

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВНУТРЕННИХ СТЕЙКХОЛДЕРОВ КОМПАНИИ: СОБСТВЕННИКОВ И МЕНЕДЖМЕНТА**Вера Геннадьевна КОГДЕНКО**

доктор экономических наук, заведующая кафедрой финансового менеджмента,
Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ», Москва, Российская Федерация
kogdenko7@mail.ru

История статьи:

Получена 18.05.2017
Получена в доработанном виде
29.05.2017
Одобрена 05.06.2017
Доступна онлайн 28.06.2017

УДК 657.37(075.8)

JEL: G30, G32

<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1108>

Ключевые слова: внешняя среда, анализ эффективности, стратегические и операционные решения, стейкхолдеры

Аннотация

Предмет. Рассматриваются вопросы оценки эффективности деятельности внутренних стейкхолдеров компании с учетом влияния на деятельность компании внешней среды.

Цели. Разработка методики анализа эффективности деятельности внутренних стейкхолдеров на основе консолидированной отчетности и информации о внешней среде компании.

Методология. Методологическую основу анализа эффективности деятельности стейкхолдеров составили объективные принципы системного подхода, использование положений перспективного экономического анализа, логического и комплексного подходов к оценке экономических явлений и процессов.

Результаты. Разработана методика анализа эффективности внутренних стейкхолдеров, включающая два этапа. В ходе первого этапа исследуется внешняя среда компании, главным образом отраслевая среда, и обосновывается индикатор изменений во внешней среде – сводный отраслевой индекс объема производства и цен на продукцию. На основе сравнения сводного индекса и индекса изменения финансовых результатов компании обосновывается вывод об эффективности внутренних стейкхолдеров. На втором этапе исследуется эффективность в части стратегических и операционных решений. Для оценки стратегических решений анализируется инвестиционная активность и ее влияние на долгосрочную эффективность бизнеса – темп роста и рентабельность инвестированного капитала. Для оценки операционной эффективности исследуются вторичные факторы стоимости – рентабельность продаж и оборачиваемость инвестированного капитала. Предложенная методика апробирована на данных системообразующей российской компании.

Выводы. Разработанная методика позволяет оценить влияние внешней среды на показатели эффективности компании, а также эффективность стратегических и операционных решений, принимаемых стейкхолдерами. Статья может быть полезна аналитикам, оценивающим деятельность компании на основе консолидированной отчетности.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Для решения системных проблем российской экономики необходимы эффективные инструменты контроля и анализа, позволяющие адекватно оценивать деятельность ключевых стейкхолдеров компаний – собственников и менеджмента. Анализ эффективности их деятельности может быть реализован с помощью особых инструментов, ориентированных на объективную оценку их меры ответственности за результаты деятельности компаний и перспективы развития бизнеса. Традиционно в процессе анализа оценивается общий уровень операционной эффективности бизнеса без выделения влияния на нее внешней среды, а также принимаемых собственниками и менеджментом стратегических и операционных решений. Однако для объективной оценки необходим алгоритм выявления влияния внешних факторов отдельно от внутренних, а также в части оценки внутренних факторов – выявление влияния отдельно

менеджмента и собственников на результаты деятельности компании.

Исследователи подчеркивают необходимость оценивать деятельность различных стейкхолдеров и отмечают, что любой конкретный показатель или соотношение приобретает смысл только в свете выбранной точки зрения [1]. Однако существующие методики оценки деятельности различных стейкхолдеров не вполне адекватны современным требованиям.

Показатели эффективности и рискованности компании существенно зависят от изменений, происходящих во внешней макросреде и отрасли. В связи с этим в ходе анализа необходимо ответить на следующие вопросы:

- насколько проблемы бизнеса связаны с внешней средой?

- смогла ли компания в полной мере воспользоваться возможностями, которые предоставляет внешняя среда?
- насколько эффективны собственники и менеджмент компании в управлении бизнесом?

Исследуя влияние внешней среды на деятельность компании и создаваемую стоимость, эксперты отмечают, что макроэкономическая конъюнктура выступает более мощным детерминантом создания акционерной стоимости по сравнению с индивидуальными характеристиками компании [2]. Поэтому на начальном этапе анализа эффективности управления бизнесом необходима оценка влияния внешних факторов. Затем требуется оценить эффективность стратегических решений, ответственность за которые должны нести собственники компании. На заключительном этапе анализируется операционная эффективность, которая в полной мере контролируется менеджментом компании. Такого рода анализ должен затрагивать достаточно длительный период времени, не менее пяти лет с тем, чтобы оценить долговременные тенденции в развитии бизнеса и принимаемые стейкхолдерами стратегические решения. При этом необходимо отметить, что алгоритмы оценки операционной эффективности хорошо известны, для такой оценки используется множество аналитических показателей – рентабельность, контролируемость расходов, оборачиваемость, ликвидность, финансовая устойчивость, др. [3].

В то же время алгоритмы оценки влияния внешней среды и оценки эффективности стратегических (не операционных) решений требуют дальнейшего развития, поскольку исследования в этом направлении достаточно редки. В частности, результаты таких исследований опубликованы в трудах И.В. Ивашковской [4], С.А. Григорьевой, М.С. Кокоревой, А.Н. Степановой [5], Н.С. Пласковой [6].

В разработанной методике анализа реализуются алгоритмы раздельной оценки влияния трех групп факторов:

- внешняя среда, в качестве индикатора которой предлагается использовать сводные и агрегированные индексы изменения цен и объема производства в отрасли, поскольку эти индикаторы учитывают также влияние макросреды и отражают совокупное влияние внешней среды на бизнес. При этом дополнительно надо исследовать влияние на финансовые результаты компании таких

параметров макросреды, как валютный курс, процентные ставки, налоговая нагрузка, фондовый индекс;

- стратегические решения стейкхолдеров-инсайдеров (собственников), а именно – решения относительно аллокации ресурсов, корпоративной стратегии, инвестиционной и инновационной деятельности компании, распределительной политики, решения по привлечению, погашению, изменению величины и структуры инвестированного в бизнес капитала. В качестве основных индикаторов эффективности долгосрочных решений целесообразно использовать показатели активности и эффективности инвестиционной деятельности компании, а также трендовые модели рентабельности инвестированного капитала, учитывая при этом, что именно инвестиционная деятельность определяет долгосрочную рентабельность бизнеса и его устойчивый темп роста;

- операционные решения стейкхолдеров-инсайдеров (менеджмента), а именно – решения относительно использования всех видов капитала, контроля над расходами, маркетингового комплекса, другие решения, влияющие на операционную эффективность компании. В качестве ключевых обобщающих индикаторов целесообразно использовать годовые показатели рентабельности инвестированного капитала, а также факторы ее декомпозиции до уровня операционных показателей [7].

Параметры внешней среды, большинство из которых практически не контролируются стейкхолдерами-инсайдерами, включают следующие:

- макроэкономические – деловой цикл, валютный курс, процентные ставки, государственная политика;
- отраслевые – объем предложения, волатильность цен и спроса, действия конкурентов и интенсивность конкуренции. Отраслевые факторы наиболее существенно влияют на компании, создающие незначительную добавленную стоимость, к которым относятся компании, занимающиеся добычей и переработкой природного сырья;
- окружающую микросреду – деятельность контрагентов, а именно – поставщиков, покупателей, маркетинговых посредников,

конкурентов и др. Важно учитывать, что этот фактор внешней среды в значительной степени находится под влиянием и контролем собственников и руководства компании, поэтому выбор контрагентов внешней микросреды можно отнести к характеристикам эффективности деятельности ключевых стейкхолдеров-инсайдеров.

Переходя к рассмотрению факторов внутренней среды, необходимо отметить, что не все из них находятся под полным контролем менеджмента и собственников, поэтому внутренние факторы, влияющие на эффективность деятельности, целесообразно разделить на группы:

- объективные, на которые собственники и менеджмент не могут влиять, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. В частности, это фаза жизненного цикла компании, размер и структура бизнеса, имеющиеся на текущий момент ресурсы (виды капитала), заключенные долгосрочные договоры и соглашения, другие факторы, не контролируемые в полной мере собственниками и руководством;
- контролируемые собственниками компании. Как правило, это аллокация ресурсов (временной горизонт, аппетит к риску и отрасль), стратегии, инновации и инвестиции, распределительная политика, структура капитала;
- контролируемые менеджментом компании, за которые он несет ответственность, в частности, это эффективность использования ресурсов, эффективность рыночной и операционной деятельности компании, другие вопросы краткосрочной финансовой политики.

Таким образом, факторы внешней и внутренней среды необходимо разделить на контролируемые и неконтролируемые стейкхолдерами, а затем определить факторы, контролируемые отдельно собственниками и менеджментом. Только с учетом зоны контролируемости можно оценить эффективность решений, принимаемых определенной группой стейкхолдеров.

В процессе анализа важно учитывать то, что ответственность собственников и руководства за эффективность деятельности компании зависит от распределения полномочий между советом директоров и менеджментом компании за принятие стратегических и операционных решений. В соответствии с Федеральным законом

«Об акционерных обществах»¹ к компетенции общего собрания акционеров и совета директоров относятся решения стратегического характера, в частности:

- определение приоритетных направлений деятельности общества;
- реорганизация общества;
- увеличение и уменьшение уставного капитала общества;
- приобретение размещенных обществом акций, облигаций и иных ценных бумаг; дробление и консолидация акций;
- выплата (объявление) дивидендов;
- принятие решений о сделках, в которых есть заинтересованность и о крупных сделках;
- принятие решения об участии в финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций;
- определение цены имущества, цены размещения или порядка ее определения и цены выкупа эмиссионных ценных бумаг;
- образование исполнительного органа общества и др.

Необходимо подчеркнуть ключевую роль совета директоров в определении траектории развития бизнеса и создании им стоимости, что обусловлено тем, что он гармонизирует интересы всех стейкхолдеров, стимулирует и консолидирует интеллектуальный капитал, предоставленный ими [8]. При этом исследователи отмечают также объективную заинтересованность менеджмента в долгосрочном развитии компании: менеджмент ориентирован на получение гарантированного высокого заработка и поэтому заинтересован в построении стратегии долгосрочного устойчивого развития компании [8].

В целом ответственность собственников – это видение перспектив бизнеса, прогнозирование наиболее существенных рисков, в том числе связанных с макросредой, выбор партнеров, инновации и инвестиции, распределение ресурсов. По мнению Людо Ван дер Хейдена собственник задает формат GVR (Goals, Values, Rules) – цели, ценности, правила [9].

¹ Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ.

Между тем фактическое распределение полномочий между ключевыми стейкхолдерами может быть различным. В зависимости от функций, которые реализует совет директоров, исследователи выделяют несколько его типов [10]:

- церемониальный – выполнение нормативных требований и формальное утверждение решений менеджмента. В этом случае вся полнота ответственности за стратегические и операционные решения лежит на менеджменте;
- контролирующий – контроль деятельности и результатов действий менеджмента. В этом случае ответственность и за стратегические, и за операционные решения в значительной мере лежит на совете директоров;
- операционный – выполнение функций менеджмента, то есть управление операционной деятельностью компании. Вся ответственность за деятельность компании лежит на совете директоров. При таком распределении полномочий стратегическим решениям может уделяться недостаточное внимание;
- консультативный – консультирование собственников и менеджмента. В этом случае при размытости полномочий ответственность за решения в большей части лежит на менеджменте;
- стратегический – обсуждение и принятие стратегических решений. При таком распределении полномочий ответственность за стратегические решения лежит на совете директоров, за операционные – на менеджменте.

Оптимальный вариант распределения полномочий – тот, при котором стратегия, долгосрочное видение и инновации, а также контроль деятельности исполнительных органов осуществляется собственниками и советом директоров, менее значимые решения относительно операционной деятельности компании входят в компетенцию менеджмента.

Если стратегические решения принимает совет директоров, то деятельность собственников оценивается активностью и долгосрочной эффективностью инвестиционной деятельности, а деятельность менеджмента – эффективностью операционной и рыночной деятельности, эффективностью использования ресурсов (всех видов капитала) и контроля над расходами. Важно учитывать, что советы директоров российских компаний, по данным экспертов, в основном,

состоят из менеджеров компании, представителей контролирующего акционера, и связанных с акционерным обществом компаний [11].

Таким образом, при оптимальном распределении полномочий краткосрочная финансовая политика, то есть вопросы эффективности использования ресурсов, управления оборотным капиталом, формирования структуры краткосрочных источников капитала, находятся в компетенции менеджмента. Что касается долгосрочной финансовой политики, а именно – трех важнейших решений, принимаемых в рамках этой политики – решений о структуре капитала, инвестициях и распределительной политике, то здесь существенно влияние собственников компании в лице совета директоров, поскольку в его компетенции стратегия, крупные сделки, определение величины дивидендов, увеличение и уменьшение уставного капитала, то есть ключевые вопросы финансовой и инвестиционной деятельности компании.

Исследуя три важнейших стратегических решения, необходимо учитывать, что мнения исследователей расходятся в оценке существенности влияния политики структуры капитала и распределительной политики на долгосрочную эффективность бизнеса и его фундаментальную стоимость. Так, теория Модильяни – Миллера обосновывает точку зрения о том, что эти два решения не имеют существенного влияния на создаваемую стоимость (в идеальной финансовой среде). Другие исследователи, хотя и отмечают определенное влияние этих решений на средневзвешенную стоимость капитала и фундаментальную стоимость, тем не менее считают, что определяющее влияние на стоимость бизнеса оказывают решения, принимаемые в рамках инвестиционной и операционной деятельности [12]. При этом решения, принимаемые в рамках инвестиционной деятельности, формируют долгосрочную эффективность бизнеса, а именно – период ускоренного роста и уровень рентабельности инвестированного в бизнес капитала [13]. Решения, принимаемые в рамках операционной деятельности, влияют на краткосрочную рентабельность инвестированного капитала. Именно поэтому в основе оценки эффективности собственников и менеджмента лежат индикаторы инвестиционной и операционной деятельности. Предлагаемый алгоритм выявления влияния внешних факторов на деятельность компании и оценки эффективности собственников и менеджмента представлен на *рис. 1*.

На *первом этапе* оценивается влияние изменений во внешней макросреде и отрасли на деятельность компании. В значительной мере это влияние сказывается на динамике объема продаж и цен реализации. Особенно существенно влияние внешней среды на компании с низкой добавленной стоимостью, то есть компании первичного сектора экономики (добыча природного сырья и его переработка и др.), и отчасти вторичного сектора экономики (обрабатывающая промышленность и др.).

Определяя отраслевые индексы изменения объема и цен и сравнивая их с динамикой финансовых результатов компании, необходимо установить, насколько результаты компании обусловлены влиянием внешней среды и насколько связаны с внутренними факторами, в первую очередь с эффективностью принимаемых стратегических и операционных решений. Ключевым параметром в таком анализе является сводный индекс изменения объема производства и уровня цен, который предлагается рассчитывать следующим образом:

- определение отраслевых индексов изменения производства по всем ключевым видам продукции, производимым компанией;
- определение рыночных индексов изменения цен по всем ключевым видам продукции;
- расчет агрегированных индексов, как произведения индексов объема и цен, учитывающих совокупное изменение объема и цен по всем видам продукции отдельно;
- расчет сводного годового индекса, учитывающего изменения объема и цен за год по всем видам продукции с учетом их весов в выручке компании по формуле:

$$I_C = \sum_{i=1}^I w_i \times I_i^V \times I_i^P,$$

где w_i – удельный вес i -го вида продукции в выручке предприятия;

I_i^V – индекс изменения отраслевого объема производства i -го вида продукции;

I_i^P – индекс изменения рыночных цен на i -й вид продукции.

Далее рассчитываются индексы изменения финансовых результатов компании и сравниваются со сводным отраслевым индексом. Кроме того,

рассчитывается коэффициент эластичности по следующей формуле:

$$E = \frac{I_{FR} - 1}{I_C - 1},$$

где I_{FR} – индекс изменения финансовых результатов компании.

Коэффициент эластичности показывает, на сколько процентов изменились финансовые результаты компании при изменении сводного индекса на один процент. При положительной динамике внешней среды и значении коэффициента, превышающем единицу, можно делать заключение о высокой эффективности руководства и собственников компании. Значение меньше единицы при положительной динамике внешней среды свидетельствует о неэффективности внутренних стейкхолдеров. Если динамика индекса негативна вследствие снижения объема и рыночных цен, то значение коэффициента эластичности должно быть меньше единицы для обоснования вывода об эффективности управления бизнесом. То есть бизнес должен расти в большей степени, чем растет рынок и в случае сокращения рынка сокращаться в меньшей степени, чем рынок.

Кроме изменения отраслевого объема и рыночных цен необходимо учитывать и другие факторы внешней среды, существенно влияющие на финансовые результаты и эффективность компании, в том числе изменение валютного курса, которое может повлиять не только на выручку и расходы компании, но и на прочий финансовый результат из-за возникновения курсовых разниц, изменение процентных ставок, фондового индекса.

После расчета сводного индекса и коэффициента эластичности определяется влияние внешней среды на финансовые результаты компании в абсолютных показателях. Для этого производится компаундирование показателей финансовых результатов на величину сводного индекса, в результате которого определяется тот уровень финансовых результатов, который сформировался бы у компании, если бы он изменялся только под воздействием внешней среды (сводного индекса объема и цен) по формуле:

$$NOPAT_i^C = NOPAT_{i-1} \times I_C,$$

где $NOPAT_i$, $NOPAT_{i-1}$ – чистая операционная прибыль i -го и $(i - 1)$ -го годов соответственно;

I_{Ci} – сводный индекс i -го года анализируемого периода, отражающий динамику объема производства и цен в отрасли в i -м году по сравнению с $(i - 1)$ -м.

Разность между фактически достигнутыми и компаундированными финансовыми результатами показывают влияние внутренних факторов. Если достигнутые результаты выше расчетных (компаундированных), то это свидетельствует об эффективности управления бизнесом и в стоимостном выражении показывает вклад внутренних факторов в изменение финансовых результатов. Таким образом, на этом этапе обосновывается вывод об эффективности стейкхолдеров, принимающих как стратегические, так и операционные решения – собственников и менеджмента.

На *втором этапе* производится раздельная оценка эффективности двух ключевых групп стейкхолдеров, принимающих стратегические и операционные решения.

Показатель для оценки эффективности инсайдеров, принимающих стратегические решения – это эффективность в реализации инвестиционных возможностей компании [14]. Как следствие успешной инвестиционной политики можно рассматривать такие индикаторы, как динамика рыночной доли, долгосрочный тренд рентабельности инвестированного капитала, долгосрочная динамика капитализации. Таким образом, эффективность инвестиционных решений имеет определяющее значение для всех индикаторов эффективности компании.

В процессе анализа инвестиционной деятельности в первую очередь необходимо оценить наличие инвестиционных возможностей в отрасли. О благоприятных внешних условиях в рамках существующего бизнеса свидетельствуют следующие признаки:

- низкие страновые и региональные риски;
- рост объема производства в отрасли и улучшение конъюнктуры отраслевых рынков;
- опережающий по сравнению со средней инфляцией рост цен на продукцию отрасли;
- повышение показателей эффективности компаний отрасли;
- рост показателей загрузки и улучшение состояния производственных мощностей компаний отрасли;

- отсутствие чрезмерных остатков денежных средств на счетах компаний.

Необходимо отметить, что несмотря на значительное количество исследований до сих пор не существует единой устоявшейся теории, которая полностью объясняла бы инвестиционное поведение компаний и динамику инвестиций в целом, а результаты различных исследователей зачастую кардинально отличаются друг от друга [15, 16]. Авторы сходятся во мнении о том, что объем инвестиций определяется двумя группами факторов – потребностью в инвестициях и возможностью их финансировать. При оценке инвестиционной деятельности необходимо учитывать, что инвестиционные затраты компаний имеют волнообразный характер. В результате компании, прошедшие период низкой инвестиционной активности, могут иметь более высокие показатели рентабельности и оборачиваемости активов, а компании, прошедшие период высокой инвестиционной активности, могут характеризоваться более низкой рентабельностью и оборачиваемостью [17].

Исследователями доказано, что компании формируют свою инвестиционную политику в зависимости от результатов деятельности и степени финансовой ограниченности, то есть уровень инвестирования компании находится в прямой зависимости от величины внутренних источников финансирования [18]. Именно поэтому в качестве индекса инвестиционной активности целесообразно использовать отношение инвестиционных затрат к выручке, учитывая при этом, что инвестиции в расширенное воспроизводство обеспечивает величина инвестиций, превышающая 20% от выручки. Таким образом, алгоритм оценки инвестиционной деятельности компании включает следующие процедуры:

- оценку инвестиционной активности компании и определение периода интенсивных инвестиций – периода, когда инвестиции превышают 20% от выручки;
- оценку инвестиционной активности через норму инвестирования, то есть отношение прироста инвестированного капитала к чистой операционной прибыли;
- установление вида инвестиционной стратегии: консервативный рост за счет приобретения реальных активов и расширения собственных производственных возможностей или агрессивный рост за счет приобретения контроля

над другими организациями и расширения производственных возможностей за счет приобретаемых компаний. Установление вида инвестиционной стратегии осуществляется на основе анализа структуры платежей по инвестиционной деятельности в разрезе платежей по осуществляемым реальным и финансовым инвестициям;

- построение регрессионных и трендовых моделей инвестиций и рентабельности инвестированного капитала в рамках перспективного анализа. При этом необходимо учитывать, что на эффективность деятельности компании влияют три фактора: внешняя среда, эффективность инвестиционной деятельности (долгосрочная финансовая политика), эффективность операционной деятельности (краткосрочная финансовая политика).

Оценивая инвестиционную активность компании, необходимо учитывать, что высокая инвестиционная активность приводит к существенному снижению свободного денежного потока, непосредственно влияющего на фундаментальную стоимость, поэтому прирост прибыли от инвестиций должен возмещать потери в свободном денежном потоке.

Чтобы обосновать минимально необходимый темп роста прибыли в результате осуществления инвестиций, можно воспользоваться формулой свободного денежного потока при отсутствии инвестиций в расширенное воспроизводство (первая формула) и формулой свободного денежного потока при условии осуществления инвестиций в расширенное воспроизводство (вторая формула):

$$FCF = NOPAT;$$

$$FCF = NOPAT(1 + g)(1 - n),$$

где g – темп прироста чистой операционной прибыли;

n – норма инвестирования, рассчитываемая, как отношение чистых инвестиций к чистой операционной прибыли.

Исходя из представленной системы уравнений минимально необходимый темп прироста чистой операционной прибыли равен:

$$g = \frac{n}{1 - n}.$$

Из представленной зависимости следует вполне закономерный вывод о том, что чем больше норма инвестирования, тем выше должен быть будущий рост прибыли.

В процессе анализа инвестиционной активности необходимо учитывать, что эффективность инвестиций можно оценить только в долгосрочном периоде. Для оценки инвестиционной активности с помощью показателя рентабельности инвестированного капитала необходимо использовать методы перспективного анализа, в числе которых следующие:

- трендовые модели, которые позволяют моделировать долгосрочную рентабельность инвестированного капитала, формирующуюся под влиянием осуществляемых инвестиций, на основе линейных, логарифмических, экспоненциальных, полиномиальных, степенных моделей;
- экспоненциальное сглаживание, которое обеспечивает прогнозирование показателя рентабельности инвестированного капитала, но при этом подавляет колебания исходного ряда и шума. В Excel 2016 этот инструмент реализуется с помощью листа прогноза, в более ранних версиях – с помощью функций². Преимуществом этого варианта прогноза является то, что он может использоваться при наличии данных только за несколько периодов при неопределенности общей тенденции: рост или снижение;
- регрессионные модели, с помощью которых моделируется величина рентабельности на основе установленных зависимостей между ней и определяющими ее факторами, в частности, инвестиционной активностью.

Эффективность инвестиционной деятельности компании можно также оценивать на основе сопоставления рыночной и фундаментальной стоимости акции, как это предлагают З. Боди, Р. Мертон [19.]. Основой для такого анализа является формула фундаментальной стоимости:

$$P_A = \frac{EPS}{k_S} + NPV_F,$$

где EPS – прибыль, приходящаяся на акцию;

k_S – требуемая доходность собственного капитала;

NPV_F – чистая приведенная стоимость будущих инвестиций.

² ПРЕДСКАЗ.ETS; ПРЕДСКАЗ.ETS.ДОВИНТЕРВАЛ.

Из формулы следует, что если компания инвестирует только в замещение выбывающих производственных мощностей, то чистая приведенная стоимость инвестиций равна нулю, а стоимость определяется только прибылью. При этом осуществляются поддерживающие инвестиции, направленные на сохранение стоимости и обеспечивающие воспроизводство внеоборотных активов. Если же рентабельность инвестиций превышает требуемую доходность, то есть чистая приведенная стоимость инвестиций больше нуля, то стоимость компании будет выше базового варианта (варианта замещения производственных мощностей). Однако если осуществляемые инвестиции будут иметь отрицательную чистую приведенную стоимость, то фундаментальная стоимость будет снижаться.

Исходя из этой формулы можно определить, как рынок оценивает инвестиционные возможности компании. Если рыночная стоимость выше фундаментальной, рассчитанной по формуле капитализации прибыли, то величина превышения – это и есть оценка чистой приведенной стоимости предполагаемых инвестиций, то есть ценность осуществляемых в будущем инвестиций. При этом важны не инвестиции сами по себе, а то, что они приводят к росту доходности инвестированного капитала, то есть у компании есть инвестиционные возможности, которые приведут к тому, что ставка доходности новых инвестиционных проектов компании превысит сложившийся на рынке уровень доходности [19], что и обусловит рост рыночных котировок.

Дополняющими индикаторами инвестиционной политики являются следующие показатели:

- темп прироста внеоборотных активов;
- структура внеоборотных активов в разрезе финансовых и реальных активов;
- коэффициенты движения и состояния основных средств и нематериальных активов, в частности, коэффициент ввода и годности;
- темп прироста долгосрочных финансовых вложений;
- отношение прироста внеоборотных активов к выручке;
- темп прироста инвестированного капитала.

В процессе анализа инвестиционной деятельности необходимо оперировать долгосрочными значениями, рассчитанными за длительный период

деятельности компании (не менее пяти лет), поскольку инвестиционные процессы носят волнообразный характер, и годовые показатели эффективности деятельности компании не дают возможности оценить долгосрочную эффективность принимаемых инвестиционных решений. Эффективная инвестиционная деятельность должна приводить к повышению рентабельности инвестированного капитала, по крайней мере в течение ограниченного периода [20].

После оценки эффективности инвестиционной деятельности на основе трендовых моделей, построенных на основе данных долгосрочного периода, а также капитализации, можно переходить к оценке эффективности операционной деятельности и краткосрочной финансовой политики. В этих целях предлагается использовать следующую систему индикаторов, рассчитываемых по итогам квартала и года:

- рентабельность инвестированного капитала как обобщающий показатель эффективности и его отклонение от тренда;
- рентабельность продаж;
- коэффициент оборачиваемости внеоборотных активов;
- коэффициент оборачиваемости оборотных активов;
- коэффициенты расходов;
- рентабельность прочей деятельности.

Завершая анализ эффективности деятельности стейкхолдеров, необходимо обосновать выводы, используя при этом соотношения, представленные в *табл. 1*.

Предложенная методика апробирована на данных российской компании – производителя цветных металлов, выручка которой за исследуемый период формируется на 78–93% за счет продажи основных видов металлов – никеля, меди, палладия, платины. Информация для расчета сводного индекса влияния внешней отраслевой среды на эффективность деятельности компании представлена в *табл. 2*. Индексы изменения цен и объема производства определялись как отношение отчетного года к предыдущему (цепные индексы).

Как следует из анализа данных, представленных в *табл. 2*, рынки цветных металлов характеризуются высокой волатильностью, индексы изменения цен

и объема производства нестабильны, при этом во многих годах анализируемого периода фиксируется снижение рыночных индикаторов. Для оценки стратегических решений собственников и менеджмента необходимы также базисные индексы, показывающие изменение объема и цен в 2016 г. по сравнению с 2009 г. Эти индексы следующие:

- никель – 0,91;
- медь – 1,87;
- палладий – 4,11;
- платина – 1,03.

Далее для определения сводного индекса на основе публикуемой информации определяются доли различных видов продукции в выручке компании, полученной от основных видов металлов (*табл. 3*).

Как следует из анализа данных (*табл. 3*), доля никеля в выручке снижается, доля меди и платины относительно стабильна, доля палладия растет. Стратегические решения по изменению хозяйственного портфеля компании можно оценивать на основе базисных индексов по металлам. Эти решения можно квалифицировать как эффективные, поскольку сокращается доля никеля, который характеризуется индексом 0,91, доля палладия растет, при этом он характеризуется индексом 4,11.

Далее на основе информации, представленной в *табл. 2, 3*, рассчитан сводный индекс, как средневзвешенный индекс изменения объема и цены (*табл. 4*).

Базисное значение индекса, показывающее изменение объема и цен относительно 2009 г. равно 1,6. Именно сводный индекс дает понимание того влияния, которое оказывает внешняя среда на компанию. Можно отметить 2011, 2013, 2015 гг., когда влияние внешней среды на компанию было негативным. Сводный индекс, характеризующий внешнюю среду, далее сравнивается с индексами роста финансовых результатов – выручки и чистой операционной прибыли (*табл. 5*).

Базисные индексы по финансовым результатам равны 0,81 по выручке и 1,77 по чистой прибыли. Сравнение сводных индексов с индексами финансовых результатов компании дает основание для следующих выводов:

- в 2010, 2012, 2016 гг. деятельность собственников и руководства компании в части

стратегических решений можно признать неэффективной, поскольку индекс роста выручки существенно ниже сводного индекса;

- 2011, 2012, 2013 гг. можно отметить как периоды снижения эффективности операционных решений в части контроля над расходами и прочими операциями, поскольку в этих периодах темп прироста чистой прибыли ниже темпа прироста выручки;
- в целом за весь период базисный индекс изменения выручки 0,81 существенно ниже базисного сводного индекса (1,6), что свидетельствует о неэффективных стратегических решениях. Но поскольку индекс роста чистой прибыли (1,77) превышает сводный индекс, можно сделать заключение об относительной эффективности операционных решений.

Рассчитанный сводный индикатор влияния внешней среды на финансовые результаты компании позволил определить компаундированную прибыль компании (*табл. 6*).

Как видно из полученных результатов расчетов, фактическая прибыль превышает компаундированную на отрезках 2010–2011 и 2014–2015 гг., что свидетельствует о высокой эффективности решений, принимаемых инсайдерами.

Самое существенное отклонение фактической прибыли от расчетной фиксируется в 2013 г., поскольку на фоне роста сводного индекса прибыль компании снижается. Также существенное влияние оказала внешняя среда, а именно изменение валютного курса, на прочий финансовый результат компании. Оценка такого влияния представлена в *табл. 7*.

Как показывают расчеты, наиболее существенное влияние на прибыль оказали отрицательные курсовые разницы в 2014 г. вследствие снижения курса рубля и наличия у компании валютных обязательств. Поэтому существенное повышение операционной прибыли в 2014 г. не привело к такому же значительному увеличению прибыли до вычета процентов и налога, что можно считать следствием неблагоприятного воздействия внешней среды на финансовые результаты компании.

Для оценки эффективности инвестиционной деятельности рассчитаны относительные показатели инвестиционной активности,

идентифицирована инвестиционная стратегия (*табл. 8*), а также построен тренд рентабельности инвестированного капитала, рассчитанной по чистой операционной прибыли (*рис. 2*).

Как показывают расчеты, пик инвестиционной активности компании пришелся на 2011–2012 гг., затем последовал спад инвестиций, который перешел в повышение инвестиционной активности в 2016 г. В целом инвестиционную активность можно оценивать как достаточно высокую, поскольку отношение инвестиций к выручке в четырех годах из восьми лет анализируемого периода превышало 20%, отношение инвестиций к амортизации в среднем за исследуемый период – 2,9. При этом необходимо отметить, что норма инвестирования в 2011, 2013–2015 гг. была отрицательной, то есть инвестированный капитал снижался, что связано со стратегией компании, ориентированной на выход из неэффективных активов. В среднем за исследуемый период норма инвестирования оказалась отрицательной, при этом темп прироста чистой операционной прибыли выше нормы инвестирования, что можно оценивать позитивно.

Оценивая инвестиционную стратегию, можно сделать вывод о том, что она является органической, направленной на расширение производственных возможностей компании за счет приобретения реальных, а не финансовых активов.

Переходя к оценке эффективности инвестиционной деятельности, можно отметить, что уровень рентабельности инвестированного капитала достаточно высок, превышает 15% (*рис. 2*). При этом тренды рентабельности имеют восходящий характер, что свидетельствует об эффективности осуществляемых инвестиций и эффективности принимаемых стратегических решений. Нижняя точка рентабельности приходится на пик инвестиционной активности, что вполне объяснимо, поскольку увеличивающийся инвестированный капитал (знаменатель формулы) с определенным лагом приводит к росту операционной прибыли (числитель формулы).

Для оценки качества решений в отношении операционной деятельности рассчитаны показатели, представленные в *табл. 9*.

Оценивая операционную эффективность компании и посредством ее эффективность принимаемых краткосрочных финансовых решений, необходимо отметить высокую маржинальность продаж по операционной прибыли, которая снизилась до 21,55% только в 2013 г., что произошло вследствие как негативного воздействия внешней среды (сводный индекс этого года равен 0,91), так и неэффективного управления производственными расходами, коэффициент которых вырос в 2013 г. с 0,51 до 0,57. Что касается отдачи от активов (коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала), то здесь на фоне восходящего тренда заметно снижение в 2013 г. Причиной этого можно считать влияние внешней среды, ухудшение конъюнктуры рынков, что привело к снижению выручки. В целом операционную деятельность компании можно оценивать положительно за весь исследуемый период, отмечая между тем снижение эффективности в 2011, 2012, 2013 гг.

Итоговая оценка по результатам анализа представлена в *табл. 10*.

Таким образом, в ходе анализа были оценены индикаторы изменения внешней среды – рынков цветных металлов, а также показатели эффективности ключевых стратегических и операционных решений менеджмента и собственников компании, что позволило обосновать вывод о степени их эффективности в части стратегических и операционных решений.

Значение анализа влияния на деятельность компании внешней и внутренней среды обусловлено тем, что понимание того, насколько успешны собственники и менеджмент в поиске возможностей для развития компании и нейтрализации угроз, возникающих в связи с неблагоприятными факторами внешней среды, необходимо для объективной оценки их деятельности, вклада в развитие бизнеса, что важно для внешних стейкхолдеров компании и пользователей отчетности.

Таблица 1**Обоснование вывода об эффективности стейкхолдеров****Table 1****Validation of the conclusion on stakeholders' efficiency**

Соотношение	Вывод об эффективности
Индекс роста выручки компании превышает сводный отраслевой индекс	Деятельность стейкхолдеров, принимающих стратегические решения, эффективна; происходит увеличение рыночной доли компании
Индекс роста прибыли компании превышает индекс роста выручки	Деятельность стейкхолдеров, принимающих операционные решения, эффективна; контроль над расходами эффективен
Рентабельность инвестированного капитала в долгосрочном периоде характеризуется восходящим трендом	Деятельность стейкхолдеров, принимающих стратегические решения, эффективна; инвестиционная политика эффективна
Рост прибыли компании превышает минимально необходимый уровень, рассчитанный на основе нормы инвестирования	Деятельность стейкхолдеров, принимающих стратегические решения, эффективна; инвестиционная политика эффективна
Показатели операционной и рыночной деятельности имеют позитивную динамику и превышают сложившийся среднеотраслевой уровень	Деятельность стейкхолдеров, принимающих операционные решения, эффективна; повышается эффективность использования активов; рыночная деятельность эффективна; контроль над расходами эффективен

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 2**Расчет агрегированных индексов по четырем видам металлов за 2010–2016 гг.****Table 2****Calculation of aggregated indices for four types of metals for 2010–2016**

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Никель							
Индекс изменения объема	0,96	0,99	1,14	1,02	0,98	0,96	0,98
Индекс изменения цены	1,4	0,75	0,96	0,8	1,14	0,55	1,26
Агрегированный индекс	1,35	0,74	1,1	0,82	1,12	0,55	1,26
Рафинированная медь							
Индекс изменения объема	0,98	0,68	1,42	1,07	1,02	1,02	1,02
Индекс изменения цены	1,3	0,83	1,05	0,91	0,87	0,73	1,23
Агрегированный индекс	1,27	0,56	1,49	0,97	0,89	0,73	1,23
Палладий							
Индекс изменения объема	0,83	1,26	0,95	1,02	0,8	1,1	0,99
Индекс изменения цены	2,02	0,86	1,07	1,03	1,13	0,69	1,27
Агрегированный индекс	1,67	1,08	1,02	1,05	0,9	0,69	1,27
Платина							
Индекс изменения объема	0,73	1,46	0,91	1,04	0,78	1,26	0,98
Индекс изменения цены	1,18	0,85	1,08	0,86	0,9	0,71	1,06
Агрегированный индекс	0,87	1,24	0,98	0,89	0,7	0,71	1,06

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 3**Структура выручки компании за 2010–2016 гг.****Table 3****The company's revenue structure for 2010–2016**

Металл	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Никель	0,54	0,51	0,48	0,44	0,45	0,41	0,39
Медь	0,25	0,25	0,26	0,27	0,24	0,26	0,26
Палладий	0,12	0,15	0,16	0,19	0,22	0,25	0,25
Платина	0,09	0,09	0,09	0,1	0,09	0,09	0,11

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 4**Сводный индекс по компании за 2010–2016 гг.****Table 4****The company's consolidated index for 2010–2016**

Год	Сводный индекс, учитывающий доли в выручке
2010	1,33
2011	0,79
2012	1,18
2013	0,91
2014	1,01
2015	0,67
2016	1,23

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 5****Индексы роста финансовых результатов компании за 2010–2016 гг.****Table 5****Indices of the company's financial performance growth for 2010–2016**

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Индексы роста выручки	1,26	1,11	0,85	0,95	1,03	0,72	0,97
Индексы роста чистой операционной прибыли	1,52	1,02	0,59	0,54	2,51	0,75	1,89

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 6****Компаундированная прибыль компании за 2009–2016 гг.****Table 6****Compounded profits of the company for 2009–2016**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Фактическая чистая операционная прибыль, млн долл.	2 871	4 365	4 445	2 635	1 424	3 568	2 681	2 535
Сводный индекс	1	1,33	0,79	1,18	0,91	1,01	0,67	1,23
Компаундированная чистая операционная прибыль, млн долл.	2 871	3 807	3 458	5 240	2 404	1 436	2 388	3 297
Отклонение, млн долл.	–	557	987	(2 606)	(980)	2 132	293	(762)
Отклонение, %	–	14,6	47,4	(25,9)	(56,1)	12,1	31,4	(5,1)

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 7****Влияние внешней среды на прочие финансовые результаты компании за 2009–2016 гг.****Table 7****Impact of external environment on the company's other financial results for 2009–2016**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Операционная прибыль, млн долл.	3 776	6 552	6 235	3 864	2 476	4 746	3 506	3 281
Положительные (отрицательные) курсовые разницы, нетто, млн долл.	(163)	(22)	(334)	214	(202)	(1 594)	(865)	485
Прибыль до вычета процентов и налога, млн долл.	3 673	4 775	5 237	3 437	1 706	2 839	2 570	3 729
Прирост курсовых разниц, млн долл.	–	141	(312)	548	(416)	(1 392)	729	1 350
Прирост прибыли до вычета процентов и налога, млн долл.	–	1 102	462	(1 800)	(1 731)	1 133	(269)	1 159
Влияние прироста курсовых разниц на прирост прибыли, %	–	12,8	(67,5)	30,4	(24)	(122,9)	271	116,5

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 8**Индикаторы инвестиционной деятельности компании за 2009–2016 гг.****Table 8****Indicators of the company's investment activity for 2009–2016**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Среднее значение
Платежи по инвестиционной деятельности, млн долл.	1 505	2 450	3 007	2 854	2 206	1 342	1 712	1 979	2 132
Платежи по инвестиционной деятельности в счет приобретения реальных активов, %	72,5	74,7	75,9	96,1	92,3	99,3	98,4	87,2	87,1
Платежи по инвестиционной деятельности в счет приобретения финансовых активов, %	27,5	25,3	24,1	3,9	7,7	0,7	1,6	12,8	12,9
Отношение платежей по инвестиционной деятельности к выручке, %	14,8	19,2	21,3	23,7	19,2	11,3	20,0	24	19,2
Отношение платежей по инвестиционной деятельности к амортизации	1,8	3,1	3,9	3,6	2,5	1,7	3,4	3,6	2,9
Норма инвестирования, %	64,1	15,7	(99,6)	60,2	(141)	(135,4)	(22,2)	48,2	(26,3)
Темп прироста чистой операционной прибыли, %	–	52	1,8	(40,7)	(45,9)	150,6	(24,9)	(5,5)	(11,7)
Рентабельность инвестированного капитала через чистую операционную прибыль, %	15	21,3	23,9	15,3	8,4	26,4	24,8	22,8	19,7

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 9**Индикаторы операционной деятельности компании за 2009–2016 гг.****Table 9****Indicators of the company's operating activities for 2009–2016**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Рентабельность продаж (по операционной прибыли)	37,18	51,29	44,15	32,03	21,55	39,99	41,04	39,73
Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	0,53	0,62	0,76	0,7	0,68	0,88	0,79	0,74
Коэффициент оборачиваемости внеоборотных активов	0,72	1,01	1,21	0,91	0,87	1,2	1,2	0,96
Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала	1,96	1,63	2,03	3,08	3,08	3,24	2,3	3,25
Коэффициент производственных расходов	0,56	0,38	0,41	0,51	0,57	0,48	0,44	0,5
Коэффициент коммерческих и административных расходов	0,08	0,09	0,12	0,13	0,12	0,1	0,08	0,08
Рентабельность прочей деятельности (без учета процентов к уплате)	(1,01)	(13,91)	(7,07)	(3,54)	(6,7)	(16,07)	(10,96)	5,42

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 10****Итоговая оценка влияния внешней среды и эффективности принимаемых в компании решений за 2009–2016 гг.****Table 10****Final assessment of the environmental impact and efficiency of the company's decisions for 2009–2016**

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Итог за период
Влияние внешней среды (положительное «+», отрицательное «-»)	+	+	-	+	-	+	-	+	+
Стратегические решения по увеличению объема продаж (эффективные «+», неэффективные «-»)	+	-	+	-	+	+	+	-	-
Операционные решения по контролю над расходами (эффективные «+», неэффективные «-»)	+	+	-	-	-	+	+	+	+

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Рисунок 1

Анализ влияния внешней среды и ключевых стейкхолдеров на эффективность деятельности компании

Figure 1

Analysis of the impact of external environment and key stakeholders on the company's performance



Источник: авторская разработка

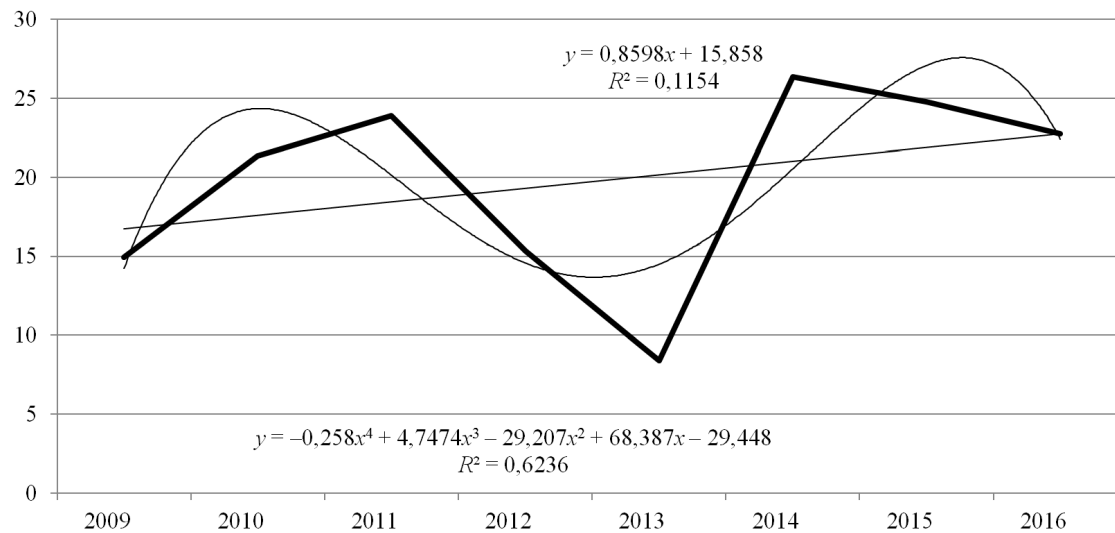
Source: Authoring

Рисунок 2

Полиномиальный и линейный тренды рентабельности инвестированного капитала компании за 2009–2016 гг.

Figure 2

Polynomial and linear trends in Return on Invested Capital of the company for 2009–2016



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа. СПб.: Питер, 2003. 640 с.
2. *Анкудинов А.Б., Лебедев О.В.* Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями // *Корпоративные финансы*. 2014. № 1. С. 32–45.
3. *Бернстайн Л.А.* Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. М.: Финансы и статистика, 2003. 624 с.
4. *Ивашковская И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография. М.: ИНФРА-М, 2013. 320 с.
5. *Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др.* Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография. М.: ИНФРА-М, 2012. 281 с.
6. *Пласкова Н.С.* Теория и практика стратегического экономического анализа результативности бизнеса: монография. М.: МАКС Пресс, 2007. 368 с.
7. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб.: СПбГУ, 2008. 320 с.
8. *Родионов И.И.* Анализ совета директоров как драйвера повышения стоимости компании // *Корпоративные финансы*. 2013. № 1. С. 71–83.
9. *Ван дер Хейден Л.* Кто такой эффективный собственник и как им стать? URL: http://www.wardhowell.com/teinstitute/magazine_8/kto_takoy_effektivnyi_sobstvennik_i_kak_im_stat/
10. *Абдушелишвили Г.* Что делает работу совета директоров эффективной? URL: http://www.wardhowell.com/teinstitute/magazine_8/chto_delaet_rabota_soveta_direktorov_effektivnoj/
11. *Макаревич О.В.* Советы директоров – законодательство и практика. URL: <http://www.lin.ru/document.htm?id=1249703346338427734>
12. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2015. 1008 с.
13. *Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.
14. *Пайк Р., Нил Б.* Корпоративные финансы и инвестирование. СПб.: Питер, 2006. 784 с.
15. *Родионов И.И., Протасов В.С.* Учет отраслевых факторов при анализе инвестиционного поведения компаний (на примере нефтегазовой отрасли) // *Корпоративные финансы*. 2010. № 4. С. 41–51.
16. *Константины П.* Анализ эффективности инвестиций методом CROCI – опыт ведущих компаний. М.: Вершина, 2007. 288 с.
17. *Антилл Н., Ли К.* Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. М.: Альпина Паблишер, 2013. 440 с.
18. *Черкасова В.А., Теплова О.Ю.* Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала // *Корпоративные финансы*. 2013. № 2. С. 4–18.
19. *Боди З., Мертон Р.* Финансы. М.: Вильямс, 2004. 347 с.
20. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 1316 с.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

A METHODOLOGY TO ASSESS THE EFFICIENCY OF COMPANY'S INTERNAL STAKEHOLDERS: OWNERS AND MANAGEMENT

Vera G. KOGDENKO

National Research Nuclear University MEPhI, Moscow, Russian Federation
kogdenko7@mail.ru**Article history:**Received 18 May 2017
Received in revised form
29 May 2017
Accepted 5 June 2017
Available online 28 June 2017**JEL classification:** G30, G32<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1108>**Keywords:** external environment, performance analysis, strategic decision, stakeholder**Abstract****Importance** The article considers efficiency of company's internal stakeholders, taking into account the impact of external environment on company operations.**Objectives** The purpose of the study is to develop a methodology to analyze the performance of internal stakeholders on the basis of consolidated reporting and information about company's external environment.**Methods** The methodological basis includes objective principles of the systems approach, main points of economic analysis, the logical and comprehensive approach to economic phenomena and processes assessment.**Results** The offered methodology consists of two stages. At the first stage, the company's external environment is examined to substantiate the indicator of changes (a consolidated sector index of production volume and product pricing). The comparison of the consolidated index and the index of changes in company financial performance enables to conclude on internal stakeholders' efficiency. At the second stage, the efficiency from the perspective of strategic and operational decisions is investigated. To assess strategic decisions, investment activity and its impact on long-term business performance (the growth rate and return on invested capital) are analyzed. To assess the operational efficiency, secondary cost factors (return on sales and invested capital turnover) are examined. The methodology has been tested on the data of one of the Russian strategic companies.**Conclusions** The methodology helps assess the impact of external environment on company's performance indicators and efficiency of strategic and operational decisions of stakeholders.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

References

1. Helfert E. *Tekhnika finansovogo analiza* [Techniques of Financial Analysis: A Practical Guide to Measuring Business Performance]. St. Petersburg, Piter Publ., 2003, 640 p.
2. Ankudinov A.B., Lebedev O.V. [Determinants of shareholder value creation by Russian companies]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2014, no. 1, pp. 32–45. (In Russ.)
3. Bernstein L. *Analiz finansovoi otchetnosti: teoriya, praktika i interpretatsiya* [Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2003, 624 p.
4. Ivashkovskaya I.V. *Finansovye izmereniya korporativnykh strategii. Steikholderskii podkhod: monografiya* [Financial measurement of corporate strategies. A stakeholder approach: a monograph]. Moscow, INFRA-M Publ., 2013, 320 p.
5. Ivashkovskaya I.V., Grigor'eva S.A., Kokoreva M.S., Stepanova A.N. et al. *Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii (korporativnye finansovye resheniya na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala): monografiya* [Corporate financial solutions in developing capital markets: An empirical analysis of Russian companies: a monograph]. Moscow, INFRA-M Publ., 2012, 281 p.
6. Plaskova N.S. *Teoriya i praktika strategicheskogo ekonomicheskogo analiza rezul'tativnosti biznesa: monografiya* [Theory and practice of strategic economic analysis of business performance: a monograph]. Moscow, MAKSS Press Publ., 2007, 368 p.
7. Volkov D.L. *Teoriya tsennostno-orientirovannogo menedzhmenta: finansovyi i bukhgalterskii aspekty* [The theory of value-based management: Financial and accounting aspects]. St. Petersburg, SPbSU Publ., 2008, 320 p.
8. Rodionov I.I. [Analysis of the Board of Directors as a driver to increase the company value]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2013, no. 1, pp. 71–83. (In Russ.)

9. Van der Heyden L. [What is an Effective Owner, and How Can I Become One?]. Available at: http://wardhowell.com/en/teinstitute/magazine_8/kto_takoy_effektivnyi_sobstvennik_i_kak_im_stat/
10. Abdushelishvili G. [What Makes the Work of a Board of Directors Effective?]. Available at: http://wardhowell.com/en/teinstitute/magazine_8/chto_delaet_rabota_soveta_direktorov_effektivnoj/
11. Makarevich O.V. *Sovety direktorov – zakonodatel'stvo i praktika* [Boards of Directors: Legislation and practice]. Available at: <http://www.lin.ru/document.htm?id=1249703346338427734>. (In Russ.)
12. Brealey R., Myers S.C. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2015, 1008 p.
13. 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.
14. Pike R., Neale B. *Korporativnye finansy i investirovanie* [Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies]. St. Petersburg, Piter Publ., 2006, 784 p.
15. Rodionov I.I., Protasov V.S. [Consideration of industry factors in the analysis of investment behavior of companies (the oil and gas industry case)]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2010, no. 4, pp. 41–51. (In Russ.)
16. Costantini P. *Analiz effektivnosti investitsii metodom CROCI – opyt vedushchikh kompanii* [Cash Return on Capital Invested: Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model]. Moscow, Vershina Publ., 2007, 288 p.
17. Antill N., Lee K. *Otsenka kompanii: analiz i prognozirovaniye s ispol'zovaniem otchetnosti po MSFO* [Company Valuation Under IFRS: Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2013, 440 p.
18. Cherkasova V.A., Teplova O.Yu. [Studying the impact of financial constraints on investment decisions of companies in developing capital markets]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2013, no. 2, pp. 4–18. (In Russ.)
19. Bodie Z., Merton R. *Finansy* [Finance]. Moscow, Vil'yams Publ., 2004, 347 p.
20. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2007, 1316 p.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.