

ТЕМА 5. ДИАГНОСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ С ПОМОЩЬЮ ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

5.1. Система финансовых коэффициентов

В настоящем разделе речь пойдет об использовании системы коэффициентов для анализа финансового положения компании на основе ее финансовой отчетности. Будем исходить из того, что для проведения финансового анализа нам известны, по крайней мере, ее баланс и отчет о прибыли. Отчет о движении денежных средств также желателен, но основные выводы о состоянии предприятия можно сделать именно на основании баланса и отчета о прибыли. Формат, в котором представлены баланс и отчет о прибыли, обычно не имеет значения, так как существует возможность трансформировать данные из украинского формата в западный, однако следует признать, что последний является более удобным. Финансовая отчетность является наиболее доступной информацией для проведения анализа предприятия. В настоящем разделе рассмотрены основные финансовые показатели и соотношения, которые позволяют проанализировать результаты деятельности компании и дать им оценку, а также сделать прогноз ожидаемых будущих результатов.

С самого начала следует отметить, что система финансовых коэффициентов - это не хрустальный шар, в котором можно увидеть все, что было и что будет. Это просто удобный способ обобщить большое количество финансовых данных и сравнить результаты деятельности различных фирм. Сами по себе финансовые коэффициенты помогают менеджменту компании сфокусировать внимание на слабых и сильных сторонах деятельности компании и правильно поставить вопросы, но очень редко дают на них ответы. Важно понимать, что финансовый анализ не оканчивается расчетом финансовых показателей, а только начинается, когда исследователь произвел полный их расчет.

Реальная полезность применяемых коэффициентов определяется теми конкретными задачами, которые ставит перед собой исследователь. Коэффициенты, прежде всего, дают возможность увидеть изменения в финансовом положении или результатах производственной деятельности и помогает определить тенденции и структуру таких изменений, что, в свою очередь, может указать руководству компании на угрозы и возможности, которые присущи предприятию.

Еще один аспект, который следует всегда помнить при пользовании коэффициентами, связан с тем, что оценка результатов деятельности предприятия производится на основе данных прошедших периодов, и на их основе может оказаться затруднительным экстраполировать будущее развитие предприятия. Финансовый анализ не должен отвечать на вопрос типа “потел ли покойник перед смертью и если не потел, то это хорошо”. Финансовый анализ должен быть направлен на будущее.

Никогда нельзя забывать, что решения, принятые на основе проведенного финансового анализа, могут воздействовать только на будущие результаты деятельности: прошлое миновало.

Кратко перечислим основные особенности финансового анализа в том его варианте, который будет рассмотрен в настоящем разделе.

1. Подавляющее большинство финансовых показателей носит характер относительных величин, что позволяет сравнивать предприятия различного масштаба деятельности.
2. При проведении финансового анализа должен присутствовать фактор сравнения:
 - сравниваются показатели деятельности предприятия за различные промежутки времени либо
 - сравниваются показатели данной компании со средними показателями по отрасли или с показателями других компаний отрасли.
1. Для проведения финансового анализа нужно иметь полное финансовое описание предприятия за выбранное количество периодов (обычно лет). Если это один период, то в распоряжении аналитика должны быть данные баланса предприятия на начало и конец периода и отчет о прибыли за рассматриваемый период. Если количество периодов – два и больше, то количество отчетов о прибыли и балансов соответственно увеличивается, но всегда количество используемых для анализа балансов должно быть на единицу больше, чем количество отчетов о прибыли.

Общее количество финансовых показателей, используемых для анализа деятельности предприятия весьма велико. Если задаться целью перечислить все когда-либо использованные финансовые показатели, то можно насчитать их более сотни. В данном разделе будут рассмотрены лишь основные коэффициенты и показатели и, соответственно, основные выводы, которые на их основе можно сделать. С целью более упорядоченного рассмотрения и анализа финансовых показателей их принято подразделять на группы. Такое подразделение можно сделать различными способами. Ниже мы рассмотрим несколько различных способов, однако, основной стержень изложения финансовых

показателей будет следовать представлению финансовых показателей по группам, отражающим интересы различных групп лиц, имеющих отношение к предприятию.

Результаты деятельности данного конкретного предприятия интересуют самых различных людей.

Основные заинтересованные группы – это собственники (инвесторы), руководители компании, кредиторы, работники компании, рабочие организации (профсоюзы), правительственные учреждения и общество в целом, как потенциальные инвесторы и потребители разнообразных социальных благ, генерируемых данным предприятием. Ранее в разделе 1 эти группы были объединены одним термином “стейкхолдеры”. Различные группы стейкхолдеров рассматривают деятельность компании с разных позиций, и их оценка часто охватывает не только финансовые данные, а более широкий спектр ценностей, которые не обязательно имеют количественное измерение. Учитывая важность влияния основных стейкхолдеров, можно рассматривать оценку деятельности предприятия с точки зрения трех основных групп: руководство предприятия, владельцы, кредиторы. Несомненно, такое деление нельзя считать незыблемым, и показатели каждой группы могут использоваться различными заинтересованными лицами.

Возможно также упорядочение рассмотрения финансовых показателей по группам, характеризующим основные свойства деятельности компании: 1) ликвидность и платежеспособность, 2) эффективность менеджмента предприятия, 3) прибыльность (рентабельность) его деятельности.

Ниже представлено более подробное разделение финансовых коэффициентов на группы, характеризующие различные особенности деятельности предприятия.

1. Операционный анализ

- Коэффициент изменения валовых продаж
- Коэффициент валового дохода
- Коэффициент операционной прибыли
- Коэффициент чистой прибыли

2. Анализ операционных издержек

- Коэффициент производственной себестоимости реализованной продукции
- Коэффициент издержек по реализации
- Коэффициент общих и административных издержек
- Коэффициент процентных платежей

3. Управление активами

- Оборачиваемость активов
- Оборачиваемость постоянных активов
- Оборачиваемость чистых активов
- Оборачиваемость дебиторской задолженности
- Средний период погашения дебиторской задолженности
- Оборачиваемость товарно-материальных запасов
- Оборачиваемость товарно-материальных запасов по себестоимости
- Оборачиваемость кредиторской задолженности
- Средний период погашения кредиторской задолженности

4. Показатели ликвидности

- Коэффициент текущей ликвидности
- Коэффициент быстрой ликвидности
- Коэффициент абсолютной ликвидности

5. Показатели прибыльности (рентабельности)

- Рентабельность оборотных средств
- Рентабельность активов
- Рентабельность собственного капитала
- Рентабельность используемого капитала (Рентабельность чистых активов)

6. Показатели структуры капитала

- Отношение задолженности к активам
- Отношение задолженности к капитализации
- Соотношение заемного и собственного капитала
- Отношение задолженности к собственному капиталу.
- Коэффициент капитализации

7. Показатели обслуживания долга

- Показатель обеспеченности процентов
- Показатель обеспеченности процентов и основной части долга

8. Рыночные показатели

- Прибыль на одну акцию
- Рост цены акции
- Дивидендный доход
- Общая доходность обыкновенных акций
- Коэффициент выплат
- Коэффициент цена/прибыль на 1 акцию.

В дальнейшем мы будем последовательно давать характеристику приведенным выше финансовым коэффициентам, следуя последнему варианту их разделения на группы. По каждому коэффициенту будет приведена расчетная формула, приведен расчет значения этого коэффициента для конкретного примера и сделана интерпретация полученной количественной величины. В качестве примера исходных данных будут по-прежнему использоваться баланс и отчет о прибыли компании SVP.

5.2. Показатели операционного анализа

Коэффициент изменения валовых продаж служит целям количественной характеристики приращения объема продаж текущего периода по отношению к объему валовых продаж предыдущего периода.

Расчет данного показателя производится по формуле

$$\frac{\text{Выручка за текущий год} - \text{Выручка за прошлый год}}{\text{Выручка за прошлый год}}$$

Естественным опасением при использовании данного показателя является влияние инфляции.

Инфляция искажает значение данного показателя, так как объем выручки за текущий год по сравнению с предыдущим содержит инфляционную компоненту. Следует иметь в виду, что инфляция является объективным отражением экономических закономерностей текущего периода, т.е. ее присутствие закономерно сказывается на изменении показателей предприятия. В некоторых случаях предприятие может даже “заработать” на инфляции. И в этом смысле использование формулы без корректировок на инфляцию имеет смысл. Для предприятия SVP коэффициент изменения валовых продаж составил

45.56
% в XX году и

17.07
% в XY году.

Данные соотношения отчетливо свидетельствуют о том, что предприятие имело весьма существенное увеличение продаж в XX году, по сравнению с предыдущим годом. В то же время темпы роста объемов продаж в XY году существенно снизились и составили всего 17 процентов. Следует отметить, что такой рост объемов продаж в нормальных рыночных условиях говорит о сравнительно высоком уровне эффективности операционной деятельности предприятия. Для целей получения более объективной характеристики необходимо сравнить этот показатель с темпом потребления продукции, выпускаемой предприятием в целом по рынку. Если, к примеру, темп потребления рынком продукции предприятия SVP возрос в XY году на 8 процентов, то соотношение 17% против 8% свидетельствует о том, что предприятие SVP потеснило своих конкурентов на этом рынке, расширив свой рыночный сегмент. Если при всех прочих равных условиях темп роста потребления рынка возрос на 20 процентов, то это говорит о том, что предприятие “сдало” ряд своих рыночных позиций.

Если мы захотим учесть инфляцию, то это означает, что выручку текущего периода следует пересчитать в ценах предыдущего периода. К сожалению, мы не можем воспользоваться величиной годового темпа (или индекса) инфляции, так как инфляционное изменение цен товаров происходило более или менее равномерно в течение года. Для целей пересчета следует воспользоваться информацией о темпах инфляции в течение каждого месяца. Расчет скорректированного на инфляцию дохода компании SVP в XY году приведен в следующей таблице.

Месяц	Темп инфляции	Индекс Инфляции	Относительный Объем продаж	Выручка	Выручка в ценах начала года
1	1.86%	1.0186	8.6%	123,840	121,579
2	1.20%	1.0120	7.4%	106,560	103,374
3	1.22%	1.0122	9.6%	138,240	132,490

4	1.41%	1.0141	9.6%	138,240	130,648
5	1.33%	1.0133	12.1%	174,240	162,509
6	1.02%	1.0102	7.3%	105,120	97,053
7	1.12%	1.0112	6.4%	92,160	84,145
8	0.98%	1.0098	6.5%	93,600	84,630
9	1.23%	1.0123	4.6%	66,240	59,165
10	1.41%	1.0141	9.0%	129,600	114,147
11	0.45%	1.0045	8.6%	123,840	108,586
12	1.05%	1.0105	10.3%	148,320	128,699
За год	14.28%	1.1525	100.0%	1,440,000	1,327,024

В соответствии с таблицей, выручка каждого месяца корректируется с учетом индексов инфляции всех предшествующих месяцев. Например, для получения скорректированной на инфляцию (т.е. в ценах начала года) величины выручки в марте ХУ года необходимо номинальную выручку 138,240 последовательно разделить на три индекса (января, февраля и марта). Если воспользоваться годовым индексом инфляции, не учитывая распределение выручки по месяцам, то мы получим скорректированный объем выручки в размере 1,249,502, что существенно ниже результата расчета скорректированной выручки, полученной с помощью месячного разбиения.

Новое значение коэффициента изменения валовой выручки (с учетом корректировки на инфляцию) составит всего $(1,327,024 - 1,230,000) / 1,230,000 = 7,89\%$. Как видно, при годовом темпе инфляции 14.28% расхождение значения коэффициента весьма существенно. Если темп инфляции ниже, погрешность расчета становится менее ощутимой. Например, при годовом темпе инфляции 2.8% значение коэффициента изменения валовой выручки составляет 15.12%. Таким образом, при малых уровнях инфляции этот эффект можно не учитывать.

Коэффициент валового дохода показывает, какую долю валовый доход занимает в выручке предприятия. Расчет коэффициента производится по формуле

$$\frac{\text{Валовый доход}}{\text{Выручка от реализации}}.$$

Валовый доход зависит от соотношения цен, объема продаж и себестоимости проданной продукции. Любое изменение в соотношении цен и себестоимости произведенных или приобретенных товаров может повлечь за собой изменение в валовом доходе. Коэффициент валового дохода является предтечей полной оценки прибыльности продаж предприятия. Следует помнить, что валовый доход по определению призван покрыть издержки, связанные с общим управлением компании и реализацией готовой продукции и, кроме того, обеспечить прибыль предприятию. В этом смысле коэффициент валового дохода показывает способность менеджмента компании управлять производственными издержками (стоимостью сырья и прямых материалов, затратами на прямой труд и производственными накладными издержками). Чем выше этот показатель, тем более успешно менеджмент компании управляет производственными издержками. Значение этого показателя для компании SVP составили

25.35
% в XX году и

23.14
% в ХУ году.

Из этих данных следует, что значение показателя ухудшилось. Очевидно, что с ростом объемов реализации менеджмент предприятия не смог удержать на неизменном уровне производственную себестоимость, т.е. некоторые статьи производственных издержек, предположительно затраты на энергию или стоимость прямых материалов относительно увеличились. Могло также сказаться увеличение тарифов на потребление или ввоз в страну различных ресурсов либо увеличение ставок косвенных налогов, которые включаются в себестоимость. Так или иначе следует констатировать, что предприятие не смогло адекватно отреагировать на повышение стоимости входных ресурсов, другими словами повысить цены продаваемой продукции сообразно повышению цен входных ресурсов.

Следует ожидать, что снижение коэффициента валового дохода приведет к уменьшению прибыльности продаж, если предприятие не снизит общие, административные или маркетинговые издержки.

Коэффициент операционной прибыли показывает эффективность основной (операционной) деятельности предприятия вне связи с финансовыми операциями и нормами фискального регулирования, принятыми в стране. Расчет этого коэффициента осуществляется по формуле:

Прибыль до процентных платежей и налогообложения

Выручка от реализации

В данной формуле мы подчеркнули содержание операционной прибыли: это прибыль, которая получается после вычитания из валового дохода общих, административных и реализационных издержек. Таким образом, в числителе этой формулы учтены все издержки, кроме финансовых платежей и налога на прибыль. И поэтому данный показатель показывает, насколько эффективна собственно производственная деятельность предприятия. Предприятие SVP имело следующие значения коэффициента операционной прибыли:

10.49
% в XX году и

9.17% в XY году.

Рассчитанные значение показателя операционной прибыли позволяют сделать следующие выводы. Во-первых, эти значения по годам закономерно ниже показателя валового дохода. Во-вторых, эффективность деятельности компании с точки зрения операционной прибыли снизилась еще более существенно по сравнению с показателем валового дохода. Это говорит о том, что менеджмент предприятия в XY году не смог удержаться на неизменном по сравнению с прошлым годом относительном уровне общих, административных и маркетинговых издержек. И это, в свою очередь, однозначно приведет к ухудшению прибыльности продаж.

Прибыльность продаж (коэффициент чистой прибыли) является итоговой характеристикой прибыльности основной деятельности предприятия за период времени. Расчет этого показателя производится по формуле

Чистая прибыль

Выручка от реализации

Если предыдущие два коэффициента характеризовали эффективность отдельных сторон деятельности предприятия в части обеспечения прибыльности, то данный коэффициент показывает, насколько эффективно “сработала” вся менеджерская команда, включая производственных менеджеров, маркетологов, финансовых менеджеров в части основной деятельности компании. Роль финансового менеджера в данном контексте свелась к добыванию заемных финансовых ресурсов, а эффективность его деятельности оценивается тем, какова стоимость (процентная ставка) этих ресурсов. В самом деле, процентные платежи учтены в расчете чистой прибыли, и чем выше эти платежи, тем ниже прибыльность продаж. Компания SVP достигла следующих значений прибыльности продаж:

6.46
% в XX году и

5.68
% в XY году.

Полученное снижение прибыльности продаж по элементам уже было объяснено выше при анализе предшествующих показателей прибыльности. Следует также добавить, что относительное снижение этого показателя менее существенно по сравнению со снижением показателя операционной прибыли. Этого говорит о том, что финансовый менеджер компании, за счет привлечения не очень дорогих кредитов смог слегка улучшить положение компании, не допустив драматического снижения показателя чистой прибыли.

Существует еще один способ оценки прибыльности продаж, который исключает все уплаченные проценты из налогооблагаемой прибыли. Аргумент в пользу этого подхода таков. И прямой, и кредитный инвестор предприятия вкладывает в предприятие деньги, рассчитывая на вознаграждение. В соответствии с нормами налогообложения прибыли проценты за использования заемного капитала относятся на себестоимость, а дивиденды выплачиваются из прибыли. В то же время дивиденды не вычитаются при оценке прибыльности продаж, а процентные платежи – вычитаются до налога на

прибыль. Отсюда веский аргумент в пользу того, чтобы исключить проценты из расчета чистой прибыли, уравнивая тем самым отношение к собственному и заемному капиталу при оценке прибыльности продаж. Расчет коэффициента чистой прибыли теперь производится по формуле:

$$\frac{\text{Чистая прибыль} + (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) \times \text{Процентные платежи}}{\text{Выручка от реализации}}$$

Выручка от реализации

Смысл формулы таков: поскольку процентные платежи вычитались из налогооблагаемой прибыли, мы просто добавляем эту сумму вычтенных процентов, но с учетом налога на прибыль. Расчет по этой формуле приводит к следующим оценкам показателя чистой прибыли:

7.34
% в XX году и

6.42
% в XY году.

Подчеркнем также, что итоговый характер данного показателя привлекает пристальное внимание собственников компании. Собственники компании, как правило, не имеют достаточного времени и квалификации для того, чтобы подробно анализировать все элементы деятельности компании. В то же время ключевые показатели они контролируют с особой тщательностью. Данный показатель относится к разряду основных с точки зрения собственников. Снижение прибыльности продаж в XY году, очевидно, вызовет негативную реакцию собственников, и они в праве потребовать у руководства более детальных объяснений. И если эти объяснения не будут сочтены вескими, собственники предприятия могут заменить управляющий персонал компании, как не оправдавший их ожидания.

5.3. Показатели операционных издержек

Анализ операционных издержек производится с целью оценки относительной динамики долей различных видов издержек в структуре совокупных издержек предприятия и является дополнением операционного анализа. Анализ операционных издержек позволяет выявить истинную причину изменения показателей прибыльности компании.

В частности, коэффициент производственной себестоимости реализованной продукции, который рассчитывается по следующей формуле

$$\frac{\text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Выручка от реализации}}$$

Выручка от реализации

является дополнением коэффициента валового дохода в том смысле, что эти два коэффициента в сумме должны составлять 100%.

Аналогичные формулы справедливы для всех остальных коэффициентов данной группы. Расчет этой группы коэффициентов для предприятия SVP позволил получить следующие оценки:

	XX год	XY год
Коэффициент себестоимости реализованной продукции	74.66%	76.86%
Коэффициент издержек на реализацию	10.50%	8.50%
Коэффициент общих и административных издержек	4.50%	6.00%
Коэффициент процентных платежей	1.26%	1.05%

Данная таблица дает возможность сделать ряд выводов о причинах снижения прибыльности продаж предприятия. Во-первых, основная причина состоит в увеличении производственных издержек (себестоимости проданных товаров). Предприятие пыталось компенсировать это увеличение за счет снижения издержек на реализацию продукции, и у него это получилось: эти издержки в общей структуре затрат снизились с 10.5% в XX году до 8.5% в XY году. Однако, доля общих и административных издержек предприятия увеличилась с 4.5% до 6%, что практически нивелировало усилия по снижению затрат на реализацию продукции. Следует подчеркнуть, что снижения затрат на реализацию, в составе которой присутствует существенная доля оплаты рекламной кампании, является не лучшим способом повышения эффективности деятельности компании, так как это может привести к снижению выручки. Отмечается также снижение доли процентных платежей в структуре затрат, что несомненно является заслугой финансового менеджера предприятия.

5.4. Показатели эффективности управления активами

При анализе состояния компании важно определить, насколько эффективно менеджмент управляет активами, доверенными ему владельцами компании. По балансу предприятия можно судить о характере используемых компанией активов. Большая сумма накопленной амортизации по отношению к имеющимся недвижимому имуществу, машинам и оборудованию дает основания полагать, что у компании старое оборудование, требующее обновления. Если в балансе появились большие суммы денежных средств, можно предположить, что имеются излишние деньги, которые могли быть использованы с большей пользой. Для выявления тенденций в использовании имеющихся у компании ресурсов используется ряд коэффициентов, основанных на соотношении товарооборота и величины капитала, необходимого для обеспечения такого объема операций.

Коэффициент оборачиваемости активов вычисляется в нескольких вариантах. Могут быть использованы коэффициенты

- оборачиваемости активов,
- оборачиваемости постоянных активов и
- оборачиваемость чистых активов.

Расчеты этих показателей производятся по формулам:

$$\text{Оборачиваемость активов} = \frac{2 * \text{Выручка от реализации}}{\left(\frac{\text{Активы}}{\text{всего на начало года}} + \frac{\text{Активы}}{\text{всего на конец года}} \right)},$$

$$\text{Оборачиваемость постоянных активов} =$$

$$= \frac{2 * \text{Выручка от реализации}}{\left(\frac{\text{Активы всего}}{\text{на начало года}} + \frac{\text{Активы всего}}{\text{на конец года}} - \left(\frac{\text{Текущие}}{\text{активы}} \frac{\text{Текущие}}{\text{на начало года}} + \frac{\text{Текущие}}{\text{активы}} \frac{\text{Текущие}}{\text{на конец года}} \right) \right)},$$

$$\text{Оборачиваемость чистых активов} =$$

$$= \frac{2 * \text{Выручка от реализации}}{\left(\frac{\text{Активы всего}}{\text{на начало года}} + \frac{\text{Активы всего}}{\text{на конец года}} - \left(\frac{\text{Текущие}}{\text{обязательства}} \frac{\text{Текущие}}{\text{на начало года}} + \frac{\text{Текущие}}{\text{обязательства}} \frac{\text{Текущие}}{\text{на конец года}} \right) \right)}.$$

Чаще всего используется оборачиваемость активов всего и оборачиваемость чистых активов, или нетто-активов. С помощью этих показателей можно определить, какое количество вложенных активов необходимо для обеспечения данного уровня реализации продукции, то есть какая сумма дохода получается на каждый, например, доллар или гривну вложенных активов. Применение нетто-активов исключает из расчетов текущие обязательства. Объясняется это тем, что текущие обязательства (счета к оплате, подлежащие выплате налоги, подлежащая выплате доля долгосрочной задолженности, начисленная заработная плата и другие начисленные обязательства) в основном непосредственно связаны с операциями компании и не находятся в ее распоряжении в процессе ее деятельности. Таким образом, сумма используемых компанией активов эффективно уменьшается за счет этой постоянной текущей кредиторской задолженности и прочих текущих обязательств. Это соображение особенно важно при анализе деятельности торговых фирм, у которых сумма счетов поставщиков, подлежащих оплате, достигает значительной доли в общем итоге баланса.

Показатель оборачиваемости постоянных активов показывает, какая сумма дохода получается на единицу денежного выражения основных средств предприятия. Этот показатель является наиболее “болезненным” для украинских предприятий в настоящий период развития экономики страны с характерным неполным использованием производственных мощностей.

Необходимо отметить, что данные показатели являются весьма приближенными, поскольку в балансах большинства предприятий самые различные активы, приобретенные в различное время, показываются по первоначальной стоимости. Балансовая стоимость таких активов часто не имеет ничего общего с их реальной стоимостью, при этом такое расхождение усугубляется в условиях инфляции и при повышении стоимости таких активов. Именно такие несоответствия балансовой и реальной стоимости у большинства инвесторов вызывают желание к поглощению данной компании, чтобы реализовать заложенную в ней дополнительную стоимость.

Еще одно искажение реального положения может быть связано с разнообразием видов деятельности компании: в то время как значительная часть производственной деятельности требует вовлечения большого количества активов, другие виды деятельности (например, сфера обслуживания или оптовая торговля) требуют относительно меньшего количества активов для получения определенного объема дохода. Поэтому при анализе, по возможности, надо стремиться к разделению финансовых показателей по основным видам деятельности или видам продукции, и коэффициент оборачиваемости активов наряду с другими показателями поможет определить благоприятные или неблагоприятные результаты деятельности.

В нашем примере с компанией SVP имеем

	XX год	XY год
Оборачиваемость активов	1.76	1.82
Оборачиваемость постоянных активов	3.63	4.68
Оборачиваемость чистых активов	2.70	2.79

Динамика всех рассмотренных показателей оборачиваемости активов благоприятна для предприятия. Отмечается существенно более слабое улучшение показателя чистых активов. Это объясняется тем, что на фоне роста выручки предприятия происходит снижение кредиторской задолженности. Это в свою очередь увеличивает величину чистых активов, создающих эту выручку, и, следовательно, в конечном итоге способствует уменьшению показателя оборачиваемости чистых активов.

Управление оборотными активами. Особое внимание при анализе использования активов уделяется ключевым статьям оборотных средств: товарно-материальным запасам и дебиторской задолженности (счета к получению). Главная цель анализа состоит в том, чтобы установить признаки уменьшения величины или, напротив, избыточного накопления товарно-материальных запасов и счетов дебиторов. Обычно эти статьи баланса сопоставляются с суммой дохода от реализации продукции или услуг или с себестоимостью реализованной продукции, поскольку считается, что эти статьи тесно взаимосвязаны. Только на основе данных баланса трудно дать точную оценку товарно-материальным запасам. Обычно используется средняя сумма товарно-материальных запасов на начало и конец отчетного периода. Иногда бывает целесообразно использовать только показатель на конец отчетного периода, если происходит бурный рост компании и товарно-материальные запасы постоянно увеличиваются для обеспечения быстро растущего объема реализации. Важно также учитывать метод списания товарно-материальных запасов на себестоимость продукции – метод ЛИФО, ФИФО, по средней стоимости и т. д.

Общую картину может дать соотношение объема продаж (дохода от реализации) и суммы товарно-материальных запасов, но обычно более точным показателем будет считаться соотношение товарно-материальных запасов и себестоимости реализованной продукции, поскольку эти показатели сопоставимы. Дело в том, что доход от реализации включает величину надбавки (на издержки производства), которая не включена в стоимость товарно-материальных запасов.

Расчет оборачиваемости товарно-материальных запасов производится по формулам:

$$2 * \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Товарно-материальные запасы}}$$

$$\left(\frac{\text{Товарно-материальные запасы на начало года} + \text{Товарно-материальные запасы на конец года}}{2} \right)$$

либо

2* Затраты на производство

$$\left(\frac{\text{Товарно-материальные средства на начало года}}{\text{Товарно-материальные средства на конец года}} + \dots \right)$$

Первая формула использует в качестве основы выручку от реализации, вторая – себестоимость проданных товаров, что более отвечает содержанию товарно-материальных запасов. Данный показатель характеризует скорость, с которой товарно-материальные запасы оборачивались в течение отчетного периода. Обычно, чем выше показатель оборачиваемости товарно-материальных запасов, тем лучше: низкий уровень запасов уменьшает риск, связанный с невозможность реализовать продукцию и указывает на эффективное использование капитала. Тем не менее, если показатель оборачиваемости запасов на данной фирме значительно выше, чем в среднем по отрасли, это может свидетельствовать о потенциальном дефиците закупаемых товаров и материалов, что может отразиться на качестве обслуживания заказчиков и, в конечном итоге, ослабить конкурентную позицию компании. Окончательный вывод требует дополнительного анализа.

Иногда оборачиваемость запасов вычисляется в количестве дней, в течение которых происходит продажа или использование в производство и затем продажа ТМС. Для вычисления этого показателя необходимо календарную длительность периода (например, 365 дней в году) разделить на показатель оборачиваемости ТМС за этот период.

Для предприятия SVP имеем следующие значения показателя оборачиваемости товарно-материальных запасов:

32.29 периодов в году 11.3 дня в XX году и
или

22.86 периодов в году 16.9 дней в XY году.
или

Анализ этих данных позволяет прийти к выводу о том, что в целом предприятие имеет высокие показатели оборачиваемости ТМС, что свидетельствует с одной стороны об эффективной внутренней системе управления ТМС на предприятии, с другой стороны – о хорошо налаженных взаимоотношениях с поставщиками и потребителями в части отгрузки прямых материалов и готовой продукции. В то же время, что-то начинает “разлаживаться” в этой системе, поскольку показатели оборачиваемости товарно-материальных запасов ухудшаются – от 11 дней в XX году до почти 17 дней в XY году.

В связи с этим показателем уместно упомянуть о так называемой системе управления запасами, которая имеет название “точно вовремя”, или Just-in-Time. Данная система применяется на многих японских предприятиях и является идеальной в смысле стремления максимально повысить свойство оборачиваемости ТМС. Технически эта система реализуется тем, что все прямые материалы от поставщика непосредственно поступают на технологическую линию, минуя склад. Точно так же, готовая продукция сразу же по окончании технологического процесса отгружается потребителю, опять-таки минуя склад. Таким образом, предприятие экономит в части складских помещений, затрат на их обслуживание и т.д. С точки зрения финансов предприятия такая система также является идеальной. При использовании этой системы значение показателя оборачиваемости ТМС составляет от 2 дней до 0.5 дня. Таким образом, величина ТМС в балансе принимает минимально возможное (а иногда и нулевое значение), и, стало быть, не требует дополнительного источника финансирования. Реальная практика украинских предприятий такова, что запасы материалов и готовой продукции на складах предприятия нередко неоправданно завышены, что приводит к плохой оборачиваемости ТМС и в целом к снижению эффективности деятельности.

В крупных промышленных компаниях целесообразно рассчитывать этот коэффициент для отдельных видов или отдельной группы продукции, но финансовые отчеты компаний такую детальную информацию обычно не содержат.

Оборачиваемость дебиторской задолженности основывается на сравнении величины этой статьи с чистым объемом продаж. При анализе данного показателя принципиальным является вопрос, соответствует ли сумма неоплаченной дебиторской задолженности на конец отчетного периода сумме продаж в кредит, которая по логике должна оставаться неоплаченной с учетом предоставляемых компанией условий коммерческого кредита. Например, если компания продает с условием оплаты через 30 дней, то обычно сумма дебиторской задолженности должна равняться объему продаж за предыдущий месяц. Если в балансе дебиторская задолженность равняется объему реализации за 40

или 50 дней, это может означать, что ряд клиентов имеет трудности с оплатой счетов или нарушает условия кредита, либо для реализации своей продукции компания была вынуждена увеличить срок оплаты.

Точный анализ состояния дебиторской задолженности может быть сделан только путем определения "возраста" всех счетов дебиторов по книгам компании и классификации их по количеству неоплаченных дней: 10 дней, 20 дней, 30 дней, 40 дней и т.д. - и далее путем сравнения этих сроков с условиями кредитования по каждой сделке. Но такого рода анализ требует доступа к внутренней информации компании, поэтому внешний исследователь вынужден довольствоваться довольно приблизительным показателем, сопоставляющим дебиторскую задолженность и объем реализации за 1 день и последующим соотношением этой величины со средним значением дебиторской задолженности в течение года. Это достигается с помощью использования показателя *оборачиваемости дебиторской задолженности*, который рассчитывается по следующей формуле:

2 Выручка от реализации*

$$\left(\frac{\text{Дебиторская задолженность на нач. года}}{\text{Дебиторская задолженность на кон. года}} + \frac{\text{Дебиторская задолженность на кон. года}}{\text{Дебиторская задолженность на нач. года}} \right)$$

Аналогичную характеристику представляет показатель *среднего срока погашения дебиторской задолженности*:

365

Оборачиваемость дебиторской задолженности

Предприятие SVP имело следующие значения этих показателей:

5.88 периодов в году 62.1 дня в XX году и
или

4.37 периодов в году 83.6 дня в XY году.
или

Оборачиваемость дебиторской задолженности, в целом достаточно низкая в течение года, еще более ухудшилась в XY году. Низкая оборачиваемость дебиторской задолженности говорит о том, что предприятие излишне "любит" своих потребителей, устанавливая большие продолжительности кредитов или не требуя от потребителей выполнения контрактных условий по погашению задолженности. Такой подход, естественно, привлекателен для потребителей продукции предприятия, что несомненно сказывается на поддержании на неизменном уровне или даже увеличении объемов реализации. В то же время, низкая оборачиваемость дебиторской задолженности "вымывает" наличные деньги на предприятии, заставляя финансового менеджера искать новые источники финансирования возрастающей дебиторской задолженности. Хорошо, если это может быть обеспечено за счет поставщиков предприятия, которые также кредитуют предприятие, как само предприятие кредитует своих потребителей. Но далеко не всегда кредиторы будут также "любить" предприятие, как оно "любит" своих клиентов. И потому придется прибегать к обычно дорогим банковским ссудам. Средний срок погашения дебиторской задолженности может быть интерпретирован также с помощью следующих рассуждений. В XY году предприятие имело чистой выручки 1,440,000 или в пересчете на один день $1,440,000 / 365 = 3,945.2$. Среднее значение дебиторской задолженности в этом году составляет $(270,600 + 388,800) / 2 = 329,700$. Это означает, что средняя величина дебиторской задолженности покрывает величину дневной реализации товара за $329,700 / 3,945.2 = 83.6$ дней. Трудности в оценке оборачиваемости возникают в связи с тем, что компания, обычно, реализует свою продукцию различным клиентам на различных условиях, при этом оплата часто производится частично наличными, частично в кредит. Если это возможно, следует отделить продажи за наличные от продаж в кредит, но внешний исследователь обычно такой информации не имеет и использует общие приблизительные показатели.

Оборачиваемость кредиторской задолженности также может стать объектом аналогичного анализа. Здесь анализ осложняется тем, что счета к оплате должны сопоставляться с теми закупками, которые были произведены в данном отчетном периоде. Внешний исследователь может это сделать только в случае анализа торговой фирмы, сумму закупок которой можно легко определить сложив разницу между товарно-материальными запасами на начало и конец отчетного периода с суммой себестоимости реализованной продукции за этот отчетный период.

В производственной компании информация такого рода скрыта в счетах себестоимости реализованной продукции и в сумме товарно-материальных запасов на конец отчетного периода. Очень

приблизительный подсчет может быть сделан путем сопоставления суммы счетов к оплате со средним ежедневным использованием сырья, если величина этой статьи расходов может быть определена на основе данных финансового отчета.

В большинстве случаев внешний исследователь пойдет по тому же пути, что и при анализе дебиторской задолженности. Если он сможет определить средний объем закупок в день в течение отчетного периода. Количество дней на оплату счета затем непосредственно сопоставляется с обычными условиями кредита компании при закупках, что позволяет определить серьезные отклонения от нормальных сроков. Рассмотрим данный феномен для компании SVP в XY году. Материальные затраты компании в XY году составили 654,116. Предполагая более или менее регулярную закупку прямых материалов, можно заключить, что дневная норма закупки составила $654,116 / 365 = 1,792.1$. Средний объем кредиторской задолженности в XY году составил $(142,988 + 97,200) / 2 = 120,094$. Таким образом, средний срок погашения кредиторской задолженности составляет $120,094 / 1,792.1 = 67$ дней.

Регулярная оценка оборачиваемости кредиторской задолженности производится по формуле

$$2 * \text{Материальные затраты}$$

$$\left(\frac{\text{Кредиторская задолженность на нач. года}}{365} + \frac{\text{Кредиторская задолженность на кон. года}}{365} \right)$$

Аналогично, средний срок погашения кредиторской задолженности составляет

365

Оборачиваемость кредиторской задолженности

Для предприятия SVP данные характеристики принимали следующие значения:

3.80 периодов в году 96.1 в XX году и
или дня

5.45 периодов в году 67 дней в XY году.
или

Приведенные данные говорят об увеличении оборачиваемости кредиторской задолженности, которая явилась следствием уменьшения кредиторской задолженности на конец XY года.

Остановимся теперь на показателе, который замыкает все показатели оборачиваемости краткосрочных активов и пассивов. Этот показатель называется *длительностью финансового цикла*. Под финансовым циклом принято понимать период, который начинается с момента оплаты поставщикам за материалы (погашения кредиторской задолженности) и заканчивается в момент получения денег от покупателей за отгруженную продукцию (погашение дебиторской задолженности). Среднее значение длительности финансового цикла рассчитывается как *сумма периода оборота (погашения) дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов за вычетом периода оборота (выплаты) кредиторской задолженности*. По сути данного финансового показателя получается, что чем выше значение финансового цикла, тем выше потребность предприятия в денежных средствах для приобретения производящих оборотных средств.

Для предприятия SVP расчет средней длительности финансового цикла имеет следующий вид

Показатель	XX год	XY год
Период погашения дебиторской задолженности	62.1	83.6
Период оборота запасов	11.3	16.9
Период выплаты кредиторской задолженности	96.1	67
Длительность финансового цикла	• 22.7	33.5

Приведенные в таблице данные позволяют сделать достаточно интересные выводы. В XX году длительность финансового цикла компании была отрицательной. Это явилось следствием чрезвычайно низкого значения ТМС на начало XX года с одной стороны и достаточно высокого значения кредиторской задолженности с другой. Используя логическую интерпретацию финансового цикла, можно прийти к выводу, что предприятие в XX году в среднем получало от клиентов деньги раньше, чем расплачивалось с кредиторами. В XY году ситуация драматически ухудшилась. Длительность финансового цикла стала существенно положительной. Это явилось следствием значительного снижения величины кредиторской задолженности на конец года (с 142,988 она опустилась до 97,200) параллельно с ростом дебиторской задолженности (с 270,600 до 388,800). Это, разумеется, привело к

“вымыванию” денег из предприятия – предприятие стало ощущать потребность в привлечении дополнительных денежных средств для финансирования оборотных средств.

В последнее время все большее внимание уделяется анализу эффективности использования человеческих ресурсов. Рассчитываемые в этой сфере показатели выходят за рамки чисто финансового анализа, то есть таких показателей, как объем продаж на одного занятого или прибыль на одного занятого. Анализируются такие факторы, как условия найма, формы управления работникам, расходы на обучение и весь комплекс компенсационных выплат и льгот.

5.5. Показатели ликвидности

Показатели ликвидности призваны продемонстрировать степень платежеспособности компании по краткосрочным долгам. Смысл этих показателей состоит в сравнении величины текущих задолженностей предприятия и его оборотных средств, которые должны обеспечить погашение этих задолженностей.

Первой очевидной характеристикой такой возможности может служить разность между величиной оборотных средств и краткосрочных задолженностей, которая носит название **“собственные оборотные средства”**, или “рабочий капитал” (как буквальный перевод английского термина “working capital”). Если величина собственных оборотных средств положительна, то это означает принципиальную возможность погашения текущих задолженностей предприятия его оборотными средствами. “Собственными” эти оборотные средства названы потому, что их финансирование осуществляется с помощью долгосрочных источников и, следовательно, не требуется их быстрого использования для погашения задолженностей. Величина собственных оборотных средств предприятия SVP составила на протяжении рассматриваемого периода следующие значения:

63,880 на
01.01.XX,

170,621 на
01.01.XY,

246,078 на
01.01.XZ.

Такое изменение следует считать положительным, с точки зрения возрастания ликвидности и платежеспособности предприятия. Наблюдая подобную динамику, потенциальный кредитор проникается доверием по отношению к предприятию, как возможному заемщику денежных средств. В то же время, предприятие, имея уменьшающуюся динамику краткосрочных задолженностей, главную часть которой составляет кредиторская задолженность, очевидно, испытывает трудности со своими поставщиками, которые понуждают предприятие расплачиваться преимущественно “живыми” деньгами за поставки сразу же по факту их получения. Это обстоятельство заставляет предприятие искать новые источники преимущественно долгосрочного финансирования, которые могут быть более дорогими по сравнению со стоимостью предоставляемого коммерческого кредита.

Наряду с показателем собственных оборотных средств для характеристики ликвидности часто используют относительные характеристики, которые основаны на отношении всей суммы оборотных средств или какой-либо ее части к величине суммарных краткосрочных задолженностей.

Коэффициент текущей ликвидности (иногда говорят “коэффициент покрытия”) представляет собой отношение текущих активов к текущим обязательствам:

Текущие активы

Текущие обязательства

Этот показатель делает попытку продемонстрировать защищенность держателей текущих долговых обязательств от опасности отказа от платежа. Предполагается, что чем выше этот коэффициент, тем лучше позиции ссудодателей. Представляется, что большее превышение текущих активов над текущими обязательствами поможет защитить претензии ссудодателей, если компания вынуждена будет распродать свои товарно-материальные запасы, и, если возникнут значительные проблемы с погашением дебиторской задолженности. Кредиторы по краткосрочным обязательствам заинтересованы в большом значении этого показателя, поскольку товары, превращенные в деньги, являются основным источником покрытия краткосрочной задолженности. Кредиторы по долгосрочным обязательствам также заинтересованы в этом, так как неспособность заплатить краткосрочные долги может привести компанию к банкротству, и тогда существенно повышается вероятность непогашения долгосрочных обязательств.

С другой стороны высокий коэффициент текущей ликвидности может означать, что менеджмент работает недостаточно оперативно. Это может свидетельствовать о наличии неиспользуемых денежных средств, избыточных товарно-материальных запасах, превышающих текущие потребности, и о нерациональной кредитной политике, которая приводит к чрезмерному кредитованию и наличию безнадежных долгов.

Обычно считается, что для большинства предприятий коэффициент текущей ликвидности должен быть на уровне 2, поскольку стоимость текущих активов может сократиться даже на 50%, но, тем не менее, сохранится достаточный запас прочности для покрытия всех текущих обязательств. Слабость этого анализа состоит в том, что с его помощью оценивается главным образом статическое состояние предприятия и при этом предполагается, что предприятие находится на грани ликвидации.

Этот коэффициент не исходит из концепции непрерывно действующего предприятия, которая, собственно, и должна определять приоритеты руководства. В нашем примере у компании SVP произошло существенное увеличение коэффициента текущей ликвидности:

1.3 на
01.01.XX,

1.6 на
01.01.XY,

1.9 на
01.01.XZ.

Главная причина такого роста ликвидности заключается в увеличении дебиторской задолженности с одновременным уменьшением кредиторской задолженности, что особенно проявилось на конец XZ года.

Коэффициент быстрой ликвидности - это более жесткая оценка ликвидности предприятия, по-прежнему в статическом положении. Этот коэффициент также называется “кислотным тестом”, и он рассчитывается с использованием только части текущих активов – денежных средств, легко реализуемых ценных бумаг и дебиторской задолженности, которые сопоставляются с текущими обязательствами:

$$\frac{\text{Денежные средства} + \text{Рыночные ценные бумаги} + \text{Счета к получению}}{\text{Текущие обязательства}}$$

Основная концепция состоит в том, что этот показатель помогает оценить на сколько возможно будет погасить текущие обязательства если положение станет действительно критическим, при этом исходят из предположения, что товарно-материальные запасы вообще не имеют никакой ликвидационной стоимости. Для того чтобы правильно оценить данный коэффициент, необходимо установить качество ценных бумаг и дебиторской задолженности. Покупка не внушающих доверия ценных бумаг и увеличение количества сомнительных дебиторов может создать благоприятное впечатление при расчете коэффициента быстрой ликвидности. Но велика вероятность того, что при продаже таких ценных бумаг компания потерпит убыток, а дебиторская задолженность не будет выплачена вообще или же будет погашена через довольно большой промежуток времени, что равносильно невыплате. Существует еще более жесткая оценка ликвидности, которая допускает, что дебиторская задолженность также не сможет быть погашена в срок для удовлетворения нужд краткосрочных кредиторов. Эту наиболее жесткую оценку ликвидности называют **коэффициентом абсолютной ликвидности** и рассчитывают по формуле:

$$\frac{\text{Денежные средства} + \text{Рыночные ценные бумаги}}{\text{Текущие обязательства}}$$

Для предприятия SVP значения этих показателей составили следующие значения:

Быстрая ликвидность:	Абсолютная ликвидность:
1.23 на 01.01.XX, 1.38 на 01.01.XY,	0.23 на 01.01.XX, 0.25 на 01.01.XY,

Представленная здесь динамика показателей подтверждает возрастание ликвидности предприятия. В то же время отмечается резкое снижение показателя абсолютной ликвидности на конец ХУ года, что явилось следствием сокращения предприятием денежных средств и их эквивалентов, которое оказалось более существенным по сравнению со снижением кредиторской задолженности, которое также имело место в ХУ году. В течение ХУ года суммарный денежный отток предприятия значительно превышал его денежный приток, и это не замедлило сказаться на характеристике платежеспособности предприятия.

Рассмотренные показатели по существу годятся лишь для жесткой оценки на случай катастрофы. С точки зрения деятельности компании целесообразнее проводить анализ ожидаемых в будущем общих поступлений денежных средств, в том числе от продажи основных средств. Соотнесение текущих активов и текущих обязательств обычно охватывает только небольшую долю этих общих возможных денежных поступлений.

5.6. Показатели прибыльности (рентабельности)

Показатели прибыльности (рентабельности) позволяют дать оценку эффективности использования менеджментом предприятия его активов. Эффективность работы менеджмента определяется соотношением чистой прибыли, определяемой различными способами, с суммой активов, использованных для получения этой прибыли. Данная группа показателей формируется в зависимости от фокуса исследования эффективности. Эксперта могут интересовать эффективности использования оборотных средств, основных активов, собственного капитала и т.д. Исходя из целей анализа, формируются компоненты показателя: величина прибыли (чистая, операционная, прибыль до выплаты налога) и величина актива или капитала, которые порождают эту прибыль. В дальнейшем во избежание терминологического недоразумения будем считать термины “рентабельность” и “прибыльность” синонимами. Следует отметить, что в данном контексте эти показатели имеют смысл английского слова “return on ...”, что буквально означает “отдача от ...”, например, “отдача от использования оборотных средств”. В нашем варианте это будет звучать как “прибыльность оборотных средств”. Именно с этого показателя начнем анализ показателей рентабельности.

Рентабельность оборотного капитала иллюстрирует способность компании получать прибыль от осуществления основной деятельности, т.е. своих обычных хозяйственных операций. Прибыль от основной деятельности исключает элементы прибыли от продажи активов или владения корпоративными правами других предприятий. Поскольку оборотные средства предприятия – это та часть активов, которые непосредственно и практически ежедневно используются в процессе деятельности предприятия, при оценке эффективности их использования целесообразно сопоставить *операционную прибыль со средним значением оборотных средств за период*. В этом случае мы исключаем из рассмотрения финансовые издержки и налог на прибыль, что является прерогативой всей комплексной (а не только операционной) деятельности предприятия. Расчет данного показателя производится по формуле

Операционная прибыль

(Оборотные Средства на начало периода + Оборотные средства на конец периода)/2

Данный показатель сопрягается с показателем *оборачиваемости оборотных активов*, равным отношению выручки к средней величине оборотных средств за период времени и *показателем прибыльности продаж*, который в данном случае основан на отношении величины операционной прибыли (т.е. прибыли до выплаты процентов и налога на прибыль, которая не включает прибыль от не основной деятельности). Расчет величины рентабельности оборотных средств для предприятия SVP выглядит следующим образом:

Год	Прибыльность продаж	x	Оборачиваемость оборотных средств	=	Рентабельность оборотных средств
XX	10.35%	x	3.44	=	35.54%
ХУ	8.64%	x	2.98	=	25.78%

Результаты расчетов, помещенные в данной таблице, показывают снижение рентабельности оборотных средств, которая произошла по причине уменьшения прибыльности продаж и одновременном ухудшении оборачиваемости оборотных средств.

Рентабельность активов оценивается путем сопоставления чистой прибыли с общей суммой активов по балансу. Этот показатель является одним из наиболее важных для характеристики рентабельности предприятия. Для его обозначения используется специальная англоязычная аббревиатура ROA от

английского названия "Return on Assets". Данный показатель наиболее целесообразно рассчитывать по следующей формуле:

$$2 * \frac{\left(\text{Чистая прибыль} + \text{Процентные платежи} * \left(1 - \frac{\text{Налоговая ставка}}{\text{ставка}} \right) \right)}{\left(\frac{\text{Активы всего на начало года}}{2} + \frac{\text{Активы всего на конец года}}{2} \right)}$$

Поясним происхождения числителя этой формулы. Дело в том, что при формировании активов используются два финансовых источника – заемный и источник собственных средств. По существующему законодательству процентные платежи за использование заемными средствами включаются в число валовых издержек, в то время как доход прямых инвесторов выплачивается из прибыли в виде дивидендов либо остается на предприятии, будучи реинвестированный в дополнительные активы. В то же время, при формировании активов мы не различаем, какой доллар пришел в составе заемных средств, а какой – был внесен собственником предприятия в момент покупки акций. Суть показателя рентабельности состоит в характеристике того, насколько эффективно был использован каждый привлеченный доллар. По этой причине мы должны исключить из рассмотрения доходы, которые являются вознаграждением владельцам капитала, как собственного, так и заемного. Но вознаграждение владельцам заемного капитала уже было учтено при расчете чистой прибыли. Поэтому мы должны исключить из чистой прибыли величину процентных платежей, выплаченных до налога на прибыль. Этим и объясняется появление дополнительного члена в числителе формулы для определения рентабельности активов.

Как и в предыдущем случае, рентабельность активов связана с прибыльностью продаж и оборачиваемостью активов. При этом расчет прибыльности продаж основан на чистой прибыли в сочетании с эффектом исключения процентных платежей. Расчет прибыльности активов для компании SVP (с пояснением его соответствия с прибыльностью продаж и оборачиваемостью активов) производится следующим образом.

Год	Прибыльность продаж	х	Оборачиваемость активов	=	Рентабельность активов
XX	7.34%	х	1.76	=	12.95%
XY	6.42%	х	1.82	=	11.70%

Как видно из таблицы, рентабельность активов предприятия уменьшилась, что явилось следствием исключительно снижения прибыльности продаж при практически неизменном значении оборачиваемости активов.

Рентабельность собственного капитала характеризует эффективность использования только собственных источников финансирования предприятия. Данный показатель имеет общепринятую аббревиатуру ROE от английского выражения Return on Equity. При расчете этого показателя используется чистая прибыль предприятия в сочетании с величиной собственного капитала предприятия. Расчет производится по формуле:

$$2 * \frac{\text{Чистая прибыль}}{\left(\frac{\text{Собственный капитал на нач. года}}{2} + \frac{\text{Собственный капитал на кон. года}}{2} \right)}$$

Здесь мы не исключаем из рассмотрения процентные платежи, так как при оценке эффективности использования собственного капитала учитывается в том числе эффективность того, насколько менеджмент предприятия способен эффективно для его владельцев привлекать и использовать заемные денежные средства.

Для предприятия SVP рентабельность собственного капитала имеет следующие значения:

17.09 % в XX году и

14.38 в XY году.

%

Отмечается снижение рентабельности собственного капитала, главной причиной которого является снижение прибыльности продаж. Интерпретация приведенной выше динамики рентабельности активов позволяет руководству предприятия сделать следующий вывод: если в XX году на каждый доллар собственных средств предприятие приносило в среднем 17 центов прибыли, то в XY году каждый доллар собственных средств “зарабатывает” его владельцу только 14 центов. И это является весьма тревожным симптомом деятельности предприятия.

Важной характеристикой эффективности деятельности предприятия является сопоставление характеристик рентабельности его активов и собственного капитала. Приведем эти значения в лаконичном виде в одной таблице.

Показатель	XX год	XY год
Рентабельность активов	12.95 %	11.07 %
Рентабельность собственного капитала	17.09 %	14.38 %

О чем говорит данное сопоставление? Понятно, что предприятие снизило свою рентабельность, как в части использования суммарных активов, так и части использования собственного капитала. Но при этом рентабельность собственного капитала всегда остается выше рентабельности активов. Другими словами, например в XX году, один доллар собственных средств предприятия приносил его владельцу 17 центов, а один “средний” доллар, привлеченный в компанию, “зарабатывал” всего 13 центов. Другими словами, привлекая заемный капитал, менеджмент компании повышает эффективность использования собственных средств владельцев компании. Это, естественно, является следствием а) эффекта налоговой экономии заемного капитала (отнесения процентных платежей на себестоимость продукции), б) относительно низкой цены (процентной ставки) заемных средств. И если первый фактор является объективным и присутствует всегда, то второй зависит от мастерства финансового директора или менеджера компании при его работе с потенциальными источниками заемных финансовых ресурсов. Это мастерство, судя по судя по приведенным выше данным, у финансового менеджера компании SVP присутствует.

Описанный выше эффект носит название “эффекта финансового рычага”. Эффект финансового рычага имеет место только в том случае, когда компания привлекает заемные финансовые ресурсы. Этот эффект является положительным, т.е. отражает интересы владельцев компании, если рентабельность собственного капитала выше рентабельности активов. В противном случае этот эффект является отрицательным, и это является следствием высокой цены заемных финансовых ресурсов, которые привлечены компанией.

Рентабельность используемого капитала (или рентабельность чистых активов) рассчитывается путем сопоставления чистой прибыли предприятия, скорректированной на величину процентных платежей по долгосрочным задолженностям, со средней величиной капитала компании в течение года. Смысл этого показателя состоит в анализе эффективности использования капитала компании. Под капиталом здесь понимается указанная в балансе сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств. То же самое может быть получено путем вычитания из суммы активов величины краткосрочных задолженностей. Для расчета данного показателя используется формула:

$$2 * \frac{\left(\text{Чистая прибыль} + \text{Процентные платежи} * \left(1 - \frac{\text{Налоговая ставка}}{\text{ставка}} \right) \right)}{\left(\frac{\text{Чистые активы на начало года} + \text{Чистые активы на конец года}}{2} \right)}$$

где расчет чистых активов производится с помощью выражения:

$$\text{Чистые активы} = \frac{\left(\begin{array}{cc} \text{Активы} & \text{Активы} \\ \text{всего} & \text{всего} \end{array} \right. - \left. \begin{array}{cc} \text{Текущие} & \text{Текущие} \\ \text{обязательства} & \text{обязательства} \end{array} \right) \begin{array}{cc} \text{нач.года} & \text{кон.года} \end{array}}{2}$$

Следует подчеркнуть, что указанные в данной формуле процентные платежи имеют отношение только к долгосрочным обязательствам.

Для компании SVP расчет рентабельности используемого капитала приводит к следующим значениям:

19.62
% в XX году и

17.70
% в XY году.

Как и ранее, отмечается уменьшение рентабельности собственного капитала, которое объясняется в первую очередь уменьшением прибыльности продаж.

Подчеркнем специфическое назначение показателя рентабельности используемого капитала. Как известно, одной из основных задач менеджмента предприятия является привлечение капитала предприятия по возможно более низкой цене и последующее его использование с возможно большей эффективностью. Цена капитала, используемого предприятием, оценивается в виде взвешенной средней цены отдельных его компонент, как долговых, так и собственных. Под ценой заемного капитала понимается эффективная процентная ставка по кредиту, т.е. процентная ставка, умноженная на показатель налоговой экономии за счет использования заемного капитала. Этот показатель равен единице минус ставка налога на прибыль. В качестве цены собственного капитала принимается доходность обыкновенных акций предприятия. Эта доходность складывается из двух частей:

- дивидендной доходности, равной отношению величины выплаченных дивидендов за год к среднему значению собственного капитала,
- капитализированная доходность, которая оценивается как приращение рыночной цены акции за год к цене акции на начало года.

Взвешенная средняя цена капитала (*WACC*) определяется по формуле:

$$WACC = w_1 \cdot c_1 + w_2 \cdot c_2 + \dots + w_n \cdot c_n,$$

где *w* обозначает долю компоненты капитала, а *c* – ее цену (доходность для инвестора). Доля каждой компоненты рассчитывается как отношение средней величины компоненты капитала за год к средней величине суммарного капитала за год.

Расчет взвешенной средней цены капитала для компании SVP приведен в следующей таблице. При расчете капитализированного дохода компании следует использовать информацию о курсовой цене акции компании:

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
16.3	18.2	19.5

Читателю предоставляется возможность самостоятельно повторить данный расчет, используя данные, помещенные в балансе и отчете о прибыли предприятия.

Компонента капитала	XX год	XY год
<i>Собственный капитал</i>		
Дивидендная доходность	6.02%	3.94%
Капитализированная доходность	11.66%	7.14%
Общая доходность	17.68%	11.08%
Доля собственного капитала	70.70%	74.81%
<i>Привилегированные акции</i>		
Доходность	12.00%	12.00%
Доля привилегированных акций	6.57%	5.93%
<i>Облигации к оплате</i>		
эффективная процентная ставка	9.80%	9.80%
доля облигаций к оплате	17.53%	15.80%
<i>Долгосрочный банковский кредит</i>		

эффективная процентная ставка	11.20%	11.20%
доля долгосрочного кредита	3.84%	2.47%
<i>Отсроченный налог на прибыль</i>		
процентная ставка	0.00%	0.00%
доля отсроченного налога	1.36%	0.99%
<i>Суммарный капитал</i>		
цена капитала	15.44%	10.82%
доля	100%	100%

Сопоставим теперь полученные значения цены капитала с его рентабельностью. Для этого поместим полученные значения в одну таблицу:

	XX год	XY год
Цена капитала	15.44%	10.82%
Рентабельность капитала	19.62%	17.70%

Сравнивая приведенные в таблице данные, легко сделать следующие выводы:

- рентабельность капитала предприятия выше его цены, что говорит об эффективном управлении капиталом компании,
- тенденция превышения рентабельности использования капитала компании благоприятная для компании, что должно вызывать удовлетворение у руководства компании.

5.7. Показатели структуры капитала

Показатели структуры капитала имеют предназначение показать степень возможного риска банкротства предприятия в связи с использованием заемных финансовых ресурсов. Действительно, если предприятие не использует заемных средств вообще, то риск банкротства предприятия равен нулю. При увеличении доли заемного капитала увеличивается риск банкротства, так растет объем обязательств предприятия. Данная группа финансовых коэффициентов в первую очередь интересует существующих и потенциальных кредиторов компании. Руководство компании и собственники оценивают предприятие как непрерывно действующий хозяйственный объект. У кредиторов двоякий подход. Кредиторы заинтересованы в том, чтобы финансировать деятельность успешно действующего предприятия, развитие которого будет соответствовать ожиданиям. Наряду с этим они должны учитывать возможность негативного развития событий и возможные последствия непогашения задолженности и ликвидации компании. От успешной работы компании кредиторы не получают никаких выгод: просто своевременно происходит выплата процентов и погашение капитальной суммы долга. Поэтому они должны тщательно проанализировать риски, существующие для погашения задолженности в полном объеме, особенно если заем предоставляется на длительный срок. Часть этого анализа состоит в том, чтобы определить, насколько весомым будет требование о возмещении долга, если компания будет испытывать значительные затруднения.

Как правило, задолженность обычных кредиторов погашается после выплаты налогов, погашения задолженности по заработной плате и удовлетворения претензий кредиторов по обеспеченным займам, которые предоставлялись под конкретные активы, например, здание или оборудование. Оценка ликвидности компании позволяет судить о том, насколько защищен обычный кредитор.

Рассматриваемая ниже группа финансовых коэффициентов помогает определить зависимость компании от заемного капитала (как компания использует финансовый рычаг) и сопоставить позиции кредиторов и собственников. Отдельную группу образуют финансовые показатели, характеризующие возможности компании по обслуживанию долга за счет средств, получаемых компанией от своих непрерывных операций.

В соответствии с ранее рассмотренной концепцией финансового рычага, успешное использование заемных средств способствует увеличению прибыли владельцев предприятия, поскольку им принадлежит прибыль, полученная на эти средства сверх выплаченных процентов, что ведет к увеличению собственного капитала компании.

С точки зрения ссудодателя задолженность в виде процентных платежей и погашения основной (капитальной) сумма долга, должна быть ему выплачена и в том случае, если полученная прибыль меньше суммы причитающихся ему платежей. Владельцы компании через ее руководство должны

удовлетворить претензии кредиторов, что может весьма отрицательно повлиять на собственный капитал компании.

Положительное и отрицательное воздействие финансового рычага возрастает пропорционально сумме заемного капитала, используемого предприятием. Риск кредитора возрастает совместно с ростом риска владельцев.

Отношение задолженности к активам представляет собой первичную и самую широкую оценку, которую можно сделать, стремясь оценить риск кредитора. Этот показатель рассчитывается по формуле:

Обязательства всего

Активы всего

Расчет по этой формуле производится для момента времени, а не за период. Этот коэффициент определяет долю "чужих денег" в общей сумме претензий против активов компании. Чем выше этот коэффициент, тем больше вероятный риск для ссудодателя.

Результаты расчета для компании SVP для трех точек времени приведены ниже:

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
49.38%	49.45%	44.70%

Эти данные говорят о том, что около 50 процентов источников финансовых ресурсов получены предприятием из заемных источников. Возникает вопрос: хорошо это или плохо? На этот вопрос не существует однозначного ответа. Все зависит от предпочтения владельцев компании и ее руководства, конкретно от их отношения к риску. Менеджеры, стремящиеся всеми силами избежать риска банкротства, будут добиваться уменьшения этого показателя и привлекать дополнительные финансовые ресурсы путем эмиссии новых акций. Менеджеры и владельцы компании, имеющие приверженность к риску, будут наоборот увеличивать долю обязательств, стремясь к увеличению прибыли за счет положительного финансового рычага. Но здесь возникает противоречие с потенциальными источниками заемных средств. В самом деле, увеличение доли заемных ресурсов в структуре капитала компании приводит к увеличению риска не только для самой компании, но и для ее потенциальных кредиторов. И если компания не имеет возможность продемонстрировать свою добропорядочную "кредитную историю", то она не сможет рассчитывать на получение дополнительного кредита. Возникает ситуация, при которой менеджеры предприятия хотели бы получить дополнительный кредит, увеличив тем самым рассматриваемый показатель, да кто же им даст. В то же время существуют весьма уважаемые компании, которые продемонстрировали свою высокую кредитную надежность, и кредиторы охотно ссужают деньги этим компаниям, несмотря на высокое значение показателя отношения задолженности к общей сумме активов. Примером такой компании служит General Motors Inc., имеющая значение рассматриваемого показателя на уровне 90%.

Предприятие SVP не принадлежит к числу "кредитно надежных", ввиду своего небольшого срока существования, и поэтому значение отношения суммы задолженности к общей сумме активов на уровне 50 процентов можно считать критическим для данного предприятия в том смысле, что оно вряд ли сможет рассчитывать на получение нового кредита. Незначительное уменьшение этого показателя в XY году явилось следствием существенного уменьшения кредиторской задолженности.

Однако нельзя однозначно утверждать, что приведенный показатель является абсолютно корректной оценкой того, насколько компания может погашать свои долги. Дело в том, что балансовая сумма активов совсем не всегда соответствует реальной экономической стоимости этих активов или даже их ликвидационной стоимости. Кроме того, этот коэффициент не дает нам никакого представления о том, как может изменяться сумма получаемой компанией прибыли, что может повлиять на выплату процентов и погашение капитальной суммы долга.

Отношение задолженности к капитализации представляет собой показатель, который формируется с помощью отношения *долгосрочной* задолженности к сумме капитализации. Этот показатель дает более точную картину риска компании при использовании заемных средств. Под капитализацией будем понимать общую сумму пассивов предприятия за исключением его краткосрочных обязательств. Расчет данного показателя производится по формуле:

Долгосрочные обязательства

Капитализация

По определению капитализация включает сумму долгосрочных требований против активов компании, как со стороны ссудодателей, так и владельцев, но не включает текущие (краткосрочные) обязательства. Общая сумма соответствует тому, что мы называем чистыми активами, если не были сделаны никакие корректировки, например, исключение из расчета отсроченных налогов. Если отсроченный налог не исключается, то расчет данного показателя для компании SVP приводит к следующим результатам:

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
25.34%	20.48%	17.44%

Если исключить сумму отсроченных налогов, то значения коэффициента будут соответственно равны: 23.73%, 19.34% и 16.63%. Отмечается уменьшения показателя отношения задолженности к капитализации за счет погашения части долгосрочного банковского кредита.

Этому коэффициенту уделяется большое внимание, поскольку многие договора о предоставлении займа данной компании, будь то закрытая частная компания или открытое акционерное общество, содержат определенные условия, регулирующие максимальную долю заемного капитала компании, выраженную соотношением долгосрочной задолженности и капитализации.

Аналогичную характеристику, но выраженную в виде другого отношения, представляет собой показатель **соотношения заемного и собственного капитала**. Этот показатель прямо связан с предыдущим и может быть рассчитан непосредственно с его помощью. В самом деле, пусть D – сумма долгосрочной задолженности, E – величина собственного капитала компании, а y обозначает отношение долга к капитализации, т.е. $y = D / (D+E)$. Если теперь с помощью $z = D / E$ обозначить отношение долга к собственному капиталу, то нетрудно получить, что $z = y / (1 - y)$. Произведем расчет отношения долга к собственному капиталу

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
33.94%	25.76%	21.13%

Данный показатель легко интерпретирует состояние структуры капитала. Потенциальный кредитор наглядно видит, что, например, по состоянию на 01.01.XZ года долгосрочная задолженность предприятия составляет около 21 процентов от величины собственного капитала. При условии, что предприятие имеет достаточно высокую ликвидность (т.е. способность погасить свои краткосрочные задолженности), ему может быть предоставлен дополнительный кредит. Заметим, что имея только значение первого из рассматриваемых в данной группе показателя, мы не смогли бы сделать такой вывод, так как там долгосрочные задолженности не были отделены от краткосрочных.

Отношение задолженности к собственному капиталу оценивает долю используемых заемных финансовых ресурсов и рассчитывается как отношение общей суммы задолженности, включающей текущие обязательства и все виды долгосрочной задолженности, и общего собственного капитала компании. Этот коэффициент показывает в другом виде относительные доли требований ссудодателей и владельцев и также используется для характеристики зависимости компании от заемного капитала. Для компании SVP этот показатель имеет следующие значения:

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
97.53%	97.84%	80.84%

Эти значения существенно выше по сравнению с предыдущими, что говорит о высокой доле именно краткосрочных обязательств в общей структуре капитала.

Коэффициент капитализации показывает долю собственного капитала компании в его активах. Для компании SVP этот показатель имеет следующие значения:

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
50.62%	50.55%	55.30%

Существование различных вариантов показателей структуры подчеркивает, как внимательно разрабатываются правила финансового анализа и условия, регулирующие предоставление конкретного займа. Но коэффициенты дают лишь первое общее представление о соотношении риска и вознаграждения при использовании заемных средств. Следующим шагом являются показатели, характеризующие обслуживание долга.

5.8. Показатели обслуживания долга

Показатели обслуживания долга. Какой бы коэффициент из характеризующих структуру капитала мы ни выбрали, анализ доли заемного капитала, по сути, остается статическим и не принимает во

внимание динамику операционной деятельности компании и изменения ее экономической стоимости. Анализ целиком основывается на данных баланса, который является статической характеристикой финансового положения компании на определенный момент времени. По этой причине данные показатели не дают полного представления о платежеспособности компании и ее возможностях оплачивать проценты и основную сумму долга в оговоренные сроки, то есть обслуживать долг.

Показатель обеспеченности процентов используется для характеристики возможности компании обслуживать долг. Для расчета используется отношение чистой прибыли (выручки) до выплаты процентов и налогов к сумме процентов по долгу, подлежащих оплате в данном отчетном периоде. Расчет производится по формуле:

Прибыль до процентных платежей и налогообложения

Процентные платежи

При расчете этого коэффициента исходят из предположения, что основным источником средств для обслуживания долга будет прибыль от операционной деятельности компании, и любое значительное изменение в этом соотношении может служить сигналом возможных затруднений. Но значительные колебания размера прибыли - это лишь один вид риска. Не существует четко выработанных критериев, каким должно быть это соотношение. Обычно кредиторы требуют включения в договор о предоставлении ссуды условия, оговаривающего сколько раз прибыль должна покрывать сумму подлежащих уплате процентов. Для предприятия SVP данный показатель составляет:

8.3
3 в XX году и

8.7
1 в XY году.

Такое соотношение любой кредитор оценит как весьма состоятельное для покрытия процентных платежей.

Показатель обеспеченности процентов и капитальной суммы долга более полно характеризует возможности компании обслуживать долг. При расчете показателя учитывается не только сумма процентных платежей, но и величина погашения тела кредита. Проблема здесь состоит в том, что расходы по выплате процентов вычитаются из налогооблагаемой прибыли (то есть доля прибыли, используемая на эти цели, не облагается налогом), а суммы на погашение капитальной суммы долга от налога не освобождаются. Поэтому мы всегда должны принимать во внимание сопоставимость показателей. Корректировка может быть проведена путем приведения погашаемой капитальной суммы долга к размеру до выплаты налогов. Расчет показателя производится с помощью следующей формулы:

Прибыль до процентных платежей и налогообложения

Процентные платежи + $\frac{\text{Основная часть долга}}{1 - \text{Ставка налога на прибыль}}$

Для предприятия SVP величина данного показателя составляет:

0.8
1 в XX году и

0.8
8 в XY году.

Следует подчеркнуть, что при расчете мы использовали основную часть долга по облигациям и долгосрочному банковскому кредиту. Как показали результаты расчета, величины полученной предприятием операционной прибыли не достаточно для того, чтобы немедленно погасить долг. Но такое немедленное погашение и не требуется. Значения данного показателя доказывают необходимость для предприятия прибегнуть к постепенному накоплению денежных средств для погашения долга. Для более полной оценки возможности компании погашать имеющуюся у нее задолженность целесообразно проанализировать структуру прибыли и поступления денег за достаточно длительный период, чтобы определить операционные и циклические колебания, которые являются обычными для данной компании и данной отрасли деятельности.

Такой анализ может включать финансовые отчеты за несколько лет или за несколько соответствующих периодов, на которые воздействуют сезонные колебания. Это необходимо сделать, чтобы определить

типичный верхний и нижний предел в получаемой прибыли и в требуемых ресурсах. Полученная структура затем может быть спроецирована на будущие периоды, чтобы определить, какой "запас прочности" останется в будущем для оплаты процентов по долгу и погашения его основной суммы. Если предприятию свойственны значительные колебания в поступлении наличных средств с учетом уплаты налогов, ссудодатели с неохотой будут предоставлять кредиты, если сумма, необходимая для обслуживания долга не покрывается несколько раз в нижней точке производственного цикла компании. Предприятие с более равномерным производством получит ссуды с большей легкостью. Фактически, данный анализ предприятия в динамике есть не что иное, как построение финансовых моделей, которые могут включать большое количество возможных сценариев, каждый из которых соответствует вполне определенному допущению о параметрах деятельности предприятия.

5.9. Рыночные показатели

Рыночные показатели предприятия являются основным фокусом интересов владельцев предприятия и его потенциальных инвесторов. Главный интерес для собственника предприятия (в случае акционерной компании - держателя акций) представляет прибыльность компании. В настоящем контексте имеется в виду прибыль, полученная благодаря усилиям руководства компании на средства, инвестированные владельцами компании. Собственников также интересует распределение принадлежащей им прибыли, то есть какая ее часть вновь инвестируется в предприятие, и какая доля выплачивается им в качестве дивидендов. Иными словами, их интересует влияние результатов деятельности компании на рыночную стоимость их инвестиций, особенно если акции компании свободно обращаются на рынке. Выше при характеристике рентабельности предприятия один из таких показателей, а именно, рентабельность собственного капитала уже был рассмотрен. Ниже будут представлены показатели, которые непосредственно привязаны к акциям компании, которые находятся в обращении.

Прибыль на акцию является наиболее распространенной характеристикой прибыльности и часто принимается во внимание в процессе принятия решения о покупке/продаже акций на фондовом рынке. При анализе финансового состояния большое внимание всегда уделяется прибыли на одну акцию. Этот коэффициент рассчитывается делением суммы чистой прибыли на обыкновенные акции на среднее количество обыкновенных акций в обращении за отчетный период. Большое внимание показателю прибыли на одну акцию уделяют как руководство компании, так и акционеры. Именно на его основе происходит, в значительной степени, оценка акций. Этот показатель используется в стратегическом планировании для формулирования конкретных целей и задач. Обычно исследователю не приходится рассчитывать этот коэффициент, поскольку компании публикуют его в своих годовых отчетах и делают расчеты по кварталам.

Для расчета этого показателя сумма используемой в расчетах чистой прибыли сначала уменьшается на величину дивидендов, выплаченных держателям привилегированных акций, а также на сумму других обязательных платежей. Затем оценивается среднее количество обыкновенных акций, находящихся в обращении. Для данного показателя существует общепринятое обозначение *EPS*, от английского *Earnings per Share*. Расчет показателя прибыли на акцию производится с помощью формулы:

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль в распоряжении владельцев обыкновенных акций}}{\text{Среднее количество акций в обращении}}$$

В нашем примере у компании SVP в обращение выпущены только обыкновенные и привилегированные акции. В XX году дивиденды владельцам обыкновенных акций были выплачены в виде акций, что увеличило их количество в обращении. Результаты расчетов прибыли на одну акцию позволяют получить следующие значения:

3.3
2 в XX году и

3.2
6 в XY году.

Величина *EPS* по существу не претерпела существенного изменения. Незначительное уменьшение этого показателя вызвано увеличением количества акций в обращении, которое явилось следствием выплаты дивидендов в виде акций.

В практике расчета прибыли на акцию часто используется второй идентичный показатель. В США он регламентируется требованиями Совета по стандартам финансовой отчетности и Комиссии по ценным бумагам и биржам. Второй показатель рассчитывается в предположении, что компания выпустила ценные бумаги, которые могут конвертироваться в обыкновенные акции. Таким образом, этот второй

показатель прибыли на одну акцию рассчитывается с учетом всех акций, которые потенциально могут попасть в обращение, например, в результате обмена привилегированных акций и долговых обязательств на обыкновенные акции, если такая возможность предусмотрена условиями, а также в результате осуществления физическими и юридическими лицами имеющихся у них опционов на приобретение акции и т.п. В результате такого потенциального пресса возможно снижение прибыли на одну акцию, о чем компания обязана предупредить инвесторов. Американцы говорят в этом случае “потенциальное растворение прибыли”.

В рассматриваемом нами примере компании SVP потенциальное “растворение” прибыли вызвано привилегированными акциями, которые могут быть конвертированы в обыкновенные из расчета: *одна привилегированная акция к трем обыкновенным*. Расчет EPS в данном случае производится на основе чистой прибыли, которая фигурирует в отчете о прибыли без вычитания дивидендов по привилегированным акциям, и общей суммы обыкновенных акций, которые находятся в обращении, плюс дополнительное количество обыкновенных акций, которые появятся в случае конвертации. Как показывают расчеты, потенциальное растворение прибыли для компании SVP невелико: в XX году EPS с учетом конвертации составляет 3.08, а в XY году – 3.03.

Несмотря на то, что показатель прибыли на 1 акцию легко подсчитать и он публикуется в отчетах компании, тем не менее, некоторые сложности в его использовании существуют. Помимо того, что структура прибыли за квартал может иметь необычные элементы, во многих компаниях количество акций в обращении значительно колеблется в течение года, поскольку в обращение выпускаются дополнительные акции (новое предложение акций в широкую продажу, выплата дивидендов в виде акций, осуществление опционов и т.д.), кроме того компании выкупают свои акции из обращения в собственный казначейский портфель. Поэтому в расчете используется среднее количество акций в обращении за рассматриваемый период. Более того, если происходило резкое увеличение количества акций в обращении, например, дробление акций, то необходимо провести корректировку показателей за прошлые периоды для обеспечения их сопоставимости.

Инвестиционные аналитики и эксперты уделяют большое внимание изучению этого показателя за прошлые отчетные периоды, причем как за квартал, так и за год. На основе данных за прошлые периоды часто делаются прогнозы на будущее. Колебания и тенденции в изменении фактических показателей сравниваются с прогнозами и определяются признаки усиления или ослабления компании. Но еще раз следует подчеркнуть, что этот показатель нужно интерпретировать осторожно, учитывая необычные элементы в структуре прибыли и значительные изменения количества акций в обращении. Показатель EPS может быть пересчитан на денежный базис. В этом случае он носит название **показателя поступления денег на 1 акцию**. Это приблизительный показатель, и он рассчитывается для определения возможностей компании выплачивать дивиденды наличными в результате именно основной деятельности предприятия. Делается попытка определить движение наличных средств в расчете на одну акцию. К величине чистой прибыли добавляются суммы безналичных списаний, таких как износ материальных и нематериальных активов, поскольку эти бухгалтерские операции не представляют собой движения реальных наличных средств. Таким образом, добавив назад эти бухгалтерские списания, мы примерно определяем, какой денежный доход генерирует прибыль, полученная в результате основной деятельности компании.

Использование данного показателя часто может ввести в заблуждение аналитика, поскольку расчет денежного потока делается по приведенным выше допущениям весьма приближенно. В соответствии с приведенными выше допущениями расчет показателя поступления денег на одну акцию производится по формуле:

$$\frac{\text{Прибыль для владельцев обыкновенных акций} + \text{Амортизационные отчисления}}{\text{Среднее число акций в обращении}}$$

Расчет по этой формуле для предприятия SVP позволяет получить следующие значения этого показателя:

5.1
1 в XX году и

4.8
0 в XY году.

Другими словами, прибыль предприятия генерировала \$5.11 и \$4.80 соответственно в XX и XY годах. Но эта оценка может существенно исказить реальную картину, поскольку не учитываются реальные изменения собственных оборотных средств, которые имели место за рассматриваемые периоды. Этот факт наглядно иллюстрирует пример с компанией SVP. В соответствии с отчетом о движении денег

операционная деятельность компании принесла ей \$37,338 и (\$8,552) соответственно в XX и XY годах. В пересчете на одну акцию это составило соответственно 1.64 и -0.36. Тем не менее компания выплатила дивиденды в XY году в размере 92 центов на одну акцию, но это оказалось возможным вследствие продажи рыночных ценных бумаг.

Рост цены акции является важной характеристикой респектабельности предприятия в глазах фондового рынка. Помимо получения текущей прибыли, инвесторы обычно ожидают увеличения стоимости обыкновенных акций компании на фондовом рынке. Определяющий фактор роста цены акций – это дополнительная экономическая стоимость, то есть обеспечение в долгосрочной перспективе более значительных поступлений денег по сравнению с вложениями за счет производственной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. При анализе показателей данной компании, изменения цены ее акций будут сопоставляться с общими тенденциями на рынке ценных бумаг, с изменениями цен на акции компаний данной отрасли или отобранной группы компаний, которые используются для сопоставления. Кроме того, изменение рыночной цены акции характеризует так называемый капитализированный доход компании, который рассчитывается по формуле:

$$\text{Капитализированный доход} = \frac{P_1 - P_0}{P_0},$$

где P_0 - рыночная цена акции на начало года, P_1 - рыночная цена акции на конец года.

Поскольку динамика роста рыночной цены акции имеет вид

01.01.XX	01.01.XY	01.01.XZ
16.3	18.2	19.5

то капитализированная доходность акций составит 11.66% и 7.14% соответственно в XX и XY годах.

Дивидендный доход представляет собой одну из компонент дохода инвестора – владельца обыкновенных акций. Для определения дивидендного дохода размер ежегодных дивидендов сопоставляется с текущей ценой акции на начало года или средней ценой акции. Объявление дивидендов на 1 акцию делается советом директоров компании, причем этому уделяется очень большое внимание, поскольку объявленные и ожидаемые дивиденды на акции данной компании влияют, наряду с другими факторами, на цену этих акций на фондовом рынке. Дивиденды обычно выплачиваются в наличной форме, но довольно часто в виде акций. При выплате дивидендов акциями движения наличных средств не происходит, выпускаются дополнительные акции и передаются каждому акционеру данной компании. Если происходит выплата дивидендов наличными, то дивиденды объявляются в абсолютном выражении, например 1.29 долларов на 1 акцию. Для расчета дивидендного дохода будем использовать формулу:

$$\frac{\text{Величина дивиденда за год}}{\text{Рыночная цена акции на начало года}}$$

Этот коэффициент характеризует прибыль инвесторов от дивидендов. Однако при анализе дивидендного дохода и сопоставлении этого показателя с другими компаниями нельзя забывать, что компании проводят различную дивидендную политику, и общая сумма дохода акционера складывается из дивидендов и изменения рыночной стоимости акции.

Величина дивидендных выплат в XX году составила 28,000, но эти дивиденды были выплачены в виде акций. Поскольку в течение года в обращении находились 21,667 акций, то дивиденд на одну акцию составил 1.29. Рыночная цена акции на начало года составила 16.3. Следовательно, дивидендная доходность в XX году равнялась 7.91%. По аналогичным соображениям доходность акций в XY году составляла 5.04%, что существенно ниже предыдущего года. Подчеркнем, что данная оценка определяет доходность одной акции, находящейся в обращении и котирующейся на фондовом рынке. Не следует смешивать этот показатель с дивидендной доходностью всего собственного капитала предприятия, который оценивается по его стоимости указанной в балансе и включает оплаченный капитал и нераспределенную прибыль.

Общая доходность обыкновенных акций. Общая прибыль держателей акций компании определяется сочетанием двух основных компонентов: повышения (или понижения) цены акций и дивидендов, полученных наличными за соответствующий период времени, выбранный для анализа. Поскольку только часть прибыли, принадлежащей акционерам, выплачивается им в виде дивидендов, то значение для них имеет именно сумма реально полученных дивидендов, и, как уже отмечалось, изменение цены

акций, а не объявленная сумма прибыли компании на одну акцию. Суммарная доходность вложение денег в собственный капитал предприятия, таким образом, рассчитывается с помощью следующей формулы:

$$\text{Доходность обыкновенных акций} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0},$$

где D – дивиденды, выплаченные владельцам предприятия в рассматриваемом периоде.

Для предприятия SVP расчет общей доходности выглядит следующим образом:

Капитализированный доход	11.66%	7.14%
Дивидендный доход	7.93%	5.04%
Общий доход	19.58%	12.18%

Коэффициент выплат используется для характеристики дивидендной политики компании и характеризует долю прибыли, выплаченную акционерам в наличной форме в данном году.

Советы директоров компаний стремятся проводить стабильную дивидендную политику, поэтому значительные изменения коэффициента выплат по акциям возможны лишь в краткосрочной перспективе в результате больших колебаний в прибыли компании. Если рассматривать этот показатель за ряд лет, он помогает оценить тенденции в политике совета директоров: преобладающее стремление реинвестировать прибыль на развитие компании или выплачивать большую долю прибыли держателям акций.

Трудно сказать, что лучше, но анализ этого коэффициента помогает определить "стиль" деятельности компании. Тенденция такова, что быстро растущие и развивающиеся компании обычно выплачивают меньшую долю своей прибыли, они стремятся реинвестировать полученную прибыль для обеспечения дальнейшего роста. Компании, имеющие стабильные темпы роста или средние по величине темпы роста, обычно выплачивают большую долю прибыли.

Коэффициент дивидендных выплат компании SVP в XX году составил 0%, так как вся фактическая прибыль была реинвестирована в активы предприятия, а дивиденды были выплачены в виде вновь выпущенных акций. В XY году компания выплатила 0.92 долларов на одну акцию, что составляет 28% процентов от прибыли на одну акцию.

Владельцев компании всегда интересует, в какой степени выплачиваемые им дивиденды обеспечены прибылью и наличными поступлениями. Также их волнует, в какой степени доля заемного капитала в структуре капитала их компании и связанная с этим необходимость выплачивать проценты и погашать долг повлияет на возможности руководства обеспечить устойчивый рост прибыли и выплату дивидендов, соответствующих ожиданиям собственников компании.

Коэффициент цена/прибыль на 1 акцию. И владельцы компании, и руководство часто пользуются этим коэффициентом. Этот коэффициент также называется "кратное прибыли", и он показывает, как рынок оценивает результаты деятельности компании и ее перспективы. Расчет очень простой: текущая рыночная цена обыкновенных акций делится на самый свежий из имеющихся показателей – показатель прибыли на 1 акцию. Расчет показателя производится по формуле:

$$\frac{\text{Среднее значение рыночной цены акции}}{\text{Прибыль на 1 акцию}}$$

Этот показатель всегда оценивается в случае возможного приобретения компании. Кратное прибыли меняется значительно в зависимости от отрасли деятельности и вида компании. Фактически этот коэффициент показывает, как в целом рынок оценивает риски, связанные с данной отраслью или компанией, по отношению к прошлой и будущей прибыли. Как обычно, проводится сравнительный анализ, и кратное прибыли по данной компании сопоставляется со средним рыночным коэффициентом и с данными по отобранной для сравнения группе компаний.

Компания SVP имеет значение этого показателя на уровне 5.19 в XX году и 5.78 – XY году. Анализ этих значений позволяет сделать следующий вывод: несмотря на то, что показатель прибыли на акцию незначительно уменьшается с 3.32 до 3.26, рынок в силу своей инерционности не может адекватно реагировать на это уменьшение. Другими словами, если рынок адекватно реагирует на изменение прибыли на одну акцию, то величина "кратного прибыли" должна остаться неизменной. В нашем случае происходит увеличение этого показателя, что подтверждает неадекватность реакции рынка.