativnoi storony biznesa* [Corporate Fraud Handbook]. Moscow, Maroseika Publ., 2010, 624 p.

19. *Cash is king. Upravlenie denezhnymi potokami kompanii* [Cash is King. Cash Flow Management of a Company]. Moscow, Aktion-Media Publ., 2012, 144 p.

20. The International <IR> Framework. Available at: http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf/.

Vera G. KOGDENKO
National Research Nuclear University MEPhI,
Moscow, Russian Federation
kogdenko7@mail.ru