

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДВУХ ОСНОВНЫХ ПОДХОДОВ К АНАЛИЗУ КОРПОРАЦИИ

Мосюкова М.Н.,

Попова М.С.,

Андрошина И.С., кандидат экономических наук, профессор,
Московский энергетический институт (НИУ "МЭИ")

Аннотация: в современных экономических условиях глобализации и интернационализации большое значение приобрели вопросы управления финансами на основе финансового анализа деятельности компаний. Для инвесторов, кредиторов и, в первую очередь, для самих собственников просто необходимо понимание механизма функционирования фирмы и его разносторонняя оценка.

Целью статьи является обзор и применение бухгалтерского и финансового подходов к анализу корпорации к компании ООО "Сименс". Для достижения цели применен метод финансового моделирования для расчета эффективности компании по двум методиками.

Результаты моделирования отражают прирост или уменьшение эффективности выбранного предприятия с точки зрения двух подходов. В качестве вывода можно сказать, что и бухгалтерский, и финансовый обязательны для применения каждой компанией, заинтересованной в росте своей эффективности.

Ключевые слова: бухгалтерский и финансовый подходы к анализу корпорации; экономическая добавленная стоимость; чистый денежный поток; свободный денежный поток

В современных экономических условиях глобализации и интернационализации большое значение приобрели вопросы управления финансами на основе финансового анализа деятельности компаний. Для инвесторов, кредиторов и, в первую очередь, для самих собственников просто необходимо понимание механизма функционирования фирмы и его разносторонняя оценка.

Для инвестора такой анализ означает получение возможности выбора наиболее доходного и надежного варианта вложения ресурсов, для кредитора – гарантии возврата долга и процентов по нему. Собственник, как субъект контролирующей и регулирующей, также заинтересован в объективных результатах финансового анализа как собственной организации, так и ее деловых партнеров. В первом случае он обеспечивает достижение своих целей как предприниматель, а именно – получение прибыли и увеличение стоимости компании; во втором – преследует те же интересы, что инвестор и кредитор.

В связи с усложнением структуры рынка, а также вне- и внутрифирменных взаимодействий особенно актуальной проблемой стало определение реальной стоимости корпорации как ключевого критерия эффективности ее деятельности, а значит, и целесообразности вложения в нее денежных средств. Однако при существующем многообразии подходов к определению реальной стоимости компании первым этапом анализа обязательно выступает выбор основной модели и ключевых критериев, по которым и будет произведена оценка. В настоящее время существуют две различные и во многом дополняющие друг друга мо-

дели анализа корпорации – бухгалтерская и финансовая.

Начнем изучение бухгалтерской модели анализа предприятия с определения ее сущности: бухгалтерская (она же учетная) модель анализа деятельности корпорации и управления ей построена на традиционных для бухгалтерского учета подходах к отражению операций компании, а главное – к трактовке ее капитала и результата его использования. Она основана на описании фактически проводимых операций, и этот подход исключает из анализа альтернативность возможных действий.

Очевидно, что в рамках такого подхода к издержкам компании за тот или иной период времени относят только понесенные расходы, обусловленные комбинацией операций, которые компания уже провела или в процессе осуществления которых она все еще находится. Таким образом, какие-либо потенциально возможные операции, означающие вероятное, альтернативное, а не фактически сложившееся использование ресурсов компании, не являются объектом изучения в данной модели и не учитываются в трактовках деятельности компании за выбранный период.

Сложившаяся бухгалтерская традиция анализа сфокусирована на показателе начисленной прибыли как инструменте выражения результата деятельности, достигнутого компанией за период; это означает, что такой результат не будет совпадать с величиной реально полученных компанией денежных средств за период. Иными словами, эффективность деятельности будет определяться не сколько самим генерируемым результатом, сколько квалификацией финансового менеджмента,

осуществляющего управление элементами затрат, участвующих в формировании чистой прибыли.

Еще одной особенностью бухгалтерского подхода является отсутствие требований к доходности капитала; в этой модели эффективность деятельности организации определяется путем простого сопоставления показателей за разные периоды времени с учетом изменений в учетной политике и колебаний курса валют. Как следствие, игнорируется величина инвестиционного риска, связанного с реализацией конкретного проекта или вложения, что искажает представление инвесторов и собственников об эффективности предприятия.

Помимо величины бухгалтерской прибыли в учетном подходе в качестве критерия эффективности используется точка безубыточности – объем производства, при котором полученные доходы за период полностью покрывают затраты за тот же период, не принося дополнительного прироста прибыли или активов компании. Этот факт также связан с неучетом инвестиционного и прочих рисков, так как не подразумевает прирост расчетного безубыточного объема производства и реализации для компенсации возможных потерь.

Несомненным преимуществом бухгалтерской модели является ее относительная простота: все вычисления и сам анализ производятся, исходя из данных бухгалтерского учета. Изменения в данных происходят только при корректировке показателей в соответствии с изменением учетной политики или при колебании курса валют.

Также такой метод анализа достаточно эффективен при управлении текущей (операционной) деятельностью при отсутствии необходимости выбора между инвестиционными альтернативами. Предприятие любой организационно-правовой формы использует бухгалтерский подход для управления операциями, связанными с движением денежных средств.

К недостаткам этой модели относится, как уже было сказано выше, игнорирование проблемы инвестиционного риска, что делает невозможным определение ее инвестиционной ценности.

Во-вторых, отсутствие учета альтернативных издержек ведет к невозможности определения реальной эффективности финансового менеджмента фирмы и использования ее ресурсов; успешный результат по логике бухгалтерской модели – это ситуация, в которой заработанная выручка покрывает понесенные фактические или явные расходы. Иными словами, критерием выявления результата становится создание бухгалтерской прибыли.

В-третьих, очень часто выведенный методом начисления показатель чистой прибыли как финансовый результат деятельности фирмы не совпадает с реальной величиной денежных средств,

находящихся в распоряжении компании, что ведет к искажению всех последующих расчетов. Кроме того, ни один из показателей бухгалтерской прибыли в отличие от потока свободных денежных средств не отражает инвестиционных потребностей компании: величины инвестиций в оборотный капитал и инвестиций в долгосрочные активы.

В-четвертых, все бухгалтерские показатели прибыли высоко чувствительны к изменениям в учетной политике компании и могут быть скорректированы, что приведет к еще большему разрыву с реальными финансовыми измерениями, происходящими в компании.

Таким образом, можно сделать предварительный вывод о целесообразности применения учетного подхода в оценке эффективности корпорации: наиболее информативный и соответствующий рыночным реалиям результат будет достигнут при использовании метода для учета операций, связанных с движением денежных средств, но не тех, что участвуют в формировании прибыли.

Вторая аналитическая модель может быть названа *финансовой*; она выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов как области современной финансовой теории. Главное ее отличие от бухгалтерской модели – рассмотрение и учет альтернатив использования ресурсов и рисков компании. При этом немало важен и тот факт, что отправной точкой определения эффективности фирмы за период является установленная требуемая норма доходности капитала, а не точка безубыточности, как в бухгалтерском подходе.

Финансовый подход отражает реальную ситуацию в режиме «on-line» в конкретной фирме; он позволяет не только определить эффективность финансовой политики, но и принять правильное инвестиционное решение.

В финансовом подходе ключевыми понятиями являются чистый денежный поток, который определяется как сальдо денежных потоков по всем видам деятельности, и свободный денежный поток, который представляет больший интерес именно из-за того, что пригоден для изъятия из компании без ущерба для нее. Рассмотрим эти показатели более подробно.

Чистый денежный поток организации (NCF) рассчитывается для определения рациональности вложения денежных средств в проекты корпорации и в саму корпорацию (формула 1). Он показывает способность предприятия повышать свою стоимость и инвестиционную привлекательность; используется инвесторами для определения стоимости компании или доходности по проекту.

$$NCF = \Delta CFO + \Delta CFF + \Delta CFI \quad (1)$$

где ΔCFO – сальдо денежного потока от операционной деятельности, ΔCFF – сальдо денежного потока от финансовой деятельности, ΔCFI – сальдо денежного потока от инвестиционной деятельности.

$$FCFF = EBIT * (1 - Tax) + DA - \Delta NWC - \Delta WCR \quad (2)$$

$$FCFE = NI + DA - \Delta WCR - Investment + Net borrowing \quad (3)$$

$$FCFD = FCFF - FCFE \quad (4)$$

где EBIT – прибыль до уплаты налогов и процентов, Tax – ставка налога на прибыль, DA – амортизация, ΔNWC – изменение оборотного капитала, ΔWCR – изменение внеоборотного капитала, NI – чистая прибыль, Investment – размер осуществляемых инвестиций, Net borrowing – разница между погашенными и полученными кредитами.

Здесь необходимо обратить внимание на то, что показатели свободных денежных потоков все еще не в полной мере характеризуют эффективность корпорации; они лишь отражают величину свободных для изъятия денежных средств, но не фиксируют снижение или рост доходности и цены компании, что с точки зрения долгосрочного управления фирмой представляется более актуальным. Задачи по повышению капитализации в рамках финансового подхода решаются в организации путем расчета экономической прибыли.

Экономическая прибыль представляет собой разницу прибыли бухгалтерской и альтернативных издержек; она подразумевает учет альтернатив вложения денежных средств с определенным уровнем риска и прибыльности (формула 5):

$$EVA = (ROCE - WACC) * CE \quad (5)$$

$$WACC = W_D * r_D * (1 - t) + W_E * r_E \quad (6)$$

где W_D – доля заемного капитала во всей его совокупности, W_E – доля собственного капитала во всей его совокупности, r_D – затраты на заемный капитал, r_E – затраты на собственный капитал, $(1 - t)$ – налоговый корректор.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + S_1 + S_2 \quad (7)$$

Однако больший интерес с точки зрения инвесторов представляет свободный денежный поток (FCFF); в отличие от чистого потока он может быть изъят из организации без какого-либо вреда для ее функционирования. В зависимости субъекта финансовых отношений корпорации выделяют три вида свободного денежного потока: для фирмы, собственников и кредиторов (формулы 2,3 и 4).

где EVA – экономическая прибыль, ROCE – доходность инвестированного капитала, WACC – средневзвешенная стоимость капитала, CE – инвестированный капитал.

Разница между фактической доходностью капитала и затратами на капитал ($ROCE - WACC$) называется спредом доходности; если его величина положительна, то можно говорить о том, что компания может покрыть не только фактические, но и альтернативные издержки, и, следовательно, ее стоимость возрастает. Отрицательное значение спреда приводит к абсолютно противоположному заключению. Соответственно, в рамках финансового подхода происходит не только учет альтернатив, но и относительной доходности предприятия.

В отличие бухгалтерского подхода, который основан на сравнении показателей за разные периоды, финансовый подход ориентируется на заранее определяемую минимальную норму доходности. Такая доходность определяется как средневзвешенная стоимость капитала (формула 6); этот показатель выражает минимальную требуемую ставку доходности на инвестиционный капитал, которая основана на ожидании всех типов инвесторов по поводу результатов деятельности фирмы:

Еще одним несомненным преимуществом финансовой модели можно считать учет рисков; это становится возможным в процессе определения стоимости собственного капитала в рамках расчета средневзвешенной стоимости капитала (формула 7):

где r_f – безрисковая ставка дохода, β – коэффициент, определяющий изменение цены на акции компании по сравнению с изменением цен на акции по всем компаниям данного сегмента рынка, $(r_m - r_f)$ – премия за рыночный риск, r_m – среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке, S_1 – премия за страновой риск, S_2 – премия за риск вложения в конкретную компанию.

Таким образом, становится очевидно, что, несмотря на необходимость проведения более трудоемких расчетов, главное отличие финансового подхода – более полное и точное (по сравнению с бухгалтерским) отражение реального рыночного положения предприятия и эффективности корпорации с точки зрения стратегического развития; его назначение – управление корпорацией и оценка ее деятельности на перспективу.

Рассмотрим на примере компании ООО "Сименс" применение двух ранее рассмотренных подходов. Начнем с применения бухгалтерского подхода.

Величина валовой прибыли Общества, составлявшая 10 567 769 тыс. руб. в 2016 году, выросла

примерно на 9,3% в 2017 году (ее величина в 2017 году – 11 548 272 тыс. руб.) и уменьшилась на 14,16% в 2018 году (11 067 229 тыс. руб.).

Объем чистой прибыли ООО «Сименс» определен в форме №2 бухгалтерской финансовой отчетности и составляет 3 437 734 тыс. руб. в 2016 году, 5 301 106 тыс. руб. в 2017 году и 4 677 736 в 2018 году. При расчете чистой прибыли, как и при ведении бухгалтерского учета, организация использовала метод начисления.

В 2017 году прирост чистой прибыли составил 54,2% по отношению к предыдущему периоду, а в 2018 году – 11,76%. Такая динамика может быть связана с валютными колебаниями, имевшими место в 2018г говорит о возможном расширении масштаба деятельности компании в 2018 году или же с поиском новых поставщиков (уменьшение валовой и чистой прибыли в наибольшей степени обусловлено приростом себестоимости).

Результаты всех вышеприведенных расчетов наглядно представлены в табл. 1.

Таблица 1

Анализ ООО "Сименс" с применением бухгалтерского подхода

Показатель	Период, тыс. руб.			Темп прироста, %	
	2016	2017	2018	2017	2018
Валовая прибыль	10 567 769	11 548 272	11 067 229	9,278	-14,16
Чистая прибыль	34 377 34	5 301 106	4 677 736	54,203	- 11,76

С точки зрения бухгалтерского подхода цель организации по получению и максимизации чистой прибыли реализуется, даже несмотря на нелинейность их роста. Таким образом, можно сделать вывод об эффективности тактического управления Общества на протяжении всего периода анализа.

Средневзвешенную стоимость капитала определим по формуле 6 (результаты расчетов приведены ниже); в качестве стоимости собственного капитала использована доходность акций головной компании, а в качестве стоимости заемного – данные из пояснительной записки к бухгалтерскому балансу Общества (формулы 8-10).

$$WACC_{2016} = 0,66 * 16,2\% * (1 - 0,2) + 0,34 * 4\% = 9,99\% \quad (8)$$

$$WACC_{2017} = 0,59 * 17,4\% * (1 - 0,2) + 0,41 * 5\% = 10,28\% \quad (9)$$

$$WACC_{2018} = 0,7 * 12,9\% * (1 - 0,2) + 0,3 * 4\% = 8,4\% \quad (10)$$

Далее становится возможным определение величины экономической прибыли (EVA) по формуле 5; данные о рентабельности инвестированного капитала, взяты из годового отчета Общества, а

совокупный объем инвестиций – из бухгалтерского баланса как сумма собственного капитала и долгосрочного заемного капитала (формулы 11-13)

$$EVA_{2016} = 4 367 690 - 6 022 668 * 0,0999 = 3 766 219 \text{ тыс. руб.} \quad (11)$$

$$EVA_{2017} = 6 729 444 - 8 007 638 * 0,1028 = 5 906 658 \text{ тыс. руб.} \quad (12)$$

$$EVA_{2018} = 5 950 982 - 8 977 594 * 0,084 = 5 197 113 \text{ тыс. руб.} \quad (13)$$

По полученным значениям можно сделать вывод о наращении темпов прироста стоимости компании в течение всего периода анализа.

Определим величину свободного денежного потока фирмы (формула 2); данные для расчета были взяты из отчета о финансовых результатах, а также из табличных приложений к бухгалтерскому балансу (формулы 14-16):

$$FCFF_{2016} = 4\,323\,804 * (1 - 0,2) + 71\,769,6 + 4\,274\,711 - 358\,848$$

$$= 7\,446\,676 \text{ тыс. руб.} \tag{14}$$

$$FCFF_{2017} = 6\,728\,916 * (1 - 0,2) + 13\,769,2 - 1\,405\,411 - 68\,846$$

$$= 3\,922\,645 \text{ тыс. руб.} \tag{15}$$

$$FCFF_{2018} = 8\,977\,594 * (1 - 0,2) + 71\,503 - 524\,639 - 547\,901$$

$$= 6\,181\,038 \text{ тыс. руб.} \tag{16}$$

Динамика денежного потока не линейна: в 2017 году компания генерирует положительный денежный поток, хотя темпы его роста замедляются на 47,3%; в 2018 году темп роста вновь положителен и составляет 57,57%. Наблюдаемая тенденция еще

раз подчеркивает тот факт, что движение денежных средств далеко не всегда соответствует приросту или уменьшению прибыли. Результаты расчетов по этой модели также сведены в таблицу (табл. 2).

Таблица 2

Анализ ООО "Сименс" с применением финансового подхода

Показатель	Период			Темп прироста, %	
	2016	2017	2018	2017	2018
Инвестиции (СК+ДЗК), тыс. руб.	6 022 668	8 007 638	8 977 594	-	-
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %	9,99	10,28	8,4	-	-
Рентабельность инвестированного капитала (ROCE), %	72,52	84,04	66,29	-	-
Экономическая прибыль (EVA)	3 766 219	5 906 658	5 197 113	56,83	-12,01
Прибыль до выплаты налогов и процентов (ЕВИТ), тыс. руб.	5459613	8411805	7438728	-	-
Амортизация, тыс. руб.	71 769,6	13 769,2	71 503	-	-
Изменение оборотного капитала, тыс. руб.	-4 274 711	1 405 411	524 639	-	-
Изменение внеоборотного капитала, тыс. руб.	358 848	68 846	547 901	-	-
Чистый денежный поток (FCFF)	7 446 675,8	3 922 645	6 181 038	-47,323	57,57

С позиции финансовой модели анализа Общество выполняет свою главную стратегическую цель – максимизации своей стоимости за счет прироста величины свободного денежного потока

и добавленной экономической стоимости, что позволяет сказать об эффективности его деятельности в рамках периода анализа.

Литература

1. Жданов И.Ю. Чистый денежный поток // Информационный ресурс для предпринимателей и инвесторов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://finzz.ru> (дата обращения: 06.04.2020)
2. Иващковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий: стейкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2018. 412 с.
3. Ковалев В.В. Управление финансовой структурой фирмы: учебно-практическое пособие. Москва: Проспект, 2016. 256 с.
4. Официальный сайт ООО «Сименс» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://siemens.com> (дата обращения: 15.03.2020)
5. Романовский М.В., Вострокнутова А.И. Корпоративные финансы: учебник для вузов. СПб.: Питер, 2017. 592 с.
6. Терминология. Финансовый анализ по данным отчетности // Информационно-обучающий ресурс по финансовой аналитике [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.audit-it.ru> (дата обращения: 11.03.2020)
7. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Под ред. проф. Е.И. Шохина. М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2016. 408 с.

References

1. Zhdanov I.Yu. Chistyj denezhnyj potok. Informacionnyj resurs dlja predprinimatelej i investorov [Elektronnyj resurs]. Rezhim dostupa: <http://finzz.ru> (data obrashhenija: 06.04.2020)
2. Ivashkovskaja I.V. Finansovye izmerenija korporativnyh strategij: stekholderskij podhod. M.: INFRA-M, 2018. 412 s.
3. Kovalev V.V. Upravlenie finansovoj strukturoj firmy: uchebno-prakticheskoe posobie. Moskva: Prospekt, 2016. 256 s.
4. Oficial'nyj sajт ООО «Simens» [Jelektronnyj resurs]. Rezhim dostupa: <http://siemens.com> (data obrashhenija: 15.03.2020)
5. Romanovskij M.V., Vostroknutova A.I. Korporativnye finansy: uchebnik dlja vuzov. SPb.: Piter, 2017. 592 s.
6. Terminologija. Finansovyj analiz po dannym otchetnosti // Informacionno-obuchajushhij resurs po finansovoj analitike [Jelektronnyj resurs]. Rezhim dostupa: <http://www.audit-it.ru> (data obrashhenija: 11.03.2020)
7. Finansovyj menedzhment: uchebnoe posobie. Pod red.prof. E.I. Shohina. M.: ID FBK-PRESS, 2016. 408 s.

COMPARATIVE ANALYSIS OF TWO MAIN APPROACHES TO CORPORATE ANALYSIS

*Mosyukova M.N.,
Popova M.S.,
Androshina I.S., Candidate of Economic Sciences (Ph.D.), Professor,
Moscow Power Engineering Institute (NRU "MEI")*

Abstract: in modern economic conditions of globalization and internationalization, financial management issues based on financial analysis of activities of the companies have become very important. For investors, creditors and, first of all, for the owners themselves, it is simply necessary to understand the mechanism of functioning of the firm and its versatile assessment.

The aim of the article is to review and apply accounting and financial approaches to the analysis of corporations for the LCC "Siemens". To achieve the goal, a financial modeling method was used to calculate the effectiveness of the company using two methods.

The simulation results reflect the increase or decrease in the efficiency of the selected enterprise in terms of two approaches. As a conclusion, we can say that both accounting and financial are mandatory for use by each company interested in increasing its efficiency.

Keywords: accounting and financial approaches to the analysis of the corporation; economic value added; net cash flow; free cash flow