

## **РЕАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ КОМПАНИИ И СТОИМОСТНОГО АНАЛИЗА В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ РОССИИ**

Для корпораций и некорпоративного сектора экономики в современных условиях необходимо формирование нового видения как отношений компании с внешней средой, так и вопросов внутреннего управления. Наиболее актуальной проблемой финансового управления в корпорациях в широком и узком понимании является внедрение в практику принятия решений новой финансовой модели компании. Эта модель рассматривается в работе и включает как оценку эффективности ранее принятых управленческих решений, так и методологию выработки и выстраивания стратегии, оценку взаимосвязи долгосрочных целевых ориентиров с оперативными планами, мотивационные механизмы с определением степени ответственности и заинтересованности. Выделяется и рассматривается отличительная черта новой финансовой модели – не использование статичных учетных данных по затратам и результатам ведения бизнеса, а гибкое видение происходящих глобальных изменений, сценарность мышления и учет альтернатив и упущенных возможностей.

Также особое внимание уделяется анализу и рекомендациям по учету специфики современных моделей анализа эффективности на развивающемся российском корпоративном рынке.

*Ключевые слова:* корпоративные финансы, финансовая модель, ответственность бизнеса, стоимостной анализ, добавленная стоимость.

**Zh. S. Kulizhskaya**

## **IMPLEMENTATION OF FINANCIAL MODELS COMPANY AND COST ANALYSIS IN THE CORPORATE SECTOR OF RUSSIAN ECONOMY**

For corporations and unincorporated sector in modern conditions necessary to form a new vision of how the company's relationship with the external environment and internal management issues. The most urgent problem of the financial management of corporations in the broad and narrow sense is the practical application of the decision-making of a new financial model. This model is considered in the work and includes assessment of the effectiveness of earlier management decisions and the methodology of development and building a strategy

to evaluate the relationship of long-term targets with operational plans, motivational mechanisms to determine the degree of responsibility and commitment. Provided considered and distinctive feature of the new financial model – do not use static credentials on the costs and benefits of doing business, and flexible vision of the ongoing global change of scenario thinking and consideration of alternatives and missed opportunities.

Also, special attention is paid to the analysis and recommendations to incorporate the specifics of modern efficiency analysis models in the emerging Russian corporate market.

*Keywords:* corporate finance, financial model, business responsibility, value analysis, value added.

Наиболее актуальной проблемой финансового управления корпоративной и некорпоративной организации бизнеса является внедрение в практику принятия решений новой финансовой модели компании. В России в настоящий момент это самая насущная необходимость. Ориентация на статичные данные отчетности корпораций уже не дает актуальной базы информации для принятия управленческих решений. Финансовая или стоимостная модель формирует в корпорациях новое видение и оценку эффективности ранее принятых решений, помогает выстроить стратегии, алгоритмы увязки долгосрочных целей с оперативными планами.

«Правила игры» в экономике значительно изменяются, что соответственно требует серьезных изменений в управленческих технологиях российского бизнеса. То, что раньше успешно работало, больше не работает, поэтому для успешного функционирования бизнеса в современных условиях его владельцам необходимо адаптировать управленческие технологии к требованиям времени.

В принципе разговор идет о новом понимании оценки эффективности, учитывающей многовариантность выбора для владельцев капитала, изменчивость современного мира, активную позицию финансовых менеджеров, получивших капитал в управление. В настоящее время менеджеры во многих корпорациях фактически оказались перед выбором между бухгалтерской (учетной) и финансовой (стоимостной) моделями финансового анализа.

Бухгалтерская модель построена на традиционных для бухгалтерского учета принципах отражения учетных операций корпорации и, особенно важным является то, что она оценивает задействованный капитал, активы и полученный результат (прибыль) по стандартам бухгалтерского учета. С помощью этих же принципов формулируется долгосрочная цель и критерии для оценки степени ее достижения. Конечно, при этом рассчитываются и показатели EBIT, темпы роста прибыли и рентабельности – ROA, ROE,

оборотного капитала, продаж и т.д. Но необходимо понимать и финансовым менеджерам, и собственникам компаний, что многолетняя практика использования учетного подхода при описании происходящих в компании событий сформировали не совсем верный взгляд на цель, систему показателей анализа и его инструментарий, и даже на уровень взаимоотношений финансиста в корпорации с другими менеджерами и его роль. Сложилось мнение, что финансист должен быть ограничен только контрольно-казначейскими функциями.

Но современные реалии рынка предъявляют к функционалу финансового менеджмента совсем другие требования. Сейчас самая важная роль отводится не бухгалтеру, не налоговому консультанту, а аналитику, который применяет прогнозно-плановый инструментарий с позиции рыночной эффективности деятельности корпорации. Многовариантность, сценарность возможных путей развития, фактор неопределенности внутренней и внешней среды бизнеса позволяют взять финансисту-аналитику достаточно много полномочий и функций.

В финансовой или стоимостной модели управления новое понимание получают все операции, начиная с обработки первичной документации и кончая имитационным моделированием целевых ориентиров. Эта модель не выдумка теоретиков – это отражение новых требований рынка к функционалу корпораций. Можно выделить причины перехода к этой модели анализа:

#### 1. Внешние факторы рынка:

- рост фактора неопределенности как на товарном, так и на финансовом рынке, особенно в свете политических решений;
- изменения на рынке труда (создан рынок профессиональных управленцев и финансистов);
- многовариантность при рассмотрении перспектив и активное использование риска;
- рост рынка капитала, глобализация финансового рынка;
- создание автоматизированных систем сбора информации и расчетов для построения сценариев и имитационных моделей.

#### 2. Внутренние факторы компании:

- изменение взаимоотношений собственников и финансовых менеджеров с сторону большего доверия и взаимодействия;
- проблемы привлечения капитала путем увеличения акционерной собственности;

- необходимость постоянного обновления ассортимента и технологий;
- ограниченность природных ресурсов;
- рост значения нематериальных активов в получении конкурентных преимуществ (бренды, инновации, связи);
- ограничения диверсификации по видам деятельности (специфичная конкуренция).

Необходимо отметить, что в настоящее время корпорации, причем любого размера – от крупной транснациональной до малой многопрофильной, к сожалению, не всегда оправдывают целей своего создания, и менеджеры при управлении их финансами сталкиваются с многочисленными проблемами.

Финансовые менеджеры в таких корпорациях должны давать ответы на вопросы – насколько эффективно вложены средства в конкретную компанию? В какой момент необходимо изымать средства из этого бизнеса и вкладывать в другой? Насколько эффективен именно этот проект? Управленческий процесс должен способствовать тому, чтобы деятельность корпораций или отвечала целям экономической эффективности, или выполняла поставленные перед ними задачи.

Управляющая компания консолидирует текущую отчетность подчиненных компаний и принимает управленческие решения, необходимые для достижения системных целей всей корпорации. Например, такая отрасль, как девелопмент недвижимости или строительство, практически на 100 % являются набором проектов с разнесенными во времени денежными потоками, со своей индивидуальной окупаемостью и присущими отдельным проектам рисками.

Поэтому и возникает проблема расчета показателей эффективности их деятельности и определения критериев результативности затрачиваемых усилий.

Решение этой проблемы базируется на концепции дисконтированных денежных потоков (*discounted cash flow*), которая учитывает разную стоимость денег во времени, так как понятно, что денежные потоки от инвестиций и их возмещение различаются по периодам. Но разные методики во многом не до конца проработаны и могут давать противоречивые ответы на один и тот же вопрос. При этом возникают сложности в экономической интерпретируемости некоторых, что делает затруднительным внедрение методов, основанных на данной концепции в управленческий процесс.

Остановимся подробнее на данной проблеме. Когда инвестиции в корпорацию и ее проекты оценивались только суммой вложений и сроком их окупаемости, учет сводился только к прибылям и убыткам (достижения за

период) и к изменениям баланса (суммарные достижения). Когда пришли к осознанию, что деньги имеют цену, не равную номиналу, появились методики оценки инвестиционных проектов, которые имеют прогнозный характер, направлены с определенной точки отсчета и моделируют его в будущее. В настоящее время собственники, вложившие денежные средства в один или несколько бизнесов, хотят знать, эффективно ли они произвели вложения, есть ли необходимость в их увеличении, или возникла ситуация, когда лучше продать этот бизнес. Стоимостной учет всех произведенных инвестиций («инвестиционная история») становится в финансово-хозяйственной жизни корпорации главным звеном, особенно если рассматривать весь ее жизненный цикл, а не деятельность в течение какого-нибудь краткого периода. Можно утверждать, что в этом смысле эволюция корпораций в России происходила следующим образом: собственники ставили задачу унификации управленческого учета в структурных подразделениях, далее следовала консолидация учетных данных и объединение компаний (например, в холдинг).

Данный вид стоимостной модели учета в корпорации должен относиться к области управленческого учета, а не бухгалтерского или налогового (тем более что он до сих пор не регламентирован в российских ПБУ). Если говорить о присоединении такого учета в сферу контроля исполнения проекта (Project Management), то необходимо отметить, что этому как раз и мешают его полная отстраненность от всех традиционных видов учета в корпорации и несостыкованность с ними. Поэтому управленцы и собственники видят будущее стоимостного учета со значительным акцентом в сторону оценки эффективности инвестиций, но при этом он должен быть и совместим с бухгалтерским и управленческим.

Попытаемся выделить основные отличия двух моделей анализа и учета:

- различия в учете затрат. Стоимостная модель более гибко подходит к трактовке текущих и капитальных затрат, фактических и неявных издержек;
- оценка финансового результата не столько по положительному значению фактически полученной прибыли, а по утраченному при этом инвестиционному доходу. Возникает другой показатель – экономическая прибыль, которая и количественно, и качественно и по принципам формирования отличается от результата бухгалтерского учета. При этом возникает еще один показатель – инвестиционный риск собственника (финансового, операционного, корпоративного управления), который должен быть ему компенсирован;
- трактовка денежного потока, генерируемого компанией за конкретный период. В бухгалтерской модели показатель совокупного денежного потока, операционного денежного потока носит вторичный

характер. Доминирует показатель прибыли. Показатель свободно располагаемых и потенциально выводимых «живых денег», т.е. показатель свободного денежного потока (Free Cash Flow), в финансовой модели является ключевым.

– инвестиционное понимание денег и учет альтернативности их использования на рынке. В финансовой модели финансовые показатели дополняются индикаторами создания стоимости, например, создается система сбалансированных показателей, учитывающая специфику работы конкретной корпорации.

И, на что необходимо обратить внимание, меняются и требования к построению мотивационных механизмов достижения точек целеполагания. Прогноз роста прибыли или производных от этого показателя (роста рентабельности) не может быть основой соблюдения интересов собственника. Соответственно, ни абсолютные прогнозируемые значения прибыли, ни планируемые темпы ее роста не позволяют принимать эффективные решения по реинвестированию капитала или выбору дивидендной политики, выбору и формированию источников финансирования запланированного роста. В рамках финансовой модели целевая функция корпорации формулируется в терминах стоимости (фундаментальной, инвестиционной), а для развитого акционерного рынка – рыночной, или капитализации).

Управление бизнесом, основанное на повышении его стоимости, впервые возникло как направление менеджмента в экономике США в 80-е годы прошлого века. Большинство ведущих мировых компаний, в настоящее время, функционируют на принципах управления стоимостью. В западной практике управления этот подход получил название – стоимостной менеджмент (VBM – Value Based Management) или менеджмент, основанный на стоимости, которые в настоящее время активно внедряется и в российских корпорациях. В настоящее время в России тезис о приоритете задачи максимизации стоимости в интересах акционеров стал просто необходимым пунктом заявлений руководителей, пресс-релизов и годовых отчетов в крупных корпорациях.

Эта аббревиатура (VBM) стала сегодня символом применения менеджментом последних достижений в управленческих технологиях и самым современным инструментом финансиста, позволяющим эффективно планировать, контролировать и направлять действия корпорации на пути к достижению своих экономических целей.

Хотелось бы в заключении остановиться подробнее на термине экономической прибыли в рамках корпоративного стоимостного мышления. Экономическая прибыль может рассчитываться как разность между фактически заработанной или планируемой выручки и суммы явных и неявных (альтернативных) издержек. Анализ неявных издержек ориентирует

финансиста-аналитика на рынок капитала и предъявляет определенные требования как к анализу особенностей функционирования этого рынка, так и к выбираемым инструментам анализа складывающихся соотношений «риск–доходность». Это и привело к появлению новых моделей экономической прибыли, например, модели экономической добавленной стоимости (EVA).

Впервые аббревиатура EVA была использована в 1989 году для обозначения понятия добавленной экономической ценности. Однако внимание бизнессообщества этот показатель привлек только четыре года спустя, после появления в журнале «Fortune» статьи, в которой была представлена концепция, методы расчета EVA и рассказывалось об успехах компании «Stern, Stewart & Co», которые позже запатентовали этот термин и методику ее расчета. Сегодня можно с уверенностью сказать, что из всех инструментариев, которые возникли в направлении управления стоимостью (ценностью) компании, самое широкое распространение среди менеджеров корпораций получила именно добавленная экономическая ценность.

Конечно, необходимо отметить, что сильной стороной концепции добавленной экономической ценности является то, что на ее основе можно получить объективную и соответствующую рынку оценку корпорации, и эта оценка, при согласовании начальных условий и прогнозных предположений, будет совпадать с результатами оценки ее методом дисконтированного денежного потока. Показатель EVA, при этом, тесно связан с показателем NPV, и по смыслу он наиболее близок к базовому принципу корпоративных финансов, который говорит о том, что источник роста стоимости компании – это инвестиции с положительной чистой приведенной стоимостью. При этом можно сказать и о том, что значение EVA объективно отражает результат приятных управленческих решений: инвестиционная стратегия определяет доходность и риск активов, а финансовые решения – стоимость капитала компании.

Но не следует жестко утверждать, что EVA – это универсальный измеритель, который постоянно и непосредственно связан с созданием стоимости (ценности) компании. Любой действующий бизнес будет иметь ценность, так как обладает активами, способными в настоящий момент давать отдачу на вложенный капитал или он в будущем будет владеть такими активами, и всегда можно определить реальную рыночную стоимость компании, рассчитав прогноз денежных потоков за срок ее жизни и ставку дисконтирования, учитывающую совокупные риски активов и риски финансирования. И немаловажным в российских условиях является такая процедура как оценка «нормальности», так называемая «нормализация» многих показателей, рассчитываемых финансовым менеджером при создании стоимости корпорации. Эта процедура является фактически нормированием,

но основанным не на прошлых показателях деятельности корпорации, а на анализе уровня рыночного дохода, внешней среды, технологических требований и т.д.

Необходимо отметить, что все модели по существу имеют одну основу: новая стоимость создается только тогда, когда отдача на капитал, предоставленный инвесторами, превысит ожидаемую доходность от вложений с аналогичным уровнем риска. То есть, применение любой из методик для стоимостных оценок даст один и тот же результат, если расчеты корректны и допущения согласованы между собой. В основе самой сложной системы «управления стоимостью» всегда будет оставаться базовый принцип корпоративных финансов: стоимость компании определяется денежными потоками, которые она сможет генерировать в будущем, дисконтированными по ставке доходности, которая учитывает риски финансирования и совокупные риски активов компании.

В заключение необходимо отметить, что у компании, стремящейся на деле создавать стоимость, целевые установки должны сочетать в себе четкие декларации о намерениях с количественными индикаторами создания стоимости. У российских компаний есть шанс ускоренно пройти несколько шагов развития управленческих технологий, сделав большой скачок от тактики разрозненных действий к использованию стоимостных категорий при анализе и выборе управленческих решений по основным постулатам:

- главной целью стратегического управления является максимизация стоимости компании;
- стоимость в наибольшей степени связана с денежным потоком, генерируемым компанией;
- главным критерием эффективности управления должен являться прирост стоимости для собственников.

### **Список использованной литературы**

1. Ибрагимов Р. Г. Финансовая оценка управленческих решений: о применении и интерпретации показателя EVA // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 5. – С. 1–9.
2. Леонтьев В. Е. [и др.]. Корпоративные финансы. – М. : ЮРАЙТ, 2014.
3. Теплова Т. В. Корпоративные финансы: учебник – М. : ЮРАЙТ, 2013.



## **Информация об авторе**

*Кулижская Жанна Сергеевна* – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, Байкальский государственный университет, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: zhkulizhskaya@gmail.com.

## **Author**

*Kulizhskaya Zhanna Sergeevna* – PhD in Economics, Associate Professor, Chair of Finance, Baikal State University, 11, Lenin str., Irkutsk, 664003, e-mail: zhkulizhskaya@gmail.com.

УДК 658.14/17