

5.14. ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ МЕДИАХОЛДИНГОВ И ФАКТОРОВ, ИХ ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ

Фролова В.Б., к.э.н., профессор,
департамент «Корпоративные финансы
и корпоративное управление»;

Хань Т.Ф., бакалавр, факультет «Менеджмент»

Финансовый университет
при Правительстве РФ, г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Статья посвящена исследованию финансовых результатов деятельности медиахолдинговых структур, преимущественно головной компании, на основе применения модифицированной модели Дюпона и элементов финансового анализа. Авторами доказано, что тенденции к укрупнению медиабизнеса и объединению в холдинговые структуры не всегда приводят к улучшению финансовых позиций, даже на фоне государственной поддержки, что требует разработки финансовых стратегий по недопущению банкротства и развитию компаний.

В условиях современного российского информационно-коммуникационного рынка холдинговые структуры претерпевают активное развитие [6]. Такие структуры, как правило, владеют несколькими медиаресурсами, предлагая при этом широкий спектр информационных продуктов, включая печатные, электронные средства массовой информации (СМИ), теле- и радиопередачи. Сейчас сложно говорить о переходе медиаиндустрии на рыночное функционирование. Это обуславливается в том числе отраслевой спецификой. Несмотря на то, что наряду с государственными действуют также корпоративные, частные и муниципальные медиапредприятия, эффективно функционировать и развиваться возможно только при наличии спонсорской, бюджетной или иной финансовой поддержки. [7]. Компаниям данной отрасли далеко не всегда удается достигать желаемого уровня рентабельности вследствие, например, низкого уровня покупательной способности населения или неконтролируемого роста издержек на производство и реализацию продукции. Обеспечение экономической независимости и получение стабильной прибыли можно рассматривать в качестве перспективных целей развития российских медиакомпаний [8]. При этом усиление конкурентных позиций невозможно без концентрации капитала, с помощью которой обеспечиваются широкая многопрофильность компаний и выход на различные медиарынки.

Однако изменение структур медиакомпаний в сторону их усложнения, которое происходит как на российском, так и на глобальном уровне, неизбежно сопровождается дополнительными издержками и трудностями, связанными с объединением компаний, различных по уровню развития. В связи с вышеобозначенными проблемами и с целью выявления возможных направлений улучшения финансовой ситуации авторами проведено исследование финансовых результатов деятельности ряда рос-

сийских медиахолдингов и факторов, их определяющих. Основными задачами исследования были определены:

- анализ финансовых результатов российских медиахолдингов, акцентируя внимание на таких показателях, как рентабельность собственного и инвестированного капитала, чистые активы, чистая прибыль до выплаты процентов и налогов, рентабельность продаж;
- выявление, являются ли позитивные финансовые результаты следствием эффективного операционного, финансового менеджмента и (или) налогового планирования либо компании прибегают к инструментам и политикам двух последних с целью получения успешной финансовой отчетности;
- в случае обнаружения убытков медиахолдингами определить риски банкротства и ликвидации отдельных организаций, входящих в холдинг;
- разработка направлений по улучшению финансовых результатов деятельности российских медиахолдингов с учетом характерных для рассматриваемых организаций особенностей финансового менеджмента [2], тенденций развития медиарынка в Российской Федерации и тенденций на фондовом рынке в данном секторе.

Для оценки финансовых результатов медиахолдингов были применены широкие возможности модифицированной модели Дюпона, которая определяет рентабельность собственного капитала через операционную прибыль и расширяет число исследуемых факторов, как внутренних, так и внешних, включая процентные ставки по кредитам и займам и налоги. Пятифакторная модель Дюпона имеет вид [1]:

$$ROE = \frac{NP}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{SAL} * \frac{SAL}{NA} * \frac{NA}{E} = TB * IB * ROS_{EBIT} * TAT * EM, \quad (1)$$

где NP – чистая прибыль;

EBT – прибыль до вычета налогов;

$EBIT$ – прибыль до вычета процентов и налогов;

SAL – выручка;

NA – средние чистые активы;

E – среднегодовая стоимость собственного капитала;

TB – уровень налоговой нагрузки;

IB – уровень процентной нагрузки;

ROS_{EBIT} – рентабельность продаж по $EBIT$;

TAT – оборачиваемость активов;

EM – мультипликатор собственного капитала.

Поскольку рентабельность чистых активов, или рентабельность инвестированного капитала, определяется следующим образом:

$$RONA = ROIC = \frac{EBIT}{NA} = \frac{EBIT}{SAL} * \frac{SAL}{NA} = ROS_{EBIT} * TAT, \quad (2)$$

то в ходе анализа обратимся к четырехфакторной модели Дюпона с использованием показателя рентабельности инвестированного капитала:

$$ROE = \frac{NP}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{NA} * \frac{NA}{E} = \frac{NP}{E} = TB * IB * ROIC * EM. \quad (3)$$

По вышеуказанной модели Дюпон проанализировано пять российских медиахолдингов (табл. 1): Федеральное государственное унитарное предприятие (ФГУП) «ВГТРК», ФГУП «Россия сегодня», ФГУП «ТАСС», Акционерное общество (АО) «Интерфакс», АО «Комсомольская правда».

Затем были оценены результирующие показатели рентабельности собственного капитала и в продолжение исследования было определено влияние отдельных факторов на конечный результат. Посредством проведения факторного анализа четырехфакторной модели методом цепных подстановок с использованием метода абсолютных разностей:

$$\Delta ROE_1 = (TB_1 - TB_0) * IB_0 * ROIC_0 * EM_0; \quad (4)$$

$$\Delta ROE_2 = TB_1 * (IB_1 - IB_0) * ROIC_0 * EM_0; \quad (5)$$

$$\Delta ROE_3 = TB_1 * IB_1 * (ROIC_1 - ROIC_0) * EM_0; \quad (6)$$

$$\Delta ROE_4 = TB_1 * IB_1 * ROIC_1 * (EM_1 - EM_0); \quad (7)$$

где ROE_i – влияние i -го фактора на общее изменение рентабельности собственного капитала; факторы с индексом 1 относятся к отчетному году, факторы с индексом 0 – к предыдущему.

Таким образом,

$$\Delta ROE = \Delta ROE_1 + \Delta ROE_2 + \Delta ROE_3 + \Delta ROE_4. \quad (8)$$

Таблица 1

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ МЕДИАХОЛДИНГОВ ПО МОДЕЛИ ДЮПОН

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
ФГУП «ВГТРК»			
<i>TB</i> (1)	0,97	1,00	1,00
<i>IB</i> (2)	0,33	1,14	0,85
<i>ROIC</i> (3), %	4,37	-11,97	33,23
<i>EM</i> (4)	1,70	1,95	1,76
<i>ROE</i> , %	2,40	-26,77	49,51
ΔROE к предыдущему году, %	–	-29,17	76,28
$\Delta ROE1$, %	–	0,07	-0,05
$\Delta ROE2$, %	–	6,03	6,99
$\Delta ROE3$, %	–	-31,75	74,89
$\Delta ROE4$, %	–	-3,52	-5,54
АО «Комсомольская правда»			
<i>TB</i> (1)	0,23	1,12	0,95
<i>IB</i> (2)	-5,51	0,87	-31,67
<i>ROIC</i> (3), %	-0,06	-5,89	-0,05
<i>EM</i> (4)	1,45	1,48	1,50
<i>ROE</i> , %	0,11	-8,56	2,18
ΔROE к предыдущему году	–	-8,67	10,74
$\Delta ROE1$, %	–	0,42	1,29
$\Delta ROE2$, %	–	-0,62	270,95
$\Delta ROE3$, %	–	-8,30	-261,53
$\Delta ROE4$, %	–	-0,18	0,02
ФГУП «Россия сегодня»			
<i>TB</i> (1)	0,86	-1,07	0,98
<i>IB</i> (2)	1,09	0,39	0,91
<i>ROIC</i> (3), %	-85,15	29,80	-22,73
<i>EM</i> (4)	3,75	2,08	0,73
<i>ROE</i> , %	-299,50	-25,76	-14,97

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
ΔROE к предыдущему году, %	–	273,75	10,78
$\Delta ROE1$, %	–	670,64	49,51
$\Delta ROE2$, %	–	-238,14	31,76
$\Delta ROE3$, %	–	-179,54	-97,84
$\Delta ROE4$, %	–	20,79	27,36
ФГУП «ТАСС»			
<i>TB</i> (1)	0,02	0,01	0,01
<i>IB</i> (2)	1,15	0,48	0,52
<i>ROIC</i> (3), %	1,78	5,71	3,07
<i>EM</i> (4)	1,00	1,15	1,07
<i>ROE</i> , %	0,04	0,04	0,02
ΔROE к предыдущему году, %	–	0,00	-0,02
$\Delta ROE1$, %	–	-0,01	-0,01
$\Delta ROE2$, %	–	-0,02	0,00
$\Delta ROE3$, %	–	0,03	-0,02
$\Delta ROE4$, %	–	0,01	0,00
АО «Интерфакс»			
<i>TB</i> (1)	0,77	0,80	0,78
<i>IB</i> (2)	1,23	1,17	1,28
<i>ROIC</i> (3), %	31,31	56,47	38,48
<i>EM</i> (4)	0,74	0,74	0,77
<i>ROE</i> , %	21,92	39,14	29,38
ΔROE к предыдущему году, %	–	17,23	-9,77
$\Delta ROE1$, %	–	0,88	-1,09
$\Delta ROE2$, %	–	-1,04	3,55
$\Delta ROE3$	–	17,49	-13,26
$\Delta ROE4$	–	-0,10	1,03

По данным факторного анализа (см. табл. 1) были сделаны определенные выводы.

1. Показатель налогового бремени (*TB*) в компаниях государственной формы собственности ФГУП «ВГТРК» и ФГУП «Россия сегодня» близок к единице, что говорит о низком налоговом бремени. По данным факторного анализа, в медиахолдинге «Россия сегодня» значительное увеличение исследуемого показателя *ROE* в 2014 г. на 273,75% произошло вследствие облегчения налогового бремени, что вызвало прирост *ROE* на 670,64%, или в 7,7 раза, тем самым нивелировав отрицательный эффект, оказанный на *ROE* неэффективным управлением процентным бременем (-238,14%) и капиталными инвестициями (-179,54%). Примечательно, что на протяжении анализируемого периода за исключением 2014 г. значения чистой прибыли и *EBT*, влияющие на значение налогового бремени, в ФГУП «Россия сегодня» были отрицательными, и только в 2014 г. удалась выйти в прибыль.

Напротив, у медиахолдинга ФГУП «ТАСС», находящегося также в собственности государства, с 2013 г. наблюдается значительный уровень налоговой нагрузки. В частности, 99% прибыли до налогообложения (*EBT*) идет на уплату налогов, что, скорее всего, является следствием умышленной политики компании, состоящей в активном формировании отложенных налоговых обязательств в одни промежутки времени и их последующем списании в другие. На выбор той или иной налоговой и финансовой политик государственных медиахолдингов сказываются особенности государственного финан-

сирования и характер субсидий в конкретный период времени, что накладывает отпечаток на специфику планирования расходов и доходов на предприятиях.

Известно, что ежегодно, помимо осуществления прямого финансирования, из государственного бюджета на налоговые льготы для СМИ выделяется до 8,5 млрд. руб. В частности, значительная масса периодических печатных изданий использует льготы по уплате налога на добавленную стоимость (НДС) по сниженной ставке 10%, согласно п. 2 ст. 164 Налогового кодекса РФ (НК РФ). Более того, на период 2011-2014 гг. медийным компаниям был предложен льготный режим по взносам во внебюджетные фонды в размере 26% в целях их адаптации к изменениям в НК РФ, согласно которым ставка по страховым взносам была увеличена до 34%.

У независимого информационного агентства Интерфакс в течение анализируемого периода прослеживается стабильное и умеренное налоговое бремя, примерно 20% прибыли до налогообложения (**EBT**) идет на уплату налога, в то время как у «Комсомольской правды» данный показатель варьируется в сторону значительного снижения налогового бремени.

В рамках вопроса налогового бремени стоит отметить, что одним из главных источников финансирования деятельности медиакомпаний являются доходы от рекламы. При этом в большей степени от них зависят негосударственные СМИ, в особенности, те медиакомпании, которые не имеют постоянной финансовой поддержки от контролирующих их бизнес-структур, использующих медиаресурсы в качестве инструмента лоббирования своих интересов и для оказания политического влияния. При этом в российской практике поступления от рекламной деятельности относятся к прочим доходам, поскольку она не является целевой. Примечательно, что в июле 2014 г. в Венгрии был принят закон, обязывающий все частные СМИ платить с доходов от рекламы, превышающих 65 млн. евро в год, специальный налог, максимальная ставка по которому составляет 40%. Европейский союз (ЕС) выступил с критикой этой законодательной инициативы, увидев в ней посягательство на свободу СМИ, когда даже крупнейшим частным медиакомпаниям, в первую очередь телеканалам, будет сложно выдержать новую налоговую нагрузку.

2. Показатель процентного бремени (**IB**) в ФГУП «ВГТРК» к 2015 г. вырос с 0,33 до 0,85, что говорит об улучшении финансового состояния предприятия, поскольку доля выплат по процентам из **EBIT** снизилась на 52%, позитивно сказавшись на росте **EBT**.

В ФГУП «ТАСС» показатель **IB** уменьшился с 1,15 до 0,52, что говорит о повышении процентной нагрузки на медиахолдинг. Вместе с тем в 2014-м и 2015 гг. были приобретены долгосрочные кредиты и займы на сумму 94 и 679 тыс. руб. соответственно. Поскольку часть долговых обязательств компании номинированы в долларах США, значительно укрепление доллара относительно рубля, произошедшее в 2014 г., увеличило процентную нагрузку. По аналогичной причине в 2014 г. у ФГУП «Россия

сегодня» просело значение **IB**, тем не менее, к 2015 г. компании удалось снизить процентную нагрузку до докризисного уровня.

У АО «Интерфакс» значения процентного бремени превышают единицу в течение всего периода, что говорит о том, что компании удается оставаться в выигрыше от управления процентными финансовыми инструментами, что, однако, свидетельствует о повышенных спекулятивных рисках, на которые идет финансовый менеджмент холдинга. Стоит отметить, что, согласно бухгалтерскому балансу, статьи финансовых вложений в АО «Интерфакс» имеют значительный удельный вес в совокупных активах, в 2014 г. составивший 66%, в 2013 и 2015 гг. 33% и 42% соответственно.

На прирост **ROE** холдинга «Комсомольская правда» в 2015 г. в значительной мере повлияло эффективное управление процентным бременем, что привело к приросту **ROE** на 270,95%, или в 3,7 раза.

На протяжении анализируемого периода значение **EBIT** в АО «Комсомольская правда» было отрицательным, а значение **EBT** положительным, кроме 2014 г. когда оба показателя были отрицательными. При этом в 2013-м на покрытие отрицательной прибыли до налогообложения и уплаты процентов пришлось 1/7 часть прибыли до налогообложения. Согласно факторному анализу, увеличение показателя **ROE** в АО «Комсомольская правда» в 2015 г. на 10,74% произошло главным образом за счет прироста процентного бремени на 270,95%, что нивелировало отрицательный эффект от изменения показателя **ROIC**.

Такие невероятные результаты можно объяснить ростом процентов к получению в дочерних предприятиях, отразившихся в консолидированной отчетности. В целом по холдингу к 2015 г. по сравнению с 2013 г. в 200 раз увеличились краткосрочные финансовые вложения, примерно в 30 раз уменьшились долгосрочные обязательства, и на столько же выросли краткосрочные. Качественные изменения финансовых активов предприятия, возможно, сказались на улучшении его финансового состояния.

3. Положительная рентабельность инвестированного капитала на протяжении всего периода 2013-2015 гг. наблюдалась только в двух анализируемых компаниях.

В ФГУП «ТАСС» **ROIC** не превышала 6%, «Интерфакс» – держалась на уровне 40%. В других компаниях рентабельность инвестированного капитала колебалась из отрицательных в положительные величины и наоборот.

Согласно факторному анализу, именно рентабельность инвестированного капитала являлась фактором, наиболее сильно влияющим на рентабельность собственного капитала медиакомпаний, находясь в прямой зависимости от структуры капитала холдинга [3].

Поэтому на следующем этапе исследования был проведен анализ факторов, определяющих рентабельность инвестированного капитала (см. (9)):

$$ROIC = ROS_{EBIT} * TAT \quad (9)$$

Таблица 2

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ МЕДИАХОЛДИНГОВ
ПО ПОКАЗАТЕЛЮ *ROIC*

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
ФГУП «ВГТРК»			
<i>ROS_{EBIT}</i>	0,03	-0,08	0,28
<i>TAT</i>	1,50	1,54	1,20
<i>ROIC, %</i>	4,37	-11,97	33,23
$\Delta ROIC, %$	–	-16,82	45,92
$\Delta ROS_{EBIT}, %$	–	-16,50	55,44
$\Delta TAT, %$	–	-0,32	-9,52
АО «Комсомольская правда»			
<i>ROS_{EBIT}</i>	-0,001	-0,02	-0,001
<i>TAT</i>	2,48	2,45	2,09
<i>ROIC, %</i>	-0,06	-5,89	-0,05
$\Delta ROIC, %$	–	-4,90	4,90
$\Delta ROS_{EBIT}, %$	–	-4,96	4,90
$\Delta TAT, %$	–	0,06	0,001
ФГУП «Россия сегодня»			
<i>ROS_{EBIT}</i>	-0,48	0,47	-0,70
<i>TAT</i>	1,78	0,64	0,33
<i>ROIC, %</i>	-85,15	29,80	-22,73
$\Delta ROIC, %$	–	115,52	-53,18
$\Delta ROS_{EBIT}, %$	–	169,10	-74,88
$\Delta TAT, %$	–	-53,58	21,70
АО «Интерфакс»			
<i>ROS_{EBIT}</i>	0,12	0,20	0,15
<i>TAT</i>	2,66	2,78	2,52
<i>ROIC, %</i>	31,31	56,47	38,48
$\Delta ROIC, %$	–	23,68	-17,80
$\Delta ROS_{EBIT}, %$	–	21,28	-13,90
$\Delta TAT, %$	–	2,40	-3,90
ФГУП «ТАСС»			
<i>ROS_{EBIT}</i>	0,02	0,05	0,04
<i>TAT</i>	1,05	1,23	0,85
<i>ROIC, %</i>	1,78	5,71	3,07
$\Delta ROIC, %$	–	4,05	-2,75
$\Delta ROS_{EBIT}, %$	–	3,15	-1,23
$\Delta TAT, %$	–	0,90	-1,52

Согласно результатам факторного анализа, представленного выше (см. табл. 2), наибольшее влияние на значение *ROIC* оказывает рентабельность продаж *ROS_{EBIT}*, которая только в двух из пяти компаний сохраняла стабильные положительные значения в течение периода: в ФГУП «ТАСС» оставалась на уровне 2-4%, в АО «Интерфакс» – на уровне 15-20%.

С точки зрения динамики показателя *ROS_{EBIT}* в ФГУП «Россия сегодня» в связи с отрицательными значениями операционной прибыли данный показатель сильно ушел в минус до -70%, что говорит о существенных убытках, отразившихся уже на значении *EBIT*. На операционные результаты медиахолдинга «Россия сегодня» повлияла реорганизация, осуществленная в конце 2013 г., целью которой являлась оптимизация расходов бюджета. Отрица-

тельные значения *ROS_{EBIT}* до -1% в АО «Комсомольская правда» связаны с меньшим масштабом убытков по сравнению с ФГУП «Россия сегодня» в 2015 г.

В ФГУП «ВГТРК» в 2014 г. показатель *ROS_{EBIT}* был отрицательным, затем произошло его значительное увеличение до 28% в 2015 г. Государственный медиахолдинг «ВГТРК» впервые с 2000 г. показал убыток по итогам 2014 г., что, в первую очередь, связано с сокращением объема рекламы на телевидении на 22%, в том числе на кабельно-спутниковых каналах на 59%. На данный момент для компаний СМИ характерны повышенные экономические риски, поскольку экономический спад приводит к снижению покупательной способности населения и снижению деловой активности компаний, рекламирующих свои товары и услуги на ресурсах медиакомпаний, что может оказать существенное негативное влияние на их финансовые результаты.

Как было отмечено выше, к особенностям формирования доходов медиахолдингов относится то, что их наибольшую часть приносит рекламная деятельность. Но будучи высокодоходной эта деятельность, как правило, не является целевой. В разрезе основной деятельности медиахолдингов следует выделить стратегию роста рентабельности инвестированного и собственного капитала за счет роста рентабельности продаж (*ROS_{EBIT}*) при ограничении роста постоянных расходов. Такая финансовая стратегия [10] актуальна для компаний, медиаресурсы которых имеют высокое качество и низкую эластичность спроса, и, следовательно, достаточно защищенных от появления конкурентов на рынке. В частности, это может оказаться полезным для медиахолдингов, владеющих общероссийскими федеральными каналами либо предоставляющих качественные узкоспециализированные информационные ресурсы, как, например, ЗАО «Медиахолдинг «Эксперт». Более того, рекламная деятельность для таких компаний является более доходной, поскольку крупнейшие клиенты-рекламодатели и известные бренды сильнее заинтересованы в продвижении своих товаров и услуг в медиаресурсах таких медиахолдингов.

Продолжая анализ факторов роста *ROE* в разрезе основной деятельности, стоит отметить, что для медиакомпаний с высокой эластичностью спроса на медиаресурсы по цене и низкой покупательной способностью клиентской базы следует нарастить оборачиваемость активов (*TAT*), что чаще всего применимо при массовом типе производства. Такая финансовая стратегия наиболее приемлема для медиахолдингов, занимающихся издательской деятельностью как основной, например, выпускающих газетную продукцию, как, например, АО «Комсомольская правда».

4. Мультипликатор собственного капитала у рассматриваемых компаний, за исключением «Интерфакса», превышал единицу, что говорит об активной финансовой деятельности компаний и, следовательно, о высоком финансовом риске и большой доле используемых заемных средств. Его влияние

сильнее прослеживается по результатам деятельности ФГУП «Россия сегодня».

За счет мультипликатора собственного капитала (**EM**) повысить **ROE** могут компании, рентабельность совокупных активов которых существенно превышает стоимость привлекаемых ими заемных средств, а внеоборотные активы имеют небольшой удельный вес в структуре активов. Данная стратегия наименее приемлема для медиахолдингов, поскольку им для ведения целевой деятельности необходима высокая доля внеоборотных активов, включая дорогостоящее оборудование, в частности, для организации информационного производства на телевидении и ведения полиграфической, издательской деятельности. Показатель **EM** в определенной степени отражает эффект финансового рычага, а для холдинговых структур на информационно-коммуникационном рынке Российской Федерации характерна большая доля привлеченного заемного капитала, поэтому дальнейшее наращивание мультипликатора собственного капитала будет сопровождаться ростом финансовых рисков, включая риск неплатежеспособности, что в свою очередь нежелательно.

В ходе исследования была выявлена группа убыточных медиахолдингов, состоящая из независимых компаний, предоставляющих деловую информацию, а именно – Публичное акционерное общество (ПАО) «РБК», АО «Медиахолдинг «Эксперт». Согласно бухгалтерской отчетности 2013-2015 гг., они демонстрируют отрицательные финансовые результаты.

Финансовые трудности АО «Медиахолдинг «Эксперт» связаны с закрытием телеканала «Эксперт» в марте 2013 г. и ухудшением конъюнктуры рекламного рынка. У медиакомпаний имеется государственный долг в размере 2 млн. руб. за аренду помещения. В марте 2015 г. «Рейтинговое агентство RAEX» («Эксперт РА») прекратило сотрудничество с медиахолдингом «Эксперт», сославшись на высокие репутационные риски в связи с тем, что журнал неоднократно срывает сроки размещения материалов, заказанных агентству, и вносил в них несогласованные правки, а также в связи с финансовыми трудностями медиакомпаний. «ВЭБ Капитал», дочерняя компания государственной корпорации «Внешэкономбанк», является крупнейшим акционером АО «Медиахолдинг «Эксперт» с долей в 31,2%. В августе 2014 г. «Внешэкономбанк» согласился увеличить для медиахолдинга кредитную линию со 100 млн. до 550 млн руб., открытую на восемь лет, однако с получением транша кредита возникли трудности [5]. Генеральный директор АО «Медиахолдинг «Эксперт» обратился с письмом к Президенту РФ за помощью, отметив, что ликвидация медиахолдинга по причине банкротства повлечет за собой ликвидацию нескольких сотен рабочих мест, а также потерю рынком нескольких ведущих журналов.

Финансовое положение медиахолдинга ПАО «РБК» обстоит не лучшим образом. Еще после кризиса 2008 г. у медиахолдинга возникли серьезные финансовые проблемы, поскольку к тому времени были осуществлены значительные инвестиции в ценные бу-

маги, по которым медиахолдинг не мог рассчитаться с банками-кредиторами.

В 2010 г. компания М. Прохорова приобрела контрольный пакет «РБК». С того времени медиахолдингу удалось набрать довольно большую аудиторию и повысить авторитет, однако 2013-й, 2014-й и 2015 гг. ПАО «РБК» окончил с чистыми убытками в 407 тыс., 1,59 и 1,58 млрд. руб. соответственно. При этом до 85% миллиардных долгов просрочено. Медиахолдингу какое-то время удавалось держаться на плаву за счет продажи части активов, в том числе издательского дома «Салон», системы платежей RBC Money и Utro.ru. В целях продолжения оптимизации ПАО «РБК» собирается продать свои недельные развлекательные интернет-активы, включая сайт об автомобилях Autonews.ru, туристический портал Turist.ru и сервис знакомств Loveplanet.ru. Медиахолдинг в ближайшее время планирует ввести частичную платную подписку на сайте, распространяющуюся на «качественный и полезный для принятия решений контент», в то время как новости и оперативные сообщения останутся бесплатными. Аналогичный метод платной подписки использует АО «Медиахолдинг «Эксперт» в электронной версии журнала.

Традиционно бытует мнение, что если головная или управляющая компания становится банкротом, то это не повлечет за собой банкротство дочерних компаний. Авторами проведено исследование опасности банкротства головной компании для отдельных организаций, входящих в убыточные медиахолдинги. Например, у медиахолдинга «РБК» пять подконтрольных компаний, из них отношение к основной деятельности холдинга, а именно деятельности информационных агентств, имеет одна – АО «Росбизнесконсалтинг».

Таблица 3

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АО «РОСБИЗНЕСКОНСАЛТИНГ» И ПАО «РБК»

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
АО «Росбизнесконсалтинг»			
Выручка	1 636 909	1 394 213	1 586 825
EBIT	-36 101	-21 881	103 452
Чистая прибыль	-37 023	-26 325	77 199
Собственный капитал, в среднем	-21 660	-53 334	-27 897
Чистые активы	-20 589	-30 737	56 853
Чистые активы, в среднем	2 871	-25 663	13 058
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	-2,26	-1,89	4,86
Рентабельность продаж по EBIT , %	-2,21	-1,57	6,52
ROE	–	–	–
ROIC , %	-1257,66	–	792,25
ПАО «РБК»			
Выручка	–	–	–
EBIT	-241 071	-1 673 957	-1 528 770
Чистая прибыль	-407 396	-1 590 985	-1 577 871
Собственный капитал, в среднем	1 843 692	259 264	-348 453

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
Чистые активы	10 504 973	10 486 975	11 486 937
Чистые активы, в среднем	7 208 263	10 495 974	10 986 956
Рентабельность продаж (по чистой прибыли)	-	-	-
Рентабельность продаж по ЕБИТ	-	-	-
ROE , %	-22,10	-613,66	-
ROIC , %	-3,34	-15,95	-13,91

Данные табл. 3 свидетельствуют о том, что за рассматриваемый период только в 2015 г. АО «Робизнесконсалтинг» удалось закончить год с чистой прибылью, а также выйти на положительные чистые активы. В целом у данной организации наблюдаются высокие риски банкротства. Собственный капитал может уйти в минус только в одном случае – за счет накопленных убытков, появившихся вследствие неэффективного управления компанией в прошлом [9]. Поскольку с помощью показателя **ROE** оценивается доходность на инвестированный собственниками капитал, рассчитывать его при отрицательных величинах и собственного капитала, и чистой прибыли нецелесообразно. Ситуация в главном дочернем обществе созвучна финансовому положению холдинга, но ПАО «РБК» поддерживает свои чистые активы на стабильном уровне. В своей отчетности ПАО «РБК» не раскрывает объемы выручки.

Две из дочерних компаний ПАО «РБК» осуществляют рекламную деятельность, их чистые активы относительно стабильны и положительны, в то время как величина собственного капитала отрицательна, что говорит о высокой доле заемных средств в структуре капитала. Результаты основной деятельности компаний ухудшились, что нашло отражение в показателях рентабельности продаж. Это коррелирует с ситуацией на рынке телерекламы в кризисные 2014-2015 гг., когда многие компании стали резко сокращать бюджеты на продвижение своей продукции и услуг в телеэфире. Примечательно, что ПАО «РБК» намерен удерживать свою долю на рекламном рынке за счет развития нового и уже востребованного формата рекламы – нативной рекламы. Данная реклама ненавязчиво вплетается в формат телепередач или изданий, не содержит прямого обращения к аудитории. Нативная реклама может размещаться во всех доступных пользователям средствах массовой информации и привлекать их внимание интересной и полезной информацией.

Таблица 4

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ООО «ЭДЛАЙН» И ООО «ГЛОБАЛ МЕДИА СОЛЮШЕНС»

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
ООО «Эдлайн»			
Выручка	2 275 113	1 559 217	45 560
ЕБИТ	119 363	-42 899	-6 018
Чистая прибыль	78 792	-61 999	-28 316

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
Собственный капитал, в среднем	-141 647	-133 251	-178 408
Чистые активы	232 080	199 450	187 723
Чистые активы, в среднем	205 835	215 765	193 587
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	3,46	-3,98	-62,15
Рентабельность продаж по ЕБИТ , %	5,25	-2,75	-13,21
ROE	-	-	-
ROIC , %	57,99	-19,88	-3,11
ООО «Глобал Медиа Солюшенс»			
Выручка	1 284 533	1 154 058	2 935 914
ЕБИТ	29 068	4 275	-21 336
Чистая прибыль	21 520	1 317	-93 363
Собственный капитал, в среднем	-70 922	-59 503	-106 654
Чистые активы	184 964	765 282	646 562
Чистые активы, в среднем	177 518	475 123	705 922
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	1,68	0,11	-3,18
Рентабельность продаж по ЕБИТ , %	2,26	0,37	-0,73
ROE	-	-	-
ROIC , %	16,37	0,90	-3,02

Одно из подконтрольных обществ ПАО «РБК» («Публичная библиотека») ведет деятельность библиотек и архивов, другое («РБК Медиа») занимается консультированием по вопросам коммерческой деятельности и управления. Для данных компаний также характерны отрицательные значения рентабельности продаж, но собственный капитал и чистые активы стабильно положительны.

Вероятность банкротства головной компании холдинга ПАО «РБК» коррелирует с возможностью банкротства его дочерних организаций (табл. 4) Ситуация складывается опасным образом для подконтрольных организаций, имеющих, как и ПАО «РБК» в целом, узкую специализацию, т.е. ориентированных на работу в сегменте бизнес-информации.

Рассмотрим для сравнения медиахолдинг ФГУП МИА «Россия сегодня» (табл. 5). Агентство было создано на основе структуры – «РИА Новости», а вскоре после создания медиахолдинг стал подведомственным Федеральному агентству по печати и массовым коммуникациям «Роспечать». ФГУП РАМИ «РИА Новости», по сравнению с «РБК», имело меньшие риски банкротства, так как занимало прочные позиции по размерам чистых активов и собственного капитала. Тем не менее, операционные убытки агентства оставались высокими, что порождало риски неплатежеспособности. Головная организация ФГУП МИА «Россия сегодня» пока не предоставила отчетность о финансовых результатах. По балансу медиахолдинга можно отметить совпадение показателей чистых активов и собственного капитала, что свойственно недавно созданному предприятию, еще не обратившемуся к привлечению займов и кредитов. Примечательно, что головная компания новообразованного медиахолдинга предложила и обязалась взять на себя

финансовые расходы информационного агентства, связанные с судебными разбирательствами, в т.ч. за рубежом.

Таблица 5

**РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ФГУП РАМИ «РИА НОВОСТИ»
И ФГУП МИА «РОССИЯ СЕГОДНЯ»**

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
ФГУП РАМИ «РИА Новости»			
Выручка	1 243 394	246 487	112 721
EBIT	-225 269	-240 010	18 280
Чистая прибыль	-648 987	44 955	-71 675
Собственный капитал, в среднем	186 312	185 950	470 217
Чистые активы	409 916	362 001	328 432
Чистые активы, в среднем	698 821	385 959	345 217
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	-52,19	18,24	-63,59
Рентабельность продаж по EBIT , %	-18,12	-97,37	16,22
ROE , %	-348,33	24,18	-15,24
ROIC , %	-32,24	-62,19	5,30
ФГУП МИА «Россия сегодня»			
Выручка	–	–	–
EBIT	–	–	–
Чистая прибыль	–	–	–
Собственный капитал, в среднем	–	–	–
Чистые активы	–	112 310	325 269
Чистые активы, в среднем	–	224 619	425 918
Рентабельность продаж (по чистой прибыли)	–	112 310	325 269
Рентабельность продаж по EBIT	–	–	–
ROE	–	–	–
ROIC	–	–	–

Для медиахолдинга «Комсомольская правда», который на протяжении нескольких лет показывает отрицательную **EBIT**, характерна преимущественно деятельность печатного СМИ и широкая география издательств на территории РФ. Из подконтрольных организаций наиболее успешны функционирующие в Москве, Санкт-Петербурге и Ростове. При этом как в головной организации, так и в региональных подразделениях активно практикуется образование отложенных налоговых обязательств, в Закрытом акционерном обществе (ЗАО) «КП В СПб» их сумма достигает порядка 200 тыс. руб., Обществе с ограниченной ответственностью (ООО) «КП-Ростов» – 84 тыс. руб., что в обоих случаях составляет примерно 10% от чистой прибыли, в ООО «Типография «КП» – 7 млн. руб., что превысило сумму чистой прибыли. Для дочерних компаний медиахолдинга на Байкале и Урале характерны высокие уровни финансовых рисков, проявляющиеся в отрицательных значениях собственного капитала и чистых активов. Тем не менее, данные компании прибыльны, но основная часть чистой прибыли поступает от прочей деятельности. Зависимые от головной организации холдинга, осуществляющие деятельность в

Казани, Челябинске, Иркутске и Нижнем Новгороде, убыточны (табл. 6).

Таблица 6

**РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
АО «ИД «КОМСОМОЛЬСКАЯ ПРАВДА»
И ЕГО ПОДКОНТРОЛЬНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ**

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
АО «ИД «Комсомольская правда»			
Выручка	4 521 428 000	4 389 222 000	3 656 402 000
EBIT	-1 092 000	-105 428 000	-844 000
Чистая прибыль	1 407 000	-103 379 000	25 501 000
Собственный капитал, в среднем	1 259 051	1 208 065	1 169 126
Чистые активы	1 842 309	1 734 665	1 766 599
Чистые активы, в среднем	1 825 337	1 788 487	1 750 632
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	0,03	-2,36	0,70
Рентабельность продаж по EBIT , %	-0,02	-2,40	-0,02
ROE , %	111,75	-8557,41	2181,20
ROIC , %	-59,82	-5894,82	-48,21
ЗАО «КП В СПб»			
Выручка	249 240	248 966	239 750
EBIT	9 493	6 080	1 065
Чистая прибыль	7 498	4 758	2 229
Собственный капитал, в среднем	51 764	48 001	45 365
Чистые активы	32 550	27 932	45 233
Чистые активы, в среднем	42 933	30 241	36 583
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	3,01	1,91	0,93
Рентабельность продаж по EBIT , %	3,81	2,44	0,44
ROE , %	14,48	9,91	4,91
ROIC , %	22,11	20,11	2,91
ООО «Типографии «КП» (Москва)			
Выручка	957 612	1 110 733	970 676
EBIT	10 213	52 913	20 582
Чистая прибыль	3 646	22 682	6 567
Собственный капитал, в среднем	-97 117	-225 166	-351 882
Чистые активы	649 344	255 033	240 373
Чистые активы, в среднем	577 802	452 189	247 703
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	0,38	2,04	0,68
Рентабельность продаж по EBIT , %	1,07	4,76	2,12
ROE , %	-3,75	-10,07	-1,87
ROIC , %	1,77	11,70	8,31
ООО «Экспресс газета» (Москва)			
Выручка	52 220	55 885	–
EBIT	552	839	–
Чистая прибыль	56	429	–
Собственный капитал, в среднем	29 760	26 470	–
Чистые активы	26 270	26 701	–

Показатели	Годы		
	2013	2014	2015
Чистые активы, в среднем	29 798	26 486	–
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	0,11	0,77	–
Рентабельность продаж по EBIT , %	1,06	1,50	–
ROE , %	0,19	1,62	–
ROIC , %	1,85	3,17	–
ООО «КП-Ростов»			
Выручка	1 693	1 693	1 693
EBIT	1 034	836	884
Чистая прибыль	847	592	707
Собственный капитал, в среднем	46 741	47 461	48 111
Чистые активы	47 164	47 824	48 548
Чистые активы, в среднем	46 741	47 494	48 186
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	50,03	34,97	41,76
Рентабельность продаж по EBIT , %	61,08	49,38	52,22
ROE , %	1,81	1,25	1,47
ROIC , %	2,21	1,76	1,83
ООО Агентство «Комсомольская правда-Байкал»			
Выручка	111	–	–
EBIT	3 747	3 359	3 175
Чистая прибыль	3 098	2 657	2 540
Собственный капитал, в среднем	-13 112	-10 234	-7 635
Чистые активы	8 873	7 529	6 998
Чистые активы, в среднем	10 502	8 201	7 264
Рентабельность продаж (по чистой прибыли), %	2790,99	–	–
Рентабельность продаж по EBIT , %	3375,68	–	–
ROE , %	-23,63	-25,96	-33,27
ROIC , %	35,68	40,96	43,71
ООО «ИРА «Комсомольская правда-Урал»			
Выручка	–	–	–
EBIT	-195	-139	4 913
Чистая прибыль	-195	-113	4 917
Собственный капитал, в среднем	-16 153	-15 772	-12 836
Чистые активы	-16 250	-15 294	-10 377
Чистые активы, в среднем	-14 909	-15 772	-12 836
Рентабельность продаж (по чистой прибыли)	–	–	–
Рентабельность продаж по EBIT	–	–	–
ROE , %	1,21	0,72	-38,31
ROIC , %	1,31	0,88	-38,28

С одной стороны, высокая вероятность банкротства головной компании холдинга АО «ИД «Комсомольская правда» слабо отразится на деятельности издательств, функционирующих успешно в некоторых регионах, как правило, наиболее экономически разви-

тых, с другой стороны, рискам банкротства головной компании созвучны высокие риски банкротства трети подконтрольных обществ, что не может не повлиять на общие финансовые результаты холдинга.

Таким образом, российским медиахолдингам следует разработать более последовательные с точки зрения развития и долгосрочных перспектив политики и придерживаться их, особенно в области операционного менеджмента, чтобы улучшить показатели эффективности операционной деятельности, включая рентабельность по прибыли до уплаты налогов и процентов. Также компаниям стоит придерживаться более умеренных политик в ходе управления налоговым и процентным бременем. В целом, медиахолдингам стоит обратить внимание на стратегию повышения рентабельности собственного капитала за счет роста рентабельности продаж при сдерживании роста постоянных расходов.

С целью дополнения полученных результатов исследования, авторами также был проведен анализ финансового состояния российских медиахолдингов. В результате анализа была выявлена опасная тенденция, прослеживаемая в холдингах и их подконтрольных организациях, убыточных на протяжении нескольких лет, таких как ПАО «РБК», АО «Комсомольская правда». Согласно отчетности, компании демонстрируют отрицательные суммы собственного капитала, при этом значения чистых активов либо также отрицательны, что говорит о высоких рисках банкротства и высокой вероятности ликвидации компаний, либо положительные, что говорит, о том, что компании предпочли обратиться к заемным источникам капитала, тем самым увеличив финансовые риски, но остаться при положительных суммах чистых активов. В данном случае отрицательные значения собственного капитала связаны с накоплением убытков прошлых лет как следствия падения эффективности операционной деятельности.

При этом высокий уровень риска банкротства демонстрирует как головная организация, так и все входящие в нее дочерние, как в случае с ПАО «РБК», либо же часть дочерних компаний, в то время как другие занимают более прочное финансовое положение, чем контролирующая организация, так у АО «Комсомольская правда».

В исследуемых по модели Дюпон российских медиахолдингах наблюдается отрицательная динамика показателя рентабельности инвестированного капитала, на который в свою очередь в значительной степени влияет снижение рентабельности продаж по **EBIT** – прибыли до уплаты процентов и налогов. Только ФГУП «ВГТРК» показало рост по данному показателю в 2015 г. Тем не менее, эти компании демонстрируют, согласно отчетности, успешные результаты деятельности, выражающиеся в положительных суммах чистой прибыли. В ходе факторного анализа было выявлено, что эти позитивные результаты во многом обусловлены манипулированием отдельными инструментами и техниками налогового планирования и финансового менеджмента. В частности, можно проследить умышленную политику накопления налоговых обязательств, с одной стороны, чтобы выйти на положительную прибыль, как,

например, у АО «Комсомольская правда» и его дочерних предприятий, с другой стороны, можно проследить списание колоссальных сумм накопленных налоговых обязательств, как, например, у ФГУП «ТАСС».

Таким образом, проведенный анализ позволил сделать ряд заключений.

1. Для медиахолдингов характерны высокие значения отложенных налоговых обязательств.
2. Государство осуществляет значительное прямое финансирование медиахолдингов. Широко распространено применение налоговых льгот для СМИ.
3. Рекламная деятельность не всегда является основной, но, как правило, приносит основной доход.
4. В структуре источников финансирования наблюдается преобладание заемных источников, высокая доля краткосрочных обязательств, основную часть которых составляют беспроцентные обязательства, кредиторская задолженность.
5. Основное влияние на рентабельность собственного капитала оказывает значение рентабельности инвестированного капитала, которая зависит, в первую очередь, от уровня рентабельности продаж, имеющего невысокие значения в анализируемой сфере деятельности.
6. Активизация участия медиахолдингов в финансовой деятельности и инвестировании в ценные бумаги не приносит желаемого результата, и показывают отрицательное либо незначительное положительное сальдо подобных операций.
7. Вероятность наступления банкротства головной компании медиахолдинга коррелирует с возможностью банкротства его дочерних компаний.
8. Финансовое состояние медиахолдингов, в основном, нестабильное.
9. Современное положение компаний можно охарактеризовать, как ориентация на текущий момент времени или краткосрочную перспективу. Компаниям следует разрабатывать и проводить долгосрочную финансовую политику, обеспечивающую функционирование и развитие компаний в будущем.

Литература

1. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Эксмо, 2013. – 768 с.
2. Никитин А.В. Разработка организационной структуры финансовой службы корпораций [Текст] / А.В. Никитин, В.Б. Фролова // Современные научные исследования и инновации. – 2015. – №2-3. – С. 72-76.
3. Фролова В.Б. Оптимизация структуры капитала [Текст] / В.Б. Фролова // Вестн. МГУП им. Ивана Федорова. – 2011. – №2. – С. 407-412.
4. Фролова В.Б. Организация финансовых потоков в холдингах [Текст] / В.Б. Фролова // Научные исследования и разработки–2016 : сб. мат-лов IX Междунар. науч.-практ. конф. – 2016. – С. 1152-1155.
5. Фролова В.Б. Проблемы организаций по привлечению кредитов банков как источников заемного финансирования [Текст] / В.Б. Фролова // Науч. исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2015. – Т. 4 ; №4. – С. 28-32.
6. Фролова В.Б. Развитие финансов корпораций в России [Текст] / В.Б. Фролова // Экономические и социальные аспекты государственного и корпоративного управления. – 2012. – С. 205-215.
7. Фролова В.Б. Государственная поддержка малого бизнеса: современная практика в России и за рубежом [Текст] / В.Б. Фролова, А.К. Маргарян // Уч. зап. Российской академии предпринимательства. – 2016. – №47. – С. 169-175.
8. Фролова В.Б. Особенности развития медиахолдингов в России [Текст] / В.Б. Фролова, А.К. Маргарян // Науч. обозрение. – 2016. – №10. – С. 177-181.
9. Фролова В.Б. Особенности управления финансами холдинга [Электронный ресурс] / В.Б. Фролова, А.П. Саркисян // Российский экон. интернет-ж-л. – 2016. – №2. – С. 54.
10. Фролова В.Б. Финансовые стратегии холдинга [Текст] / В.Б. Фролова, А.П. Саркисян // Путеводитель предпринимателя. – 2016. – №30. – С. 233-238.

Ключевые слова

Рентабельность; деловая активность; банкротство; финансовая поддержка; модель Дюпона; налоговое бремя; процентное бремя; финансовый риск; финансовые вложения; собственный и заемный капитал.

Фролова Виктория Борисовна

Хань Татьяна Фэнюевна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. В современных условиях хозяйствования вопрос эффективности и результативности деятельности компаний приобретает все большую значимость. Особого внимания заслуживает эта проблема в сфере организации деятельности имеющей тенденцию к укрупнению медиабизнеса, значительная доля которого финансируется и поддерживается государством. Финансовый результат динамически изменяется под воздействием ряда факторов, а выявление степени влияния каждого фактора должно способствовать стабилизации и укреплению позиций медиахолдинговых структур как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе.

Научная новизна и практическая значимость заключаются в том, что на основе применения модифицированной модели Дюпона проведено исследование факторов, формирующих финансовый результат деятельности, дополненное показателями, определяющими финансовое состояние медиахолдингов, головных и дочерних компаний. Однако можно отметить, что динамические изменения нагляднее представлять в графическом виде, кроме того, для дальнейшего исследования рекомендуется провести анализ динамики абсолютных показателей, формирующих элементы модели. Между тем, полученные выводы и заключения могут являться основой для принятия управленческого решения по выработке финансовой стратегии развития компании медиасферы.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Дроздов В.В., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой «Экономика» Столичной финансово-гуманитарной академии, г. Москва.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ