

ФИНАНСОВАЯ ДИАГНОСТИКА РАЗВИТИЯ КОМПАНИЙ: ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ОЦЕНКА НА ОСНОВЕ BSC

Альгин В.А., к.э.н., аудитор

В работе предпринята попытка построения внешней оценки стратегического развития организаций на основе концепции BSC. Для развивающегося рынка капитала с возрастанием неопределенности только стратегическая основа принятия решений как внутренними, так и внешними пользователями отчетной информации позволяет эффективно использовать экономические ресурсы. Предложена гибкая система показателей внешней фундаментальной диагностики развития экономических субъектов, разработанная на основе связей между проекциями стратегических целей BSC и состоящая из 12 основных блоков показателей. Система показателей апробирована на финансовой отчетности одной из крупных отечественных компаний за 2000-2004 гг.

1. УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЯМИ В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

На заре формирования капиталистического способа производства извлечение прибыли являлось движущей силой прогресса. С усложнением социально-экономической среды, с переходом к постиндустриальному, информационному обществу в силу определенных причин извлечение прибыли как самоцель утрачивает свою актуальность, и на первый план выдвигается уже не столько извлечение прибыли *сейчас*, сколько создание предпосылок существования организации в будущем. Извлечение прибыли становится инструментом достижения экономических, социальных, а в последнее время и политических целей организаций. Горизонт планирования формирования фондов прибыли и их использования удаляется в современном обществе во времени в будущее.

Однако большинство существующих подходов к диагностике состояния и развития коммерческих организаций продолжает основываться на показателях, относимых преимущественно к характеристикам операционной деятельности, полностью игнорирующих стратегическую направленность деятельности таких организаций в условиях неопределенности. Само отсутствие выраженной стратегии отдельных экономических субъектов при этом вовсе не означает, что стратегии не существует как таковой. Практика финансово-экономической диагностики показала наличие у таких субъектов неявных стратегий. Следовательно, необходимость составления объективных характеристик стратегий и измерителей фактического развития организации имеет особую актуальность.

Ориентация западных ученых и практиков при составлении критериев успешности компаний на рынок ценных бумаг как эффективный финансовый посредник между инвесторами свободного капитала и его реципиентами рождает показатели, оторванные от фундаментальных основ деятельности компании, её стратегии, ориентации на будущее и её потенциала, не позволяющие не только привлекать и отдавать с процентом инвестированные в её деятельность средства в течение одного-трех лет, но и оценивать устойчивость развития организации в долгосрочной перспективе.

Одной из удачных попыток увязать фундаментальные основы операционной деятельности компании с характеристиками её ценных бумаг, обращающихся на орга-

низованных рынках, стала концепция модели *BARRA*, предложенная Барром Розенбергом и Винеем Маратом в 1975 г., основывающаяся на оценке систематического риска ценной бумаги при помощи показателей рыночной (ценных бумаг) активности и финансовых показателей. Это группа факторов – технических дескрипторов (показателей изменчивости рынка, основанных на исторических данных о сделках с ценными бумагами компании) и фундаментальных дескрипторов (изменчивость прибылей, низкая оценка и неудачи компании, незрелость и малые размеры, ориентация на рост, финансовый риск), всего 48 отдельных технических и фундаментальных дескрипторов [1, 2 с. 881-885].

Хотя модель оценки фундаментального риска *BARRA*, по оценкам Розенберга и Марата, имеет преимущества перед традиционным методом «исторической» беты с поправкой Байеса и предоставляет на 86% больше объяснений цены акций [2], нарастание общей неопределенности, фундаментальные изменения в способах ведения бизнеса и привлечения капитала с момента разработки модели, а также, что немаловажно, снижение доверия инвесторов к международному рынку формируют предпосылки снижения объяснимости поведения курсов ценных бумаг¹. Но в России рынок ценных бумаг находится только в стадии формирования, подвержен политическим манипуляциям, что, в свою очередь, не позволяет в точности применять методики фундаментального прогнозирования стоимости акций и стоимости компаний в целом. Участие в отечественных компаниях мажоритарных инвесторов давно утратило исключительно дивидендную основу, скорее всего, по вполне очевидным соображениям стало способом контроля над финансовыми потоками организаций и поводом для эксплуатации отношений с корпорациями.

Таким образом, замедленное развитие рынка ценных бумаг в России и постсоветском пространстве, с одной стороны, видимые негативные изменения развитого рынка ценных бумаг на Западе, с другой стороны, формируют предпосылки развития подходов и методик, по возможности, элиминирующих оценку стоимости компаний, базирующуюся на фундаментальных аксиомах рынка ценных бумаг и, вместе с тем, не основывающихся на вере аудиторскому заключению о якобы достоверности финансовой отчетности и соответствующей финансовой информации.

Примечателен тот факт, что развитие теории управления портфелями финансовых активов Г. Марковица, создание теории рыночного ценообразования финансовых активов У. Шарпа вызвали «отклик» у финансовых аналитиков: финансисты «научились» управлять котировками акций своих компаний, ориентируясь на эти показатели, а фондовые аналитики стали принимать решения, используя те же модели.

Фактически модель – аппроксимация поведения курсов ценных бумаг – превратилась в закон рынка ценных бумаг, возведя присущие всякой модели несовершенства в степень риска точности и полноты финансовой информации. Фундаментальные факторы стоимости компаний, предложенные к использованию в модели *BARRA*, таким образом, с ростом общей неопределен-

¹ Предпосылки снижения доверия инвесторов основываются на снижении достоверности финансовой отчетности из-за увлечения некоторых крупных компаний фиктивными операциями и возникшими вследствие этого крупными скандалами мирового масштаба. В России такая проблема стоит еще более остро.

ности оказываются неспособными в точности описать поведение котировок акций несовершенного рынка ценных бумаг, а тем более не должны применяться как системное объяснение стоимости компании.

Стратегическое понимание сущности корпоративного поведения как при высокой культуре принятия стратегий, так и при отсутствии таковой становится реальной основой оценки трендов развития компаний в условиях неопределенности при снижении эффективности идеальнорыночно-ориентированных моделей стоимости компаний. Для развивающегося рынка такое стратегическое понимание сущности корпоративного поведения остается, по нашему мнению, единственным системным подходом к выявлению и объяснению фундаментальных факторов и атрибутов развития корпораций.

2. ПОКАЗАТЕЛИ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

Среди традиционно используемых критериев успешности развития компаний выделяются следующие стоимостные и относительные показатели, которые, по мнению [3, с. 274-309], могут быть использованы в качестве ориентиров в стратегическом управлении:

- чистая прибыль за отчетный период (Net Profit, NP);
- свободный денежный поток (Free Cash Flow, FCF);
- величина чистых активов (Net Assets, NA);
- прибыль на акцию (Profit/Share-ratio);
- прибыль на инвестированный капитал (Return on Invested Capital, ROIC) и связанная с этим показателем известная факторизация Dupont;
- прибыль на акционерный капитал (Return on Equity, ROE);
- чистая дисконтированная стоимость компании (Net Present Value, NPV);
- добавленная рыночная стоимость (Market Value Added, MVA);
- добавленная экономическая стоимость (Economic Value Added, EVA);
- добавленная акционерная стоимость (Shareholder Value Added, SVA).

Приходится констатировать, что формирование новой парадигмы стратегического управления организациями, основанного на проекциях стратегических целей в рамках системы сбалансированных показателей, натолкнулось на отставание развития методик оценки результатов управления и кардинальных изменений в методологии и подходах самого стратегического управления. Попытки оценить развитие компании только лишь одними приведенными выше финансовыми показателями могут привести к несоответствию «технической» или «квазифундаментальной» оценки развития компании и реально существующих перспектив, снижая полезность финансовой информации для заинтересованных её пользователей. Существующий методологический разрыв между способами достижения целевых показателей управления компанией, например, с использованием концепции BSC, и подходов к внешней диагностике эффективности стратегии, таким образом, может быть преодолен путем определенной модификации состава и содержания показателей, на основании которых предполагается осуществлять внешнюю и внутреннюю оценку.

Если традиционный подход к финансовой диагностике развития компании опирается на перечисленные показатели и дополняется расчетом известных финансовых коэффициентов в динамическом аспекте с привлечением техники факторизации их изменений, то сбалансированная система показателей для целей

стратегического управления, существующая внутри организации, оказывается, по нашему мнению, в плену догм функционального управления, где о сбалансированности экономических ресурсов и результатов, источников финансирования развития и направлений их размещения вспоминать традиционно не принято.

Поскольку сбалансированная система показателей является собой лишь принципиальный вариативный подход к осуществлению стратегического управления, то предугадывать все возможные проекции стратегических целей и соответствующие показатели, которыми пользуется в управлении (а равно и не пользуется!) не представляется резонным. По нашему мнению, при оценке развития компании допустимо лишь отталкиваться от показателей, связанных с основными («классическими») проекциями стратегических целей, одновременно соотносясь с нормативно закрепленной обязанностью публиковать в финансовой отчетности определенные сведения (рис. 1).

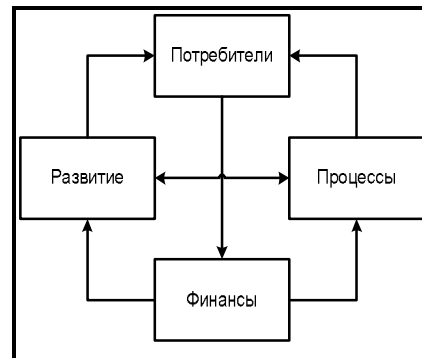


Рис. 1. Сбалансированная система показателей по Нортону и Каплану

Взаимосвязи и содержание проекций (рис. 1) в достаточной степени исследованы в работах основоположников такого подхода Д. Нортон и Р. Каплана [4], а также появившихся в последнее время публикациях по стратегическому управлению [например, 3, 5].

Наибольшую значимость среди прочих проекций стратегических целей для производственно-ориентированной компании представляет проекция «Развитие», поскольку производственная деятельность подвержена среднесрочным воспроизводственным циклам и, по крайней мере, без простого воспроизводства средств производства существование производственно-ориентированной компании в стратегической перспективе подвергается обоснованным сомнениям.

Весь ход так называемых «рыночных» реформ в России, начиная с установления механизма государственно-регулируемых переоценок 1993-1999 гг., наличие потребительской, неэкономической ориентацией лиц, принимающих повседневные решения, затем в дополнение к сформированному инвестиционному кризису путем развития псевдорыночного общества 1999-2005 гг. с характерным чрезмерным увлечением «примитивными» технологиями возвратного процента и обналичивания, показал необходимость формирования акцентов для стратегически-ориентированных компаний именно на проекции «Развитие».

Таким образом, развивающаяся компания, независимо от факторов такого развития, представляет посредством своей финансовой отчетности атрибуты своего развития. Наоборот, отсутствие атрибутов развития, вытекающее из финансовой отчетности компа-

нии свидетельствует, о её «нестратегической», ауто-потребительской² ориентации.

Даже подверженные фиктивным операциям компании, пассивы балансов которых зачастую оказываются «перегруженными» обязательствами, однако ориентированные на стратегическое развитие, способны демонстрировать определенные позитивные сдвиги стратегического характера, оставаясь традиционно со своими заведомо и намеренно «убогими» финансовыми коэффициентами³, которые усердно пересчитываются заинтересованными квалифицированными пользователями финансовой отчетности. Такие сдвиги могут быть идентифицированы посредством фундаментальной диагностики стратегии развития, основывающейся на важнейших аспектах деятельности: отношении к тезаврации капитала, к инвестициям, к поддержанию ликвидности и к формированию и использованию источников финансирования инвестиций [6, 7].

Информационной базой диагностики развития компании является финансовая отчетность за ряд отчетных периодов, при этом обсуждение присущих ей вероятных недостатков выходит за рамки настоящей работы, а сама отчетность условно признается «достоверной и соответствующей законодательству РФ во всех существенных отношениях». В практических исследованиях степень риска, связанного с достоверностью отчетности, можно оценить для целей диагностики экспертно, исходя из существующей информации о компании и об отраслях, в которых сформированы её отчетные сегменты.

Таблица 1

АСПЕКТЫ ВНЕШНЕГО ИССЛЕДОВАНИЯ СВЯЗЕЙ МЕЖДУ ПРОЕКЦИЯМИ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ЦЕЛЕЙ КОМПАНИИ

Связи между проекциями стратегических целей	Аспекты исследования связей
Развитие – Потребители	Интенсивность/экстенсивность характера роста продаж; Создание новых отчетных сегментов; Перераспределение экономических ресурсов между отчетными сегментами (внутреннее перераспределение);
Развитие – Финансы	Отношение к тезаврации капитала и распределению прибыли; Отношение к суженному, простому и расширенному воспроизводству экономических ресурсов;
Финансы – Процессы	Стратегическая ориентация маркетинга; Наличие и эффективность внедрения новых технологий и производственных мощностей; Эффективность системы аккумуляции фондов денежных средств стратегического назначения; Внедрение новых систем управления;
Процессы – Потребители	Улучшение качества товаров, продукции, работ, услуг; Совершенствование каналов распределения;
Потребители – Финансы	Улучшение рыночной позиции.

Используемые традиционно финансовые коэффициенты являются дополнением приведенных стратегических показателей, характеризующим преимущественно операционную деятельность компании.

² Под термином «аутопотребительская стратегия» будем понимать стратегию (или её фактическое отсутствие), направленную на потребление контролируемых компанией экономических ресурсов в интересах круга лиц при условии, что такие ресурсы не восстанавливаются и не возвращаются обратно в бизнес исследуемой компании.

³ Для таких компаний предлагаемый инструментарий может послужить индикатором балансирования на лезвии бритвы.

По нашему мнению, основываясь на логических связях (рис. 1), целесообразно формировать систему сбалансированных показателей фундаментальной оценки стратегии экономического субъекта не в разрезе отдельных проекций стратегических целей, а именно в **развитие связей между такими проекциями** (табл. 1).

Аспекты исследования связей проекций стратегических целей, приведенные в табл. 1, не претендуют на исключительную полноту, и их набор может дополняться в зависимости от информационных возможностей и потребностей квалифицированных пользователей финансовой информации.

В табл. 1 непосредственная зависимость между проекцией «Развитие» и «Процессы» не отражена, поскольку изменение процессов представляет собой один из аспектов проекции цели «Развитие».

В разрезе аспектов исследования связей предполагается осуществлять группировку аналитических показателей, которыми будет характеризоваться стратегия экономического субъекта.

3. ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ДИАГНОСТИКА СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ (на примере ОАО «Газпром»)

Построение системы показателей диагностики стратегии развития проведем на примере информационной основы финансовой отчетности ОАО «Газпром», доступной посредством системы раскрытия информации об эмитентах ценных бумаг⁴. Из всей доступной годовой бухгалтерской отчетности этой компании с 1997 по 2004 год включительно для целей исследования отобрана отчетность с 2000 по 2004 г. включительно как относительно соответствующая критерию сопоставимости.

Выбор объекта анализа для целей настоящей работы обусловлен заявлением стратегии эталонной компании: «Капитализация Газпрома – это капитализация России», «главный налогоплательщик».

Публичные источники информации, таким образом, составляют следующие регламентированные и дополнительные элементы финансовой отчетности и прочая финансовая информация:

- Бухгалтерский баланс;
- Отчет о прибылях и убытках;
- Отчет о движении капитала;
- Отчет о движении денежных средств;
- Приложение к бухгалтерскому балансу;
- Пояснительная записка к финансовой отчетности;
- Отчет эмитента ценных бумаг.

Методология расчета отдельных показателей не приводится как общеизвестная для финансистов, для других указаны ссылки на соответствующие информационные источники. Часть показателей осталась лишь названной по причинам нехарактерности описываемого ими явления для деятельности компании, отсутствия соответствующей информации в финансовой отчетности или нарушения принципов сопоставимости данных для аналитической отчетности, однако может использоваться для фундаментальной диагностики стратегий других компаний (табл. 2).

⁴ В свободном доступе с финансовой отчетностью можно ознакомиться в сети Internet на странице demo.disclosure.ru, поддерживаемой информационным агентством AK&M (www.akm.ru).

Таблица 2

ПОКАЗАТЕЛИ АСПЕКТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ СВЯЗЕЙ МЕЖДУ ПРОЕКЦИЯМИ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ЦЕЛЕЙ

Наименование показателя	2000	2001	2002	2003	2004
1	2	3	4	5	6
1 Интенсивность/экстенсивность роста продаж (Развитие / Потребители)					
Прирост балансовой стоимости основных средств всего и в разрезе сегментов (исключая влияние переоценки), тыс. руб. [8]	13 011 741	36 956 945	109 275 583	129 212 770	133 787 090
Прирост выручки от продаж сегмента, тыс. руб. [6, 7]	147 718 645	99 413 577	127 584 465	285 174 942	- 106 617 694
Переоценка основных средств, тыс. руб.	-	770 775 311	-	-	-
Амортизация, тыс. руб.	31 877 820	85 468 897	86 476 084	91 674 964	97 738 156
Индекс роста физических объемов продаж (усредн. по «газ», «конденсат», «нефть») – справочно	1,000	1,002	1,027	1,065	1,086
Индекс роста выручки от продаж – справочно	1,000	1,255	1,228	1,429	0,852
Инфляционный дифференциал индексов выручки от продаж и физических объемов продаж	-	0,25	0,20	0,36	- 0,23
Кумулятивный индекс инфляции с 2000 г.	1,00	1,25	1,50	2,05	1,57
2 Создание новых сегментов (Развитие / Потребители)					
Появление новых отчетных сегментов в финансовой отчетности					Новые сегменты в отчетности отсутствуют
Основные средства сегмента					
Выручка от продаж нового сегмента					
Доля нового сегмента в структуре всех основных средств					
Доля нового сегмента в структуре всех продаж					
3 Перераспределение экономических ресурсов между отчетными сегментами (внутреннее перераспределение) (Развитие / Потребители)					
Инвестиции в отдельные отчетные сегменты					
* продажа природного газа	Отсутствует сопоставимая информация			-	-
* предоставление имущества в аренду				150 645 512	155 405 099
Дивестиции и прекращаемая деятельность отдельных сегментов					
* продажа природного газа	Отсутствует сопоставимая информация			-	-
* предоставление имущества в аренду				-	-
Источники финансирования инвестиций из отчетных сегментов					
* продажа природного газа	Отсутствует сопоставимая информация			208 178 262	197 422 612
* предоставление имущества в аренду				96 095 025	105 036 059
4 Отношение к тезаврации капитала и распределению прибыли (Развитие / Финансы)					
EBIT (NOPLAT) [3]	94 409 391	130 141 429	86 376 073	238 513 576	207 316 159
Чистая прибыль	48 540 832	71 927 743	53 510 640	165 416 948	144 565 342
Использование прибыли	10 447 254	7 871 908	14 012 734	9 469 405	16 334 724
Нераспределенная прибыль	38 093 578	64 055 835	39 497 906	155 947 543	128 230 618
Чистые активы	720 287 773	1 559 354 055	1 602 447 204	1 707 213 099	1 851 961 385
Влияние переоценки на прирост чистых активов	1 491 063 084	1 559 354 055	1 602 447 204	-	-
Рыночная капитализация	210 664 682	340 938 123	570 837 957	937 935 536	1 905 937 819
Добавленная фундаментальная стоимости (прирост чистых активов, исключая влияние переоценки)	10 886 925	68 290 971	43 093 149	104 765 895	144 748 286
Темп прироста чистых активов, очищенный от влияния переоценки [6]	1,53	9,48	2,76	6,54	8,48
WACC [3]	5,84	7,80	7,84	12,34	1,15
EVA [3]	71 312 023	94 901 032	45 688 332	169 445 647	199 978 153
MVA [3]	- 509 623 091	- 1 218 415 932	- 1 031 609 247	- 769 277 563	53 976 434
5 Отношение к суженному, простому и расширенному воспроизводству экономических ресурсов (Развитие / Финансы)					
Валовые источники финансирования долгосрочных инвестиций, тыс. руб. [6, 7, 8]	81 087 773	1 006 182 857	184 601 135	213 794 725	370 788 435
Валовые долгосрочные инвестиции, тыс. руб. [6, 7, 8]	130 291 067	998 669 949	169 408 390	180 369 396	187 874 333
Чистые источники финансирования долгосрочных инвестиций, тыс. руб. [6, 7, 8]	21 690 007	937 033 781	176 519 449	263 212 266	389 423 898
Чистые долгосрочные инвестиции, тыс. руб. [6, 7, 8]	40 728 437	861 988 863	160 994 262	171 834 792	186 294 726
Собственные источники финансирования долгосрочных инвестиций, тыс. руб. [6, 7, 8]	42 421 425	924 536 100	129 570 378	196 441 563	242 487 455
Соотношение чистых источников финансирования долгосрочных инвестиций и чистых долгосрочных инвестиций, раз	0,5	1,1	1,1	1,5	2,1
Доля собственных источников финансирования долгосрочных инвестиций в структуре чистых источников финансирования долгосрочных инвестиций, % на отчетную дату	195,6	98,7	73,4	74,6	62,3
Сбалансированность чистых источников финансирования долгосрочных инвестиций и чистых долгосрочных инвестиций (номер классификационной области) [7]	1	2	2	2	2
Прирост оборотных активов [7]	122 508 299	898 359 659	105 415 465	110 861 971	216 284 411
Прирост краткосрочных обязательств [7]	132 696 112	46 794 775	15 372 100	- 60 675 331	- 75 401 331
Сбалансированность прироста оборотных активов и прироста краткосрочных обязательств (номер классификационной области) [7]	2	1	1	6	6
6 Стратегическая ориентация маркетинга (Финансы / Процессы)					
Структура распределения прибыли, в том числе доля чистой прибыли, направляемая на стратегические маркетинговые исследования и НИОКР (по внутренней информации, поскольку такие расходы не включаются в полном объеме в состав расходов для целей налогообложения)					Данные отсутствуют

Наименование показателя	2000	2001	2002	2003	2004	
1	2	3	4	5	6	
Доля расходов на систему дистрибуции в сравнении со среднеотраслевыми показателями и показателями основных конкурентов						
7 Наличие и эффективность внедрения новых технологий и производственных мощностей (Финансы / Процессы)						
Валовые инвестиции в строительство и приобретение (создание) основных средств производства, в том числе в разрезе отчетных сегментов	16 190 648	65 735 396	152 863 798	143 323 084	158 044 938	
Чистые долгосрочные инвестиции, в том числе в разрезе сегментов	40 728 437	861 988 863	160 994 262	171 834 792	186 294 726	
Анализ кривой освоения производства: динамика продаж инвестированного сегмента в натуральном и стоимостном выражении					Данные отсутствуют	
8 Эффективность системы аккумулирования фондов денежных средств стратегического назначения (Финансы / Процессы)						
Динамика долгосрочных финансовых вложений, тыс. руб. на отчетную дату	216 888 554	243 983 719	252 114 183	274 031 296	300 807 912	
Динамика краткосрочных финансовых вложений, тыс. руб. на отчетную дату	34 963 481	54 515 687	42 090 076	35 520 443	41 402 857	
Доходы от участия в других организациях, тыс. руб. за период	495 304	775 776	2 004 656	5 239 571	1 913 945	
Проценты к получению, тыс. руб. за период	2 689 590	2 582 640	2 649 424	2 829 159	2 495 106	
Рентабельность финансовых вложений, %	1,26	1,13	1,58	2,61	1,29	
Соотношение заемных средств и финансовых вложений краткосрочных и долгосрочных, раз	1,10	1,12	1,36	1,43	1,51	
Знак трансферта источников финансирования долгосрочных инвестиций на финансирование оборотных средств	-1	1	1	1	1	
Величина трансферта, тыс. руб. [7]	- 19 038 430	75 044 918	15 525 187	91 377 474	203 129 172	
Трансферт собственных и долгосрочных привлеченных источников финансирования долгосрочных инвестиций на пополнение оборотного капитала, тыс. руб. [7]	-	75 044 918	15 525 187	91 377 474	203 129 172	
Восстановление собственных и долгосрочных привлеченных источников финансирования долгосрочных инвестиций за счет оборотного капитала, тыс. руб. [7]	- 19 038 430	-	-	-	-	
9 Внедрение новых систем управления (Финансы / Процессы)						
Валовые инвестиции в технологии управления в структуре всех валовых инвестиций организации					Данные отсутствуют	
Валовые инвестиции в технологии управления						
Динамика расходов на управление организацией						
Динамика доли расходов на управление организацией в структуре выручки от продаж, полной себестоимости продаж					Недостаточно сопоставимых данных	
Динамика отдачи управленческого труда (единица прироста чистых активов на единицу вложения или прироста в содержании и развитие системы управления)						
Доля расходов на оплату труда в структуре всех расходов, %	0,30	0,29	0,28	0,32	0,62	
Динамика отдачи трудовых ресурсов (соотношение прироста прибыли от продаж и прироста расходов на оплату труда), единиц и долей единицы	41,59	79,24	- 36,49	146,53	- 14,88	
10 Улучшение качества товаров, продукции, работ, услуг (Процессы / Потребители)						
Сокращение числа претензионных исков						
Снижение выплат по обязательствам, возникшим в связи с ненадлежащим качеством продукции, работ, услуг					Данные отсутствуют	
Динамика величины резерва под обеспечение гарантийных обязательств (при наличии)						
Остаток неиспользованного резерва под обеспечения гарантийных обязательств (при наличии)						
11 Совершенствование каналов распределения (Процессы / Потребители)						
Динамика величины коммерческих расходов, тыс. руб.	119 158 959	165 013 687	272 267 204	347 190 966	309 923 956	
Динамика доли коммерческих расходов в структуре выручки от продаж, %	52,92	65,24	80,97	74,91	72,37	
Факторный анализ влияния изменения издержек обращения на изменение прибыли от продаж (отношение темпа прироста прибыли от продаж к темпу прироста коммерческих расходов, темпы цепные, %)	3,07	- 0,17	- 0,59	3,91	0,18	
Расшифровка: темп прироста прибыли от продаж, %, цепной	95,52	- 6,60	- 38,21	107,63	- 1,91	
темп прироста коммерческих расходов, %, цепной	31,08	38,48	65,00	27,52	- 10,73	
12 Улучшение рыночной позиции (Потребители / Финансы)						
Динамика доли рынка			Детальные данные отсутствуют			
Бенчмаркинг продукции, работ, услуг по отношению к конкурентам						
Рост валовых доходов, очищенных от влияния инфляции (поправка выручки кумулятивным индексом инфляции)	375 057 690	379 290 417	401 265 058	430 839 721	486 538 208	
Изменения в структуре доходов (увеличение доли прибыли от продаж в выручке от продаж), %	47,08	34,76	16,93	23,85	26,59	
Динамика неопределенности, связанной с доходами			Детальные данные отсутствуют			

Основой расчетов показателей раздела 5 табл. 2 «Отношение к суженному, простому и расширенному производству экономических ресурсов» в совокупности с показателем «Прирост выручки от продаж» раздела 1 табл. 2 «Интенсивность/экстенсивность роста продаж» и показателями трансферта раздела 8 табл. 2 «Эффективность системы аккумулирования фондов денежных средств стратегического назначения» является авторская методика приростного анализа аналитического ба-

ланса [8], которая заключается в расчете приростов статей такого аналитического баланса, учетом двойкой сущности амортизации как части перенесенной на затраты стоимости амортизируемых видов активов и как собственного источника финансирования долгосрочных инвестиций. Для перехода от чистых (сальдированных) показателей к валовым достаточно применить способ

разделения положительных приростов статей аналитического баланса⁵.

По результатам качественно-количественной диагностики стратегии анализируемой компании удалось получить следующие ориентированные на пользователя основные выводы:

1. Компания демонстрирует экономический рост по наиболее значимым для неё составляющим, однако экономическое развитие несбалансировано по показателям отдачи трудовых ресурсов и расходов на управление (коммерческих расходов).
2. Рост продаж, очищенный от инфляционного роста цен, достигнут в среднем (геометрическом) в пределах 6% в год; характер роста продаж не прослеживается по причине выделения инвестиций на самостоятельные балансы дочерних обществ. Исходя из текстовой информации пояснительной записки и отчета эмитента, рост продаж экстенсивный с компонентой интенсивного. Интенсивный рост, определенно, присутствует в сегменте «продажа нефти» 2003-2004 гг.
3. Рост потенциала продаж, по-видимому, интенсивный. Инвестиции в обновление основных средств составили около 60% к базовому уровню на 01.01.2000 г. (влияние начисления амортизации и переоценки на 01.01.2002 г. исключено).
4. Отмечается несбалансированный рост расходов на оплату труда, не обеспеченный приростом продаж и прибыли. Расходы на оплату труда составляют менее 1% в структуре всех расходов.
5. Отмечается несбалансированный рост коммерческих расходов, не обеспеченный приростом продаж и прибыли.
6. Инвестиции осуществляются не только у себя на балансе, но и на балансах дочерних и зависимых обществ.
7. С 2001 г. по 2004 г. включительно осуществляется трансферт источников финансирования долгосрочных инвестиций на замещение краткосрочных обязательств.
8. Выявлено направление источников финансирования долгосрочных инвестиций под видом отношений аренды в дочерние и зависимые общества Рентабельность продаж услуг аренды (всего 5-7% годовых – 2003-2004 гг.) недостаточна для воспроизводства основных средств производства, не позволяет покрывать рост сметных цен на строительство. Фактически осуществляется частичное внутреннее перераспределение источников финансирования инвестиций сегмента «продажа природного газа» на финансирование капитальных вложений в сегмент «услуги аренды имущества»). Это свидетельствует о существовании фундаментальной диспропорции во внутреннем перераспределении, очевидной из сегментной отчетности 2003-2004 гг., фактически маскируемой общим интенсивным экономическим ростом по компании в целом.
9. Модельный показатель соотношения формируемых собственных источников и долгосрочного заемного финансирования «2/1» достигнут по отчетности 2004 г. Происходит замещение в структуре краткосрочных источников финансирования долгосрочными.
10. Рыночная капитализация акций по результатам 2004 г. достигла и обогнала фундаментальную стоимость компании, основанную на показателе чистых активов.

Таким образом, компания ориентирована на инвестиции в реальные активы, а не на создание стоимости за счет роста человеческого потенциала. Компания представляет собой наиболее выгодное вложение коллективного и индивидуального инвестора на долгосрочную перспективу без перспектив получения сверхдоходности и значимых дивидендов, «черный ящик», где инвестированные денежные средства в приобретение акций

компании до 2005 г. включительно превращались в рост курсовой стоимости, потенциал которого, по-видимому, истощен.

Сделанные выводы и заключения не являются фундаментальным анализом, который может быть положен в основу экономических решений заинтересованных пользователей финансовой отчетности, поскольку определены исключительно исследовательскими целями.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Система сбалансированных показателей представляет собой не только эффективный способ построения модели стратегического управления организацией по показателям деятельности в разрезе проекций стратегических целей, но и представляет интерес для оценки стратегии как внутренними, так и внешними пользователями аналитической информации, формируя гибкий инструментальный фундаментальной оценки как стратегии развития компании, так и её стоимости.

Предложенные качественные и количественные показатели проекций стратегических целей в достаточной степени допускают структуризацию, факторизацию и бенчмаркинг, а визуальное представление общей оценки стратегии может быть осуществлено при помощи паутиннообразной диаграммы в среде электронных таблиц, позволяя формировать сопоставимые качественные оценки отдельных экономических субъектов и их групп.

Спектр показателей оценки стратегии может уточняться в зависимости от доступности данных об анализируемой организации и информационных потребностей пользователей аналитической информации и принципиально не может быть замкнут.

Важное место в предлагаемом способе фундаментальной оценки занимают качественно-количественные показатели отношения анализируемого экономического субъекта к тезаврации капитала, инвестициям и ликвидности («ТИЛ»), которые в совокупности составляют полное множество стратегий и характеризуют сбалансированность стратегий по ряду показателей [7]. Предлагаемый подход к построению системы показателей развития экономических субъектов устраняет основной недостаток модели «ТИЛ» – сосредоточенность только на трех из пяти экономических факторах производства.

Литература

1. Barr Rosenberg and Vinay Marathe. The Prediction of Investment Risk: Systematic and Residual Risk // Proceedings of the seminar on the Analysis of security Prices. – University of Chicago (Nov. 1975), pp. 85-225.
2. Фабочки Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ.–М.: Инфра-М, 2000.–XXVIII, 932 с.
3. Гершун А., Горский М. Технологии сбалансированного управления. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 416 с.
4. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. М.: Олимп-Бизнес, 2003.
5. Олве Н.-Г., Петри К.-И. Рой Ж., Рой С. Баланс между стратегией и контролем. Заставьте работать карту показателей BSC. СПб.: ПИТЕР, 2005.
6. Альгин В.А. и др. Об одном косвенном способе количественной оценки стратегии экономических субъектов // Аудит и финансовый анализ. 2003, №4. С. 163-171.
7. Альгин В.А. Оценка стратегии развития организации по данным финансовой отчетности: сбалансированность оборота, инвестиций и источников их финансирования // Аудит и финансовый анализ. 2006, №1. С. 58-68.
8. Альгин В.А., Альгина М.В. Дивестирующие организации // Инвестиции в России. 2001. №11.

Альгин Валентин Анатольевич

⁵ Например, продажа отдельных объектов основных средств приводит, при прочих равных условиях, к сокращению показателя «основные средства» бухгалтерского баланса, одновременно являясь мобилизацией средств, инвестированных ранее в основные средства, суть приростом величины источников финансирования долгосрочных инвестиций. Подробнее об этом способе см. [8].