

## ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2304-022X-2024-14-3-78-94

УДК 332.644;65.011.44(045)

JEL G12, G32, O16

## Показатели рентабельности: критический анализ и применимость в современных условиях

С.А. Бондаренко, С.В. Пупенцова

Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Санкт-Петербурга, Россия

### АННОТАЦИЯ

Постоянная изменчивость внешней среды является одной из ключевых особенностей, влияющих на деловую активность отечественных организаций, и порождает необходимость постоянного обновления профессиональных навыков менеджеров. Вопросы оценки эффективности коммерческих компаний всегда актуальны не только для собственников, но и для управляющих, работников и других заинтересованных лиц. В условиях экономической нестабильности интерес к показателям эффективности деятельности организаций усиливается и, соответственно, требуется их уточнение и корректировка. **Целью** исследования является обобщение показателей рентабельности в зависимости от целеполагания участников коммерческих организаций и установление возможности применения этих показателей для оценки эффективности деятельности компании. Многолетний опыт работы авторов настоящей статьи в сфере оценки бизнеса позволил систематизировать техники расчета основных показателей рентабельности, представить обновленную систему их группировки, а также классифицировать влияющие на них факторы. Также в ходе работы были обобщены теоретические подходы к расчету инвестированного капитала. В исследовании применялись **методы** анализа, сравнения, синтеза, классификации, сбора и обобщения, логики, графического и табличного отображения информации. Теоретическая значимость полученных **результатов** состоит в развитии методологии ценностно-ориентированного менеджмента в целях актуализации и адаптации алгоритмов расчета показателей рентабельности к отечественным условиям с учетом интересов участников организации. Практическая значимость работы заключается в развитии методов оценки показателей эффективности деятельности компании, которые могут применяться в рамках корпоративного управления коммерческими структурами, а также при принятии стейкхолдерами управленческих решений. **Ключевые слова:** стоимостной подход; ценностно-ориентированный менеджмент; методы оценки; собственный капитал; инвестированный капитал; рентабельность

**Для цитирования:** Бондаренко С.А., Пупенцова С.В. Показатели рентабельности: критический анализ и применимость в современных условиях. *Управленческие науки = Management Sciences*. 2024;14(3):78-94. DOI: 10.26794/2304-022X-2024-14-3-78-94

## ORIGINAL PAPER

## Profitability Indicators: Critical Analysis and Applicability in Modern Conditions

S.A. Bondarenko, S.V. Pupentsova

Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University, St. Petersburg, Russia

### ABSTRACT

Constant variability of the external environment is one of the key features affecting the business activity of domestic organizations and generates the need for constant updating of managers' professional skills. The issues of assessment efficiency of commercial companies are always relevant not only for owners, but also for managers, employees and other stakeholders. In the conditions of economic instability, the interest to the indicators of organizations' efficiency increases and, accordingly, their clarification and adjustment is required. **The purpose** of the study is to summarize

the profitability indicators depending on the goal-setting of the participants of commercial organizations and to establish the possibility of using these indicators to assess the effectiveness of the company's activities. Many years of experience of the authors of this article in the field of business valuation allowed to systematize the techniques of calculation of the main profitability indicators, to present an updated system of their grouping, as well as to classify the factors affecting them. Also, theoretical approaches to the calculation of invested capital were generalized in the course of the work. The research applied the **methods** of analysis, comparison, synthesis, classification, collection and generalization, logic, graphical and tabular display of information. Theoretical significance of the obtained **results** consists in the development of the methodology of value-oriented management in order to actualize and adapt the algorithms for calculating profitability indicators to domestic conditions, taking into account the interests of the participants of the organization. The practical significance of the work consists in the development of methods for assessing the performance indicators of the company, which can be used in the corporate governance of commercial structures, as well as in making management decisions by stakeholders. **Keywords:** value approach; value-based management; valuation methods; equity capital; invested capital; profitability

**For citation:** Bondarenko S.A., Pupentsova S.V. Profitability indicators: critical analysis and applicability in modern conditions. *Upravlencheskie nauki = Management Sciences*. 2024;14(3):78-94. DOI: 10.26794/2304-022X-2024-14-3-78-94

## ВВЕДЕНИЕ

Принятие правильных и своевременных управленческих решений является фундаментом построения успешной организации, способной справиться с внешними и внутренними вызовами и реализовать поставленные перед ней цели. Ответы на вопросы управления не могут быть найдены абстрагированно, без оценки достигнутых результатов. Менеджер при принятии определенного управленческого решения должен думать о том, какое влияние оно окажет на показатели рентабельности, по которым будет оцениваться результативность и эффективность деятельности компании. В этой связи вопросы оценки достигнутых результатов являются ключевыми для формирования разумного подхода к управлению, а проблемы расчета эффективности (рентабельности, доходности) коммерческих организаций остаются актуальными не только для их собственников, но и для руководителей, сотрудников и других заинтересованных лиц.

Авторы исследования ставили своими целями группировку коэффициентов рентабельности в зависимости от целеполагания участников коммерческих компаний и определение вариантов их применения для оценки эффективности деятельности компании. В ходе работы были решены такие задачи, как авторская классификация основных показателей рентабельности и влияющих на них факторов; систематизация техники расчета этих индикаторов, представленной зарубежными и отечественными авторами, а также их дифференциация по критерию применимости для целей отдельных стейкхолдеров; обобщение теоретических подходов к расчету инвестированного капитала.

Отметим, что в рамках данной работы изучению подлежали общие показатели рентабельности

такого вида коммерческих корпоративных организаций, как хозяйственные общества, т.е. акционерные общества (АО) и общества с ограниченной ответственностью (ООО) вне зависимости от вида осуществляемой ими деятельности.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА ИССЛЕДОВАНИЯ

Традиционный подход к оценке эффективности деятельности организации (в данном случае — коммерческой) в первую очередь, как правило, опирается на ее чистую прибыль и основывается на изначальной цели коммерческих предприятий, которые создаются ради получения прибыли в результате своей основной деятельности<sup>1</sup>.

Следует отметить, что такой подход обладает существенными недостатками, наличие которых указывает на необходимость использования иных показателей для подобной оценки. Вследствие развития научной мысли в теории стратегического менеджмента появилось несколько основных методов определения эффективности деятельности организации, с помощью которых можно выявить полезность организации для стейкхолдеров<sup>2</sup>. В их числе — Концепция ценностно-ориентированного менеджмента (англ. Value Based Management», VBM)

<sup>1</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 08.08.2024). URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/3a585d0351c74adc4c9878b6019d704cdd9d3699/?ysclid=m012ixzl8v606408912](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/3a585d0351c74adc4c9878b6019d704cdd9d3699/?ysclid=m012ixzl8v606408912)

<sup>2</sup> Под стейкхолдерами понимаются лицо или организация, которые могут воздействовать на осуществление деятельности или принятие решения, быть подверженными их воздействию или воспринимать себя в качестве последних. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_195013/?ysclid=m012tjt77k154334434](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_195013/?ysclid=m012tjt77k154334434)

известная в российской научной литературе как «теория управления стоимостью» или «стоимостной подход к управлению». Разработка ее основных положений осуществлена А. Раппопортом [1], Дж. Олсоном [2], Т. Коуплендом [3], Б. Стюартом [4] и А. Дамодараном [5, 6]. Данная концепция опирается на множество ценностно-ориентированных показателей, среди которых ключевыми являются те, что характеризуют рентабельность.

Формированием теории управления стоимостью и ее отдельными аспектами занимались и отечественные специалисты в области финансового менеджмента, среди которых И.А. Астраханцева [7], Д.Л. Волков [8], Д.С. Демиденко [9], А.М. Емельянов [4], И.В. Ивашковская [10], В.В. Кобзев [11], Т.В. Теплова [12], С.В. Черемушкин [13], Е.А. Яковлева и Э.А. Козловская [14] и др.

А.Н. Головина ранжирует показатели эффективности управления стоимостью организации по сложности и точности, ставя на первое место рентабельность собственного капитала, рентабельность чистых активов и дивидендную доходность [15]. На наш взгляд, данный список следует расширить, привести к единым обозначениям и формулировкам, что и послужило предпосылкой для проведения настоящего исследования.

В работе применялись методы анализа, сравнения, синтеза, классификации, сбора и обобщения,

логики, графического и табличного отображения информации; информационной базой послужили вышеуказанные работы зарубежных и отечественных специалистов по изучаемой тематике.

## РЕЗУЛЬТАТЫ

Концепция ценностно-ориентированного менеджмента раскрывается в том числе в подходе к оценке эффективности управления организацией, который основан на предлагаемых в его рамках показателях рентабельности. Группировка указанных показателей, исходя из базы расчета: рентабельность активов, рентабельности капитала и общая отдача, приведена на *рис. 1*.

Показатели рентабельности рассматриваемой компании могут интересовать не всех стейкхолдеров, поэтому важно классифицировать последних и выделить среди них тех, в отношении которых выполняется исследование. При этом основным критерием должна служить принадлежность стейкхолдера к организации или нахождение за ее периметром (*рис. 2*). Первые считаются внутренними, и их разделение производится по принципу принадлежности (или отсутствию таковой) к органам управления общества.

Вторые (внешние) в свою очередь разделены на несколько крупных групп, и их список не является закрытым. Данное обстоятельство вызвано тем, что



*Рис. 1 / Fig. 1. Группировка основных показателей рентабельности, рассматриваемых в рамках ценностно-ориентированного менеджмента / Grouping of the main profitability indicators considered within the framework of value-based management*

*Источник / Source:* составлено авторами на основании [8, 9, 16] / compiled by the authors based on [8, 9, 16].



Рис. 2 / Fig. 2. **Дерево стейкхолдеров коммерческих корпоративных организаций / Commercial corporate organization's stakeholder tree**

Источник / Source: составлено авторами на основании [17] / compiled by the authors based on [17].

определить полный перечень таких стейкхолдеров не представляется возможным в силу неопределенности круга лиц, которые могут воспринимать себя подверженными воздействию решений организации. В то же время в целях исследования допускается выделение нескольких крупных групп стейкхолдеров (что и было сделано в ходе работы). Дочерние общества в целях классификации формально вынесены за периметр рассматриваемой компании, поскольку формально они выступают в качестве отдельных, самостоятельных бизнес-единиц.

Учитывая важность внутреннего устройства организации для ее существования и деятельности, акцент сделан на стейкхолдеров, входящих в ее внутренний периметр (т.е. на внутренних). В то же время оценка эффективности деятельности компании должна проводиться с позиции участников ООО или акционеров, поскольку их влияние нельзя не учитывать. Общее собрание собственников в силу своей компетенции обладает исключительными полномочиями по образованию исполнительных органов и досрочному прекращению их полномочий

либо делегированию таковых иным лицам<sup>3</sup>. Поскольку участники общества являются бенефициарами его деятельности и имеют право назначать руководящие органы, управляющий не может не учитывать их интересов при осуществлении своей деятельности, что также обуславливает необходимость рассмотрения любых показателей эффективности деятельности организации с позиции ее участников.

В интересах исследования в дальнейшем необходим анализ показателей рентабельности ценностно-ориентированного менеджмента на предмет их соответствия целям деятельности корпорации согласно позиции рассматриваемых стейкхолдеров, т.е. ее участников (собственников). Их мотивом (как

<sup>3</sup> Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. от 08.08.2024) «Об обществах с ограниченной ответственностью». П. 2 ст. 33. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_17819/a30bf80b5a1bd89c0c53d61c2d178b65a9a20f60/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/a30bf80b5a1bd89c0c53d61c2d178b65a9a20f60/); Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 08.08.2024) «Об акционерных обществах». URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/fca351034948ee4a2889d0f3c08595a7933ea9f2/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/fca351034948ee4a2889d0f3c08595a7933ea9f2/)

разумных инвесторов) является получение дохода от деятельности организации, который согласно правам участников обществ, предусмотренных отечественным корпоративным законодательством, может быть получен в виде:

- части прибыли, подлежащей распределению среди участников организации (дивидендов);
- разницы между ценой приобретения доли участия в капитале организации и стоимостью имущества, получаемого участником после ее ликвидации;
- разницы между ценами приобретения доли участия в капитале организации и ценой ее продажи (рыночной стоимостью);
- разницы между ценой приобретения доли участия в капитале организации и стоимостью доли в случае выхода участника из общества с ограниченной ответственностью.

Комплексный анализ показателей рентабельности (см. *рис. 1*) и формирование общего вывода относительно возможности их применения в современных условиях с учетом соблюдения интересов владельцев корпорации произведены путем сопоставления алгоритмов расчета данных показателей и указанных на *рис. 3* критериев (факторов).

На *рис. 3* представлена классификация факторов, которые следует принимать во внимание при систематизации техник расчета данных показателей.

Следует отметить, что комплексный анализ последних предполагает учет:

- всех форм доходов, которые могут получить именно собственники организации от участия в ее капитале (на *рис. 3* — формальный фактор: показатели рентабельности с точки зрения участников организации должны отражать доходность, на которую они могут претендовать, в разрезе всех ранее выделенных форм доходов);
- ожиданий будущих доходов и рисков их получения [на *рис. 3* — фактор ожидания: учитывает перспективы участников организации в отношении будущих доходов, в том числе касательно неопределенности и вытекающих из нее рисков; первоначальной убыточности любой инвестиционной деятельности, связанной с развитием (инвесторы готовы покрывать данные убытки за счет собственных средств в пользу будущих прибылей)];
- инфляционных факторов, которые могут искажать оценки эффективности деятельности организации (на *рис. 3* — инфляционный фактор:



*Рис. 3 / Fig. 3. Классификация факторов, влияющих на показатели рентабельности / Classification of factors affecting profitability indicators*

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



показатели рентабельности должны позволять судить о действительной эффективности деятельности организации относительно ее результатов, достигнутых в ретроспективном периоде, с исключением влияния инфляции, которая может стать источником погрешности);

- эффективности деятельности компании относительно ее конкурентов (на рис. 3 — конкурентный фактор: проведение сравнительного анализа показателей рентабельности организации в сравнении с основными конкурентами).

Вышеизложенные факторы учтены в ходе дальнейшего исследования.

Также следует отметить, что:

- в качестве денежных единиц в приведенных ниже формулах используются российские рубли;
- при анализе источников информации по теме исследования выявлено, что под одними и теми же показателями в них понимаются разные по своему смысловому наполнению понятия. В этой связи для каждой формулы указывается источник, ее содержащий, а также методологические пояснения, разъясняющие особенности расчета того или иного коэффициента;
- рассматриваемые показатели приведены к единому виду в части сопоставимости используемых величин по временному фактору. Если при расчете требуется одновременное применение показателей деятельности компании: статических, актуальных на конкретную дату (например, содержащихся в бухгалтерском балансе), и динамических, отражающих результаты за определенный период (например, данных отчета о финансовых результатах и/или о движении денежных средств), — в целях их сопоставимости в формулах использованы средние значения статистических показателей за период актуальности динамических. Кроме того, добавлено указание на то, что данные коэффициенты рассчитываются за определенный период.

## РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО МЕНЕДЖМЕНТА

В первую группу вошли показатели, основанные на соотношении определенных видов прибыли и капитала организации:

*Рентабельность собственного капитала* (англ. Return On Equity, ROE) за период  $n$ , расчет которой производится по следующей формуле [18, 19]:

$$ROE_n = \frac{NI_n}{\bar{E}_n}, \quad (1)$$

где  $NI_n$  — чистая прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $\bar{E}_n$  — среднее значение собственного капитала за период  $n$ , тыс. руб.

Показатель  $ROE$  позволяет понять доходность активов организации, сформированных из средств ее участников, исходя из ее финансового результата, и свидетельствует, насколько эффективны инвестиции в данную компанию (по сравнению с возможными альтернативами), основываясь на величине ее чистой прибыли.

В то же время такой индикатор, как  $ROE$ , основан на величине чистой прибыли, и его использование для исследуемой категории стейкхолдеров нецелесообразно. Это связано с тем, что доходы владельцев корпорации определяются, исходя из объема чистой прибыли организации, уменьшенной до выплаты дивидендов, например, на величину необходимых для ее функционирования инвестиций в капитальные активы и оборотный капитал или на величину заемных средств, подлежащих возврату в периоде расчета. При этом сумма дивидендов, которая может быть перечислена в пользу владельцев долевых инструментов организации, не отражает ожиданий относительно результатов деятельности компании, а также рисков, сопутствующих получению дохода.

В этой связи применение коэффициента, основанного на значении чистой прибыли без дополнительных корректировок (учитывающих вышеприведенные обстоятельства), не соответствует целям участников организации.

Имеется вариант расчета  $ROE$ , предложенный А. Дамодараном [5, 6], который подразумевает использование данного показателя только к той части собственного капитала, которая относится на обыкновенные акции. Данный вариант вызывает сомнения в силу целесообразности его применения в отношении оценки эффективности деятельности эмитентов, выпускавших в том числе привилегированные акции, поскольку часть чистой прибыли подобного эмитента, подлежащая распределению, направляется в том числе на выплату дивидендов по данному типу акций. Указанное обстоятельство потенциально вызывает несопоставимость числителя и знаменателя в используемой формуле (1), поэтому в практической деятельности этот показатель применять не следует.

Рентабельность инвестированного капитала (англ. Return On Invested Capital, ROIC) за период  $n$ , расчет которой производится по следующей формуле<sup>4</sup>:

$$ROIC_n = \frac{NOPAT_n}{IC_n}, \quad (2)$$

где  $NOPAT_n$  — операционная прибыль после налога на прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $IC_n$  — среднее значение инвестированного капитала за период  $n$ , тыс. руб.

$NOPAT_n$  рассчитывается как прибыль до вычета процентов к уплате и налога на прибыль (аналогичен показателю, имеющему обозначение EBI в специализированной литературе [12, 20, 21]).

Коэффициент ROIC позволяет понять доходность активов организации, сформированных из всех имеющихся источников финансирования, основываясь на приходящемся на них финансовом результате.

Данный показатель по сравнению с рентабельностью собственного капитала ориентирован на больший круг стейкхолдеров, включающий как участников организации, так и на иных лиц (например, ее кредиторов), и позволяет понять эффективность инвестиций в капитал компании вне зависимости от источника происхождения ее активов, исходя из величины прибыли, приходящихся на стейкхолдеров (чья вложения учитываются в составе инвестированного капитала организации).

Имеется и другой вариант расчета, когда в числителе вместо прибыли от продаж после налога на прибыль за период (NOPAT) используется показатель прибыли до выплаты процентов к уплате и налога на прибыль (EBIT) [5, 6, 19], однако направленность показателя ROIC от этого существенным образом не меняется.

Рентабельность задействованного капитала (англ. Return On Capital Employed, ROCE) за период  $n$ , расчет которой производится по следующей формуле [12, 20]:

$$ROCE_n = \frac{NOPAT_n}{CE_n}, \quad (3)$$

где  $NOPAT_n$  — операционная прибыль после налога на прибыль за период  $n$ , тыс. руб., здесь и далее данный показатель рассчитывается как при-

быль до вычета процентов к уплате и налога на прибыль (аналогичен показателю, имеющему обозначение EBI в специализированной литературе);  $CE_n$  — среднее значение задействованного капитала за период  $n$ , тыс. руб.

Данный показатель по смыслу близок к рентабельности инвестированного капитала (ROIC) и при определенных условиях может соответствовать ему. Однако в большинстве методик под задействованным капиталом (англ. Capital Employed), понимаются возмездные инвестиции в виде собственного и предусматривающим выплату процентов<sup>5</sup> заемного капиталов. В анализируемых алгоритмах расчета показателей собственный капитал понимается как источник финансирования, предполагающий выплату вознаграждения за его предоставление, поскольку подразумевается, что организация будет обеспечивать всем своим инвесторам требуемую норму доходности. Иногда встречается обозначение ROTC<sup>6</sup>, которое в большинстве случаев соответствует ROC; однако данные показатели могут различаться в зависимости от способа расчета величины инвестированного капитала и понимания термина «совокупный капитал» (англ. Total Capital).

Имеется также иной вариант вычисления ROCE, предполагающий учет в знаменателе прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль (EBIT) или прибыль до уплаты процентов, но после уплаты налога на прибыль (NOPAT). Направленность рассматриваемого показателя, однако, при этом существенным образом не меняется: он ориентирован на широкий круг стейкхолдеров, вследствие чего не может быть применим для рассматриваемых целей.

Денежная рентабельность инвестиций (англ. Cash Flow Return On Investment, CFROI) за период  $n$  в общем виде может быть представлена следующим образом [8]:

$$CFROI_n = \frac{CF_n^{adj}}{\overline{CI}_n^{adj}}, \quad (4)$$

где  $CF_n^{adj}$  — скорректированные на инфляцию денежные притоки за период  $n$ , тыс. руб.;  $\overline{CI}_n^{adj}$  — средние скорректированные на инфляцию инвестиции в организацию за период  $n$ , тыс. руб.

<sup>4</sup> Heyes A., James M., Kazel M. Return on Invested Capital: What Is It, Formula and Calculation, and Example. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestedcapital.asp>; Альт-Инвест (энциклопедия). URL: <https://www.alt-invest.ru/library/kb/>

<sup>5</sup> Рентабельность инвестированного капитала, ROIC. Альт-Инвест (энциклопедия). URL: <https://www.alt-invest.ru/lib/roic/?ysclid=ltlqdo9opr786334189>

<sup>6</sup> Return on Total Capital (ROTC). URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/return-on-total-capital/>

Наименования показателей, указанных в своей работе Д.Л. Волковым [8], скорректированы в соответствии с их действительным экономическим смыслом. Данное обстоятельство в отношении числителя формулы (4) вызвано тем, что поступления (или денежные *притоки*, согласно источнику) не совсем корректно отображают выгоды для стейкхолдеров, поскольку не учитывают денежные оттоки (платежи). По этой причине применение денежных *потоков* в формуле (4) выглядит более целесообразным и соответствует иным вариантам расчета *CFROI*, рассмотренным ниже.

В отношении знаменателя необходимо отметить, что существенные инвестиции в организацию (например, вклад участника организации в ее капитал) зачастую бывают неденежными, ввиду чего признак «денежный» применительно к инвестициям в приведенной формуле удален.

Корректировки компонентов формулы (4) предполагается проводить в силу инфляции; их целью, исходя из экономического смысла, является приведение рассматриваемых величин к виду, соответствующему единому уровню цен.

Расчет рассматриваемого показателя, согласно А. Дамодарану, производится по более детализированной формуле [5, 6]:

$$CFROI_n = \frac{GCF_n - ED_n}{GI_n}, \quad (5)$$

где  $GCF_n$  — валовый денежный поток за период  $n$ , тыс. руб.;  $GI_n$  — средние совокупные инвестиции в организацию за период  $n$ , тыс. руб.;  $ED_n$  — экономический износ (англ. Economic Depreciation) за период  $n$ , который рассчитывается по следующей формуле:

$$ED_n = \frac{RC_n}{(1 + \bar{r}_n^{IC})^n - 1}, \quad (6)$$

где  $RC$  — стоимость замещения активов в выражении на конец периода  $n$ , тыс. руб.;  $\bar{r}_n^{IC}$  — средние затраты на привлечение инвестированного капитала за период  $n$ , %;  $n$  — ожидаемый срок службы активов на дату расчета показателя, выраженный в длительности периода  $n$  (годы, месяцы, недели и пр.).

Под совокупными инвестициями в организацию, с точки зрения А. Дамодарана, должна пониматься балансовая стоимость активов, скорректированная, во-первых, на инфляцию, вероятно, имевшую ме-

сто в период с даты принятия их к учету до даты расчета искомого показателя, а во-вторых, на величину накопленного активами износа за тот же период. Фактически в данном случае размер совокупных инвестиций приравнивается к стоимости замещения активов в текущем выражении, что, по мнению М.Л. Пятова [22], оправдано с точки зрения принятия управленческих решений. Ученый отмечает, что если говорить о возможности использования данных бухгалтерского учета для получения информации об объеме совокупных инвестиций, то наиболее подходящей может быть признана оценка соответствующих активов по справедливой стоимости.

Валовый денежный поток с учетом корректного перевода с английского, выполненного М.Л. Пятовым, определяется как операционная прибыль [прибыль (убыток) от продаж] организации после уплаты налогов, увеличенная на величину таких затрат, как износ и амортизация.

*Денежная рентабельность инвестиций* (англ. Cash Return On Capital Invested, *CROCI*) за период  $n$  рассчитывается по следующей формуле<sup>7</sup>:

$$CROCI_n = \frac{EBITDA_n}{\bar{E}_n}, \quad (7)$$

где  $EBITDA_n$  — прибыль до уплаты процентов, налога на прибыль и амортизации за период  $n$ , тыс. руб.;  $\bar{E}_n$  — средняя величина собственного капитала за период  $n$ , тыс. руб.

Рассматриваемый показатель может применяться для оценки эффективности деятельности организации, только если у нее отсутствуют заемные средства, поскольку в противном случае числитель и знаменатель являются несопоставимыми. В целях исправления данной несостыковки при наличии у компании заемных средств предлагается либо использовать в знаменателе инвестированный капитал, либо задействовать в качестве числителя показатель, предполагающий исключение из данной величины процентов к уплате.

При сопоставимости числителя и знаменателя *CROCI* можно рассматривать как альтернативу

<sup>7</sup> Kenton W., Kindness D., Munichello K. Cash Return on Capital Invested (CROCI): What it is, How it Works. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/c/croci.asp>



показателям рентабельности собственного и инвестированного капиталов, подразумевающую денежные потоки вместо определенного вида прибыли. В то же время данный коэффициент рентабельности имеет недостатки (аналогичные наблюдаемым у рассмотренных выше показателей), вследствие чего его применимость для целей участников организации является нецелесообразной.

**Второй группой** являются показатели, основанные на соотношении определенных видов прибыли и активов:

*Рентабельность активов* (англ. Return On Assets, ROA) за период  $n$ , расчет которой производится по следующей формуле<sup>8</sup>:

$$ROA_n = \frac{NI_n}{TA_n}, \quad (8)$$

где  $NI_n$  — чистая прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $TA_n$  — среднее значение активов за период  $n$ , тыс. руб.

Рассматриваемый показатель позволяет понять эффективность использования активов организации, а также дает стейкхолдерам организации понимание того, насколько эффективно она конвертирует инвестиции в чистую прибыль.

Существует несколько вариантов расчета ROA:

- когда в качестве числителя выступает сумма чистой прибыли и процентов к уплате [19];
- способ с использованием доналоговых показателей, когда числителем является величина операционной прибыли без вычитания каких-либо налогов [8];
- вариант, при котором в числителе располагается сумма чистой прибыли и процентов к уплате, но указанные проценты подлежат уменьшению на величину налога на прибыль, начисленного на них (англ. After-Tax Interest) [5, 6, 23].

Последний и предпоследний варианты — более правильные алгоритмы расчета рентабельности активов для стейкхолдеров, поскольку в данном случае будут сопоставлены финансовые показатели, учитывающие интересы большинства из них, и размер активов, приобретенных на средства тех же стейкхолдеров.

<sup>8</sup> Hargrave M., Kindness D., Eichler R. Return on Assets (ROA): Formula and 'Good' ROA Defined. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

*Рентабельность чистых активов* (англ. Return On Net Assets, RONA) за период  $n$ , расчет которой производится по формуле<sup>9</sup>:

$$RONA_n = \frac{NI_n}{FA_n + NWC_n}, \quad (9)$$

где  $NI_n$  — чистая прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $FA_n$  — среднее значение основных средств за период  $n$ , тыс. руб.;  $NWC_n$  — среднее значение собственного оборотного капитала за период  $n$ , тыс. руб., который в свою очередь определяется в ходе следующих вычислений:

$$NWC_n = \overline{CA}_n - \overline{CL}_n, \quad (10)$$

где  $\overline{CA}_n$  — среднее значение оборотных активов за период  $n$ , тыс. руб.;  $\overline{CL}_n$  — среднее значение краткосрочных обязательств за период  $n$ , тыс. руб.

Данный показатель позволяет понять доходность активов организации (представляющих собой основные средства и оборотные активы), сформированных за счет ее собственных средств, исходя из величины чистой прибыли, и может быть применен компаниями, доходы которых в большей степени формируются за счет основных средств, отражая эффективность использования как их самих, так и собственного оборотного капитала. В целом данный показатель является малоинформативным для участников организации, которых в большей степени интересуют доходы от владения долей в ее капитале, нежели эффективность использования того или иного актива.

Иные варианты расчета RONA предложены Д.Л. Волковым [8]. В них в качестве числителя выступает прибыль до выплаты процентов (EBI), а знаменателем служит либо разница между совокупными активами и кредиторской задолженностью, либо сумма собственного капитала и обязательств, предусматривающих выплату процентов («платных обязательств»), т.е. задействованный капитал (англ. Capital Employed).

*Рентабельность валовых активов* (англ. Return On Gross Assets, ROGA) за период  $n$  рассчитывается следующим образом [8, 12]:

$$ROGA_n = \frac{GOPAT_n}{GA_n}, \quad (11)$$

<sup>9</sup> A. Heyes, J. Barry-Johnson. Return on Net Assets (RONA): Definition, Formula, Example. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/rona.asp>

где  $GOPAT_n$  — операционная прибыль без учета амортизации после налогообложения за период  $n$ , тыс. руб., отличие от показателя  $NOPAT$  заключается в том, что амортизация, вычтенная из доходов в составе себестоимости, восстанавливается при расчете  $GOPAT$ , т.е.  $GOPAT$  включает в себя амортизационные отчисления;  $GA_n$  — среднее значение валовых активов за период  $n$ , тыс. руб.

Под валовыми понимаются активы, приобретенные за счет источников финансирования, предполагающих выплату вознаграждения за их предоставление, а именно процентные займы и собственный капитал, увеличенные на сумму накопленной амортизации.

Рассматриваемый показатель, как следует из его содержания, в большей степени ориентирован на инвесторов, предоставивших организации возмездное финансирование, а не только на участников организации.  $ROGA$  близок по своему содержанию к рентабельности задействованного капитала ( $ROCE$ ) — разница состоит в наличии (или отсутствии) учета амортизационных отчислений (амортизации) в числителе и знаменателе формул их расчета.

*Рентабельность совокупных активов* (англ. Return On Total Assets,  $ROTA$ ) за период  $n$ , расчет которой производится по следующей формуле<sup>10</sup>:

$$ROTA_n = \frac{EBIT_n}{TA_n}, \quad (12)$$

где  $EBIT_n$  — прибыль до уплаты процентов к уплате и налога на прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $TA_n$  — среднее значение активов за период  $n$ , тыс. руб.

Данный показатель, по сути, является еще одним вариантом ранее рассмотренного  $ROA$ , но имеет отдельное наименование.

*Рентабельность чистых операционных активов* (англ. Return on Net Operating Assets,  $RNOA$ ) за период  $n$  рассчитывается так [8]:

$$RNOA_n = \frac{NOPAT_n^{adj}}{NOA_n}, \quad (13)$$

где  $\overline{NOA_n}$  — средние чистые операционные активы за период  $n$ , тыс. руб.;  $NOPAT_n^{adj}$  — скорректированная посленалоговая прибыль до уплаты процентов за период  $n$ , тыс. руб., которая в свою очередь рассчитывается по формуле:

$$NOPAT_n^{adj} = NI_n + ni_n \times (1 - t_n), \quad (14)$$

где  $NI_n$  — чистая прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $ni_n$  — проценты к уплате за период  $n$ , тыс. руб.;  $t_n$  — налоговая ставка по налогу на прибыль, действовавшая в период  $n$ , %.

Величина чистых процентов ( $ni$ ) является разницей между процентами к уплате и к получению.

Чистые операционные активы, согласно мнению Д.Л. Волкова, определяются как разница между операционными активами и операционными обязательствами.

Под первыми понимаются активы, которые не относятся к финансовым, т.е. те, по которым организация получает доход, не связанный со своей основной деятельностью и не являющийся результатом инвестирования ее свободных средств в периферийные операции процентного характера. Что именно понимается под операционными обязательствами, в работе Д.Л. Волкова напрямую не указано, но из контекста можно понять, что таковыми он считает обязательства, появившиеся у компании вследствие ведения ею основной деятельности.

В целом разделение активов на операционные и финансовые, согласно мнению Д.Л. Волкова, проблематично, поскольку не предусматривает наличие иных, не относящихся ни к тому, ни другому виду активов. Например, нефункционирующий детский лагерь, доставшийся производственной компании в результате реорганизации советских предприятий в XX в., не является для нее операционным активом, так как в основной деятельности этой организации он не участвует. Однако лагерь не выступает и в роли финансового актива по причине того, что он не был объектом инвестирования и вряд ли бы им стал: этот актив для данного предприятия убыточен, поскольку не функционирует надлежащим образом и требует расходов на свое содержание.

Альтернативный расчет величины чистых операционных активов предполагает вычисление суммы собственного капитала и чистого долга, что в рамках расчета исследуемого показателя определяется как разница между финансовыми обязательствами и финансовыми активами.

<sup>10</sup> Kenton W., Scott G., Courage A. Return on Total Assets (ROTA): Overview, Examples, Calculations. Investopedia. URL: [https://www.investopedia.com/terms/r/return\\_on\\_total\\_assets.asp](https://www.investopedia.com/terms/r/return_on_total_assets.asp)

Для вычисления  $RNOA$  по вышеуказанному алгоритму требуется переквалификация существующих активов и обязательств организации на финансовые и операционные, что, как показано ранее, проблематично, и не столько в силу трудоемкости данного процесса, сколько по причинам, связанным с особенностями классификации данных активов и обязательств.

Исходя из вышеизложенного, показатели рассматриваемой группы в большей степени ориентированы на широкий круг стейкхолдеров, нежели на участников организации, вследствие чего их применимость для рассматриваемых целей является сомнительной.

**К третьей группе** рассматриваемых показателей рентабельности могут быть причислены относительные, характеризующие определенный вид отдачи капитала, а именно:

*Общая отдача бизнеса* (англ. Total Business Return,  $TBR$ ) за период  $n$ , рассчитывается по следующей формуле [16]:

$$TBR_n = \frac{FCF_n}{V_{n-1}} + \frac{V_n - V_{n-1}}{V_{n-1}}, \quad (15)$$

где  $FCF_n$  — свободный денежный поток за период  $n$ , тыс. руб.;  $V_{n-1}$  — стоимость инвестированного капитала на начало периода  $n$ , тыс. руб.;  $V_n$  — стоимость инвестированного капитала на конец периода  $n$ , тыс. руб.

Из приведенного алгоритма расчета следует, что данный показатель ориентирован на всех инвесторов в капитал организации. В этой связи, исходя из принципа сопоставимости числителя и знаменателя, в качестве свободного денежного потока в формуле (15), вероятно, должен использоваться денежный поток на инвестированный капитал.

$TBR$ , по всей видимости, предполагает, что денежный поток, входящий в состав первого слагаемого приведенной формулы, подлежит распределению среди инвесторов в капитал организации в течение анализируемого периода, так как в противном случае эти средства будут еще раз причислены к стоимости инвестированного капитала. Эту особенность следует иметь в виду при определении рассматриваемого показателя, т.е. в случае отсутствия распределения какой-либо части данного потока в пользу соответствующего вида инвесторов, учитывать ее при расчете не требуется.

$TBR$ , как следует из вышеизложенного, в большей степени ориентирован на всех инвесторов в капитал организации, нежели на ее участников. При этом применимость данного показателя является сомнительной, поскольку стоимость инвестированного капитала может быть увеличена путем привлечения новых займов в конце рассматриваемого периода, что никоим образом не указывает на эффективность деятельности компании.

В подобной ситуации и условной нулевой величине свободного денежного потока на инвестированный капитал за период положительное значение  $TBR$  будет обеспечено исключительно ростом заемного капитала, что не является позитивным сигналом ни для участников организации, ни для займодателей, перед которыми у предприятия имелись обязательства по состоянию на начало рассматриваемого периода.

С учетом изложенных выше обстоятельств рассматриваемый показатель не является применимым для рассматриваемых целей.

*Общая акционерная отдача* (Total Shareholder Return,  $TSR$ ) за период  $n$ , вычисляемая следующим образом [16]:

$$TSR_n = \frac{Div_n}{V_{n-1}} + \frac{V_n - V_{n-1}}{V_{n-1}}, \quad (16)$$

где  $Div_n$  — дивиденды за период  $n$ , тыс. руб.;  $V_{n-1}$  — стоимость долевых инструментов участия в капитале организации на начало периода  $n$ , тыс. руб.;  $V_n$  — стоимость долевых инструментов участия в капитале организации собственного капитала на конец периода  $n$ , тыс. руб.

Чтобы исключить влияние таких факторов, как изменения в периоде  $n$  количества акций или уставного капитала применительно к обществам с ограниченной ответственностью, вышеуказанный показатель определяется в пересчете на одну акцию (либо рубль) уставного капитала, соответственно, в зависимости от вида коммерческой корпоративной организации.

$TSR$  применим к участникам организации, и при учете особенностей его использования (аналогичных указанным ранее в отношении общей отдачи бизнеса в части дивидендов) учитывает и выплату дивидендов, и увеличение стоимости долевых инструментов, принадлежащих владельцам корпорации. Это делает данный показатель более совершенным для оценки эффективности деятельности

компании ее участниками по сравнению с акционерной добавленной стоимостью и свободным денежным потоком на собственный капитал. В то же время сам по себе *TSR*, рассчитанный согласно тому алгоритму, который приводится в различных источниках, не решает иные проблемы, присущие акционерной добавленной стоимости, или, точнее говоря, не позволяет судить о действительной эффективности деятельности организации как относительно результатов, достигнутых ею в ретроспективном периоде, так и применительно к ее конкурентам, что важно с точки зрения понимания эффективности действий менеджмента.

Таким образом, несмотря на то, что данный показатель доходности по сравнению с прочими, характеризующими ценностно-ориентированный менеджмент, можно считать наиболее подходящим для исследуемых целей, он не учитывает всех обстоятельств, которые важны для оценки рентабельности организаций с точки зрения ее участников. Кроме того, *TSR* является относительным, в то время как для информирования владельцев долевых инструментов имеет смысл приводить и абсолютный показатель. Это может быть решено путем перевода составляющих формулы (16) в недробный вид (путем исключения знаменателей). И.А. Астраханцева предлагает использовать показатель возврата акционерам (англ. Returns to Shareholders, RTS), который

определяет не относительную, а абсолютную общую акционерную отдачу, рассчитанную с учетом вышеуказанных уточнений [7].

Поскольку большинство рассматриваемых показателей отражают интересы участников компании и ее кредиторов (в том числе займодавцев), чьи средства в совокупности формируют ее активы, по результатам проведенного исследования произведена группировка этих показателей в отношении указанных групп стейкхолдеров.

*ROA* и *RONA* не отражены в таблице, поскольку не соответствуют интересам представленных в ней заинтересованных лиц в силу того, что в алгоритме их расчета (в числителе и знаменателе формул) участвуют несопоставимые по своей направленности компоненты (одни из которых направлены на участников организации, другие — на более широкий круг стейкхолдеров).

## ОБСУЖДЕНИЕ

Как показало проведенное исследование, показатели, отображенные в таблице, соответствуют интересам выделенных групп стейкхолдеров; однако в том виде, в котором они представлены в статье (согласно данным научных источников), применяться для оценки эффективности деятельности организации с позиции ее участников не могут по причине либо их направленности на иной, более широкий круг

Таблица / Table

**Систематизация рассматриваемых показателей рентабельности в зависимости от их направленности на интересы (цели) выделенных стейкхолдеров рассматриваемых организаций (составлено авторами) / Systematisation of the considered profitability indicators depending on their focus on the interests (goals) of the selected stakeholders of the organizations under consideration (compiled by the authors)**

| Группы стейкхолдеров (основные) / Stakeholder groups (main) | Интересы (цели) относительно организации (основные) / Interests (goals) in relation to the organization (main)                | Показатели рентабельности, направленные на указанные интересы (цели) / Profitability indicators aimed at the specified interests (goals)             |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Участники организации                                       | Получение дохода от деятельности организации в определенной форме                                                             | ROE, TSR                                                                                                                                             |
| Кредиторы организации                                       | Исполнение обязательств организацией перед кредиторами, в том числе, по выплате процентов за пользование денежными средствами | Ни один рассматриваемый показатель не направлен на оценку эффективности деятельности организации исключительно с точки зрения кредиторов организации |
| Кредиторы и участники организации                           | Совокупность вышеуказанных целей                                                                                              | ROIC, ROCE, CFROI, CROCI, ROGA, ROTA, RNOA, TBR                                                                                                      |

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



стейкхолдеров, либо неучета ранее выделенных факторов, которым они должны отвечать.

Проведенный комплексный анализ показателей рентабельности также позволил выделить некоторые проблемы, с которыми сталкиваются менеджеры при их использовании:

*Во-первых*, исследователи по-разному понимают как период, который должен учитываться в числителе и знаменателе при расчете показателей рентабельности, так и иные статичные величины, определяемые в бухгалтерском учете на определенный момент времени (величина активов, собственного капитала и пр.). Например, имеется вариант расчета рентабельности собственного капитала, где в качестве делителя используется величина собственного капитала на начало периода [8]. В целях ее сопоставимости с показателем чистой прибыли расчет, исходя из среднего значения собственного капитала, является более правильным, поскольку в течение периода времени его величина может меняться.

Однако отдельному инвестору важно соотношение размеров инвестиций, вложенных в начале определенного периода, и отдачи от них, полученной в его конце. В этом случае для оценки эффективности вложений могут применяться такие показатели, как TSR и TBR, в редакции, приведенной в используемых в статье источниках информации, при условии, что состав участников организации в течение исследуемого периода не менялся. Если же произошло обратное (т.е. в период расчета одного из указанных показателей этот состав претерпел изменения), необходимо учитывать данное обстоятельство в соответствующих формулах.

*Во-вторых*, в научном сообществе существуют различные понимания концепции инвестированного капитала и, соответственно, множественные алгоритмы его расчета.

Наиболее распространенные на практике подходы к алгоритму расчета данного показателя приведены на рис. 4<sup>11</sup>.

*В-третьих*, в одних и тех же формулах разные специалисты используют различные составляющие. Данная проблема проявляется, например, в показателях оценки эффективности деятельности организации, когда в одном случае применяется показатель NOPAT, а в другом — EBI.

За показатель прибыли от продаж (операционной прибыли) после налога на прибыль (англ. Net Operating Profit After Tax, NOPAT), в одной из его версий принимается прибыль от продаж (операционная прибыль), уменьшенная на величину налога на прибыль, начисленного на указанный вид прибыли [19]. При этом (в силу указанного алгоритма вычисления) NOPAT по правилам российского бухгалтерского учета будет определен безотносительно прочих доходов и расходов, процентов к получению и к уплате, а также доходов от участия в других организациях.

Показатель чистой прибыли до процентных платежей (англ. Earnings Before Interest, EBI<sup>12</sup>), в отличие от NOPAT, согласно мнению Д.Л. Волкова, рассчитывается по следующей формуле [8]:

$$EBI_n = NI_n + i_n \times (1 - t_n), \quad (17)$$

где  $NI_n$  — чистая прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $ni_n$  — проценты к уплате за период  $n$ , тыс. руб.;  $t_n$  — налоговая ставка по налогу на прибыль, действовавшая в период  $n$ , %.

Значение EBI определено с учетом прочих доходов и расходов, процентов к получению и к уплате, а также доходов от участия в других организациях, поскольку расчет данного показателя выполняется от чистой прибыли.

Несмотря на разное содержание NOPAT и EBI, различные исследователи предполагают использовать их при расчете одних и тех же показателей эффективности деятельности организации, что может менять смысл последних (например, показатели EVA, ReOI и др.).

При этом в версии специалистов «Альт-Инвест» значение NOPAT определяется следующим образом:

$$NOPAT_n = EBIT_n \times (1 - t_n), \quad (18)$$

где  $EBIT_n$  — прибыль до уплаты процентов к уплате и налога на прибыль за период  $n$ , тыс. руб.;  $t_n$  — налоговая ставка по налогу на прибыль, действовавшая в период  $n$ , %.

Согласно формуле (18), в данной версии показатель учитывает составляющие, не предусмотренные в его ранее приведенной формуле расчета.

<sup>11</sup> Подход CFA Institute определен согласно CFA® Program Curriculum 2020. Level I. Vol. 4. ISBN 978-1-946442-79-6.

<sup>12</sup> По Волкову Д.Л. — earnings before interest and taxes, что не соответствует формуле расчета данного показателя.

Альт-Инвест. URL: <https://www.alt-invest.ru/lib/roic/?ysclid=ltlqdo9opr786334189>

- В качестве инвестированного капитала принято использовать сумму собственного капитала и всех долгосрочных обязательств.

Берк Д., Демарцо П. [18]

- Собственный капитал с учетом чистого долга.

Бухарин Н.А., Озеров Е.С., Пупенцова С.В., Шаброва О.А. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=25584626>

- Рыночная стоимость валюты баланса за минусом рыночной стоимости текущей кредиторской задолженности равна рыночной стоимости.

Валдайцев С.В. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=19751837>

- Сумма собственного и заемного капиталов.

Дамодаран А. [5, 6]

- Балансовая стоимость долга с учетом балансовой стоимостью собственного капитала и за вычетом денежных средств и денежных эквивалентов.

Коллер Т., Гедхарт М., Весселс Д. [21]

- Инвестированный капитал представляет собой совокупную сумму, вложенную предприятием в свою основную деятельность — в первую очередь в основные средства и оборотный капитал.

Пратт Ш. [17]

- Рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций, а также балансовая стоимость долга.

CFA Institute

- Рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций, а также балансовая стоимость долга.

Credit Suisse. URL: <https://www.alt-invest.ru/lib/roic/?ysclid=ltlqdo9opr786334189>

- Совокупность собственного капитала, всех долгосрочных обязательств, а также краткосрочных обязательств, на которые начисляются проценты

#### Рис. 4 / Fig. 4. Подходы к расчету инвестированного капитала / Approaches to calculating invested capital

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Все вышеизложенное подчеркивает невозможность использования рассматриваемых показателей для целей оценки эффективности деятельности организации с позиции ее участников.

### ВЫВОДЫ

Проведенное исследование показало, что в различных источниках анализируемые показатели представлены по-разному. Это свидетельствует о потребности в систематизации и унификации последних, а также указывает на невозмож-

ность их использования для рассматриваемых целей с учетом ранее приведенных доводов.

Совокупность изложенных обстоятельств подтверждает как наличие трудностей применения существующих показателей оценки эффективности деятельности организации в текущих условиях в части показателей рентабельности, так и необходимость их трансформации с учетом выявленных недостатков и потребностей выделенных стейкхолдеров, что дополнительно подчеркивает актуальность соответствующих исследований.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Rappoport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance. New York, NY: The Free Press; 1986. 270 p.
2. Ohlson J. The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball-Brown analysis. *Contemporary Accounting Research*. 1991;8(1):1–19. DOI: 10.1111/j.1911–3846.1991.tb00831.x
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес; 2004. 565 с.

4. Емельянов А. М., Шакина Е. А. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний. *Корпоративные финансы*. 2008;2(4):79–87. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073–0438.2.4.2008.79–87
5. Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2012. 992 p. (Wiley Finance Series).
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 5-е изд. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс; 2008. 1323 с.
7. Астраханцева И. А. Анализ теории и методологии стоимостного подхода к управлению компанией. *Аудит и финансовый анализ*. 2010;(3):211–217.
8. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. 2-е изд. СПб.: Высш. шк. менеджмента; 2008. 320 с.
9. Демиденко Д. С., Козловская Э. А., Яковлева Е. А. и др. Оценка и управление стоимостью предприятия. Ростов н/Д: Наука плюс; 2009. 337 с.
10. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. *Российский журнал менеджмента*. 2004;2(4):113–132.
11. Кобзев В. В., Измайлов М. К. Методы и инструменты управления основными средствами промышленного предприятия на основе стоимостного подхода. СПб.: СПбПУ; 2023. 253 с.
12. Теплова Т. В. Отраслевые особенности выбора показателей для оценки эффективности деятельности в целом и вклада финансовых решений. *Аудит и финансовый анализ*. 2006;(3):084–091.
13. Черемушкин С. В., Понкрашкина Г. А. Денежная рентабельность инвестиций CFROI. *Финансовый менеджмент*. 2009;(2):43–60.
14. Яковлева Е. А., Козловская Э. А., Бойко Ю. В. Оценка инновационного потенциала предприятия на основе стоимостного подхода. *Вопросы инновационной экономики*. 2018;8(2):267–282. DOI: 10.18334/vines.8.2.39139
15. Головина А. Н. Драйверы эффективности управления стоимостью компании: измерительный аспект. *Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки*. 2017;10(4):230–240. DOI: 10.18721/JE.10422
16. Касьяненко Т. Г., Тарасова Ж. Н. Управление, ориентированное на стоимость компании (VBM). М.: Русайнс; 2024. 344 с.
17. Моргунова Р. В., Моргунова Н. В. Менеджмент стейкхолдеров. Владимир: Изд-во ВлГУ; 2022. 292 с.
18. Pratt S. P., Niculita A. V. Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies. New York, NY: McGraw-Hill Book Co.; 2008. 1152 p.
19. Berk J., DeMarzo P. Corporate finance. 3rd ed. Boston, MA: Pearson; 2014. 736 p.
20. Пупенцова С. В., Алексеева Н. С. Информационные технологии и ресурсы как инструмент увеличения капитализации бизнеса. *Инновации*. 2019;(9):115–120. DOI: 10.26310/2071–3010.2019.251.9.018
21. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. 7th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2020. 896 p.
22. Пятов М. Л. CFROI: деньги важнее бухгалтерской прибыли. Бух.1С. 09.11.2017. URL: <https://buh.ru/articles/cfroi-dengi-vazhnee-bukhgalterskoy-pribyli.html>
23. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. Principles of corporate finance. 13th ed. New York, NY: McGraw-Hill Education; 2020. 992 p. (The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate).

## REFERENCES

1. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance. New York, NY: The Free Press; 1986. 270 p.
2. Ohlson J. The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball-Brown analysis. *Contemporary Accounting Research*. 1991;8(1):1–19. DOI: 10.1111/j.1911–3846.1991.tb00831.x
3. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.; 1990. 512 p. (Russ. ed.: Copeland T., Koller T., Murrin J. Stoimost' kompanii: otsenka i upravlenie. 2nd ed. Moscow: Olymp-Business; 2004. 565 p.).

4. Emelyanov A. M., Shakina E. A. Key stages of the value based management concept. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2008;2(4):79–87. (In Russ.). DOI: 10.17323/j.jcfr.2073–0438.2.4.2008.79–87
5. Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2012. 992 p. (Wiley Finance Series).
6. Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.; 2001. 992 p. (Russ. ed.: Damodaran A. Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. 5th ed. Moscow: Alpina Business Books; 2008. 1323 p.).
7. Astrakhantseva I. A. Analysis of theory and methodology of value based management approach to company. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*. 2010;(3):211–217. (In Russ.).
8. Volkov D. L. Theory of value-oriented management: Financial and accounting aspects. 2nd ed. St. Petersburg: Graduate School of Management; 2008. 320 p. (In Russ.).
9. Demidenko D. S., Kozlovskaya E. A., Yakovleva E. A., et al. Evaluation and management of enterprise value. Rostov-on-Don: Nauka Plus; 2009. 337 p. (In Russ.).
10. Ivashkovskaya I. V. Management of company value: Challenges to Russian management. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*. 2004;2(4):113–132. (In Russ.).
11. Kobzev V. V., Izmailov M. K. Methods and tools for managing fixed assets of an industrial enterprise based on the cost approach. St. Petersburg: Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University; 2023. 253 p. (In Russ.).
12. Teplova T. V. Branch habits of sampling of metrics for performance evaluation of activity as a whole and the contribution of financial decisions. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*. 2006;(3):084–091. (In Russ.).
13. Cheremushkin S. V., Ponkrashkina G. A. Monetary return on investment CFROI. *Finansovyi menedzhment = Financial Management*. 2009;(2):43–60. (In Russ.).
14. Yakovleva E. A., Kozlovskaya E. A., Boyko Yu. V. Evaluation of the innovative potential of the enterprise based on the cost approach. *Voprosy innovatsionnoi ekonomiki = Russian Journal of Innovation Economics*. 2018;8(2):267–282. (In Russ.). DOI: 10.18334/vinec.8.2.39139
15. Golovina A. N. drivers of the effectiveness of value management: measuring aspect. *Nauchno-tekhnicheskie vedomosti Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo politekhnicheskogo universiteta. Ekonomicheskie nauki = St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics*. 2017;10(4):230–240. (In Russ.). DOI: 10.18721/JE.10422
16. Kas'yanenko T. G., Tarasova Zh. N. Value-based management (VBM). Moscow: RuScience; 2024. 344 p. (In Russ.).
17. Morgunova R. V., Morgunova N. V. Stakeholder management. Vladimir: Vladimir State University Publ.; 2022. 292 p. (In Russ.).
18. Pratt S. P., Niculita A. V. Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies. New York, NY: McGraw-Hill Book Co.; 2008. 1152 p.
19. Berk J., DeMarzo P. Corporate finance. 3rd ed. Boston, MA: Pearson; 2014. 736 p.
20. Pupentsova S. V., Alekseeva N. S. Information technologies and resources as a tool to increase business capitalization. *Innovatsii = Innovations*. 2019;(9):115–120. (In Russ.). DOI: 10.26310/2071–3010.2019.251.9.018
21. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. 7th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2020. 896 p.
22. Pyatov M. L. CFROI: Money is more important than accounting profit. Bukh.1C. Nov. 09, 2017. URL: <https://buh.ru/articles/cfroi-dengi-vazhnee-bukhgalterskoy-pribyli.html> (In Russ.).
23. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. Principles of corporate finance. 13th ed. New York, NY: McGraw-Hill Education; 2020. 992 p. (The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate).



## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Сергей Александрович Бондаренко** — соискатель Высшей школы производственного менеджмента, Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Санкт-Петербург, Россия; генеральный директор ООО «КОМБи-МК», эксперт ООО «Бюро Технической Экспертизы», член ассоциации СРО «НКСо», Санкт-Петербург, Россия

**Sergei A. Bondarenko** — fellow of the Graduate School of Production Management, St. Petersburg Peter the Great Polytechnic University, St. Petersburg, Russia; General Director of LLC “KOMBi-MK”, expert of LLC “Bureau of Technical Expertise”, member of SRO Association “NKSO”, St. Petersburg, Russia

<https://orcid.org/0009-0009-1767-5876>

*Автор для корреспонденции / Corresponding author:*

[sergei@kombi.spb.ru](mailto:sergei@kombi.spb.ru)



**Светлана Валентиновна Пупенцова** — кандидат экономических наук, доцент Высшей школы производственного менеджмента, Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Санкт-Петербург, Россия

**Svetlana V. Pupentsova** — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Graduate School of Production Management, St. Petersburg Peter the Great Polytechnic University, St. Petersburg, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-3742-0482>

[pupentsova\\_sv@spbstu.ru](mailto:pupentsova_sv@spbstu.ru)

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 15.05.2024; после рецензирования 27.06.2024; принята к публикации 26.08.2024.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*Article was submitted on 15.05.2024; revised on 27.06.2024; accepted for publication on 26.08.2024.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*