

ТЕМА 3. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ И РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ

- 1. Сущность и методы финансового анализа**
- 2. Финансовые коэффициенты**
- 3. Оценка результатов деятельности фирмы**

3.1. Сущность и методы финансового анализа

(1)

Анализ (от греч. *analysis*) означает расчленение, разложение исследуемого объекта на составные части и элементы, выявление внутренних взаимосвязей между ними и определение их значимости. Будучи важнейшим инструментом познания реального мира, анализ всегда предполагает наличие соответствующего объекта и субъекта.

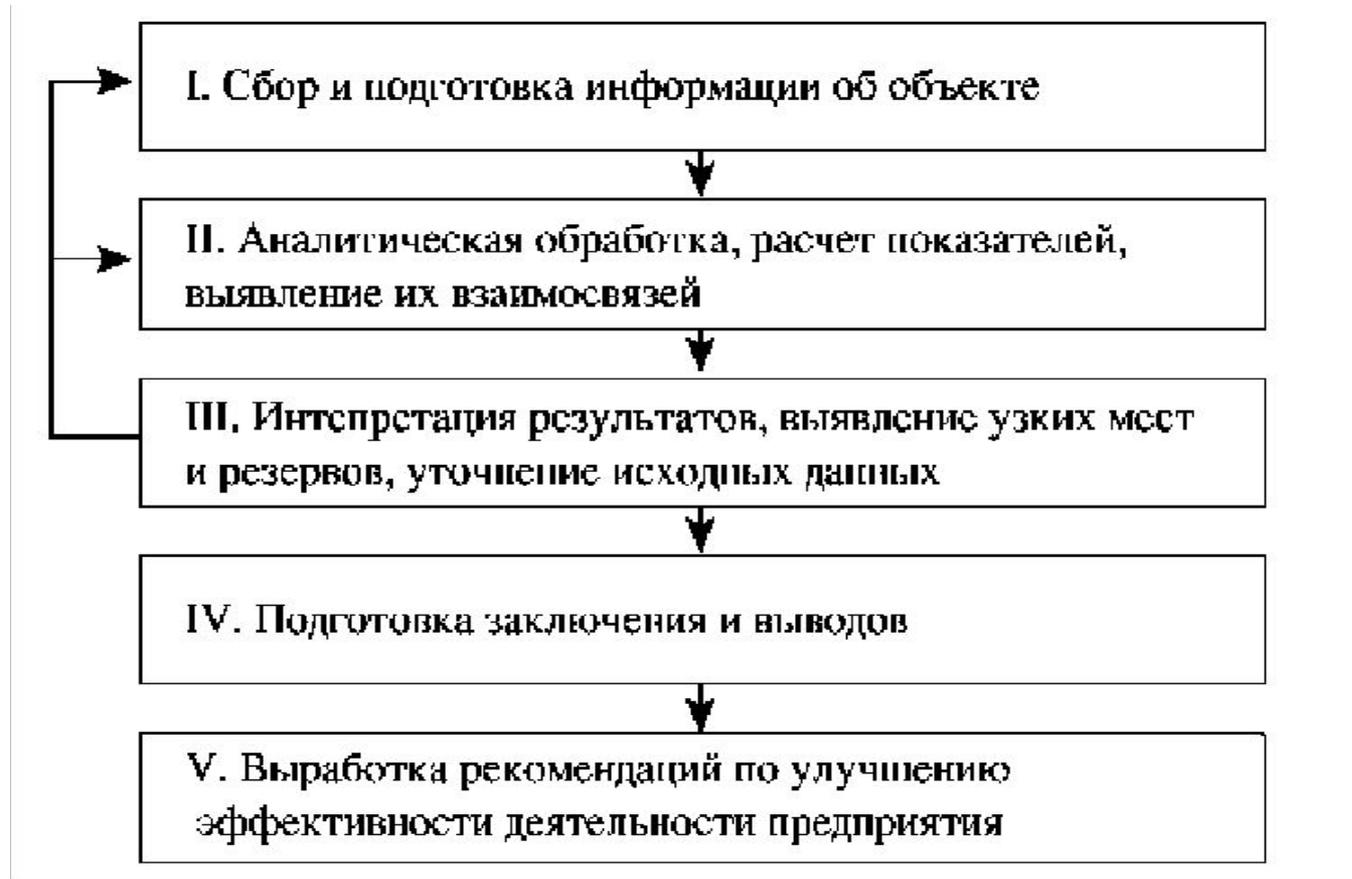
Финансовый анализ — это совокупность методов сбора, обработки и использования информации о хозяйственной деятельности предприятия для принятия управленческих решений.

Объектом финансового анализа являются различные виды хозяйственной деятельности предприятия, ее результаты, а также влияющие на них факторы внешней и внутренней экономической среды.

Субъектом финансового анализа в условиях рынка может выступать любое заинтересованное в деятельности той или иной фирмы лицо: менеджмент, собственники, контрагенты, работники, инвесторы, кредиторы, аналитики различных финансовых институтов, государственные органы, общественные организации и т. п.

3.1. Сущность и методы финансового анализа

(2)



Этапы и содержание финансового анализа

3.1. Сущность и методы финансового анализа

(3)

Наиболее широкое применение получили следующие методы анализа финансовой отчетности:

- ✓ изучение показателей баланса и отчета о прибылях и убытках;
- ✓ горизонтальный анализ;
- ✓ вертикальный анализ;
- ✓ сравнительный анализ;
- ✓ анализ финансовых коэффициентов;
- ✓ факторный анализ и др.

Анализ баланса начинают с рассмотрения итоговых величин, на основе чего делают вывод о приросте или снижении активов фирмы. Далее выясняют, какие статьи в наибольшей степени повлияли на итоговые результаты. Обычно эти статьи изучают по блокам аналитического баланса.

Анализ статей отчета о прибылях и убытках призван оценить способность фирмы приносить доход своим владельцам. Процесс его проведения начинается с изучения общих итогов деятельности, т. е. чистой прибыли или убытка. Далее исследуются факторы, приведшие к тому или иному результату. Ключевыми факторами, влияющими на объем полученной прибыли (убытка), выступают выручка от реализации продукции и затраты, связанные с ее получением.

3.1. Сущность и методы финансового анализа

(4)

Горизонтальный анализ заключается в сопоставлении показателей соответствующих статей отчетности за различные периоды времени. Цель такого анализа — выявить основные тенденции в развитии фирмы, а также изменения, произошедшие в ее финансовом состоянии. Для удобства его проведения показатели каждой статьи отчетности выражаются как процентное изменение относительно либо некоторого базиса, либо значения предыдущего периода. Подобное представление отчетности также позволяет сравнивать ее показатели с данными конкурентов или других рассматриваемых предприятий.

Предварительные выводы, полученные в результате проведения горизонтального анализа, дополняются и уточняются в процессе вертикального анализа.

Вертикальный анализ позволяет определить структурные изменения, произошедшие в активах, источниках финансирования, доходах, затратах и денежных потоках фирмы. При этом каждая статья баланса выражается как процент или доля от итога соответствующего периода, а отчета о прибылях и убытках — как процент или доля от выручки.

Горизонтальный и вертикальный анализ взаимно дополняют друг друга. Как уже отмечалось, они могут использоваться для внутриотраслевых и даже межотраслевых сопоставлений.

3.1. Сущность и методы финансового анализа

Факторный анализ ⁽⁵⁾ предполагает выявление влияния отдельных или группы факторов, заданных соответствующими переменными внутренней или внешней среды, на ключевые показатели и результаты хозяйственной деятельности. Описание их причинно-следственных взаимосвязей с помощью математических моделей позволяет аналитику не только получить количественную оценку влияния того или иного фактора, но и прогнозировать будущие изменения результирующих показателей, задавая диапазоны его предполагаемых или вероятных значений. Факторные модели, ряд которых будет рассмотрен далее, получили широкое распространение и играют важную роль в управлении финансами фирмы.

Сравнительный анализ — это сопоставление финансовых показателей фирмы с аналогичными показателями за прошедшие периоды, с соответствующими данными конкурентов, со среднеотраслевыми данными, эталонными величинами и т. п. Нетрудно заметить, что он дополняет все остальные методы. Сравнение текущих величин с их прошлыми или плановыми значениями позволяет оценить их динамику и направления изменений, определить, улучшается или ухудшается финансовое состояние и управление фирмой за весь рассматриваемый период. Внешнее сравнение дает возможность выявить значимые отклонения от сопоставимых среднеотраслевых значений либо показателей конкурентов. Для обеспечения сопоставимости данных в последнем случае необходимо выбирать фирмы с примерно одинаковыми или достаточно близкими условиями и характером деятельности.

3.1. Сущность и методы финансового анализа

Анализ финансовых коэффициентов⁽⁶⁾ представляет собой расчет и интерпретацию различных относительных показателей, определяющих соотношения между теми или иными статьями отчетности, и выявление существующих между ними взаимосвязей. Финансовая практика выработала определенную систему таких показателей, позволяющих дать количественную и качественную оценку как отдельных характеристик предприятия, так и его состояния в целом. Ввиду особой роли этого метода в управлении бизнесом его изучению будет посвящен специальный параграф данной главы.

Отмечаются следующие преимущества этого метода:

- простота и оперативность;
- обеспечение получения информации, представляющей интерес для всех категорий внутренних и внешних пользователей;
- возможность выявить тенденции в изменении финансового положения предприятия;
- возможность оценить финансовое положение исследуемого предприятия относительно конкурентов, других аналогичных предприятий;
- устранение искажающего влияния инфляции и др.

3.2. Финансовые коэффициенты (1)

Финансовый коэффициент — это просто отношение двух показателей, взятых из соответствующих статей отчетности фирмы. Будучи относительными показателями, выраженными в кратности, процентах или единицах времени, они удобны для проведения сравнений и сопоставлений, а их анализ позволяет получить более осмысленные результаты, чем аналогичное изучение абсолютных величин.

Поскольку финансовый коэффициент — это просто отношение двух чисел, по данным отчетности могут быть исчислены сотни подобных показателей. При этом среди специалистов нет единого мнения относительно состава и классификации коэффициентов, методов их расчета и даже обозначений.

Наиболее полезные и часто применяемые на практике финансовые показатели:

- показатели ликвидности (*liquidity ratios*);
- показатели оборачиваемости (*turnover ratios*);
- показатели финансовой устойчивости (*solvency ratios*);
- показатели рентабельности (*profitability ratios*);
- показатели акционерного капитала и стоимости фирмы (*market value ratios*).

3.2. Финансовые коэффициенты (2)

По способу вычисления финансовые коэффициенты можно разделить на две группы.

К **первой группе** относятся показатели, рассчитываемые **на основе статей одного и того же документа отчетности**, например баланса или отчета о прибылях и убытках. Поскольку в данном случае числитель и знаменатель коэффициента относятся к одному периоду времени (дата составления баланса или интервал, охватываемый отчетом о прибылях и убытках), подобное сопоставление вполне правомерно. В этой связи коэффициенты, рассчитываемые по данным баланса, могут определяться как на дату (например, на начало и на конец соответствующего периода), так и как средние величины за период.

Считается, что средние величины более адекватно отражают значения подобных коэффициентов. Вместе с тем многие аналитики предпочитают оценивать их значения на конкретные даты.

Вторая группа включает показатели, определяемые как **отношение статей различных документов** отчетности — баланса и отчета о прибылях и убытках, баланса и отчета о денежных потоках и т. д. При этом возникает проблема сопоставимости данных, поскольку балансовый показатель всегда относится к конкретной дате, а показатели других форм отчетности — к охватываемому периоду времени. С целью обеспечения сопоставимости данных рекомендуется для соответствующих показателей баланса брать средние арифметические значения, вычисляемые суммированием

3.2. Финансовые коэффициенты (3)

I. Показатели ликвидности характеризуют способность предприятия своевременно и в полном объеме отвечать по требованиям держателей его краткосрочных обязательств — поставщиков, кредиторов, работников и др., а также осуществлять текущие производственные и операционные расходы. В общем случае предприятие считается *ликвидным*, если его текущие активы превышают краткосрочные обязательства.

Отсюда следует, что общим индикатором ликвидности может служить величина чистого оборотного капитала. Таким образом, формально предприятие является ликвидным только тогда, когда оно имеет чистый рабочий капитал

($NWC = CA - CL > 0$).

Рекомендуемым ориентиром для оптимизации величины чистого оборотного капитала может служить его сумма, равная 1/2 от общего объема текущих активов. Однако на практике его оптимальная величина во многом зависит от особенностей деятельности фирмы, ее масштабов, деловой активности, рентабельности, доступности источников финансирования и т. п.

3.2. Финансовые коэффициенты (4)

1. **Коэффициент общей ликвидности** (*current ratio — CR*) — отношение текущих оборотных) активов к текущим (краткосрочным) обязательствам, выраженное в единицах.

$$CR = \frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}} = \frac{CA}{CL}$$

Полученный результат удобно сопоставлять с 1.

Данный коэффициент показывает, в какой степени текущие обязательства покрываются текущими активами, т. е. сколько денежных единиц (например, рублей или долларов) текущих активов приходится на денежную единицу текущих обязательств. Отсюда другое название показателя — **коэффициент покрытия**.

3.2. Финансовые коэффициенты (5)

Если **коэффициент покрытия** меньше, чем 1, то текущие обязательства превышают текущие активы, что свидетельствует о высоком финансовом риске.

Коэффициент, равный 3 и более отражает высокую степень ликвидности и благоприятные условия для кредиторов и поставщиков. Вместе с тем это может означать, что предприятие имеет в своем распоряжении больше средств, чем оно может эффективно использовать, что излишние финансовые ресурсы превращаются в ненужные оборотные активы.

Коэффициент, равный 2 теоретически считается нормальным и означает, что, реализовав свои текущие активы всего за половину их стоимости ($1/2 = 0,5$, или 50%), фирма сможет полностью расплатиться по своим краткосрочным обязательствам.

Для различных сфер бизнеса оптимальное значение коэффициента покрытия может колебаться от 1,2 до 3 и выше и сильно зависит как от отраслевых особенностей, так и от выбранной стратегии управления оборотными активами.

3.2. Финансовые коэффициенты (6)

2. Коэффициент срочной ликвидности (*quick ratio* — *QR*) рассчитывается как отношение хорошо ликвидных активов к текущим обязательствам.

$$QR = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Товарные запасы}}{\text{Текущие пассивы}} = \frac{CA - INV}{CL}.$$

Он определяет способность предприятия выполнять свои текущие обязательства из наиболее ликвидных активов и дополняет показатель общей ликвидности, так как последний не дает надлежащего представления о качественном составе средств, которые служат источниками покрытия текущих обязательств. Этот показатель также называют «тестом лакмусовой бумажки», или «кислотным тестом» (*acid test ratio*).

3.2. Финансовые коэффициенты (7)

Очевидно, что при равном показателе общей ликвидности у двух предприятий финансовое положение предпочтительнее у того из них, которое имеет более высокую долю денежных средств и их эквивалентов в текущих активах.

Теоретически оптимальным значением считается соотношение выше 1, однако на практике оно составляет от 0,7 до 1, что признается допустимым. Как и при измерении общей ликвидности, данный показатель следует сравнивать с отраслевыми нормами. Высокое значение (больше 1) является признаком низкого финансового риска и хороших потенциальных возможностей для привлечения дополнительных средств со стороны. Некоторые аналитики для измерения данного коэффициента предпочитают использовать следующую формулу:

$$QR = \frac{\text{Денежные средства} + \text{Кратковременные вложения}}{\text{Текущие пассивы}} = \frac{CASH + MS}{CL}$$

3.2. Финансовые коэффициенты (8)

3. Коэффициент мгновенной, или абсолютной, ликвидности (*absolute liquidity ratio* — *AR*) рассчитывается как отношение денежных средств к краткосрочным обязательствам:

$$AR = \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие пассивы}} = \frac{CASH}{CL} .$$

Этот коэффициент характеризует способность предприятия выполнить свои текущие обязательства из абсолютно ликвидных активов, т. е. показывает ту часть текущих обязательств, которая может быть немедленно погашена. Теоретически нормальное значение составляет 0,1 ... 0,3.

У традиционных показателей ликвидности существуют недостатки (статичность, возможность искажения, малая информативность и т. д.), ограничивающие их полезность. В этой связи на практике они дополняются более информативными коэффициентами, к важнейшим из которых следует отнести обеспеченность продаж оборотным капиталом и срок обеспеченности ликвидными активами, а также анализом показателей оборачиваемости.

3.2. Финансовые коэффициенты (9)

4. Коэффициент обеспеченности продаж оборотным капиталом

(*working capital requirement to sales ratio — WCR / SAL*) позволяет взглянуть на ликвидность фирмы сквозь призму доходов и, косвенно, — денежных потоков от основной деятельности. Как следует из названия, для определения величины этого показателя необходимы два документа отчетности — баланс и отчет о прибылях и убытках.

$$\frac{WCR}{SAL} = \frac{\text{Средняя потребность в оборотном капитале}}{\text{Выручка}} = \frac{\overline{WCR}}{SAL}$$

Коэффициент WCR/SAL показывает, какая сумма должна быть инвестирована в оборотный капитал для получения 1 рубля выручки. Снижение коэффициента означает, что предприятию не хватает ресурсов для поддержания достигнутого уровня продаж. Как правило, это происходит при агрессивном, несбалансированном росте, часто ведущем к хронической нехватке денежных средств и угрозе возникновения банкротства.

Обратите внимание, что предыдущие показатели ликвидности при этом могут оставаться стабильными и не подавать менеджменту сигналы о нарастании негативных тенденций.

3.2. Финансовые коэффициенты

(10)

5. Коэффициент периода обеспеченности ликвидными активами (*days liquidity on hand ratio — DLR*) — отношение суммы хорошо ликвидных текущих активов к средней величине ежедневных денежных расходов:

$$DLR = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Товарные запасы}}{\text{Среднедневные операционные расходы}} = \frac{CA - INV}{COGS / 365}$$

Этот показатель характеризует временной период (число дней) в течение которого предприятие может работать исключительно за счет имеющихся ликвидных активов. Приблизительную оценку средних ежедневных расходов фирмы можно получить, разделив значение показателя стоимости продаж (*COGS*) из отчета о прибылях и убытках на число дней в рассматриваемом периоде. Многие аналитики включают в ежедневные расходы также коммерческие, административные и общефирменные затраты (*SG&A*). В этом случае формула будет иметь следующий вид:

$$DLR = \frac{CA - INV}{(COGS + SG\&A) / 365}$$

3.2. Финансовые коэффициенты (10)

II. Показатели оборачиваемости (деловой активности)

Показатели оборачиваемости играют важную роль в финансовом анализе, так как характеризуют скорость превращения различных ресурсов фирмы в денежную форму и оказывают непосредственное влияние на ее ликвидность, платежеспособность и рентабельность. Они также служат мерой эффективности и интенсивности использования активов, которыми обладает предприятие. В процессе их определения используются данные статей баланса и отчета о прибылях и убытках. Поэтому в целях сопоставимости целесообразно использовать средние значения данных статей баланса за рассматриваемый период. Особенность показателей этой группы заключается также в том, что в отличие от остальных коэффициентов они могут рассчитываться как в единицах (т. е. в количестве оборотов), так и в днях. Рассчитываемые в единицах показатели оборачиваемости, по сути, характеризуют фондоотдачу соответствующих элементов основного и оборотного капитала, а выраженные в единицах времени — скорость их превращения в ликвидную форму.

3.2. Финансовые коэффициенты

(11)

1. Оборачиваемость товарно-материальных запасов (*inventory turnover ratio — ITR*) — отношение суммы выручки к средней величине товарно-материальных запасов.

$$ITR = \frac{\text{Выручка}}{\text{Средние запасы}} = \frac{SAL}{INV}.$$

Данный коэффициент отражает количество оборотов, совершаемых товарно-материальными запасами за период, и является традиционным способом оценки. Другими словами, он позволяет определить, сколько единиц дохода от реализации получает фирма с денежной единицы товарных запасов.

Для получения более точной оценки аналитики предпочитают использовать в числителе формулы показатель стоимости реализации продукции вместо выручки. При этом формула оборачиваемости запасов примет вид:

$$ITR = \frac{\text{Стоимость продукции}}{\text{Средние запасы}} = \frac{COGS}{INV}.$$

3.2. Финансовые коэффициенты (12)

Показатель среднего периода оборачиваемости запасов в днях (*days sales in inventory — DSI*) определяется как:

$$DSI = \frac{\text{Средние запасы} \times 365}{\text{Стоимость продукции}} = \frac{\overline{INV} \times 365}{COGS} = \frac{365}{ITR}$$

Коэффициент *DSI* характеризует среднее время, необходимое фирме для реализации своих продуктов и услуг. Другая интерпретация этого показателя — период обеспеченности запасами при данном средненежном объеме продаж. В отличие от коэффициента *ITR*, предпочтительными являются меньшие значения *DSI*, т. е. чем меньше период оборачиваемости, тем более эффективными являются производство и сбыт продукции. Однако, как и при интерпретации *ITR*, здесь необходимо обращать внимание на среднеотраслевые, или типичные, для подобных предприятий значения.

3.2. Финансовые коэффициенты

(13)

2. Оборачиваемость дебиторской задолженности {*receivables turnover ratio* — *RTR*) — отношение выручки от реализации к средней сумме счетов к получению за минусом резервов на сомнительные позиции:

$$RTR = \frac{\text{Продажи в кредит или выручка}}{\text{Средняя дебиторская задолженность}} = \frac{SAL}{\overline{AR}}$$

Коэффициент показывает, сколько раз счета к получению превращались в денежные средства или сколько единиц выручки получено с 1 руб. дебиторской задолженности. Чем выше его значение, тем меньший период времени проходит между отгрузкой продукции потребителям и моментом их оплаты.

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности в днях (*days' sales outs*)

$$DSO = \frac{\text{Средняя дебиторская задолженность} \times 365}{\text{Продажи в кредит или Выручка}} =$$
$$= \frac{\overline{AR} \times 365}{SAL} = \frac{365}{RTR}$$

3.2. Финансовые коэффициенты

(14)

Значения коэффициентов оборачиваемости дебиторской задолженности обычно сопоставляют с показателями оборачиваемости кредиторской задолженности.

3. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (*payables turnover ratio — PTR*) — отношение стоимости реализации продуктов и услуг к

средней кредиторской задолженности:

$$PTR = \frac{\text{Стоимость реализации}}{\text{Средняя кредиторская задолженность}} = \frac{COGS}{AP}$$

Этот коэффициент характеризует среднюю скорость обращения счетов к оплате. Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях (*days' payables outstanding — DPO*) рассчитывается по формуле

$$DPO = \frac{\text{Средняя кредиторская задолженность} \times 365}{\text{Стоимость реализации}} =$$
$$= \frac{AR \times 365}{COGS} = \frac{365}{PTR}$$

Коэффициент *DPO* характеризует среднее количество дней, в течение которых предприятие оплачивает свои счета.

3.2. Финансовые коэффициенты (15)

На базе показателей оборачиваемости текущих активов и пассивов рассчитывается длительность операционного и финансового (денежного) цикла предприятия.

Операционный цикл (*operating cycle*) предприятия представляет собой период оборота всех текущих активов с момента закупки сырья и материалов и до получения денег за реализованные товары и услуги.

Как следует из определения, в операционном цикле предприятия можно выделить два основных элемента:

- ✓ производственный цикл — период полного оборота материальных элементов запасов, используемых для производства товаров и услуг, начиная с момента поступления сырья, материалов и полуфабрикатов и заканчивая моментом отгрузки готовой продукции покупателям;
- ✓ период обращения дебиторской задолженности.

Соответственно, длину операционного цикла (*operating cycle period — OCP*)

можно определить как

$$OCP = DSI + DSO.$$

3.2. Финансовые коэффициенты (16)

Период обращения денежных средств между фактической оплатой закупок товаров и услуг поставщикам и получением денег за реализованную продукцию от покупателей составляет *финансовый цикл предприятия*, или *цикл конверсии денежных средств* (*cash conversion cycle* — *CCC*).

Как следует из приведенной схемы, финансовый цикл — это временная разница между операционным циклом и периодом обращения кредиторской задолженности. Таким образом, он может быть определен как

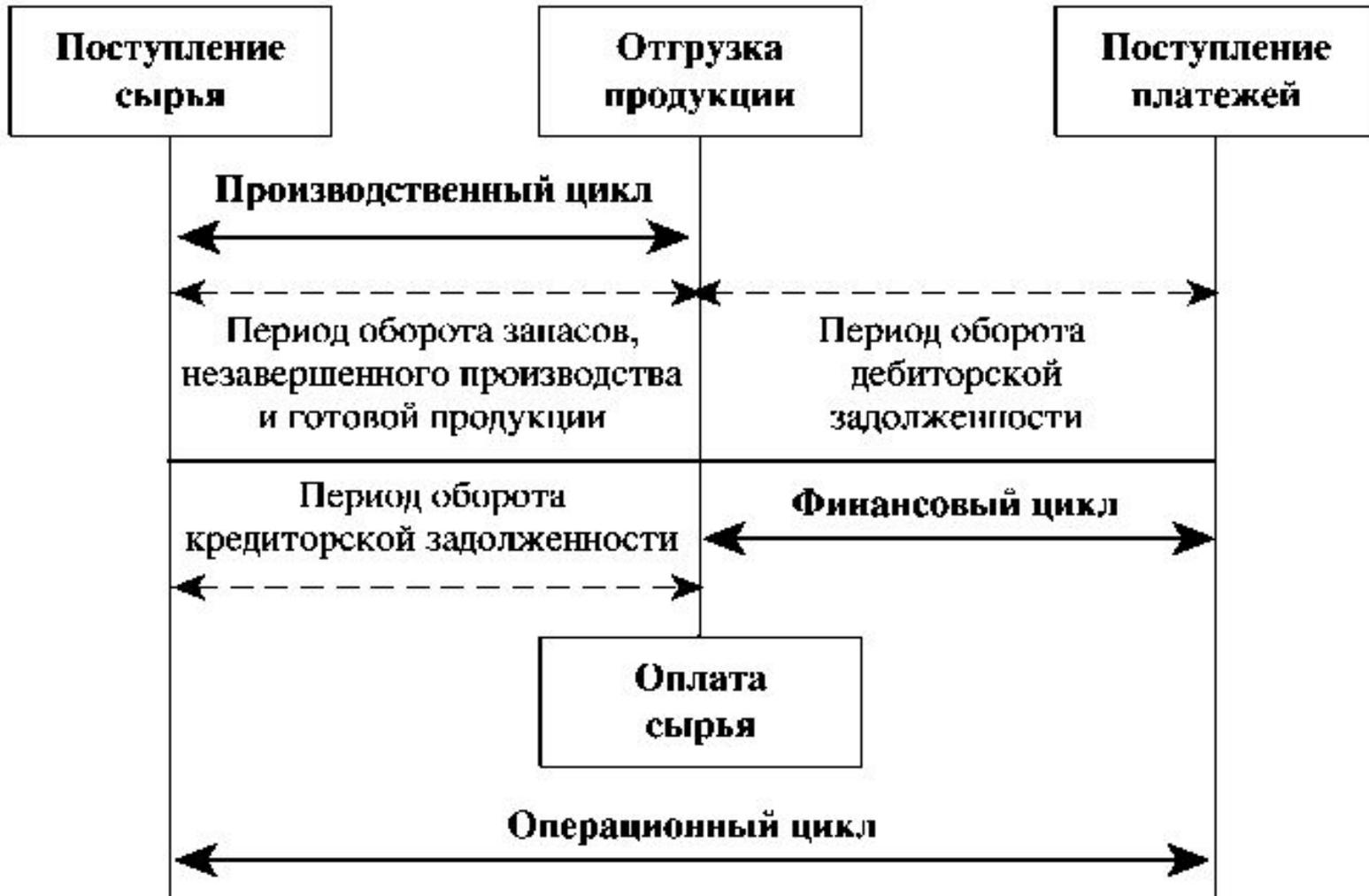
$$CCC = OCP - DPO = DSI + DSO - DPO.$$

Длительность операционного цикла во многом определяет потребность фирмы в текущих активах. Фирма с коротким операционным циклом может эффективно функционировать, имея незначительный объем текущих активов и невысокие показатели ликвидности за счет большей «скорости» превращения ресурсов в денежную форму.

Финансовый цикл определяет период времени, в течение которого операционная деятельность должна финансироваться за счет внешних источников, т. е. величину потребности фирмы в оборотном капитале.

3.2. Финансовые коэффициенты (17)

Операционный, финансовый и производственный цикл



3.2. Финансовые коэффициенты (18)

Финансовый цикл удлиняется с ростом оборачиваемости запасов и дебиторской задолженности и сокращается с ростом периода оборачиваемости кредиторской задолженности.

Чем продолжительнее финансовый цикл, тем больше внешнего финансирования необходимо для формирования оборотного капитала. В свою очередь, сокращение финансового цикла снижает потребность в оборотном капитале. Это положительно образом отражается на ликвидности, рентабельности операционной деятельности и собственного капитала.

Отрицательное значение финансового цикла означает, что кредиты поставщиков и авансы покупателей с избытком покрывают потребность в финансировании производственного процесса, и предприятие может использовать образующийся «излишек» на иные цели, например на финансирование постоянных активов. Такая ситуация является наиболее благоприятной и одновременно — достаточно рискованной для предприятия. Если отрицательное значение финансового цикла велико, возникает риск несвоевременного погашения кредиторской задолженности и выполнения обязательств по предоставленным авансам покупателей.

Для сокращения операционного и финансового цикла у предприятия имеются следующие рычаги:

- ✓ ускорение оборачиваемости запасов;
- ✓ сокращение оборачиваемости дебиторской задолженности;
- ✓ удлинение срока оплаты поставщикам.

3.2. Финансовые коэффициенты (19)

4. Коэффициент оборачиваемости долгосрочных активов (*fixed assets turnover — FAT*) — отношение выручки к долгосрочным активам характеризует уровень эффективности использования основных средств, т. е. показывает, сколько денежных единиц выручки предприятие получает на денежную единицу основных средств

$$FAT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Средние долгосрочные активы}} = \frac{SAL}{\overline{FA}}$$

Величина данного коэффициента во многом зависит от капиталоемкости отрасли или бизнеса. Значения ниже среднеотраслевых часто свидетельствуют о неэффективном использовании долгосрочных активов либо об их избытке. Финансовый менеджер должен принять это во внимание, когда производственные службы запрашивают средства для их увеличения.

3.2. Финансовые коэффициенты

(20)

5. Коэффициент оборачиваемости совокупных активов (*total assets turnover — TAT*) — отношение выручки к совокупным или чистым активам

$$TAT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Средние активы}} = \frac{SAL}{\bar{A}}$$

Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц выручки предприятию приносит один рубль совокупных активов, и характеризует эффективность их использования, или фондоотдачу.

В управленческом анализе важную роль играет оборачиваемость чистых активов или инвестированного капитала, с которыми мы познакомились в предыдущей главе. При таком подходе формула примет следующий вид:

$$TAT = \frac{\text{Выручка}}{\text{Средние чистые активы}} = \frac{SAL}{\bar{NA}}$$

3.2. Финансовые коэффициенты

(21)

III. Показатели платежеспособности и финансовой устойчивости

Платежеспособность предприятия — это его возможность своевременно и в полном объеме выполнить свои внешние (краткосрочные и долгосрочные) обязательства из совокупных активов. В общем случае предприятие считается платежеспособным, если его активы превышают внешние обязательства. Другими словами, формально предприятие платежеспособно, если оно имеет собственный капитал.

Привлекая для финансирования операций заемные средства, предприятие может увеличить объемы деятельности и повысить рентабельность собственного капитала. Последнее обстоятельство известно как эффект финансового рычага, сущность которого будет рассмотрена позднее. Однако при этом оно берет на себя обязательства выплатить основную сумму долга и причитающиеся кредиторам проценты независимо от результатов хозяйственной деятельности, которые в большинстве видов бизнеса подвержены колебаниям.

Поскольку выплаты по займам носят обязательный и бесспорный характер, при их использовании у предприятия возникает финансовый риск, так как в случае неблагоприятного развития событий (рост затрат, падение спроса, сокращение прибыли, обстоятельства типа форс-мажор и т. д.) оно может оказаться не в состоянии отвечать по своим долгам. Очевидно, что с ростом доли займов в структуре капитала фирмы ее финансовый риск также увеличивается.

Финансовая устойчивость характеризует уровень финансового риска фирмы,

3.2. Финансовые коэффициенты

(22)

1. Коэффициент общей платежеспособности (*equity-to-assets ratio* — E/A) — отношение собственного капитала к итогу баланса.

$$E / A = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Всего активы}} = \frac{E}{A}$$

Этот показатель часто называют **коэффициентом автономии**, так как он отражает степень независимости предприятия от заемных средств.

Теоретически нормальная величина коэффициента должна быть не меньше 0,5 (50%). Это означает, что все обязательства предприятия могут быть покрыты его собственными средствами. Рост коэффициента в общем случае свидетельствует о повышении независимости предприятия.

Важную роль в финансовом анализе представляет показатель, обратный данному коэффициенту, получивший название **мультипликатора собственного капитала** (*equity multiplier* — EM) и определяемый по формуле

$$EM = \frac{\text{Всего активы}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{A}{E}$$

Он характеризует сумму активов, которая приходится на денежную единицу собственного капитала.

3.2. Финансовые коэффициенты (23)

2. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств

(*debt-to-equity ratio* — D/E) — определяется делением совокупных либо только долгосрочных обязательств на собственный капитал.

$$D/E = \frac{\text{Всего обязательства}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{D}{E}$$

Коэффициент показывает, сколько денежных единиц заемного капитала приходится на 1 руб. собственных средств. Другое его название — коэффициент финансового рычага. Чем ниже значение показателя, тем выше степень защиты кредиторов в случае неблагоприятных условий и результатов хозяйственной деятельности.

Теоретически нормальным считается соотношение 1:2, при котором 33% общего финансирования осуществляется из заемных средств. Однако на практике оптимальное соотношение во многом зависит как от вида бизнеса, так и от финансовой политики предприятия.

3.2. Финансовые коэффициенты

(24)

3. Коэффициент отношения обязательств к совокупным активам

(*debt-to-assets ratio* — D/A) — показывает долю заемного финансирования в активах

$$D/A = \frac{\text{Всего обязательств}}{\text{Всего активы}} = \frac{D}{A}$$

Этот коэффициент является частным случаем предыдущего. Низкое соотношение характеризует незначительный риск банкротства и хорошую платежеспособность.

Показатели D/E , D/A , A/E дополняют друг друга. Между ними существуют следующие взаимосвязи:

$$D/A = \frac{D/E}{1 + D/E}, \quad D/E = \frac{D/A}{1 - D/A}, \quad \frac{A}{E} = 1 + \frac{D}{E}$$

Кредиторы обычно отдают предпочтение коэффициенту D/E , так как он явно указывает, сколько заемных средств приходится на 1 руб. собственных.

3.2. Финансовые коэффициенты (25)

4. Коэффициент покрытия процентных выплат (*times interest earned ratio* — *TIE*) — отношение операционной прибыли к сумме выплачиваемых за период проц

$$TIE = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Проценты}} = \frac{EBIT}{I}.$$

В общем случае чем больше значение коэффициента, тем выше платежеспособность предприятия. Очевидно, что его минимально допустимая величина должна быть не менее 1. Теоретически нормальным считается двукратное превышение *EBIT* процентных платежей. Однако у благополучных предприятий оно значительно больше.

3.2. Финансовые коэффициенты (26)

5. Коэффициент покрытия постоянных расходов (*fixed charge coverage — FCC*) подобен предыдущему показателю, но, помимо процентов, учитывает еще и арендные платежи. В общем случае формула для исчисления показателя *FCC* имеет следующий вид

$$FCC = \frac{\text{Операционная прибыль} + \text{Аренда}}{\text{Проценты} + \text{Аренда}} = \frac{EBIT + LC}{I + LC},$$

где *LC* — арендная плата.

3.2. Финансовые коэффициенты (27)

IV. Показатели прибыли и рентабельности

В зависимости от способов расчета и целей анализа эти показатели могут быть объединены в следующие группы:

- ✓ коэффициенты рентабельности продаж, исчисляемые как отношение соответствующих видов прибыли (*GP, EBITDA, EBIT\ NOP AT, NP* и др.) к выручке от реализации (*SAL*)\
- ✓ коэффициенты рентабельности активов, исчисляемые как отношение перечисленных видов прибыли к той или иной группе активов (текущих, долгосрочных, совокупных, чистых и т. д.);
- ✓ коэффициенты рентабельности источников капитала, определяемые как отношение различных видов прибыли к той или иной группе пассивов (заемные средства, собственные средства, совокупные инвестиции и т. п.).

В отличие от уже рассмотренных групп коэффициентов, характеризующих ту или иную сторону финансового состояния фирмы, показатели рентабельности являются комплексными и дают общую оценку эффективности ее деятельности, а также принятых менеджментом решений.

Наибольшее распространение получили следующие показатели:

3.2. Финансовые коэффициенты

(28)

1. Коэффициент валовой прибыли (*gross profit margin — GPM*) — отношение разности между выручкой от реализации товаров и услуг (продаж) и стоимостью реализованной продукции к выручке от реализации

$$GPM = \frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}} = \frac{GP}{SAL}$$

Данный коэффициент характеризует долю валовой прибыли, содержащуюся в денежной единице реализованной продукции. Он позволяет определить величину, которая остается после вычета себестоимости реализованной продукции, на покрытие остальных расходов — коммерческих, административных, прочих, финансовых и др. Он также характеризует эффективность управления производственными затратами и обоснованность ценовой политики фирмы.

Очевидно, что чем выше значение этого показателя, тем более эффективно осуществляется основная деятельность предприятия.

Нетрудно заметить, что снижение *GPM* означает либо падение спроса или цен на продукцию, либо опережающий рост затрат на ее изготовление.

Дополнением к данному коэффициенту обычно служит показатель маржи чистой прибыли.

3.2. Финансовые коэффициенты

(29)

2. Коэффициент (маржа) чистой прибыли (*net profit margin — NPM, net income margin — NIM*) — отношение чистой прибыли к выручке от реализации

$$NPM = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} = \frac{NP}{SAL}$$

Этот коэффициент показывает долю чистой прибыли, содержащуюся в денежной единице выручки.

При прочих равных условиях чем выше значение показателя, тем более успешной является деятельность предприятия. Однако уменьшение *NPM* не всегда является негативным фактором. Например, снижение цен на продукцию обычно приводит к росту физического объема продаж и, соответственно, выручки от реализации, хотя маржа чистой прибыли при этом уменьшится.

Подобные стратегии часто используются при завоевании целевой доли рынка, в конкурентных войнах и т. п.

Следует отметить, что данный показатель отражает конечные результаты всех видов деятельности фирмы (операционной, инвестиционной и финансовой), в том числе — разовые, экстраординарные и непредвиденные. В этой связи его неудобно использовать для сравнений и сопоставлений, а также для оценки эффективности отдельных видов деятельности. Например, при одинаковой *EBIT* фирмы могут существенно различаться по структуре источников финансирования и, соответственно, по величине процентных выплат, по условиям налогообложения и т. п.

3.2. Финансовые коэффициенты (30)

С целью устранения влияния факторов, напрямую не связанных с основной деятельностью, в анализе применяют показатели рентабельности продаж, рассчитываемые по различным видам операционной прибыли — *EBIT*, *EBITDA*, *NOPAT* и др.

3. Коэффициент рентабельности продаж (*return on sales* — *ROS*) — отношение операционной прибыли *EBIT* к сумме выручки от реализации

$$ROS = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}} = \frac{EBIT}{SAL}$$

Поскольку величина *EBIT* свободна от влияния финансовой деятельности (не учитывает проценты, налоги) и экстраординарных результатов, показатель рентабельности продаж по операционной прибыли считается более адекватной мерой эффективности операционной деятельности, а также результатов работы производственных и сбытовых подразделений.

На практике аналитики также часто интересуются рентабельностью продаж по *EBITDA*. Такой подход позволяет устранить влияние амортизационной политики при оценке эффективности операционной деятельности сравниваемых предприятий.

3.2. Финансовые коэффициенты

(31)

Вторая группа показателей характеризует рентабельность активов (совокупных, чистых и долгосрочных) по отношению к различным видам прибыли. При этом в числителе формул для исчисления рентабельности активов могут использоваться показатели как операционной, так чистой прибыли.

4. Коэффициент рентабельности активов (*return on assets — ROA*) — отношение операционной или чистой прибыли к средним совокупным активам за расс

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль или Операционная прибыль}}{\text{Средние активы}} = \frac{NP \text{ или } EBIT}{\bar{A}}$$

5. Коэффициент рентабельности чистых активов (*return on net assets — RONA*) — отношение операционной прибыли к средней величине чистых активов

$$RONA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Средние чистые активы}} = \frac{EBIT}{NA}$$

3.2. Финансовые коэффициенты (32)

Третья группа коэффициентов характеризует степень доходности средств, вложенных в предприятие, и имеет важное значение для инвесторов и акционеров. К наиболее распространенным из них следует отнести коэффициент рентабельности собственного капитала.

6. Коэффициент рентабельности собственного капитала (*return on equity* — *ROE*) — отношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала за рассматриваемый период

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средний собственный капитал}} = \frac{NP}{\bar{E}}$$

Стабильный рост показателя *ROE* характеризует высокую эффективность управления всеми видами ресурсов и затрат фирмы. В то же время его значительное отклонение от среднеотраслевого значения может свидетельствовать о чрезмерном уровне долга в структуре капитала и повышенном финансовом риске.

Помимо *ROE*, в оценке привлекательности фирмы для существующих и потенциальных акционеров используется специальная группа показателей — рыночной стоимости и акционерного капитала.

3.2. Финансовые коэффициенты

(33)

V. Показатели рыночной стоимости и акционерного капитала

Основной целью финансового менеджмента является максимизация рыночной стоимости предприятия, т. е. благосостояния его владельцев. Поэтому независимо от формы организации бизнеса оценка его эффективности с точки зрения текущих, а также потенциальных собственников или акционеров и других категорий инвесторов имеет важнейшее значение.

Для предприятий, акции которых находятся в свободном обращении, показатели этой группы будут объектами пристального внимания и изучения со стороны независимых аналитиков, инвестиционных и финансовых компаний, прочих участников фондового рынка. Приступим к их рассмотрению.

Наиболее общим и простым в отношении определения и интерпретации является показатель *балансовой стоимости собственного капитала* (*book value of equity — BV(E)*), который можно получить непосредственно из отчетности либо вычитанием из совокупных активов всех обязательств: $BV(E) = A - D$.

Очевидно, что стабильный рост этого показателя в динамике, при условии, что он осуществляется за счет увеличения нераспределенной прибыли, означает повышение благосостояния владельцев и стоимости фирмы.

3.2. Финансовые коэффициенты

(34)

Балансовая стоимость одной акции или доли определяется делением совокупной величины собственного капитала E на число акций в обращении (*number of shares* — NS):

$$B = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Количество акций}} = \frac{BV(E)}{NS} = \frac{E}{NS},$$

где B — балансовая стоимость одной акции или доли собственности.

Рыночная стоимость P акции зависит от многих факторов, в том числе от конъюнктуры спроса и предложения, макроэкономических показателей, фактических или ожидаемых результатов деятельности предприятия и др. Поскольку она меняется ежедневно, на практике для целей анализа используется ее средняя величина за некоторый период. Совокупная рыночная стоимость всех акций (*market value of equity* — $MV(E)$) называется *капиталом* $MV(E) = P \times NS$.

Текущая рыночная стоимость (*market value* — MV , *enterprise value* — EV) предприятия может быть представлена как сумма рыночной стоимости его собственного и заемного капитала:

$$MV = EV = MV(E) + MV(D),$$

где $MV(D)$ — рыночная стоимость долга.

3.2. Финансовые коэффициенты

(35)

Рассмотренные показатели дополняются следующими коэффициентами.

1. Коэффициент дохода на акцию (*earning per share — EPS*) — отношение чистой прибыли отчетного периода за вычетом дивидендов по привилегированным акциям к общему или среднему числу обыкновенных акций:

$$P / E = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Доход на акцию}} = \frac{P}{EPS}$$

Поскольку показатель *EPS* широко применяется для оценки стоимости обыкновенных акций, он является объектом стратегического планирования и учитывается при формулировке корпоративных целей.

Вместе с тем он не отражает величину дохода, реально выплачиваемого собственникам, поскольку часть прибыли, как правило, направляется на развитие бизнеса (реинвестируется). Его нельзя применять для сравнения различных предприятий, так как число акций в обращении у них будет различным. Кроме того, на величину *EPS* непосредственно влияют решения о дополнительной эмиссии или о выкупе собственных акций. Наконец, показатель чистой прибыли к распределению является результатом различного рода бухгалтерских корректировок, что также не способствует объективности коэффициента *EPS*.

Поэтому менеджеры, аналитики, инвесторы основное внимание уделяют темпам роста этого показателя, а также их стабильности. Темп роста *EPS* оказывает положительное влияние и на рыночную стоимость акций.

3.2. Финансовые коэффициенты

(36)

2. Коэффициент «дивиденд на акцию» (*dividend per share — DPS*) — отношение объявленных дивидендов (*DIV*) к общему или среднему количеству акций в обращении

$$DPS = \frac{\text{Сумма дивидендных выплат}}{\text{Количество акций}} = \frac{DIV}{NS}$$

В отличие от предыдущего, этот коэффициент отражает реальные выплаты собственникам. Поскольку сумма дивидендов на акцию объявляется советом директоров, особой необходимости в специальном расчете показателя *DPS*, как правило, не возникает. Показатель *DPS* является особенно важным для институциональных (паевых и пенсионных фондов, страховых компаний и т. п.) и других акционеров, заинтересованных в получении периодических доходов.

Как правило, менеджеры публичных предприятий стараются не снижать показатели *EPS* и *DPS* даже в неблагоприятных ситуациях, так как это негативно сказывается на их восприятии рынком.

3.2. Финансовые коэффициенты

(37)

3. Коэффициент «Цена / доход (прибыль)» (*Price / Earning ratio — P/E*) — отношение рыночной стоимости акции к доходу на акцию

$$P / E = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Доход на акцию}} = \frac{P}{EPS}$$

Этот коэффициент, называемый также *мультипликатором прибыли*, является наиболее распространенным измерителем инвестиционной привлекательности предприятия и имеет несколько полезных интерпретаций. Так, он приблизительно показывает, сколько готовы платить инвесторы за единицу полученной фирмой прибыли. Высокое значение показателя может означать, что инвесторы высоко оценивают перспективы развития предприятия и ожидают роста доходов и дивидендов. Теоретически, при прочих равных условиях, благосостояние собственников должно расти прямо пропорционально величине *P/E*. Он также характеризует срок окупаемости вложений в акцию.

3.2. Финансовые коэффициенты

(38)

4. Коэффициент полной доходности акции (*earnings yield — EY*) — отношение прибыли на акцию к ее рыночной стоимости

$$EY = \frac{\text{Доход на акцию}}{\text{Рыночная стоимость акции}} = \frac{EPS}{P}$$

Аналогично *EPS*, рассматриваемый коэффициент характеризует лишь потенциальную доходность акции, поскольку чистая прибыль частично или полностью может быть направлена на финансирование развития хозяйственной деятельности.

Как следует из формулы расчета, при росте рыночной стоимости акции величина *EY* будет снижаться, и наоборот. Этот, на первый взгляд, парадокс имеет вполне логичное объяснение. С точки зрения менеджмента предприятия величина *EY* отражает уровень доходности, который необходимо обеспечить для привлечения инвесторов. Рынок будет негативно оценивать любую информацию о снижении эффективности деятельности того или иного предприятия, реагируя на нее снижением стоимости акций. Падение курса акций, в свою очередь, приведет к росту показателя их доходности. Таким образом, менеджменту подобных предприятий придется обеспечивать более высокую доходность инвесторам.

3.2. Финансовые коэффициенты

(39)

5. Коэффициент дивидендной доходности акции (*dividend yield — DY*) — отношение дивиденда на акцию к ее рыночной стоимости

$$DY = \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Рыночная стоимость акции}} = \frac{DPS}{P}$$

Он является относительным измерителем дивидендной доходности владельцев акций. Как и *DPS*, этот показатель важен для тех категорий инвесторов, которые заинтересованы в получении регулярных доходов (например, страховые компании, пенсионные фонды и т. п.).

6. Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость акции» (*market/book value — M/B или P/B*) — отношение рыночной стоимости акции к балансовой

(учетная стоимость балансовой стоимости акции)

$$M/B = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}} = \frac{P}{BV(E)/NS} = \frac{P}{B}$$

Обычно рыночная стоимость акции для эффективно работающих предприятий с высокой рентабельностью, ликвидностью, хорошими перспективами роста и т. п. превышает ее балансовую стоимость. Если рассматриваемый показатель меньше 1, это означает, что инвестиции собственников утратили часть стоимости и управлялись неэффективно. Таким образом, минимально допустимым значением величины *M/B (P/B)* является 1. Для эффективно работающих предприятий его величина должна быть больше 1.

3.2. Финансовые коэффициенты (40)

Завершая рассмотрение показателей данной группы, кратко остановимся на еще двух важных коэффициентах — реинвестирования и дивидендных выплат.

7. Коэффициент реинвестирования (*retention ratio* — *RR*) — отношение реинвестированной или капитализированной прибыли к чистой прибыли за

минус

$$RR = \frac{\text{Реинвестированная прибыль}}{\text{Чистая прибыль}} = \frac{RE}{NP - DIV_{PS}} = \frac{RE}{EAC},$$

где DIV_{PS} — дивиденды по привилегированным акциям

EAC — прибыль, доступная держателям обыкновенных акций

Это коэффициент показывает долю чистой прибыли, направленную на развитие бизнеса. Максимальное значение данного показателя — 1, минимальное — 0. В первом случае вся полученная прибыль реинвестируется в хозяйственную деятельность, при этом собственники не получают никаких выплат. Если $RR = 0$, вся прибыль распределяется среди владельцев предприятия. Высокие значения показателя способствуют развитию фирмы за счет внутренних источников и означают стремление менеджмента и акционеров активно расширять бизнес. Как правило, такая политика характерна для фирм, имеющих благоприятные рыночные возможности и перспективы роста. Низкие значения коэффициента обычно означают политику изъятия средств акционерами и отсутствие у предприятия в настоящее время хороших проектов для реализации.

3.2. Финансовые коэффициенты

(41)

8. Коэффициент дивидендных выплат (*payout ratio* — PR) — отношение суммы дивидендных выплат к чистой прибыли за минусом дивидендов по привилегированным акциям

$$PR = \frac{\text{Дивидендные выплаты}}{\text{Чистая прибыль}} = \frac{DIV}{NP - DIV_{PS}} = \frac{DIV}{EAC} = 1 - RR.$$

Этот коэффициент показывает долю чистой прибыли, направленную на выплату собственникам. Как и в предыдущем случае, максимальное значение данного показателя — 1, минимальное — 0. Нетрудно заметить, что он является обратным показателем к RR .

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (1)

Оценка результатов деятельности фирмы предполагает формирование и анализ системы взаимосвязанных показателей, характеризующих ее эффективность с точки зрения реализации целей бизнеса. При этом главной целью управления бизнесом в условиях рынка выступает увеличение его стоимости в интересах владельцев.

Основными составляющими процесса создания стоимости являются управленческие решения в трех областях деятельности:

- 1) **операционной,**
- 2) **инвестиционной,**
- 3) **финансовой.**

Совокупность операционных и инвестиционных решений генерирует денежные потоки фирмы.

Финансовые решения влияют на структуру и стоимость вложенного в нее капитала.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (2)

Операционная деятельность предприятия - ключевой источник создания стоимости.

Операционная деятельность состоит из:

1) Производственной деятельности.

2) Коммерческой деятельности.

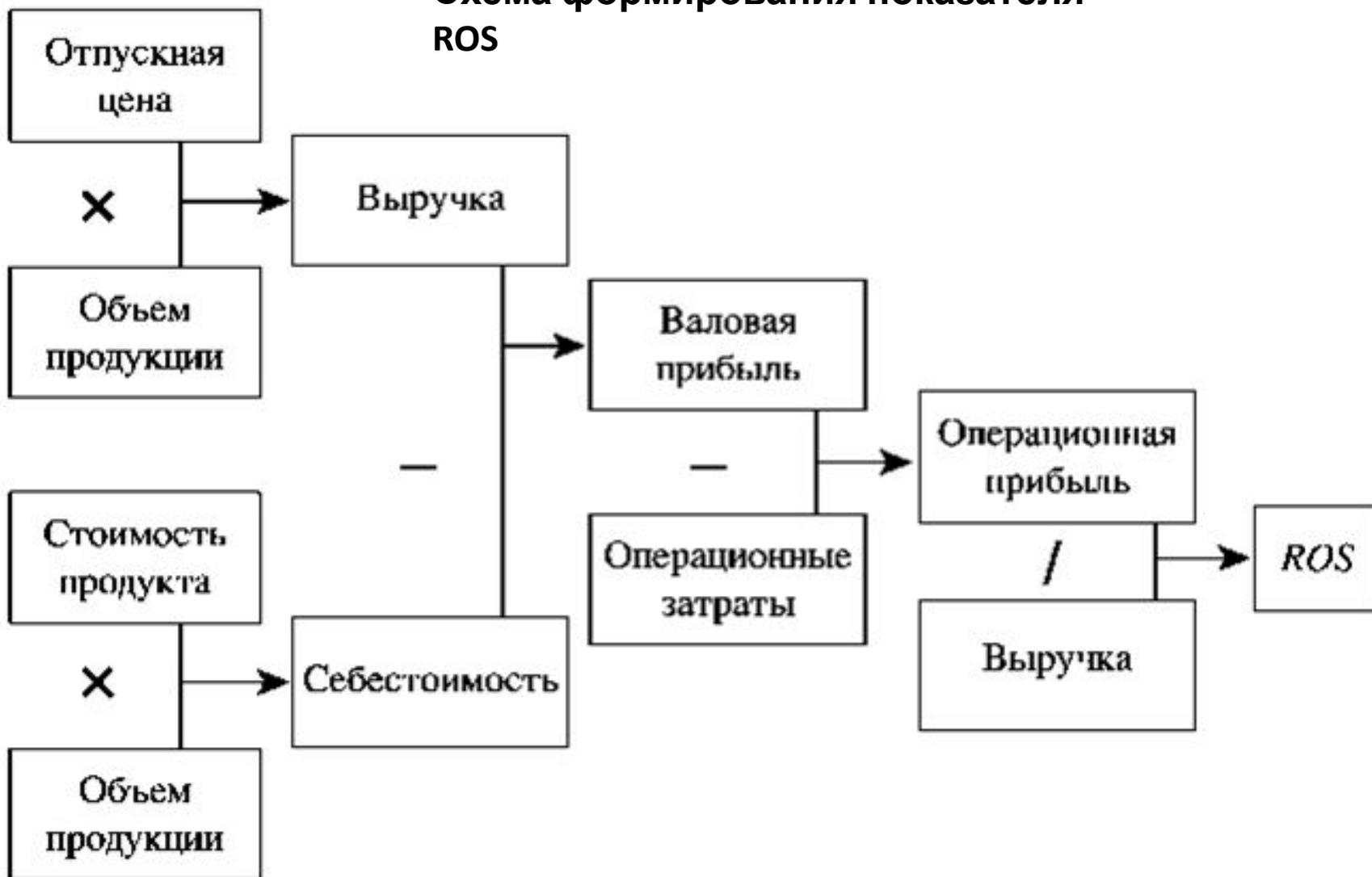
Операционные решения:

- ценообразование,
- объемы выпуска,
- производственные затраты,
- повседневная эксплуатация основных активов,
- поставки сырья,
- сбытовая политика,
- обслуживание клиентов и т. п.

Показатель, характеризующий взаимосвязь производственной и коммерческой деятельности, а также отражающий их итоговый результат - **рентабельность продаж (ROS)**, рассчитываемая как отношение операционной прибыли к чистой выручке.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (3)

Схема формирования показателя
ROS



3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (4)

Основные факторы снижения ROS:

1. Рост затрат на производство и реализацию продукции (*производственная деятельность*);
2. Падение объемов реализации при неизменном уровне затрат (*коммерческая деятельность*).

В **первом** случае тщательному анализу следует подвергнуть структуру затрат в себестоимости, чтобы выявить причину ее роста.

Общая последовательность управленческих решений:

- выделить наиболее весомые статьи себестоимости и исследовать возможности их снижения;
- разделить затраты на постоянные и переменные, рассчитать точку безубыточности;
- проанализировать прибыльность отдельных видов продукции, изучить необходимость и экономическую целесообразность изменения ее номенклатуры.

Во **втором** случае следует сосредоточить внимание на маркетинговых факторах, ценовой политике, условиях реализации, а также качестве и потребительских характеристиках продукции.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (5)

Показатель рентабельности продаж охватывает большинство аспектов операционной деятельности предприятия — производство, маркетинг, сбыт и др. Вместе с тем он не дает возможности оценить, насколько эффективно использовались активы, обеспечившие соответствующие объемы реализации.

Напомним, что важной характеристикой эффективности использования активов является их оборачиваемость (ТАТ).

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы



3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (7)

Ускорение оборачиваемости можно обеспечить,

- 1) уменьшив текущие или постоянные активы, а также потребности в оборотном капитале,
- 2) увеличив выручку при прочих неизменных условиях.

В любом случае необходимо рассмотреть следующие возможности:

- продажа или списание неиспользуемого оборудования;
- выделение неэффективных производств или видов бизнеса и передача их на аутсорсинг;
- снижение запасов сырья и материалов, незавершенного производства, готовой продукции;
- уменьшение дебиторской задолженности;
- получение более выгодных условий оплаты от поставщиков и др.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

(8)

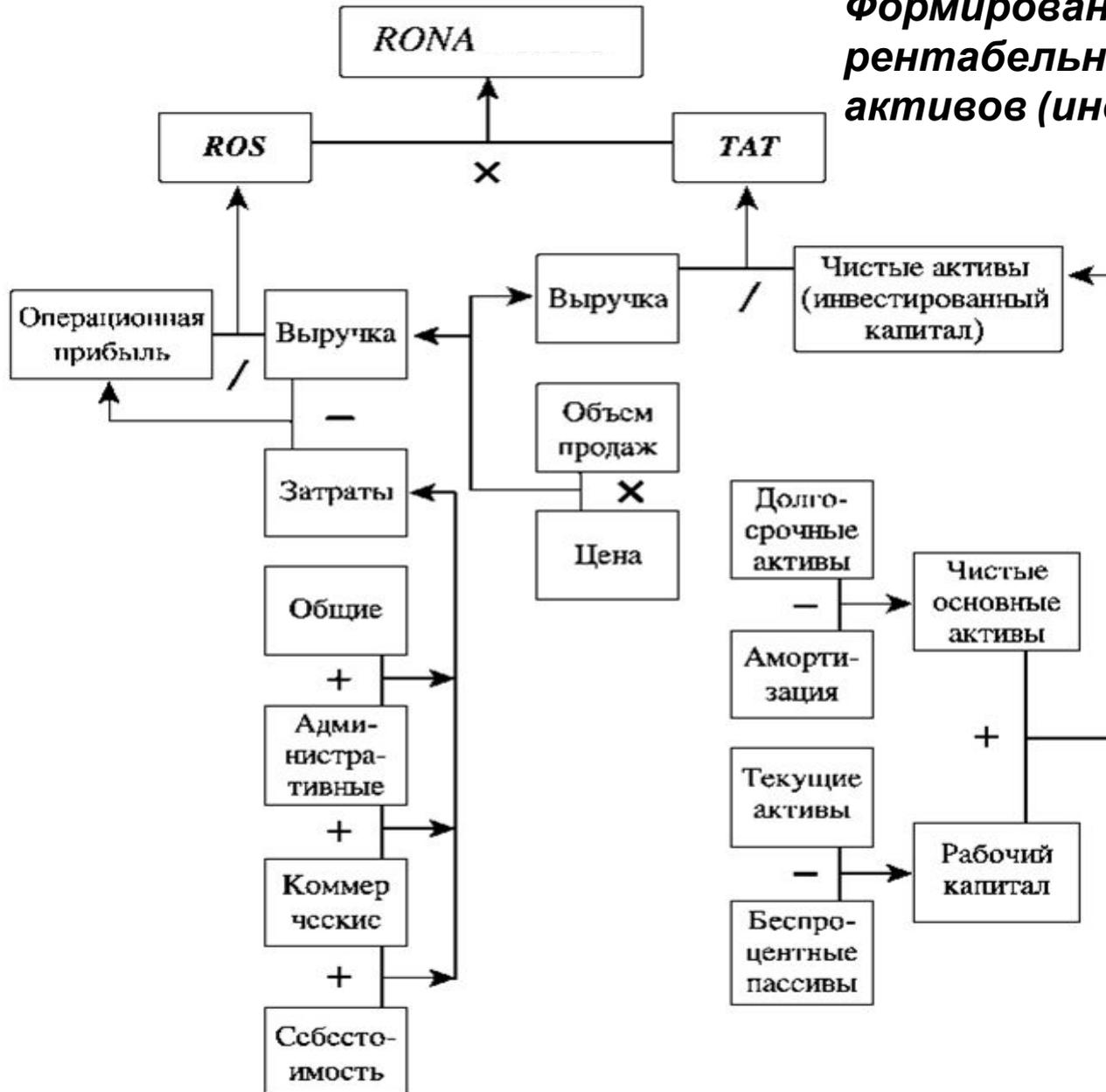
Инвестиционные решения являются движущей силой любого бизнеса, важнейшим фактором его роста, конкурентоспособности и создания стоимости. Их сущность заключается в помещении имеющегося капитала в такие проекты, активы, ресурсы, ожидаемая отдача от которых превысит затраты на его привлечение.

Показателем, связывающим результаты операционной и инвестиционной деятельности предприятия, является рентабельность чистых активов (**RONA**). В узком смысле он выражает отдачу (доход), которая приходится на рубль используемых чистых активов. Однако, являясь важнейшим показателем хозяйственной деятельности, он также позволяет увязать ее различные компоненты.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

(а)

**Формирование показателя
рентабельности чистых
активов (инвестиций)**



3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (10)

Показатель **RONA** не просто зависит от рентабельности продаж и оборачиваемости активов, но и может быть связан с ними факторной моделью вида:

$$RONA = \frac{EBIT}{NA} = \frac{SAL}{NA} \times \frac{EBIT}{SAL} = TAT \times ROS.$$

Причины ухудшения *RONA* могут заключаться как в снижении рентабельности продаж, так и в замедлении оборачиваемости активов.

Если на ухудшение показателя в большей степени влияет падение объема продаж, необходимо сосредоточить свои усилия на маркетинге, ассортиментной политике, системе ценообразования и управлении затратами.

В свою очередь, при замедлении оборачиваемости следует обратить особое внимание на управление операционным и финансовым циклом, применяемые технологии, качество материалов, неиспользуемые или не полностью загруженные основные активы и т. п.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (11)

Фирмы даже одной отрасли могут добиваться требуемого уровня рентабельности активов, следуя различным стратегиям и акцентируя усилия на своих базовых компетенциях и конкурентных преимуществах:

- 1) Низкая рентабельность продаж может компенсироваться высокой оборачиваемостью, т. е. умением производственного менеджмента более эффективно по сравнению с конкурентами эксплуатировать свои активы, либо совместными успехами служб в области управления операционным и финансовым циклом предприятия.
- 2) Невысокая оборачиваемость активов может перекрываться грамотными маркетинговыми стратегиями, умелым позиционированием продуктов и услуг, гибкой ценовой политикой, достижением высокой лояльности покупателей и т. д.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

Финансовые решения напрямую не связаны с операционными и инвестиционными, однако оказывают существенное влияние на их конечные результаты. Они **определяют цену капитала фирмы** и включают в себя различные аспекты, связанные с

- 1) формированием источников капитала предприятия,
- 2) дивидендной и амортизационной политикой предприятия.

Показатель, измеряющий эффективность финансовых решений - коэффициент рентабельности собственного капитала (**ROE**). Он представляет собой долю чистой прибыли, приходящуюся на 1 руб. вложенных владельцами средств после вычета производственных, коммерческих, административных и прочих затрат, включая процентные и налоговые выплаты. Таким образом, помимо операционных и инвестиционных, он содержит в себе также и результаты финансов

$$ROE = \frac{NP}{E} = \frac{NP}{A} \times \frac{\bar{A}}{E} = ROA \times EM.$$

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

Наличие займов в финансировании приводит к возникновению процентных затрат, а также к изменениям в налогооблагаемой базе фирмы. Для оценки их последствий выразим чистую прибыль через рентабельность чистых активов с учетом выплат по займам и налогов:

$$NP = (RONA \times NA - \bar{R} \times D) \times (1 - T) = (EBIT - I) \times (1 - T),$$

где I — величина процентных выплат; T — эффективная ставка налога

Перенеся $(1 - T)$ в левую часть данного уравнения, получим

$$EBT = \frac{NP}{(1 - T)} = EBIT - I = EBT.$$

Нетрудно заметить, что теперь обе части уравнения представляют собой прибыль до вычета налогов (EBT).

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

(14)

Разделив обе части выражения на $EBIT$ получим

$$IB = \frac{EBT}{EBIT} = \frac{EBIT - I}{EBIT} = 1 - \frac{I}{EBIT}.$$

Полученное соотношение может быть интерпретировано как **коэффициент долговой нагрузки (*interest burden* — IB)**, которую несет предприятие. Он показывает долю прибыли до налогообложения, содержащейся в одном рубле дохода от хозяйственных операций. Для фирмы, не имеющей заемного финансирования, его значение будет равно 1. С увеличением доли долга в структуре капитала значение коэффициента IB будет снижаться.

Поскольку чистая прибыль $NP = (EBIT - R \times D) \times (1 - T)$ величина $(1 - T)$ может быть выражена как: $[EBIT \times (1 - R \times D)] / NP$. Так как выражение в квадратных скобках является прибылью до вычета налога, имеем

$$TB = (1 - T) = \frac{NP}{EBT}.$$

Полученный коэффициент показывает **уровень налоговой нагрузки (*tax burden* — TB)** для конкретного предприятия, т. е. долю чистой прибыли, которая остается с каждого рубля дохода после вычета налога.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

Перепишем формулу ROE следующим образом: ⁽¹⁵⁾

$$\begin{aligned} ROE &= \left[(1 - T) \left(1 - \frac{\bar{R} \times D}{EBIT} \right) \right] \times \frac{EBIT}{SAL} \times \frac{SAL}{NA} \times \frac{NA}{E} = \\ &= \frac{(EBIT - I)(1 - T)}{\bar{E}} = \frac{NP}{\bar{E}}. \end{aligned}$$

Выражение в квадратных скобках представляет собой поправочный множитель на проценты и налоги, который позволяет перейти в числителе от операционной к чистой прибыли. Подставив вместо них IB и ТВ, имеем:

$$ROE = TB \times IB \times ROS \times TAT \times EM.$$

3.3. Оценка результатов деятельности

фирмы
(16)

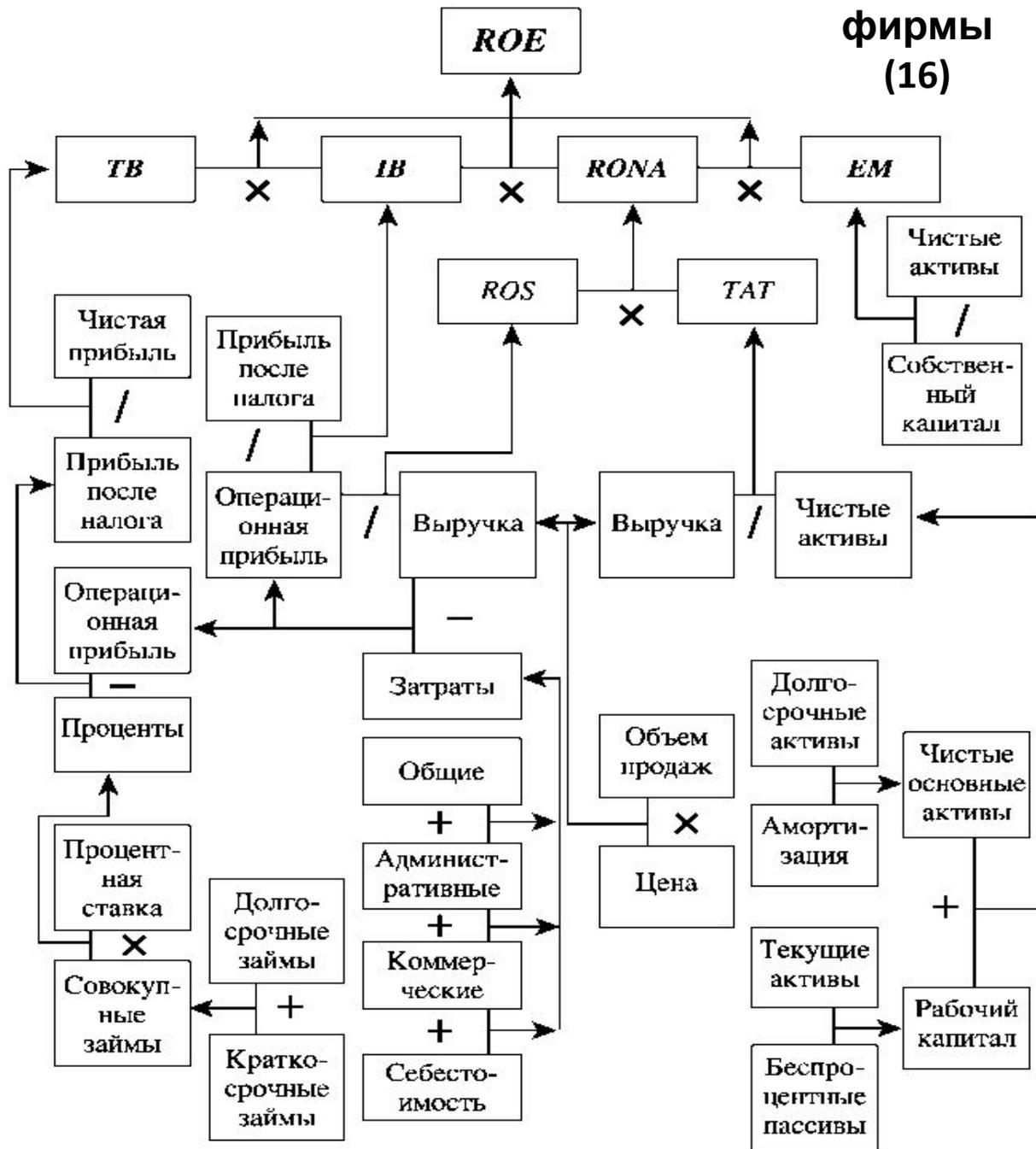


Схема формирования показателя рентабельности собственного капитала (модифицированное «дерево Du Pont»)

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (17)

Показатель ROE и его составляющие оказывает влияние на соотношение рыночной и балансовой стоимости собственного капитала либо одной акции, выражаемой коэффициентом M/B (P/B). В этом несложно убедиться, если соотнести ROE и полную доходность акции EY

$$\begin{aligned} M/B &= ROE/EY = ROE/\frac{EPS}{P} = ROE \times \frac{P}{EPS} = \\ &= \frac{NP}{NS \times B} \times \frac{P \times NS}{NP} = \frac{P}{B}. \end{aligned}$$

Подставив в данную формулу разложение для ROE , получим:

$$M/B = \frac{NP}{EBIT} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{EBIT}{SAL} \times \frac{SAL}{NA} \times \frac{\overline{NA}}{E} \times \frac{P}{EPS}.$$

Нетрудно заметить, что чем больше значение ROE , тем, при прочих равных условиях, будет выше капитализация фирмы. Соответственно, воспользовавшись приведенной моделью, можем проследить цепочку факторов, повлиявших на рост или снижение капитализации предприятия.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

(18)

Рассмотренные показатели и модели представляют собой традиционный (учетный) подход к оценке деятельности фирмы, получивший широкое распространение на практике. Однако, несмотря на фундаментальную роль показателей *ROS*, *TAT*, *RONA*, *ROE* и факторных моделей их формирования в финансовом анализе, такой подход обладает рядом недостатков:

- базируется на учетных данных, а не денежных потоках фирмы;
- оперирует балансовой, а не рыночной стоимостью активов и капитала;
- не показывает реальные изменения стоимости фирмы за исследуемый период;
- не учитывает затраты на собственный капитал, т. е. требования к доходности операций со стороны собственников, и др.

В этой связи за последнее десятилетие разработан ряд новых показателей, максимально приближенных к экономическому, а не бухгалтерскому подходу к оценке стоимости фирмы и результатов работы менеджмента по ее созданию.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

Обратимся к уравнению управленческого баланса фирмы.

$$NA = WCR + NFA = D + E = IC$$

Оно наглядно показывает, что вложенный в фирму капитал состоит из двух компонент — средств, предоставленных кредиторами, и собственных средств владельцев

Поскольку на практике предприятие использует различные источники финансирования, в качестве показателя их стоимости, или цены, обычно используется средняя взвешенная величина *{Weighted Average Cost of Capital — WACC}*, определяемая по формуле:

$$WACC = w_E k_E + w_D k_D (1 - T),$$

где w_E , w_D — доля собственного и заемного капитала соответственно;

k_E , k_D — стоимость собственного и заемного капитала, выраженная в виде процентной ставки;

T — ставка налога на прибыль.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (20)

Критерий *экономической добавленной стоимости (economic value added — EVA)*, определяется как разность между чистым (после вычета налогов) доходом фирмы от операционной деятельности и затратами на вложенный капитал:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1},$$

где $NOPAT_t$ — чистая операционная прибыль после уплаты налогов за период t

IC_{t-1} — инвестированный капитал (чистые инвестиции или чистые активы) на начало периода

$WACC$ — средняя цена капитала

Положительная величина EVA свидетельствует о росте стоимости фирмы за рассматриваемый период, отрицательная обычно трактуется как разрушение стоимости.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы

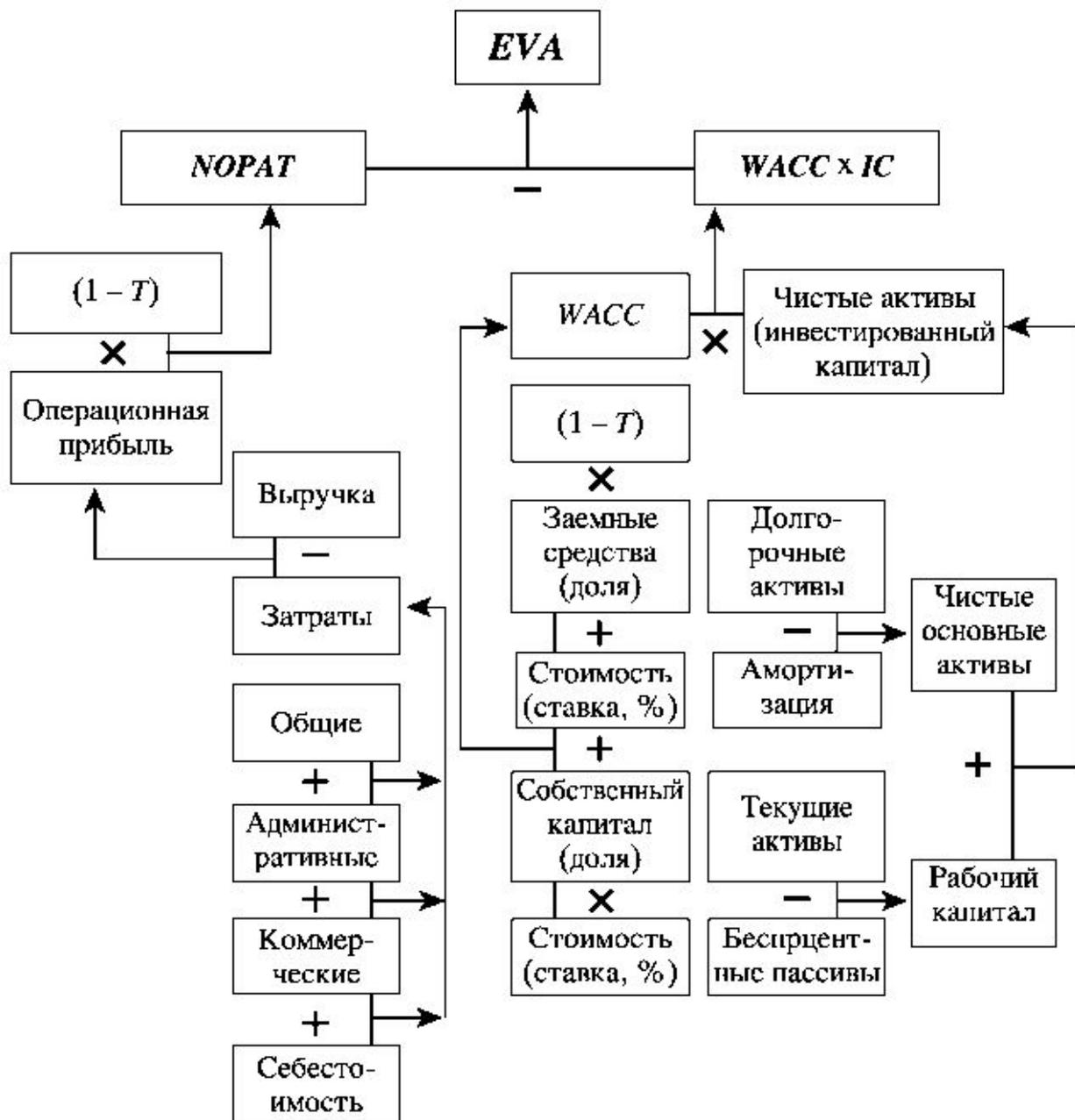


Схема формирования показателя EVA

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (22)

Как следует из приведенных формул и схемы, у менеджеров существуют следующие рычаги управления *EVA*:

- увеличение *NOPAT* не сопровождаемое ростом используемого капитала, за счет принятия более эффективных операционных решений (по управлению издержками, ускорению оборачиваемости капитала и т. п.);
- снижение стоимости и объемов инвестированного капитала при неизменных размерах *NOPAT* за счет принятия более эффективных финансовых решений;
- расширение бизнеса при условии, что дополнительный капитал инвестируется в проекты, рентабельность которых превышает затраты на привлечение капитала;
- изъятие капитала из проектов, рентабельность которых не покрывает его стоимости.

3.3. Оценка результатов деятельности фирмы (23)

Достоинство изложенного подхода заключается в том, что он позволяет измерять эффективность деятельности предприятия с использованием привычных и понятных для менеджеров показателей, которые могут быть определены по данным финансовой отчетности.

Основным **теоретическим недостатком** концепции EVA является то, что она не учитывает фактор времени. Определяемые на основе данных финансовой отчетности показатели EVA отражают лишь краткосрочную перспективу.

С позиции **практики** основная проблема применения концепции заключается в сложности точного определения показателей, участвующих в определении EVA. Формальность и статичность бухгалтерского учета не позволяют получить справедливую оценку стоимости задействованных в бизнесе активов или инвестиций. В этой связи аналитики вынуждены применять достаточно изощренные методики корректировки и «очистки» показателей отчетности с целью определения их достоверных величин.