КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

Финансовая модель анализа как управленческая инновация в непубличных российских компаниях

Долматова И.Н.[31]

В условиях растущей конкуренции и глобализации на российских рынках к компаниям, независимо от их организационно-правовой формы, предъявляются новые, более высокие требования и критерии оценки деятельности. Если ваша компания находится в стадии роста, активных капиталовложений, в любом случае становятся необходимыми альтернативные по сравнению с традиционным бухгалтерским подходом инструменты для оценки результатов и управления деятельностью. В большинстве случаев использование финансовой модели анализа для частного бизнеса в России – это существенное нововведение, нетрадиционный подход или инновация в управлении. Вопрос, какие общеизвестные методы финансовой аналитики применимы и уместны для использования непубличной российской компанией и как их адаптировать к реальной практике компаний, остается открытым и является основной темой данной статьи.

JEL: G32

Ключевые слова: бухгалтерская модель анализа; сравнительные финансовые показатели; требуемая доходность; стадия роста

В последние годы в российском бизнесе распространяются общепризнанные во всем мире методы финансовой аналитики, как инструмента управления компаниями на основе стоимости. Вместо традиционного, «бухгалтерского» подхода проявляется четко выраженная тенденция использования показателей на основе сравнения и стоимостного подхода. Как обстоит дело в этой области в отношении закрытых, частных компаний в России? Нужна ли финансовая модель анализа в небольших непубличных компаниях, и если да, то кому?

Начнем с того, что большая часть компаний в России (в количественном соотношении) – это именно непубличный, частный малый и средний (ближе к малому) бизнес. Традиционно здесь сложилась система анализа на основе бухгалтерских показателей. Отвечают ли на самом деле особенности сложившейся системы анализа постоянно ужесточающимся требованиям все более плотных, конкурентных рынков, растущей неопределенности и скорости изменений окружающей среды?

Что касается публичных компаний, то у них существует внешнее требование применения стоимостного подхода в управлении: наряду с обычными бухгалтерскими показателями отчетности не менее важна финансовая аналитика. Именно показатели финансовой аналитики и являются сигналом потенциальным и настоящим инвесторам, достигают ли они своих целей, предоставляя свой капитал в распоряжение компании.

У непубличных компаний нет такого требования извне. Но с другой стороны, как понять собственникам такого частного бизнеса, насколько успешно они движутся, насколько они достигают своих целей как владельцы и инвесторы?

[31] Член совета директоров, Комитет по кадрам и вознаграждениям компании «Ассоциация Версиво», г.Самара

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Такой подход к управлению закрытой компанией является действительно новшеством, приносящим существенные улучшения ее деятельности, поскольку предоставляет принципиально новые, инновационные с точки зрения непубличного бизнеса инструменты для оценки результатов и постановки задач, выстраивания дальнейшей стратегии развития и конструирования мотивации для ее воплощения.

Бухгалтерский и финансовый подход к анализу деятельности российской компании

Различиям между этими двумя подходами посвящено немало отечественных публикаций [См.: Ивашковская, 2004]. Рассмотрим типичные показатели, которые используют для оценки и планирования своей деятельности непубличные российские компании небольшого размера (рис. 1):

Рисунок 1. Традиционная система оценки результатов частной российской компании (пример): безальтернативное управленческое мышление

Финансовая модель анализа заключается в том, чтобы наряду с динамикой показателей во времени ввести дополнительные критерии оценки: сравнение, сопоставление с желательным, минимально требуемым или «нормальным» состоянием. Кроме положительной динамики показателей (прибыли, оборота, капиталоотдачи) мы должны еще сопоставлять ее с тем, «как должно быть». Здесь мы имеем дело с «пространством вариантов экономической эффективности», пространством рисков.

Экономическая эффективность – это основная цель любого бизнеса, независимо от его организационно-правовой формы, структуры собственности. Поэтому логично предположить, что такой финансовый подход не только полезен, но и необходим для непубличных компаний, тем более на российских рынках, где волатильность велика, а изменения могут быть существенными и непредсказуемыми. Другой вопрос – каким образом и в какой мере следует применять финансовую модель анализа в российском контексте. Потому что простой перенос общеизвестных западных методик финансового анализа без адаптации к российской действительности и учета определенных факторов может не дать ожидаемого результата.

Посмотрим, какова суть финансового анализа как инструмента для управления компанией и в чем ее отличие от «бухгалтерской» модели на примере вышеназванных показателей, использующихся чаще всего для оценки результатов деятельности (рис. 2).

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

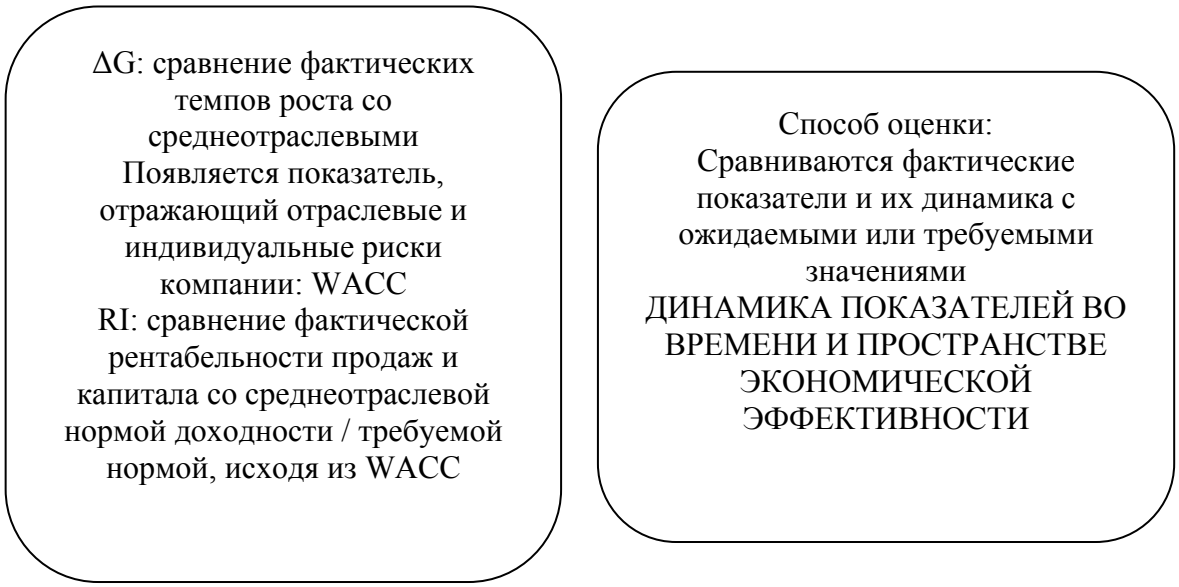

Рисунок 2. Финансовая модель анализа: альтернативное управленческое мышление в «пространстве вариантов»

Таким образом, что дает финансовый анализ? Понимание своей позиции в пространстве рисков. Кто-то в отрасли движется быстрее, кто-то – медленнее. Цель – найти себя в этом потоке и оценить свою позицию.

Финансовый анализ может дать иное, совершенно отличное от бухгалтерского подхода понимание полученных результатов и оптимального русла дальнейшего развития.

Можно сказать, что любая компания, как публичная, так и частная, закрытого типа, «соревнуется»:

1) с конкурентами внутри отрасли;

2) с альтернативными видами вложений капитала (альтернативными видами бизнеса).

Соответственно, непубличная компания должна в своей деятельности использовать инструмент, аналогичный позиционированию и сопоставлению себя с конкурентами, – в маркетинге; а в финансовой аналитике аналог подобного позиционирования – найти свою позицию в пространстве вариантов экономической эффективности.

Таким образом, применение финансовой аналитики как инструмента управления в компании закрытого типа дает ей корректные и более осмысленные способы оценки своей деятельности, новые принципы целеполагания, более строгие требования, а значит и более осознанное развитие и дополнительные конкурентные преимущества.

Приемы использования финансовой аналитики в непубличной компании

Рассмотрим некоторые инструменты, которые, на наш взгляд, было бы целесообразно ввести в свою аналитику любой непубличной компании. Данные методы отличаются относительной простотой в использовании и не требуют особых компетенций.

1. Ежегодная отчетность: дополнение системы традиционных бухгалтерских показателей сравнительными финансовыми показателями, позволяющими по-новому взглянуть на достигнутые результаты или определить цели для команды управления.

Первый, самый простой вариант применения элементов стоимостного подхода связан лишь со сбором нужной информации о конкурентах в среднем по отрасли (рис. 3)

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

ГОДОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

УРОВЕНЬ 1: сопоставление со среднеотраслевыми показателями
Маржинальная прибыль/выручка:
Рентабельность продаж:
NI/Sales (факт) NI/Sales (среднее)
Рентабельность вложенного капитала:
ROCE (факт) ROCE (среднее)
Постановка целей: рост положительной разницы либо превышение среднеотраслевого уровня

Рисунок 3. Дополнение годового отчета сравнительными показателями «первого уровня сложности»

Второй уровень более сложный. Он предполагает достижение согласия ключевых лиц, принимающих стратегические решения и выносящих оценки результативности, по вопросу использования понятия требуемой доходности как эталона для сопоставления с фактически достигнутой (или планируемой) доходностью вложенного капитала. Для этого необходимо первоначально достичь договоренностей относительно методики расчета ставки барьерной доходности WACC. Для непубличной компании стоит принять максимально упрощенную методику; главное, чтобы она была понятна и выглядела обоснованной для всех ключевых лиц, осуществляющих и контролирующих деятельность компании (см. рис. 5).

На рисунке 4 показано, как можно дополнить традиционную годовую отчетность, а также совокупность стратегических целей исходя из использования WACC.

ГОДОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

УРОВЕНЬ 2: WACC как основной инструмент оценки результативности

1. Согласованная со всеми ключевыми лицами упрощенная методика расчета WACC
2. Ежегодный расчет WACC и контроль ее динамики
3. Сравнение требуемой доходности с фактической: расчет экономической прибыли RI

Постановка целей:
1) снижение WACC
2) положительная динамика RI или сохранение

Рисунок 4. Дополнение годового отчета показателями, связанными с расчетами требуемого уровня доходности

Что это дает? Во-первых, направленность динамики WACC – это «лакмусовая бумага» для вектора продвижения компании в своем развитии. Во-вторых, сравнивая требуемый уровень доходности с фактическим, мы выявляем разницу. Она может быть отрицательной – это доказывает, что компания не отвечает ожиданиям своих инвесторов и не «отрабатывает» вложенный капитал должным образом. А если разница положительная и/или растет, это значит, что компания с точки зрения интересов инвесторов движется в верном направлении.

Здесь стоит упомянуть о нюансах применения критерия WACC для оценки и планирования в отношении компаний, находящихся на разных этапах жизненного цикла.

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Отчет за год. Компания X

Раздел 1. *Сравнение со среднеотраслевыми показателями*

Показатели	Компания X	Конкуренты	Разница
Операционная эффективность: Оборот Маржа/выручка Прибыль/выручка			
Структура капитала: Финансовый рычаг			

Раздел 2. *Модель WACC:*

Текущий год	Предыдущий год	Разница (динамика)
WACC	WACC′	Δwacc = WACC - WACC′
ROCE – WACC = RI	ROCE′ - WACC′ = RI′	ΔRI = RI - RI′

Раздел 3. *Динамика свободного денежного потока*

Текущий год	Предыдущий год	Разница
FCFF	FCFF′	ΔFCFF = FCFF - FCFF′
ΔFCFF	ΔFCFF′	ΔFCFF-ΔFCFF′ (темп роста)

Рисунок 5. Пример комплекса показателей для частной компании в стадии роста

Если ваша компания на стадии роста и активных инвестиций, расширения сфер своей деятельности осваивает новые продукты, рынки и т.п., не стоит категорично подходить к оценке ее текущей деятельности лишь с помощью модели WACC и экономической прибыли RI, потому что, скорее всего, эта оценка будет «глубоко отрицательной». Тогда необходимо воспользоваться показателями свободного денежного потока для всех инвесторов (FCFF), поскольку именно этот показатель может выявить нужную и ожидаемую положительную динамику при внедрении новых проектов, инвестиций без учета кредитного отягощения.

На рисунке 5 можно увидеть примерный «пакет» годовых показателей/целевых задач для такой активно развивающейся фирмы – в рамках модели финансового анализа.

В зависимости от готовности компании, а именно ключевых лиц, осуществлять сравнительный финансовый анализ, можно выбрать те разделы, которые наиболее уместны. Только следует помнить, что если мы пошли по пути конструирования показателя для сравнения (расчет WACC), то для растущей компании акцент должен быть сделан с учетом рассмотрения характеристик денежных потоков (если мы применяем раздел 2, то нужен и раздел 3 для более объективной оценки).

2. Разграничение инвестиций: рассматриваем стратегические капиталовложения как отдельные проекты в составе компании.

Еще один эффективный и сравнительно несложный прием финансовой модели анализа – это особый учет и отслеживание эффективности инвестиций.

Описание двух основных видов инвестиций содержится во многих работах отечественных исследователей, к примеру, авторы одной из публикаций [Ивашковская, 2009] определяют их так:

- Поддерживающие (Maintenance Investments – MI) – вложения, которые необходимы для того, чтобы сохранить статус-кво или чтобы операционный поток денежных средств, который течет в настоящий момент, остался бы без изменений. Поддерживающие инвестиции так называются потому, что они как бы «поддерживают», сохраняют существующую стоимость бизнеса – обеспечивают необходимые условия, чтобы нынешний поток прибылей не снижался.

- Стратегические инвестиции (Strategic Investments – SI), напротив, нацелены на создание новых операционных потоков, на то, чтобы «добавить» к существующей стоимости бизнеса дополнительную «порцию» стоимости или дополнительные потоки прибылей.

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Разграничивать эти виды инвестиций необходимо для того, чтобы контролировать окупаемость проектов, связанных со стратегическими инвестициями и обеспечивать реальную «прибавку» к существующим денежным потокам. Часто в компаниях закрытого типа в лучшем случае фигурирует показатель окупаемости проекта. Это уже говорит о том, что компания продвигается к наиболее эффективным методам анализа. Но самый грамотный с точки зрения финансового анализа прием – это расчет так называемого требуемого операционного свободного денежного потока (OCFD). Эта концепция работы с инвестициями была создана в конце XX века шведскими консультантами, и ее анализировали многие российские авторы.

Суть ее в том, чтобы выставлять в качестве целевого ориентира требуемый операционный поток, который должен быть создан как ожидаемый минимум стратегическими инвестициями в течение всего срока их экономической жизни. Если по истечении всех этих лет возникает положительная разница между фактическим операционным потоком и требуемым, то это означает, что соблюдаются интересы инвесторов, их риски оправданны и управленческая команда эффективна.

Для иллюстрации предлагаем рассмотреть пример различных подходов к оценке инвестиций (рис. 6).

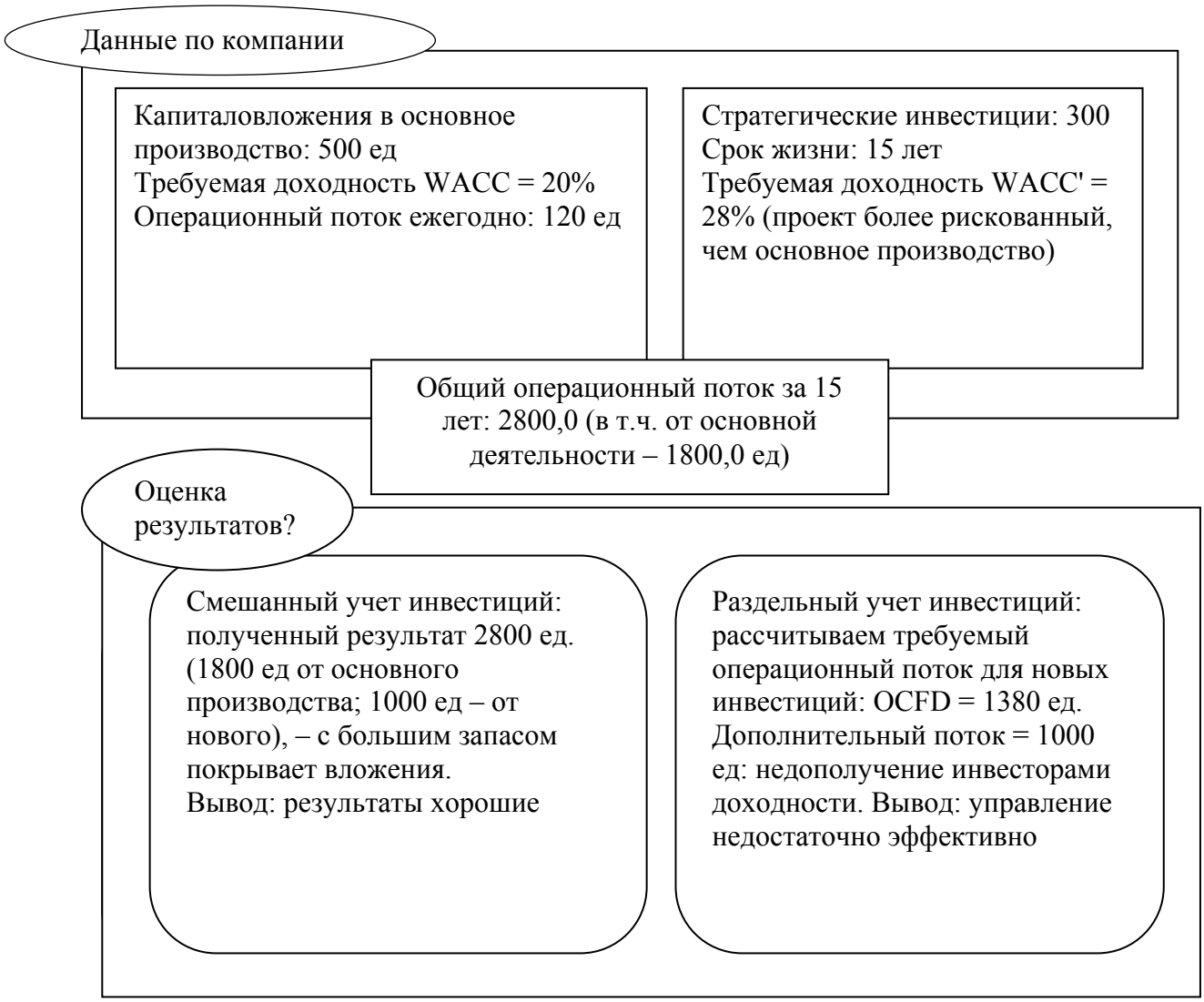

Рисунок 6. Два различных подхода к работе со стратегическими инвестициями: две различные оценки

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Из приведенного примера видно, как практически диаметрально различаются суждения в случае традиционного учета и при применении финансовой аналитики.

3. Роль корпоративного центра: оцениваем его вклад в результативность компании.

Бизнес-группы – в условиях переходной экономики одна из наиболее эффективных форм развития компании. Это холдинги, в рамках которых объединяются два и более бизнес-направления по одному или нескольким признакам. Очень многие непубличные компании в России придерживаются именно такого типа структуры: совокупность бизнес-единиц, объединенных прежде всего по признаку собственности, и корпоративный центр (КЦ), который выполняет ряд общих функций, а также осуществляет контроль, организацию деятельности подчиненных направлений (предприятий) в интересах собственников.

Очень полезным инструментом в рамках финансовой модели анализа является оценка результативности КЦ через особые, разработанные специально для него показатели. Как это оценить и понять?

Если мы говорим о контексте российского рынка и менталитете типичного собственника, основным вкладом КЦ в результативность компании, на наш взгляд, является, во-первых, снижение, нивелирование рисков, а значит, снижение ставки требуемой доходности (затрат на капитал) путем:

1) обеспечения безопасного функционирования бизнес-единиц в рамках группы компаний;

2) снижения затрат и улучшения условий кредитования;

3) обеспечения управляемости, прозрачности деятельности для основных стейкхолдеров-собственников;

4) снижения рисков невыполнения контрактов между контрагентами (снижения трансакционных издержек).

Во-вторых, другая важная задача КЦ – это задание и внедрение стандартов применения финансовой модели анализа в интересах собственников в отношении отдельных бизнес-единиц и всей компании в целом (окупаемость новых проектов, сопоставимая рентабельность направлений деятельности, выявление и корректирование бизнесов, которые не оправдывают ожиданий инвесторов из-за ущербности капиталоотдачи по сравнению с альтернативными возможностями).

На наш взгляд, непубличным компаниям в России не стоит пытаться подогнать свои корпоративные центры под стандарты одного из четырех «западных» видов [Фут, Хенсли, Лэндсберг, Моррисон, 2003], если это осложнено какими-то частными обстоятельствами. К тому же слишком различается контекст функционирования российских и западных КЦ. Вместо этого, возможно, более уместно смоделировать собственный профиль корпоративного центра**,** в зависимости от того, каковы насущные задачи, которые на самом деле стоят перед ним. Корпоративный центр способен вносить существенный вклад в эффективность деятельности при условии относительной взаимозависимости бизнес-единиц, реальной потребности в координации, усилении функций, связанных с безопасностью и финансированием.

Ниже на рисунке 7 приведены показатели оценки для КЦ типичной закрытой компании, исходя из выявленного профиля КЦ.

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Рисунок 7. Система оценки деятельности КЦ с точки зрения финансовой аналитики

С помощью методов финансовой аналитики возможно выделить и оценить вклад корпоративного центра в нынешнюю результативность бизнеса.

4. Конструирование мотивации ключевого персонала: используем сравнительные финансовые показатели.

Новые показатели финансовой аналитики могут и должны быть использованы в качестве основы для формирования систем вознаграждения команды менеджеров, которым собственники делегируют управление компанией.

Действительно, если мы внедряем новые показатели в системе отчетности и управления по целям, то соответствующие корректировки в системе вознаграждения топ-менеджмента, по сути, неотделимы от новых показателей. Очень важный момент, который следует при этом учитывать, – использование подобных показателей имеет смысл только для первого эшелона руководителей: тех, кто в полной мере влияет на динамику доходности бизнеса, вложенного капитала.

В финансовом конструкторе компании такие позиции связаны с так называемыми центрами стоимости[32], о которых пишут многие отечественные авторы [Ивашковская, 2005; Щиборщ, 2008; Молвинский, 2006]. На рисунке 8 приведены примеры показателей, на основе которых можно сконструировать систему мотивации.

[32] Финансовый конструктор – некая конструкция «финансового функционирования» компании. С помощью этой системы каждой структурной единице присваивается определенный статус центра финансовой ответственности (ЦФО). Основные виды ЦФО: центр стоимости, центр инвестиций, центр прибыли, центр затрат.

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

Рисунок 8. Система мотивации для верхнего эшелона руководства непубличной компании в стадии роста

Для руководителей, которые непосредственно оказывают влияние на динамику доходности компании, ориентировать их на абсолютные финансовые показатели (чистая прибыль, выручка и т.п.) было бы большой ошибкой, так как в данном случае мотивация не отвечает должному курсу движения компании и наиболее корректной системе оценки деятельности.

Особенности использования финансовой модели в непубличных российских компаниях: границы применимости

Рекомендуя владельцам, менеджерам или аналитикам компаний некоторые из возможных инструментов финансовой аналитики в отношении непубличных компаний, нельзя не отметить некоторые факторы.

Во-первых, это традиционная предрасположенность таких небольших фирм и их владельцев к бухгалтерским данным (управленческий учет). Это вопрос изменений, которые должны затронуть точку зрения ключевых лиц, принимающих решения. Необходимо учитывать особенности российской деловой среды, специфику условий, в которых

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010

происходит становление и развитие российского бизнеса. Скорее всего, изменения, внедрение в деловую практику новых инструментов управления должны происходить постепенно и без отрыва от реальности всех ключевых групп, от которых зависит развитие бизнеса (стейкхолдеры). Менеджеры и особенно собственники должны четко понимать смысл предлагаемых инструментов и видеть полезный эффект от их использования.

Во-вторых, применяя финансовую аналитику, необходимо учитывать стадию или этап развития компании (зарождение, рост, старение, умирание) на траектории ее жизненного цикла[33]. Надо понимать, что в различные этапы развития результативность, экономическая эффективность деятельности измеряется по-разному. Это связано с принципиальными объективными различиями экономического смысла эффективности на каждом этапе развития. К примеру, мы не можем оценивать эффективность работы компании-стартапа или компании, которая недавно начала освоение новых рынков сбыта, новых продуктов, предъявляя к текущим результатам мерку требуемой доходности. Компания, которая активно инвестирует, объективно не может обеспечить требуемую доходность вложенного капитала. Зато она закладывает фундамент для нарастания потока прибылей в дальнейшем.

Особенно интересна в этом отношении стадия роста: ведь именно внутри этой стадии проходит та грань, за которой применение финансовой аналитики становится не только полезным, но и неизбежным, и это не зависит от формы собственности, организационно-правовой формы, в которой функционирует бизнес. Если ваша компания давно движется в логике стадии роста, настало время обратить внимание на иные, в отличие от традиционных бухгалтерских приемов, методы финансового анализа в целях наиболее эффективного управления.

Пользователи финансовой модели анализа: кому это нужно в российских компаниях

Мы рассмотрели лишь некоторые приемы финансовой аналитики, уместные в небольших непубличных компаниях. Таким образом, непубличные компании могут разумно использовать и адаптировать наиболее подходящие и уместные элементы финансового анализа. Почему полезен финансовый подход?

Можно выделить следующие причины для использования финансовой модели анализа в компаниях закрытого типа.

Во-первых, усложнение бизнеса из-за роста конкуренции и неопределенности, изменчивости окружающей среды выдвигает новый уровень требований ко всем игрокам, независимо от их организационной формы. Абсолютные финансовые показатели, как правило, мало о чем могут нам поведать. Компании должны вести себя проактивно, быть чуткими, а для этого им необходимы точные и корректные «датчики». Систему измерения и оценки эффективности компании часто сравнивают с огромным набором различных измерительных приборов в кабине самолета. Для успешного путешествия нужны две вещи: точная, корректная система измерения и интерпретации различных характеристик и квалифицированный, умеющий трактовать и правильно действовать пилот (управляющий). Компания понимает, осознает свою позицию, где она находится в пространстве рисков, экономической эффективности, и представляет себе свою позицию по сравнению с другими игроками. Конечно же чем больше скорость (быстрые изменения, рост – в случае компании), тем значимее роль этих двух моментов. Здесь мы еще раз обращаем внимание, насколько это важно именно для растущих, активно инвестирующих компаний.

Этот момент не менее значим, чем позиционирование компании в отрасли. Кому это нужно и зачем? Понимая свою позицию относительно других игроков, свои особенности, сильные и слабые стороны, мы в состоянии выстроить адекватную и эффективную систему деятельности.

[33] Концепция жизненных циклов наиболее полно представлена в работах Ицхака К. Адизеса.

Во-вторых, данный подход повышает требовательность к результатам в интересах прежде всего собственников, а также прочих категорий заинтересованных лиц. Это значит, что компания становится более интересной для стейкхолдеров, получает поддержку и становится более жизнеспособной. Даже в ситуациях, когда происходят сделки, связанные с собственностью (доли или акции компании), язык финансовой аналитики наиболее приемлем для их участников, поскольку позволяет соблюдать и учитывать их интересы в полной мере.

Соответственно, кто должен быть заинтересован в этом больше всего?

На наш взгляд, прежде всего – владельцы этих закрытых компаний. Из практики известно, что во многих случаях типичные российские собственники небольших компаний, так же как и их менеджеры, искренне полагают, что, к примеру, использование собственного капитала гораздо выгоднее, чем кредитование: ведь за кредиты нужно платить проценты, которые уменьшают прибыль компании. Или оценивают рост показателей оборота и прибыли как самый оптимальный результат.

Проблема в том, что многие российские собственники зачастую не осознают своих интересов как инвесторов, что не позволяет установить необходимый уровень требовательности к бизнесу, его доходности. А это, в свою очередь, является тормозом для роста экономической эффективности и освоения передовых, лучших практик, для обеспечения конкурентоспособности бизнеса как на потребительских рынках, так и на рынках капитала.

Сейчас, на наш взгляд, самое необходимое в любой непубличной компании – рост компетентности собственников как инвесторов, то есть понимание истинных сил, от которых зависит процветание бизнеса, умение правильно поставить задачи и оценить их выполнение.

Список литературы

1. Адизес И.К. Управление жизненным циклом корпорации. СПб.: Питер, 2007.
2. Ивашковская И.В. Корпоративные финансы в некорпоративной России // Управление компанией.. 2004. № 4. С. 40–43.
3. Ивашковская И.В. Центры стоимости/Управление компанией //Рынок ценных бумаг, 2005. № 9. С. 38–41.
4. Ивашковская И.В.. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.:ИНФРА-М, 2009. С. 260–263.
5. Молвинский А. Построение финансовой структуры компании // Корпоративный менеджмент. URL: http://www.cfin.ru (дата обращения 23.03.10).
6. Фут Н., Хенсли Д., Лэндсберг М., Моррисон Р. Роль корпоративного центра //Вестник McKinsey. 2003. № 3. С. 49–75.
7. Щиборщ К.В. Учет по центрам ответственности как основа системы материального стимулирования на предприятии // Корпоративный менеджмент. URL: http://www.cfin.ru (дата обращения: 25.03.10).

 © Электронный журнал Корпоративные Финансы, 2010