

МЕТОДИКА АНАЛИЗА ВЫСОКОЭФФЕКТИВНЫХ КОМПАНИЙ, СОХРАНЯЮЩИХ УСТОЙЧИВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ В ДОЛГОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ

Никитушкина И.В.

к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит»

МГУ им. М.В. Ломоносова

Экономический факультет

(г. Москва, Россия)

Лайкова М.А.

аспирант

МГУ им. М.В. Ломоносова

экономический факультет

(г. Москва, Россия)¹⁰⁴

Аннотация

Критический анализ исследований в области устойчивой сверхвысокой эффективности показал, что тема выявления отличительных признаков успешных компаний в настоящее время остается малоизученной. Кроме того, современные методики анализа этого явления имеют ряд ограничений, снижающих точность и полноту представлений о высокоэффективном бизнесе. В статье предложена методика выявления и анализа компаний, отличающихся устойчивыми высокими финансовыми результатами в долгосрочном периоде. Данная статья – первая из планируемой серии публикаций, посвященных тематике сверхвысокой долгосрочной эффективности. Следующие планируемые исследования – эмпирическая проверка предложенной методики и затем выявление факторов долгосрочной эффективности компаний.

¹⁰⁴ Никитушкина И.В., e-mail: nikitushkina@econ.msu.ru; Лайкова М.А., e-mail: maria.laikova@gmail.com

Ключевые слова: долгосрочная эффективность, устойчивый рост, финансовые показатели, создание стоимости, стратегические финансы, методика.

ЖЕЛ-коды: G300, L190.

«В мире, лишенном доказуемых истин, единственный путь к качественным знаниям лежит через тщательное исследование и понимание сути явлений...»

Роберт Рубин, In an uncertain world: tough choices from Wall Street to Washington

Явление устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса (corporate outperformance) привлекает внимание исследователей и практиков уже в течение нескольких десятков лет. Интерес к высокоэффективным компаниям в настоящий момент представляется актуальным по ряду причин. С одной стороны, для акционеров и потенциальных инвесторов особую ценность имеют фирмы, способные сохранять устойчиво высокие финансовые результаты в долгосрочном периоде. Соответственно необходимы показатели, позволяющие выявить подходящий объект вложений и оценить потенциал текущих инвестиций. С другой стороны, при разработке стратегии компании сталкиваются с необходимостью выбора эффективных моделей развития. Следовательно, требуются инструменты, позволяющие определить лучшие практики в рамках отрасли и с их помощью оценивать результаты своих действий и управлять бизнесом.

1. Теоретические основания методики исследования высокоэффективных компаний

1.1. История понятия устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса

Понятие высокоэффективной компании, или компании, отличающейся сверхвысокими финансовыми результатами в долгосрочном периоде (outperforming company), в настоящий момент не имеет устоявшегося определения¹⁰⁵.

В классической интерпретации (Шумпетер, 1934; Bain, 1959; Klein, 1978) высокие финансовые результаты компаний рассматриваются как превышение прибыли над неким «нормальным» значением, соответствующим моделям рыночного равновесия. Представители гарвардской школы, в частности, М. Портер под сверхвысокой эффективностью понимают сохранение высокого уровня прибыльности в течение длительного времени (Porter, 1985).

¹⁰⁵В данном исследовании применяется авторский перевод оригинального термина: superior economic performance, high performance, outperformance. В различных изданиях встречаются понятия «эффективные компании», «успешные компании», иногда под «быстрорастущими компаниями» также понимаются фирмы, отличающиеся не только быстрым, но и эффективным ростом.

Известны и другие трактовки явления сверхвысокой эффективности, но они, как правило, сложны для оперирования как количественными категориями. Например, успешными могут считаться компании, которые сохраняют свое конкурентное преимущество даже после того, как прекращены все попытки конкурентов это преимущество скопировать (Barney, 1991).

Несмотря на то что существуют различные интерпретации данного понятия, можно выделить общую идею устойчивой сверхвысокой эффективности: высокоэффективными¹⁰⁶ являются компании, которые показывают финансовые результаты выше установленного уровня внутри определенной группы и сохраняют их в течение длительного периода времени. При этом понятия устойчивой и долгосрочной эффективности могут использоваться как взаимозаменяемые. Точные количественные параметры и определение высокоэффективного бизнеса могут варьироваться в зависимости от целей эмпирического исследования.

1.2. Классификация теоретических и эмпирических работ, посвященных устойчивой сверхвысокой эффективности

Классификация и анализ наиболее значимых работ, посвященных явлению устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса, позволяют определить теоретические основы методики исследования успешных компаний (схема 1).

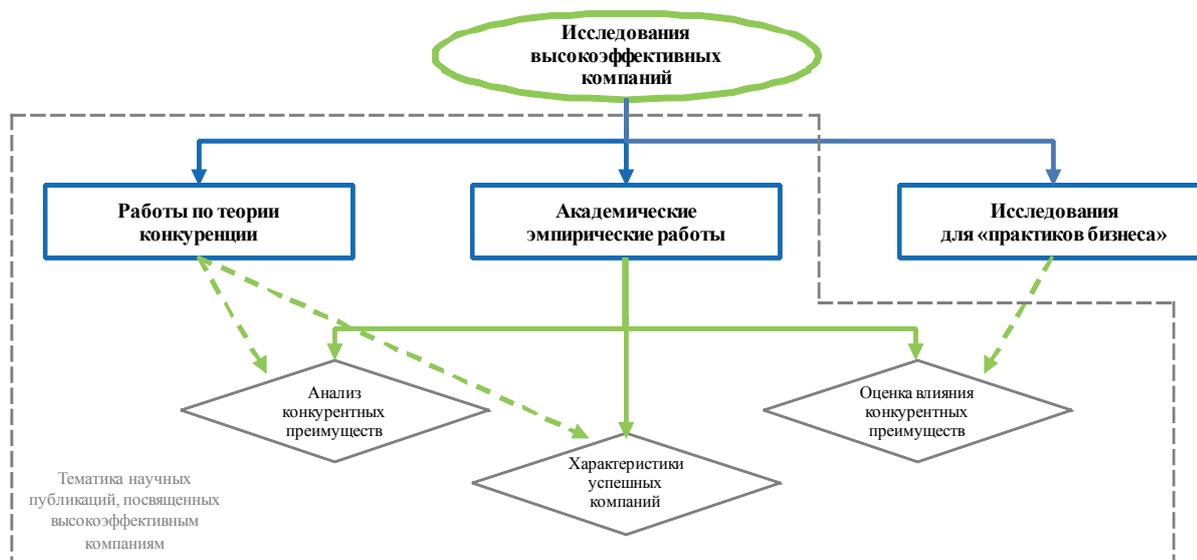


Схема 1. Классификация работ, посвященных высокоэффективным компаниям, и основные темы научных исследований. *Источник: составлено авторами*

В каждой из трех групп присутствуют элементы, которые легли в основу концепции сверхвысокой эффективности. Однако единая теоретическая база на данный момент находится в процессе формирования.

¹⁰⁶А также «компаниями, отличающимися сверхвысокой эффективностью», «компаниями-лидерами», «успешными компаниями».

1.2.1. Теоретические работы

«Лидером» среди теорий, объясняющих долгосрочный рост и эффективность бизнеса, является концепция конкурентного преимущества. Само понятие было сформулировано в 1965 г. Ансоффом (Ansoff, 1965), однако чаще всего оно вызывает ассоциации с Гарвардской школой бизнеса и М. Портером. Начиная с 1980-х гг., профессор Портер и другие авторы (Amit, 1988; Conner, 1991; Oliver, 1997) выпустили серию работ, посвященных созданию и сохранению высокой эффективности бизнеса в долгосрочном периоде с помощью устойчивых конкурентных преимуществ. В представлении исследователей из Гарварда, ключевыми источниками роста компании являются качественные *стратегия* и *управление*. При этом некоторые конкурентные преимущества крайне трудно воспроизвести, за счет чего они становятся источниками долгосрочной эффективности отдельных компаний. Согласно другим теоретическим работам, источником успеха являются правильно организованные *отношения с клиентами* и *грамотный менеджмент* (например, Друкер, 2004) или – в альтернативной интерпретации – *динамика отрасли*. В последнем случае подразумевается, что основные конкурентные преимущества начинают действовать с некоторой задержкой во времени, и «успешные» руководители компаний пожинают плоды работы своих предшественников¹⁰⁷.

Относительно действия указанных факторов также существуют различные мнения. Так, Портер, Барни и Коннер приводят аргументы в пользу гипотезы о существовании долгосрочной эффективности, основанной на конкурентных преимуществах, которые сохраняются на протяжении определенного периода. В то же время, согласно историческим экономическим теориям, разработанным Австрийской школой (Шумпетер, 1934; Jacobson, 1992), в долгосрочном периоде в силу таких явлений, как подражание, появление на рынке новых конкурентов и товаров-заменителей, конкурентные преимущества постепенно «растворяются», что делает сохранение долгосрочной сверхвысокой эффективности объективно невозможным. Похожая точка зрения встречается в работах по теории гиперконкуренции (D’Aveni, 1994; Brown, Eisenhardt, 1997). Согласно последним исследованиям в данной области (Foster, Kaplan, 2001), конкурентные преимущества, обеспечивающие долгосрочные темпы роста успешного бизнеса, обладают изменчивой природой и являются следствием как объективных экономических условий, так и *уникальных характеристик управления*, свойственных каждой компании.

1.2.2. Академические эмпирические исследования

Элементы теории сверхвысокой эффективности присутствуют в академических эмпирических исследованиях (схема 1). Так, в исследованиях характеристик устойчивой эффек-

¹⁰⁷Эту идею хорошо выразил Ло Ван Вахем, бывший глава компании Shell: «Сегодняшняя выручка компании во многом обусловлена усилиями двух моих предшественников... а плоды моих собственных усилий будет пожинать преемник моего преемника» (Вигери, Смит, Багаи, 2009, с. 47–48).

тивности эмпирически доказывается сам факт существования данного явления, определяются период, в течение которого сохраняются высокие значения финансовых показателей, и некоторые особенности рыночного поведения компаний¹⁰⁸. В работах, посвященных качественно-анализу факторов устойчивой эффективности, проводится исследование конкурентных преимуществ или стратегий, которые, согласно предположениям авторов, могут оказать решающее влияние на достижение компанией столь высоких результатов.¹⁰⁹ При количественном анализе воздействия различных факторов на устойчивую эффективность применяются модели оценки влияния конкретной переменной или суммы факторов на долгосрочный рост и эффективность бизнеса¹¹⁰.

1.2.3. Эмпирические исследования для «практиков бизнеса»

Третья группа работ, так называемая «литература для практиков бизнеса», располагает качественными статистическими данными¹¹¹. Основное внимание уделяется результатам исследований, в большинстве своем посвященных факторам, позволяющим компаниям добиться долгосрочного успеха. Однако авторы в краткой форме излагают предположения относительно характера зависимости, которую они ожидают выявить¹¹².

Таким образом, классификация и анализ исследований в области устойчивой сверхвысокой эффективности позволяют сделать следующие выводы:

- 1) связь между теорией и практическими исследованиями успешных компаний достаточно слаба – лишь немногие авторы при формулировке гипотез для эмпирической проверки опираются на положения теоретических концепций;
- 2) исследования сверхвысокой эффективности недостаточно полно раскрывают вопросы, связанные с количественными характеристиками данного явления, – большинство работ посвящено либо фундаментальному анализу условий возникновения успешных компаний, либо характеристикам стратегии лидеров.

1.3. Критический анализ основных академических работ, посвященных устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса

Итак, принципы научного анализа высокоэффективных компаний еще не определены окончательно. Вместе с тем благодаря большому числу практических работ созданы приклад-

¹⁰⁸См. подробнее: Mueller (1986), Jacobsen (1988), Ruefli, Wiggins (2002), Devan, Klusas, Ruefli (2007).

¹⁰⁹См. подробнее: Aslinger, Breene (2004); Jiang, Koller (2007); Foster, Kaplan (2001).

¹¹⁰McGahan, Porter (1997); Bloom, Dorgan. Van Reenen, Rippin (2005); Kotter, Heskett (1992); Ruf, Krishnamurty, Brown, Janney, Karen (2001).

¹¹¹Joyce, Nitin, Robertson (2003); Collins (2001); Collins, Porras (1994).

¹¹² Например, в книге «Good to Great» исследователи предполагают, что компании для перехода из категории «среднего бизнеса» в «бизнес со сверхвысокой эффективностью и долгосрочным ростом» должны обладать фиксированным набором качественных характеристик.

ные инструменты для исследования отдельных характеристик данного явления. Определение ограничений существующих подходов и обобщение полученных результатов (Приложение 1) позволят развить аналитические инструменты и сформулировать основные положения методики анализа устойчивой эффективности.

Отдельно следует упомянуть исследование российских специалистов, посвященное анализу конкуренции в ряде отраслей отечественной экономики. Выводы, полученные авторами относительно быстрорастущих компаний, при необходимости могут быть приняты во внимание при проведении практического исследования особенностей высокоэффективных компаний¹¹³.

Одна из наиболее серьезных попыток выявить характерные особенности компаний, отличающихся сверхвысокой эффективностью в долгосрочном периоде, а также некоторые закономерности их стратегий была сделана в исследовании Дж. Дэвана, М. Клуаса и Т. Руфли (Devan, Klusas, Ruefli, 2007). Авторам удалось выявить небольшую группу компаний-лидеров и доказать, что данные компании обладают рядом схожих черт в долгосрочной стратегии развития.

С точки зрения методики исследования характеристик высокоэффективных компаний, особенно ценным представляется опыт применения в работе инструментов непараметрического анализа, что позволило избежать ряда существенных ошибок, связанных с использованием предпосылки о нормальном распределении значений ключевых финансовых параметров компаний-лидеров¹¹⁴. Кроме того, применение финансовых показателей при формировании выборки наиболее эффективных компаний подтверждает, что устойчиво высокие финансовые показатели являются достаточным признаком лидеров рынка.

Некоторые качественные характеристики компаний, сохраняющих высокие финансовые результаты в течение длительного времени, выявлены в исследовании, проведенном компанией Accenture. При этом акцент сделан на отраслевую специфику бизнеса. Авторы выделяют пять источников успеха компаний¹¹⁵: чувствительность и внимание к новым тенденциям внутри отрасли, активные и быстрые действия в стратегии развития, одна или две области компетенции, которыми компания владеет в совершенстве, открытость по отношению к новым возможностям роста, уникальная внутренняя культура компании.

В данном случае интерес представляет набор критериев эффективности и временных рамок, предложенных авторами. В работе применяется сочетание показателей, служащих ме-

¹¹³ Опыт конкуренции в России: причины успехов и неудач / Под ред. А.Ю. Юданова, М.: Кнорус, 2007.

¹¹⁴ Первые академические работы по применению данной техники для отбора компаний с высокими финансовыми результатами относятся к более раннему периоду, а именно к концу 1990-х – началу 2000-х.

¹¹⁵ Следует отметить, что аналогичный список источников успеха можно встретить во многих популярных изданиях, посвященных стратегическому менеджменту. См., например: Peters, Waterman (2004).

рой способности компании создавать стоимость для собственников бизнеса (совокупный доход акционеров, TRS) и мерой внутренней эффективности (темпы роста выручки и «спрэд доходности»). При этом первичный отбор компаний, которые могут являться высокоэффективными, проводился именно на основании TRS, что является нетипичным для работ данной группы. Выбранные периоды анализа в 3, 5 и 7 лет также отличаются от промежутков времени, рассматриваемых в большинстве аналогичных работ, – в данном случае отсутствует четкая привязка к макроэкономическому контексту деятельности компаний.

Оценка влияния двух существенных параметров бизнеса – темпов роста выручки и отдачи на инвестированный капитал – на создание внутренней стоимости компании была проведена в исследовании Б. Као, Б. Джанга и Т. Коллера (Cao, Jiang, Koller, 2006).

По мнению авторов, рост, несмотря на свою исключительную важность для развития бизнеса, не всегда является оптимальным способом создания стоимости для акционеров. Отдача на инвестированный капитал (ROIC) также служит источником создания стоимости, и часто ее высокие значения представляются даже более привлекательными показателями для инвесторов.

С точки зрения исследования характеристик высокоэффективных компаний указанная работа интересна по трем причинам. Во-первых, авторы выявили определенные закономерности в динамике ROIC крупных компаний. Это косвенно подтверждает предположение о существовании ряда финансовых параметров, позволяющих выявить наиболее устойчивые компании. Во-вторых, исследователи разработали метод сравнительного анализа динамики финансовых показателей компаний—лидеров рынка в долгосрочном периоде. Некоторые его предпосылки можно использовать для создания более точной техники статистического анализа показателей эффективности крупных компаний. В-третьих, в работе обозначена проблема соблюдения баланса между финансовыми показателями отдачи на инвестиции и темпами роста выручки (по сути, аналог проблемы «риск—доходность» для инвестора) с целью поддержания высокой эффективности в долгосрочном периоде. В ряде исследований, посвященных источникам роста крупнейших американских компаний¹¹⁶, также изложены принципы кластеризации успешных компаний на основе финансовых показателей, что может быть полезным при обосновании собственных критериев отбора высокоэффективных фирм. Важно отметить, что в части указанных работ при отборе компаний применяется показатель совокупного дохода акционеров (TRS).

Кроме того, следует обратить внимание на исследования долгосрочной устойчивости различных финансовых показателей, отражающих действие конкурентного преимущества

¹¹⁶Smith, Thompson, Viguerie (2005); Baghai, Smith, Viguerie (2007).

компаний. Т. Руфли и Р. Виггинс (Ruefli, Wiggins, 2002) эмпирически доказали факт существования компаний, которым удается в течение длительного времени поддерживать значения определенных финансовых показателей на высоком уровне. В частности, авторами был проведен анализ динамики показателя отдачи на активы как меры внутренней эффективности бизнеса и показателя отношения рыночной и балансовой стоимости активов компании в качестве меры рыночной стоимости. Следует подчеркнуть, что, согласно результатам работы, выборки компаний, лидирующих по каждому из двух показателей, практически не пересекались. Этот вывод имеет особую ценность для выявления отличительных характеристик высокоэффективного бизнеса.

По мнению других авторов, показателями, отражающими действие конкурентных преимуществ бизнеса, являлись отдача на активы (Mueller, 1986), отдача на инвестиции и операционная прибыль (Jacobsen, 1988), отдача на собственный капитал (как аналог отдачи на инвестиции) и темпы роста выручки (Varaiya, 1987).

Таким образом, эмпирические исследования подтверждают существование компаний, способных в течение длительного периода сохранять сверхвысокие финансовые результаты. Исследования также подтверждают наличие определенных закономерностей, которым подчиняются финансовые показатели компаний, лидирующих по тем или иным количественным параметрам. Вместе с тем очевидны различия в характеристиках высокоэффективного бизнеса, применяемых авторами: в ряде исследований высокий показатель совокупного дохода акционеров рассматривается как один из обязательных признаков лидерства, в других работах высокие внутренние показатели эффективности считаются достаточным условием отбора. Это подтверждает необходимость разработки единой методики, позволяющей более точно проводить отбор успешных компаний.

Анализ теоретических и эмпирических работ позволяет сформулировать систему основных предпосылок и требований к изучению компаний со сверхвысокими финансовыми результатами:

- 1) продолжительность периода, необходимого для оценки устойчивости высоких финансовых результатов, требует дополнительного обоснования с учетом макроэкономического контекста деятельности фирм;
- 2) характер распределения значений показателей эффективности играет важную роль – распределение, отличное от нормального, требует соответствующей адаптации процедур отбора успешных компаний;
- 3) на данный момент не существует общепризнанного набора показателей, отражающих характеристики успешных компаний, вопрос об объективности некоторых из показателей как меры успешности компаний-лидеров остается открытым.

2. Методика исследования ключевых характеристик высокоэффективных компаний

2.1. Ограничения существующих методик анализа устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса

Сравнительный анализ исследований в данной области позволил выявить факторы, которые могут приводить к систематическим ошибкам при отборе высокоэффективных компаний и, как следствие, искажать выводы, полученные в результате анализа этого явления. Во-первых, показатели сверхвысокой эффективности в настоящий момент не определены окончательно, и поэтому рассматривать их как «стандартный» набор характеристик успешных компаний можно только с определенной долей условности. Во-вторых, методики эмпирических исследований, посвященных успешным компаниям, обладают рядом ограничений:

- 1) применение при отборе компаний параметрических методов анализа – в частности, использование средних и медиан, – увеличивающих риск потери ценных наблюдений;
- 2) отсутствие четких условий выбора временных рамок («горизонта») эффективности;
- 3) применение показателя совокупного дохода акционеров как меры успешности бизнеса.

Следовательно, необходима методика, позволяющая преодолеть указанные ограничения и с помощью анализа ключевых финансовых показателей компаний установить более точный набор характеристик высокоэффективного бизнеса.

2.2. Анализ признаков устойчивой сверхвысокой эффективности бизнеса

При обобщении результатов предшествующих работ можно выделить три признака успешности бизнеса, используемых одновременно или в различных комбинациях:

- 1) высокие финансовые результаты – высокоэффективным компаниям удается поддерживать значения определенных финансовых показателей выше критического уровня;
- 2) устойчивость – сильнейшие компании успешно преодолевают временной порог эффективности¹¹⁷, сохраняя лидирующие позиции по указанным параметрам на протяжении всего рассматриваемого периода;
- 3) создание стоимости – данные компании являются лидерами также с точки зрения создания стоимости для акционеров по сравнению со своими конкурентами (имеется в виду как внутренняя стоимость бизнеса, так и стоимость, определенная на основе рыночных показате-

¹¹⁷ Под «временным порогом эффективности» или «горизонтом эффективности» понимается количество лет, в течение которых успешная компания должна, по мнению исследователей, сохранять свое положение относительно конкурентов по ключевым финансовым показателям или занять более высокие позиции.

лей — капитализации, совокупного дохода акционеров (TRS) или эквивалентов этих показателей).

Помимо трех основных признаков, известен также ряд дополнительных характеристик компаний-лидеров (схема 2), однако они, на наш взгляд, не могут в полной мере использоваться в качестве отличительных признаков успешного бизнеса. Например, в исследованиях часто упоминаются отраслевая специфика высокоэффективных компаний (McGahan, Porter, 1997), меньшая или, напротив, большая активность в сделках слияния и поглощения (Davan, Klusas, Ruefli, 2007; Вигери, Смит, Багаи, 2009) по сравнению с конкурентами и некоторые другие особенности стратегии бизнеса.

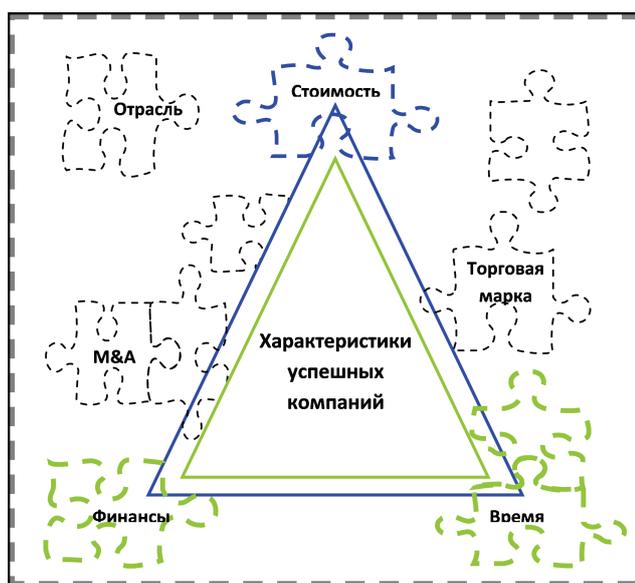


Схема 2. Ключевые характеристики и принципы отбора высокоэффективных компаний, используемые в настоящем исследовании. *Источник: составлено авторами*

Важно отметить, что признаки долгосрочной эффективности – высокий уровень финансовых показателей, устойчивость и способность создавать стоимость – не только субъективны, но и достаточно противоречивы.

2.2.1. Финансовые показатели

Во-первых, при формировании с помощью финансовых показателей первичной выборки компаний, на основании которой в дальнейшем будут выделяться компании-лидеры, могут возникать неточности в силу действия так называемого «эффекта нимба» (halo effect). Специфика данного явления заключается в том, что на основании некоего стандартного набора внешних признаков человек склонен в силу своих психологических особенностей делать выводы о внутренних качествах рассматриваемого объекта. Согласно некоторым исследованиям, аналогичные процессы происходят при изучении компаний со сверхвысокими финансовыми ре-

зультатами¹¹⁸. Например, предполагается, что фирма, отличающаяся высоким уровнем капитализации и выручки на протяжении нескольких лет, должна обладать определенным набором уникальных характеристик, которые стали причиной ее успеха. Поэтому аналитики, находясь под впечатлением финансовых результатов компании, делают прогнозы, которые провоцируют новую волну положительной реакции рынка. Конечно, маловероятно, что halo effect распространяется на компании с более чем десятилетней историей достижений. Тем не менее возможность влияния данного эффекта на выборку успешных компаний не может быть исключена полностью. Снизить риск влияния данного эффекта возможно с помощью включения дополнительных критериев в процедуру отбора компаний-лидеров.

Что же касается самого принципа поддержания финансовых показателей выше определенного уровня, вызывает сомнения «пороговая величина» для отбора успешных компаний, рассчитываемая в большинстве работ на основании данных внутри выборки. Среднее значение за несколько лет или применение квантилей, равно как и другие методы параметрического анализа, могут привести к искажению результатов из-за специфики распределения величин рассматриваемых показателей, поскольку параметрические методы опираются на предпосылку о нормальном распределении величин внутри выборки. В случае же с высокоэффективными компаниями распределение, как правило, отлично от нормального. Поэтому доказать, что их финансовые показатели статистически значимо превышают показатели других фирм, возможно только с помощью итеративной процедуры проверки, которая будет описана далее.

2.2.2. Устойчивость

Во-вторых, не существует четких правил выбора и обоснования «горизонта эффективности». Так, исследователи часто указывают в качестве критерия устойчивости способность компании пережить один или два экономических цикла, но точного определения экономического цикла при этом не дается. В некоторых случаях его длина приравнивается к семи годам¹¹⁹, что объясняется, например, «средней продолжительностью данного периода у компаний, входящих в список S&P500». В других интерпретациях цикл составляет десять или одиннадцать лет¹²⁰. Научное обоснование данного критерия соответствует характеристике так называемых циклов Жюгляра (Juglar cycles), продолжительность которых составляет пять-семь лет.

В целом выбор подобного периода ослабляет влияние краткосрочных изменений деловой активности и одновременно позволяет оценить успехи компании на протяжении доста-

¹¹⁸ Rozenweig (2007).

¹¹⁹ Breene, Aslinger (2004).

¹²⁰ Davan, Klusas, Ruefli (2007).

точно длинного временного отрезка. Последний фактор существенно снижает вероятность попадания в выборку случайных наблюдений, т.е. фирм, которые достигли определенного уровня финансовых показателей лишь в силу удачного стечения обстоятельств. Однако следует обратить внимание на то, что объяснение временных рамок современного исследования с помощью экономических циклов, определенных в XIX в., довольно спорно, поскольку причины колебаний деловой активности за последние два столетия существенно изменились. Достаточно вспомнить об увеличении значимости для бизнеса высокотехнологичных средств производства, смена которых происходит гораздо быстрее, чем один раз в семь лет.

Кроме того, доказано, что продолжительность *экономических* циклов¹²¹ может существенно различаться. Так, исследование динамики ВВП США показало, что продолжительность периодов, в течение которых наблюдался спад, а затем рост деловой активности, составляла в разное время от 28 до 117 месяцев¹²². Поэтому в настоящее время необоснованно говорить о наличии какой-либо фиксированной длины периода при использовании понятия экономического цикла. Однако сама идея использования экономических циклов имеет явные преимущества по сравнению с применением каких-либо абстрактных временных периодов: привязка к циклам деловой активности обеспечивает единый макроэкономический контекст для всех рассматриваемых компаний, благодаря чему сопоставление их финансовых показателей становится более содержательным. При этом необходимо также учитывать особенность изучаемого явления: для развития компании семь-десять лет жизни при высоких финансовых результатах – убедительный признак устойчивости. Многие игроки уходят с рынка в первые годы своего существования, оказываясь неспособными поддерживать баланс между прибылью и издержками. Фирмам иногда важно просто выжить, и предельный срок «выживания» составляет около десяти лет¹²³.

2.2.3. Создание стоимости

В-третьих, можно сказать, что первый и второй признаки отражают внутреннюю эффективность компании, а третий признак в большей степени ориентирован на эффективность «внешнюю», т.е. на рыночную стоимость. Значения внутренней и рыночной стоимости бизнеса, согласно теории корпоративных финансов, должны быть близки в долгосрочном периоде при условии эффективности рынка, и, если рынок положительно реагирует на достижения компании, это отражается в росте цен на акции, что, в свою очередь, приносит бóльший доход

¹²¹ Под «экономическим циклом» понимается цикл деловой активности, business cycle.

¹²² Burns, Mitchell (1946).

¹²³ Foster, Kaplan (2001); Ruefli, Wiggins (2002).

для акционеров. Поэтому требование относительно высоких значений стоимости, которую создают наиболее эффективные компании, представляется вполне обоснованным.

В таком случае логично предположить, что для определения сверхвысокой эффективности достаточно воспользоваться внутренними критериями успешности, учитывая при этом величину капитализации компаний. Но на практике это утверждение требует дополнительных доказательств.

Дело в том, что адекватность применения показателя совокупного дохода акционеров (TRS), используемого в *большинстве случаев* в качестве меры создания стоимости успешными компаниями, вызывает определенные сомнения. Данный показатель рассчитывается как разность суммы цены и дивидендов на акцию на конец периода и цены акции на начало периода, деленная на цену акции начала периода:

$$(\text{Price}_{end} - \text{Price}_{beginning} + Div) / \text{Price}_{beginning} \quad (1).$$

В результате TRS оказывается в значительной степени подверженным влиянию рыночных ожиданий относительно будущих результатов компании¹²⁴. В итоге компания может начать работать уже только ради того, чтобы догнать ожидания, которая формирует сама¹²⁵. Многие руководители американских компаний признаются, что готовы пожертвовать инвестициями в развитие бизнеса ради «достойных» квартальных или годовых результатов в отчетности, что едва ли способствует поддержанию долгосрочной эффективности в следующих периодах¹²⁶.

Важно обратить внимание и на другой аспект этой проблемы. Помимо желания и готовности самой компании работать исключительно на ожидания инвесторов и независимо от того, насколько такое желание разумно, существует еще и предел возможностей самой отрасли и рынка, на котором действует фирма. Даже если руководство примет решение поддерживать высокую эффективность и при этом постоянно превосходить ожидания рынка (что трудно совместимо), оно может столкнуться с проблемой отсутствия спроса на продукцию или услуги компании в таких количествах. В некоторых зрелых отраслях складывается именно такая ситуация. Например, одному из лидеров розничной торговли, компании Home Depot¹²⁷, потребовалось бы за десять лет открыть 900 новых магазинов (при 1800 уже действующих), чтобы соответствовать своей капитализации 2003 г. С учетом того, что степень насыщения рынка на тот момент составляла 80%, а конкуренция со стороны Wall-Mart заметно усилилась, направлять все ресурсы на обеспечение таких высоких темпов роста было по меньшей мере рискованно.

¹²⁴ Deelder, Goedhart, Agrawal (2008); Dobbs, Koller (2005).

¹²⁵ Davis (2005).

¹²⁶ Christensen, Kaufman, Shih (2008).

¹²⁷ Dobbs, Koller (2005).

Таким образом, если в качестве единственной рыночной меры успешности бизнеса применяется TRS, то можно предположить, что в рамках исследования *возникает внутреннее противоречие между различными параметрами эффективности*. С одной стороны, от компании требуется сохранять устойчивую внутреннюю эффективность. С другой стороны, необходимо постоянно превосходить ожидания рынка, которые становятся все более высокими. При этом стремление достичь явных (с точки зрения рынка) успехов в текущем периоде может нанести ущерб долгосрочной стратегии развития компании. Поэтому есть основания сомневаться в способности TRS адекватно оценивать потенциал компаний даже в том случае, когда бизнес является высокоэффективным на протяжении длительного периода времени. Не исключено, что аналогичные затруднения возникают при использовании других показателей рыночной стоимости компаний-лидеров.

Ограничения, связанные с применением внутренних (финансовых) показателей эффективности и показателей устойчивости успешного бизнеса во времени, могут быть преодолены с помощью проведения ряда корректировок. Применение же третьего – внешнего – показателя устойчивой эффективности, связанного со способностью компании приносить доход для акционеров, должно повышать точность полученных результатов. Однако, как было показано выше, есть основания полагать, что рыночные критерии эффективности не всегда могут адекватно отражать эту способность.

Это означает, что требуется эмпирическая проверка гипотезы о положительной связи между сверхвысокой эффективностью и высокой доходностью для акционеров в долгосрочном периоде. Подобная проверка позволит сформировать более точный перечень признаков успешных компаний.

Итак, **успешной мы будем считать компанию, сохраняющую устойчивые значения финансовых показателей, отражающих ее способность создавать стоимость для акционеров в долгосрочном периоде выше установленного критического уровня**. Конкретные количественные значения каждого из признаков определяются в зависимости от установленных критериев сравнения. Данное определение успешного бизнеса является лишь отражением авторской точки зрения и не претендует на универсальность. Однако в большинстве известных в настоящее время исследований, посвященных указанной теме, сверхвысокая эффективность характеризуется схожим образом¹²⁸.

2.3. Основные этапы методики анализа высокоэффективных компаний

Проверка гипотезы о применимости тех или иных характеристик высокоэффективных компаний предполагает: выявление группы фирм, отличающихся устойчиво высоким уровнем

¹²⁸ Вывод подтверждается работами, подробный анализ которых приведен в предыдущем параграфе.

финансовых показателей, и сравнительный анализ этой группы с прочими, менее успешными компаниями, по выбранным параметрам. Подобная проверка предполагает выполнение следующих шагов (схема 3).

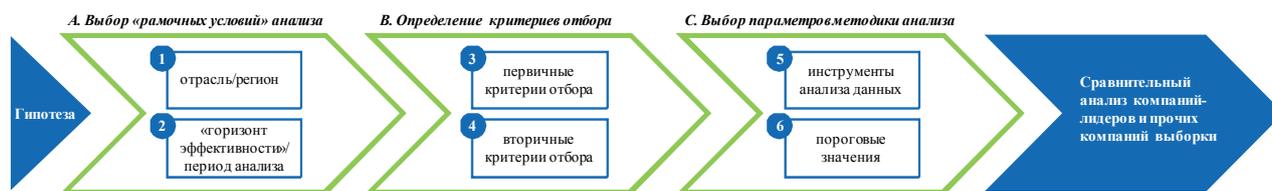


Схема 3. Алгоритм эмпирического исследования в соответствии с методикой. *Источник: составлено авторами*

Прежде всего, необходимо обосновать выбор экономического региона и/или отрасли для анализа, а также «горизонта эффективности» и календарного периода отбора данных, в рамках которого будет рассматриваться группа компаний-лидеров и прочие группы для проверки гипотезы. Затем приводится обоснование критериев формирования исходной выборки («первичные критерии») и критериев отбора высокоэффективных компаний («вторичные критерии»).

Далее, в зависимости от характера распределения данных по вторичным критериям¹²⁹, следует обоснование выбора инструмента выявления успешных компаний и пороговых значений, относительно которых будет проводиться распределение наблюдений исходной выборки.

В результате фирмы распределяются в зависимости от устойчивости своих внутренних показателей эффективности, и формируется выборка наиболее успешных компаний, на основании сравнения с которыми проводится тестирование гипотезы.

2.3.1. Выбор экономического региона и отрасли для проверки гипотезы

При определении экономического региона и отраслей/секторов экономики, к которым должны принадлежать компании, используемые для проверки гипотезы, необходимо учитывать несколько факторов.

Во-первых, важную роль играет доступность и качество статистической информации. Поскольку оценка устойчивости финансовых результатов компаний может проводиться только на основе данных за достаточно продолжительный промежуток времени, выбор региона с большим объемом исторических данных по финансовым показателям позволит существенно расширить исходную выборку и таким образом повысить точность и качество полученных выводов.

¹²⁹ Имеется в виду характер распределения значений *хотя бы одного* из основных финансовых показателей *всех* рассматриваемых компаний, действующих на указанном рынке (в регионе).

Во-вторых, отбор и сравнение компаний могут проводиться как в рамках секторов экономики, так и с более высоким уровнем детализации – в рамках конкретных отраслей. Однако следует принять во внимание, что независимо от объема исходной выборки и процедуры отбора окончательное количество высокоэффективных компаний будет сравнительно мало (3–10% от исходного числа наблюдений). Поэтому определить общие закономерности рыночного поведения или закономерности, которым подчиняются финансовые показатели этих компаний, скорее всего удастся именно на уровне секторов экономики, хотя возможны и другие варианты группировки.

В-третьих, на состав и объем выборки может существенно повлиять такой фактор, как сделки слияния и поглощения, совершенные компаниями в рамках рассматриваемого периода. С одной стороны, если компания из выборки принимала участие в подобной сделке, можно считать, что в результате возникала новая экономическая единица, которую следует рассматривать отдельно от истории компаний, на базе которых она возникла. С другой стороны, каждая подобная сделка – это стратегический шаг компании, т.е. результат ее собственного развития. И если каждый раз исключать этот результат из рассмотрения, придется признать, что высокоэффективным может быть только бизнес, растущий органически, что представляется довольно сомнительным утверждением. Поэтому в рамках настоящей методики предлагается использовать следующий подход: компании, участвовавшие в сделках M&A, не исключаются из выборки и рассматриваются как новая форма развития одной из сторон сделки. При этом «принадлежность» новой компании будет определяться с помощью формального признака – она будет считаться «продолжением» того участника сделки, под тикером которого она котируется на рынке в настоящее время.

2.3.2. Выбор «горизонта эффективности» и календарного периода анализа

Наиболее объективным способом определения «горизонта эффективности» и, соответственно календарного периода анализа является сравнение компаний внутри экономического цикла. В данном случае мы будем использовать классическое определение экономического цикла, предложенное Саксом¹³⁰: «Каждый цикл начинается с самой низкой точки (подошвы) экономической активности, проходит через фазу роста... затем начинается период спада... Полный цикл включает движение от одной низкой точки до следующей». Фазы цикла отслеживаются по *темпам роста* реального ВВП по кварталам.

¹³⁰Сакс, Ларрен (1996, с. 591–592).

На основании графика, построенного по данным Bureau of Economic Analysis¹³¹, можно сделать вывод о том, что низшая точка экономической активности достигалась приблизительно в начале 1991, 2002 и 2009 гг. (график 1).



График 1. Динамика темпов роста реального ВВП США по кварталам

Это соответствует информации о фазах экономического цикла, предоставляемой National Bureau of Economic Research (NBER) США¹³². Дата последнего «дна» экономики – середина 2009 г. – является приблизительной оценкой, поскольку определена только на основании анализа графика темпов роста ВВП. Следует также отметить, что для сопоставимости и повышения точности данных, взятых из отчетности компаний, временные границы циклов логично сопоставлять с началом или концом календарного года в зависимости от того, к какому моменту ближе реальная дата достижения «дна». Так, если, согласно информации NBER, минимальные темпы роста ВВП были достигнуты в третьем квартале 2001 г., то весь 2001 г. относится к предыдущему экономическому циклу, а начало следующего цикла считается от 2002 г.

При наличии соответствующих данных предлагается рассматривать календарный период, включающий два или более экономических цикла. Во-первых, такой период достаточно продолжителен для того, чтобы с уверенностью говорить об устойчивости финансовых показателей бизнеса именно в *долгосрочном аспекте*. Во-вторых, при отборе компаний, с успехом преодолевших два и более экономических спада, существенно снижается вероятность попадания в выборку высокоэффективных фирм случайных наблюдений. В-третьих, такие широкие временные рамки позволяют проводить сравнение компаний как в каждом цикле по отдельности, так и на протяжении нескольких циклов, что также может дать ценные для дальнейшего исследования результаты.

¹³¹<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=6&Freq=Qtr&FirstYear=2009&LastYear=2011>

¹³²<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>

2.3.3. Выбор и обоснование первичных критериев отбора

Критерии отбора компаний целесообразно разделить на две категории: первичные и вторичные. Под *первичными критериями* отбора подразумеваются финансовые показатели, на основании которых формируется *исходная выборка* компаний, среди которых, предположительно находятся фирмы, отличающиеся устойчивой высокой эффективностью. К таким первичным критериям, как правило, относятся определенный уровень капитализации и объем выручки компании, причем фирмы обычно отбираются по двум параметрам одновременно. *Вторичные критерии* вводятся непосредственно для выявления внутри исходной выборки группы компаний со сверхвысокой эффективностью.

Итак, к **исходной выборке**, в рамках которой будут затем определяться высокоэффективные компании, следует отнести те фирмы, которые на протяжении *всего установленного периода* (одного экономического цикла или всех рассматриваемых циклов) принадлежали к числу *ста*¹³³ (*двухсот/пятист/тысячи*) *крупнейших* как по величине выручки, так и по величине капитализации.

Значения выручки и капитализации являются **первичными критериями** отбора. Использование **выручки и капитализации** как **первичных** «фильтров» при отборе компаний, безусловно, определенное упрощение – стандартный для подобных исследований прием, позволяющий ускорить процесс выявления высокоэффективных компаний. Обоснование такого упрощения строится на предположении о том, что среди лидеров по объему выручки находится достаточно большой процент компаний, которые могут оказаться высокоэффективными, и концентрация таких компаний в подобной выборке (даже небольшой по объему) выше, чем, например, в случайно выбранной тысяче фирм. Точно так же высокая капитализация компании в течение длительного времени является свидетельством того, что она достаточно успешна и устойчива, чтобы регулярно заслуживать одобрение рынка. Конечно, против данного пункта существует ряд возражений. Достаточно хотя бы того, что подобное предположение верно лишь при условии наличия эффективного рынка, который способен адекватно оценивать текущее состояние бизнеса и его перспективы. К тому же при анализе крупных компаний нередко вступает в действие упоминавшийся ранее «эффект нимба» (halo effect). Тем не менее использование капитализации как *одного из критериев* формирования выборки все же имеет смысл, поскольку все компании действуют на общем фоне и, следовательно, в равной степени подвержены несовершенствам рынка.

Дополнительной гарантией «качества» первичной выборки служит условие сохранения высоких позиций по обоим параметрам в течение *всего* экономического цикла. Несмотря на

¹³³Порог отбора компаний может варьироваться в зависимости от объема доступных данных и иных особенностей исследований (здесь в качестве примера использован порог на уровне первых ста компаний).

указанные меры, в выборку могут попасть компании с нестабильными и сравнительно низкими финансовыми показателями эффективности. Но для первичного отбора это вполне допустимо, так как наличие «худших» наблюдений позволяет проводить сравнения и более точно определять наблюдения «хорошие».

В результате происходит потеря части наблюдений. Однако такое ограничение – разумная «плата» за возможность более детально рассмотреть оставшиеся компании. Применение двойного критерия (выручка/капитализация), а также более строгие условия в отношении временных рамок могут сократить **объем первичной выборки** в несколько раз. Например, из 500 исходных наблюдений для дальнейшего отбора и анализа может остаться около 50 компаний. Соответственно число исходных наблюдений должно быть достаточно большим для того, чтобы после применения первичных критериев сохранилось репрезентативное количество наблюдений.

2.3.4. Выбор и обоснование вторичных критериев отбора

При формировании вторичной выборки – т.е. выборки высокоэффективных компаний – в качестве **вторичных критериев отбора** предлагается использовать показатели отдачи на инвестированный капитал (ROIC) и темпа роста выручки. Следует подчеркнуть, что ROIC и темпы роста выручки – это лишь один из возможных вариантов инструментов оценки эффективности компании. В рамках настоящей методики мы разделяем мнение исследователей, полагающих, что рост выручки и отдача на инвестиции – фундаментальные показатели, отражающие действие конкурентных преимуществ компании (Mueller, 1986; Koller, Goedhart, Wessels, 2005). Рост характеризует развитие компании, отдача на инвестиции – качество роста и потенциал развития. Предполагается, что поддержание обоих параметров на высоком уровне является одним из признаков устойчивости бизнеса в долгосрочном периоде¹³⁴.

2.3.5. Выбор и обоснование инструментов выявления успешных компаний

Как отмечалось ранее, инструменты выявления высокоэффективных компаний в значительной степени определяются характером распределения данных. При распределении, отличном от нормального, применяются непараметрические методы анализа, позволяющие избежать искажения результатов отбора. Как правило, используется один из двух вариантов – в зависимости от объема выборки. В одних случаях, для анализа больших по объему первичных выборок, допускающих более строгие критерии отбора, применяется итеративный подход Колмогорова—Смирнова (Iterative Nonparametric Kolmogorov—Smirnov Approach). Данный подход предполагает последовательное сравнение каждого из наблюдений со всеми прочими

¹³⁴ Cao, Jiang, Koller (2006); Smith, Thompson, Viguerie (2005).

элементами выборки по отдельности¹³⁵. При этом устанавливаются пороговые значения, с помощью которых можно оценить, является ли данное отличие статистически значимым. Важно отметить, что итеративная процедура сравнения компаний для выявления лучших из них, т.е. для формирования вторичной выборки, как правило, приводит к высокому проценту исключенных наблюдений и соответственно к значительному сокращению объема данных¹³⁶. В других случаях, для меньшего количества данных, при формировании вторичной выборки можно использовать упрощенный вариант, т.е. любую независимую базу сравнения, отличную от среднего значения или медианы по группе, – как правило, это величина определенных макроэкономических показателей на тот же момент времени. Процедура отбора при помощи макроэкономических показателей предполагает использование их в качестве базы сравнения для распределения компаний в зависимости от их эффективности. С одной стороны, макроэкономические показатели не позволяют точно установить грань статистической значимости различий между уровнями показателей. С другой — они позволяют оценить общий экономический контекст, в котором функционируют компании. В результате алгоритм отбора не замыкается внутри выборки. К тому же сравнение с неким заранее установленным ориентиром может быть реализовано в рамках эмпирического исследования быстрее и эффективнее, чем при применении многошаговой процедуры Колмогорова—Смирнова.

2.3.6. Установление пороговых значений для отбора компаний

Как было сказано ранее, в качестве **пороговых значений** для сравнения и отбора фирм могут быть использованы макроэкономические «аналоги» выбранных критериев. В таком случае темпы роста выручки будут сопоставляться с темпами роста номинального ВВП. Это позволит определить, растет ли компания на одном уровне с экономикой, обгоняет или отстает от нее. Если темпы роста выручки ниже роста ВВП, то при падении цен компания может столкнуться с проблемой роста издержек и рискует не найти достаточных ресурсов для того, чтобы в короткий срок справиться с ней. Для отдачи на инвестиции подобрать макроэкономический аналог оказалось довольно затруднительно, ведь средства, которыми распоряжается компания, включают как собственный капитал, так и заимствования, т.е. долговые обязательства фирмы. В качестве приблизительной меры можно использовать рыночный аналог средневзвешенных затрат на капитал.

Логично предположить, что компания работает успешно, если зарабатывает больше, чем отдает за пользование источниками финансирования. Значит, тот *минимум*, который можно было получить, вложив свои средства в аналогичной пропорции в рыночные индексы вме-

¹³⁵ Подробное описание адаптированной процедуры Колмогорова—Смирнова см.: Ruefli, Wiggins (2000).

¹³⁶ Ruefli, Wiggins (2002); Devan, Klusas, Ruefli (2007).

сто бизнеса, является чертой, которую эффективная компания не должна переступить. Фактически ROIC здесь оценивается с позиции владельцев капитала и кредиторов – что было выгоднее в каждом отдельном случае: вложение в рынок (т.е. индекс) или инвестиционные проекты этой фирмы? Разумеется, WACC конкретной компании за счет отражения рисков отрасли и рисков, свойственных самому бизнесу, должен быть выше, чем такое минимальное пороговое значение. Однако предлагаемая в данном случае приблизительная оценка требуемой отдачи на инвестиции может быть использована для деления компаний на крупные группы. Денежные источники для осуществления инвестиций условно распределяются на собственные и заемные средства. Поэтому расчет критического значения логично проводить для каждой фирмы в отдельности, определяя доли соответствующих источников в зависимости от ее структуры капитала. Оценивать среднее по секторам соотношение долга и собственного капитала при столь сильных различиях данного показателя даже среди наиболее устойчивых компаний группы не вполне корректно. Кроме того, важно понимать, как каждая компания со своими внутренними особенностями реагирует на сложившиеся рыночные условия.

В результате рыночная мера требуемой доходности капитала определяется как:

$$E_{shareI} * Market_return_on_Equity + D_{shareI} * Market_return_on_Debt. \quad (2)$$

где E_{shareI}, D_{shareI} – доли долга и собственного капитала для отдельной компании, а $Market_return_on_equity, Market_return_on_Debt$ – рыночные доходности долговых обязательств и собственных средств.

В качестве рыночного ориентира для доходности акций предлагается взять доходность индекса S&P500 за соответствующий год, рассчитанную как отношение дохода за текущий период к цене периода предыдущего. В качестве рыночного аналога доходности заемного капитала логично использовать значения индекса по корпоративным облигациям. Однако Dow Jones 20 – один из самых «старых» индексов облигаций – торгуется только с 1998 г. Поэтому, если период анализа включает наблюдения, сделанные до 1998 г., можно вместо корпоративных облигаций опираться при расчетах пороговых величин на индекс доходности десятилетних обязательств казначейства США (UST10). Значения их годовой доходности сопоставимы с доходностью индекса по корпоративным облигациям.

2.3.7. Сравнение характеристик успешных компаний с прочими наблюдениями выборки

Содержание дальнейших этапов методики во многом зависит от целей анализа. Например, если нас интересует применимость того или иного показателя как дополнительного инструмента, отражающего характеристики успешных компаний, потребуется сделать еще одну

итерацию и выделить из первичной выборки компании, лидирующие исключительно по этому показателю. Затем необходимо сравнить состав обеих выборок (высокоэффективных компаний и компаний, лидирующих по проверяемому признаку). Анализ причин различий в составе выборок позволит выяснить, насколько точнее станет характеристика успешных компаний при введении еще одного показателя. Если же нас интересует качественная характеристика явления, то на заключительном этапе методики происходит только сравнение высокоэффективных компаний между собой в рамках определенной области, а также с остальными компаниями, которые не были признаны абсолютными лидерами. Такое сравнение позволит определить, в какой степени то или иное свойство является исключительной особенностью успешного бизнеса.

Таким образом, предлагаемая методика позволяет преодолеть некоторые существенные ограничения в области анализа характеристик высокоэффективных компаний. Здесь следует сделать ряд замечаний. Во-первых, компании, не прошедшие отбор по одному или обоим показателям эффективности, не могут считаться «слабыми» в полном смысле этого слова. Каждая из «менее эффективных» фирм, особенно с учетом строгой процедуры отбора, почти наверняка является известным и крупным игроком рынка. Поэтому результаты отбора высокоэффективных компаний означают лишь, что одни оказались сильнее других или, что более важно, дольше сумели удержать свои показатели на высоком уровне. Во-вторых, в рамках данной методики предлагается проводить сравнение с критериями отдельно по каждому году внутри установленного периода. В данном случае намеренно предлагается опробовать вариант отбора без расчета средних за какой-либо промежуток времени. Это позволит лучше отразить то, как компаниям удалось преодолеть каждый момент спада или подъема в экономике в отдельности. Безусловно, один «неудачный» год может остановить хорошую компанию в одном шаге от статуса высокоэффективной. Но в тот же год наверняка нашлись фирмы со значениями того же показателя выше критического уровня, следовательно, было возможно успешно пережить кризисные моменты. Конечно, можно принять во внимание индивидуальные обстоятельства каждой компании – например, смерть основателя бизнеса и др. Однако для того, чтобы корректно учитывать подобные ситуации и чтобы их учет способствовал формированию более точной выборки успешных компаний, необходимо выработать объективные критерии подобных фактов и каким-то образом их формализовать. В противном случае крайне трудно будет избежать влияния субъективного мнения исследователя. К тому же доказать прямую связь между неким «случайным» событием и снижением, например, отдачи на инвестиции также весьма затруднительно. Поэтому принятые правила, несмотря на некоторую их ограниченность, должны быть едиными для всех компаний.

Выводы

Итак, устойчивая сверхвысокая эффективность компаний в течение длительного времени привлекает внимание теоретиков и практиков. Однако большинство работ посвящено изучению источников сверхвысокой эффективности. В то же время сохраняются противоречивые мнения относительно ключевых характеристик данного явления, что может приводить к ошибкам при отборе и анализе наиболее успешных компаний.

Разработанная авторами методика анализа позволяет уточнить набор ключевых характеристик высокоэффективных компаний. Данная методика может быть применена для исследования рыночного поведения и моделей создания стоимости, используемых компаниями-лидерами, что и предполагается выполнить в дальнейших работах. Наличие качественных инструментов оценки сверхвысокой эффективности бизнеса и выявления наиболее успешных представителей отрасли позволит компаниям более обоснованно выбирать стратегии поведения на рынке и формулировать более объективные требования и ожидания относительно собственных перспектив развития.

Список литературы

Вигери П., Смит С., Багаи М. Рост бизнеса под увеличительным стеклом. Манн, Иванов, Фербер, — М., 2009.

Опыт конкуренции в России: причины успехов и неудач / Под ред. А.Ю. Юданова. — М.: Кнорус, 2007.

Питер Ф. Друкер. Энциклопедия менеджмента. — М.: Вильямс, 2004.

Сакс Дж.Д., Ларрен Ф.Б. Макроэкономика. Глобальный подход. АНХ при Правительстве РФ. — М.: Дело, 1996. — С. 591–592.

Keller S., Price C. Beyond performance: how great organizations build ultimate competitive advantage. — Wiley&Sons, 2011.

Amit R., Livnat J. Diversification and the risk-return trade-off // Academic Management Journal. — 31. — 1988.

Ansoff H.I. Corporate Strategy. — McGraw-Hill, New York, 1965.

Aslinger P., Breene T. Redefining high performance // Journal of applied corporate finance. — Vol. 16. — No. 1. — Winter 2004.

Baghai Mehrdad, Smith Sven, Viguerie Patrick S. The granularity of growth, McKinsey Quarterly, May 2007, p. 3.

Bain J.S. Industrial Organization. — Wiley, New York, 1956.

Barney J.B. Firm resources and sustained competitive advantage // *Journal of management*. — 17. — 1991. — P. 99–120.

Bertrand M., Schoar A. Managing with style: the effect of managers on firm policies // *Quarterly journal of economics*. — 118. — No. 4. — November 2003.

Bing Cao, Bin Jiang, Tim Koller. Balancing ROIC and growth to build value, *McKinsey on finance*, spring 2006. P. 12–16.

Bloom N., Dorgan S., Dowdy J., Van Reenen J., Rippin T. Management practices across firms and nations. — Centre for Economic performance, London School of Economics, June 2005.

Brown S.L., Eisenhardt K.M. The art of continuous change: linking complexity theory and time-paced evolution in relentlessly shifting organizations. — *Administrative Science Quarterly*, 1997.

Burns A., Mitchell W. Measuring business cycles, 1946, <http://www.nber.org/books/burn46-1>

Cao B., Jiang B., Koller T. Sustaining top-line growth: the real picture. — *McKinsey Quarterly*, May 2011.

Christensen Clayton M., Kaufman Stephen P., Shih Willy C. Innovation killers: how financial tools destroy your capacity to do new things. — *Harvard business review*, January 2008.

Collins J. Good to great: why some companies make the leap... and others don't. — New York, Random House Business Books, 2001.

Conner K.R. A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm? // *Management Journal*. — 17. — 1991.

D'Aveni. Hypercompetition: managing dynamics of strategic maneuvering. — The free press, New York, 1994.

Davis I. How to escape the short-term trap. — *McKinsey on finance*, Spring 2005.

Deelder B., Goedhart M., Agrawal A. A better way to understand TRS. — *McKinsey on Finance*, Summer 2008. — P. 26–30.

Devan J., Klusas M., Ruefli T. The elusive goal of corporate outperformance. — *McKinsey Quarterly*, May 2007.

Dobbs R., Koller T. Measuring stock market performance. — *McKinsey on Finance*, Autumn 2005. — P. 1–5.

Foster R., Kaplan S. Creative destruction: Why companies that are built to last underperform the market – and to successfully transform them, Doubleday, New York, 2001.

Jacobsen R. The persistence of abnormal returns // *Strategic management Journal*. — 9. — 1988.

Jacobson R. The 'Austrian' school of strategy. — *Academic Management review*, 1992.

Jaworski B., Kohli A. Market orientation: antecedents and consequences // *Journal of marketing*. — No. 57. — July-August 1993.

Jiang B., Koller T., Living with the limitations of success. — *McKinsey Quarterly*, Spring 2007.

Joyce W., Nitin N., Robertson. What really works: the 4 + 2 formula for sustained business success. — New York, Harper Business, 2003.

Klein B.H., Crawford R.G., Alchian A.A. Vertical integration, appropriate rents and the competitive contracting process // *Journal of Law and economics*. — 1978.

Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation. Measuring and managing value of companies, 4th edition. — Wiley, 2005.

Kotter J., Heskett J. Corporate Culture and performance, Free Press. — New-York, 1992.

McGahan A., Porter M. How much does the industry matter, really? // *Strategic management journal*. — 18. — 1997.

Mueller D.C. Profits in the long run. — Cambridge University press, Cambridge U.K., 1986.

Oliver, C. Sustainable competitive advantage: combining institutional and resource-based views // *Strategic management journal*. — 18. — 1997.

Peters Thomas J., Waterman Robert H. Harper Business Essentials. — New York, 2004.

Porter M.E. Competitive advantage: creating and sustaining superior performance. — Free Press, NY, 1985.

Rozenweig P. The halo effect and the eight other business delusions that deceive managers. — New York Free Press, 2007. P. 50–53.

Ruefli T., Wiggins R.R. Longitudinal performance stratification – an iterative Kolmogorov-Smirnov Approach // *Management Science*. — 46. — No. 5. — 2000. P. 685–692.

Ruefli T., Wiggins R.R. Sustained Competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance // *Organization Science*. — 13. — No.1. — 2002.

Ruf B., Krishnamurty M., Brown R., Janney J., Karen P. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective // *Journal of Business Ethics*. — 32. — No. 2. — 2001.

Schneider B., Hanges P., Smith D., Salvaggio A. Which comes first: employee attitudes or organizational, financial and market performance // *Journal of applied psychology*. — 88. — No. 5. — October 2003.

Schumpeter J.A. The theory of economic development. — Oxford University press, New York, 1934.

Smith S., Thompson C., Viguerie P. The do-or-die struggle for growth. — McKinsey Quarterly, 2005.

Varaiya N., Kerin R., Weeks D. The relationship between growth, profitability and firm value // Strategic Management Journal. — 8. — 1987.

A METHOD OF IDENTIFICATION AND ANALYSIS OUTPERFORMING COMPANIES IN THE LONG RUN

Irina Nikitushkina

Ph.D., Finance and credit sub department

MSU

Faculty of Economics

(Moscow, Russia)

Maria Laykova

Ph.D. student

MSU

Faculty of Economics

(Moscow, Russia)

Abstract

This paper offers a consecutive method for identifying and analyzing outperforming companies. A critical overview of related research shows that topics of distinctive characteristics of successful companies are currently poorly studied. Furthermore, there are several limitations in existing analytical methods that reduce accuracy and completeness of knowledge about high-performing business.

Ключевые слова: corporate outperformance, sustainable top-line financial results, long-term performance, method of identification and analysis.

JEL-коды: G300, L190.

Приложение

Таблица 1

Сравнительный анализ академических эмпирических исследований, посвященных специфике высокоэффективных компаний

Название работы	Вопрос исследования	Объект исследования	Критерий-I/ предварительный отбор	Объем выборки	Период/горизонт эффективности	Критерий-II/ условие эффективности	Основные результаты
The elusive goal of corporate outperformance	Стратегия эффективных компаний	Крупнейшие мировые компании	Объем выручки	1077 компаний	1994–2004 гг./ одиннадцать лет	CAGR и ROE или EBIT margin [52]/80% и 90% статистич. значимость	Менее 1% компаний лидируют по обоим критериям, 12,8% соотв. хотя бы одному из двух
The granularity of growth	Источники роста эффективных компаний	Крупнейшие американские компании	Объем выручки и капитализация	100 компаний	1984–2004 гг./ два периода по десять лет	TRS и CAGR / > CAGR ВВП США и > доходности S&P500	Менее 25% сохранили высокие финансовые результаты в течение двух экономич. циклов
Balancing ROIC and growth to build value	Соотношение отдачи на инвестиции и роста компаний	Крупнейшие американские компании	Объем выручки	500 компаний	1965–2004 гг./ четыре периода по десять лет	CAGR и ROIC/ отсутствует [55]	Вклад CAGR в рост внутренней стоимости менее значим, чем ROIC
The do-or die struggle for growth	Источники роста крупнейших компаний	Крупнейшие американские компании	Объем выручки и капитализация	102 компании	1984–2004 гг./ два периода по десять лет	TRS и CAGR / > CAGR ВВП США и > доходности S&P500	Менее 20% компаний могли удерживать высокие финансовые результаты в течение двух экономич. циклов
Redefining high performance	Стратегия эффективных компаний	Крупнейшие мировые компании	TRS	N/A	1990–2003 гг./ периоды по семь, пять лет и три года	CAGR и (ROIC-WACC)/ > медианного значения	18% компаний сохраняли эффективность в течение семи лет

Ячейки, выделенные зеленым цветом: исследование проводилось на уровне мирового рынка. Ячейки, выделенные голубым цветом: при выборе критериев авторы учитывали отраслевую специфику финансовых показателей компаний. Ячейка с красной рамкой: при сравнении компаний использовались параметрические методы анализа, что могло привести к искажению результатов. *Источник: составлено авторами*