

КРИТИКА ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА:

**дает ли анализ коэффициентов
объективную информацию о предприятии?**

Александр Мертенс

В финансах нет, наверное, темы, на которую было бы написано так много, и которая представлялась бы профессионалам настолько простой, известной и изученной, как финансовый анализ с использованием коэффициентов. Помимо огромного числа специальной и учебной литературы, как отечественной, так и зарубежной, существует достаточное количество нормативных документов, регламентирующих проведение финансового анализа: можно назвать, например, «Методику проведения углубленного анализа финансового состояния предприятий и организаций» Агентства по предотвращению банкротства, «Методические рекомендации по анализу финансово-хозяйственного состояния предприятий и организаций» Государственной налоговой администрации или относительно новое «Положение о порядке проведения анализа финансового состояния предприятий, подлежащих приватизации», утвержденное совместным приказом Фонда госимущества и Министерства финансов № 49/121 от 21.01.2001 г. Набор показателей, как в литературе, так и в нормативных методиках, практически (с небольшими отклонениями) стандартен. Тем не менее, в практике финансового анализа в реальных сегодняшних условиях Украины, обнаруживается очень много вопросов, на которые очень трудно дать однозначный ответ. Насколько *объективной* является информация, полученная из стандартных форм бухгалтерской отчетности и каким образом она может быть верифицирована? Какие показатели могут быть *в действительности* полезны руководству предприятия и инвесторам? Какие показатели должны *регулярно отслеживаться* руководством, кредиторами, собственниками? Какие показатели наиболее точ-

но характеризуют *эффективность работы* руководства компании и ее подразделений? Можно ли на основании анализа финансовых коэффициентов прогнозировать неплатежеспособность предприятия? Стоит ли ориентироваться на «нормативные» или «критические» значения тех или иных показателей, и какими они должны быть? Это далеко не полный перечень вопросов, обмен мнениями и опытом по которым мог бы стать полезным для практиков.

Исходная информация

Финансовый анализ неразрывно связан с применяемыми методами бухгалтерского учета и формами отчетности. Переход к новым национальным стандартам бухгалтерского учета - безусловно, положительный фактор. Несмотря на многие недостатки украинских Положений (стандартов) бухучета, нельзя не согласиться, что отчетность, подготовленная в соответствии с новыми стандартами, дает более полную и объективную информацию о предприятию по сравнению со старыми формами. Но это так, только если отчетность *действительно* подготовлена в соответствии с новыми стандартами. Сейчас происходит процесс *перехода* к новым стандартам и поэтому даже если финансовые отчеты (например, баланс и отчет о финансовых результатах, являющиеся основным источником данных при расчете коэффициентов) подготовлены в соответствии с новой формой, по существу это механически преобразованные в новый формат старые формы 1 и 2. Это среди прочего означает, что в составе дебиторской задолженности может сохраняться значительная доля безнадежных и сомнительных долгов, в составе запасов могут присутствовать неликвиды с завышенной балансовой оценкой, и т.п.

Еще одна типичная и очень серьезная проблема сегодняшней финансовой отчетности - балансовая стоимость основных фондов. В результате высокой инфляции 90-х гг. и проведенных индексаций (последняя и наиболее масштабная - в 1996 г.), стоимость основных фондов, отраженная в балансе

очень далеко оторвалась от сколько-нибудь реалистичной оценки, и чаще всего существенно *завышена*. Это создает существенные проблемы в анализе показателей отдачи на вложенные средства, обеспечиваемой предприятием (рентабельности капитала), структуры капитала (соотношения собственных и заемных средств), оценке акций предприятия. Перечислены лишь некоторые из проблем, возникающих при анализе, даже если отчетность представлена в новых формах. Следует также отметить проблему сопоставимости данных и рассчитанных на их основе показателей при анализе динамики, без чего делать взвешенные выводы невозможно.

Принципы

Прежде чем обсуждать те или иные показатели, предельно важно сказать о ключевых *принципах*, которым в любом случае должен следовать тот, кто стремится, чтобы анализ дал полезную информацию и помог в принятии решения, а не свелся лишь к упражнению в арифметических расчетах. *Во-первых*, любой анализ начинается с определения и точного понимания *цели* - на какой вопрос необходимо получить ответ в результате? Типичными целями можно считать оценка возможной неплатежеспособности - для кредиторов, оценка эффективности деятельности и поиск резервов ее повышения - для менеджеров, оценка отдачи на собственный капитал - для собственников. Это, однако, не означает, что собственников и менеджеров не может интересовать платежеспособность, а кредиторов - эффективность производственной деятельности, которая непосредственно влияет на способность обслуживать обязательства. Но в любом случае, финансовый анализ должен начинаться с четкой и правильной формулировки вопросов. *Во-вторых*, рассчитывая те или иные коэффициенты важно четко понимать их *смысл*. *Не существует единых правил и единственно верных формул расчета финансовых коэффициентов*. Без правильного понимания смысла коэффициента, его расчет бесполезен. *В-третьих*, анализ коэффициентов имеет смысл, только если производится в

сравнении - с прошлыми показателями (динамика) и с показателями других предприятий (среднеотраслевыми), а также - если анализируются *взаимосвязи* финансовых показателей. С точки зрения данных принципов, рассмотрим некоторые популярные финансовые показатели.

Рентабельность

Традиционный (с дорыночных времен) показатель рентабельности - отношение валовой прибыли к себестоимости, - может быть полезен для отраслевых сравнений эффективности производственного процесса (так считают рентабельность все, и информация для сопоставлений доступна), но обладает рядом недостатков и явно недостаточен для оценки эффективности деятельности предприятия. Для более глубокой оценки эффективности необходимо использовать группу показателей.

Термин «рентабельность» соответствует английскому *return (отдача)*, и измеряет сколько единиц прибыли получено на единицу выручки от реализации (рентабельность продаж или маржа прибыли), на единицу вложенных средств (рентабельность активов, рентабельность инвестированного капитала, рентабельность собственного капитала), либо на единицу затрат. Вопрос состоит еще и в том - какие показатели прибыли использовать для расчета рентабельности. В отношении рентабельности продаж как правило есть необходимость делать расчет и сопоставление для нескольких показателей прибыли. *Валовая прибыль* характеризует эффективность основного производственного процесса, но не учитывает реализационных и административных затрат предприятия. Более объективен показатель операционной прибыли (прибыль до налогов и процентов, *EBIT*), характеризующий эффективность основной деятельности предприятия. Чистая рентабельность продаж, рассчитанная как отношение чистой прибыли к объему выручки, как правило, не может быть использована для отраслевых сопоставлений так как находится под влиянием объема процентных платежей и чрезвычайных доходов и за-

трат. Нужно также отметить, что все перечисленные показатели прибыли имеют один общий недостаток: они рассчитаны с учетом амортизационных отчислений в составе затрат. В целом это правильно, но в наших условиях, когда амортизационные отчисления рассчитываются исходя из искаженной стоимости основных фондов, это может привести к несопоставимости показателей разных предприятий. Например, если сравниваются два практически идентичных предприятия одной отрасли, но одно создано в 80-х гг., а другое в 90-х, то даже если они будут работать одинаково, рентабельность будет разной. Еще один пример: многие украинские предприятия, которые были прибыльны в 1995 г., в 1996 г. стали убыточными, даже если по существу ничего не изменилось - просто была проведена индексация основных фондов и увеличились амортизационные отчисления. Поэтому важным является расчет рентабельности продаж на основании показателя операционной прибыли до начисления амортизации (т.н. *EBITDA*).

При расчете отдачи на вложенные средства (рентабельности активов, капитала и др.) важен принцип: прибыль в числителе рассчитываемого коэффициента получена *именно на те* вложенные средства, которые находятся в знаменателе (показатели из баланса в знаменателе берутся на начало периода либо средние за период). Этому принципу отвечает, например, рентабельность собственного капитала (*ROE*) - отношение чистой прибыли к собственному капиталу (в собственный капитал в общем случае следует включать и отложенные налоговые обязательства), измеряющая отдачу на вложенные средства, получаемую собственниками. Аналогично строится показатель рентабельности инвестированного капитала (*ROIC*) - сумма чистой прибыли и процентов, за вычетом налоговой защиты по процентам, по отношению к сумме собственного капитала и процентных обязательств, - он измеряет отдачу, получаемую инвесторами на вложенный в предприятие капитал. Традиционный коэффициент рентабельности активов (*ROA*) - отношение чистой прибыли к активам, - не вполне отвечает данному принципу: чистая прибыль

принадлежит лишь собственникам, в то время, как все активы профинансированы не только за счет собственных средств, но также долговых обязательств.

Наконец, слеует сказать, что оценка эффективности хозяйственной деятельности предприятия по показателям рентабельности может быть объективной только тогда, когда инвесторы получают отдачу от вложенных средств *исключительно* за счет процентов (кредиторы) либо чистой прибыли (собственники). Эффективно работающее предприятие может быть нерентабельным или низкорентабельным если доходы инвестора, например, «спрятаны» в (завышенные) затраты или в (заниженные) цены реализации.

Оборачиваемость

Показатели оборачиваемости являются одними из наиболее информативных с точки зрения оценки эффективности управления ресурсами предприятия. Оборачиваемость дебиторской задолженности (объем чистой выручки от реализации по отношению к средней за период дебиторской задолженности), а также обратная величина – средний срок инкассации дебиторской задолженности, позволяют достаточно точно оценить эффективность работы предприятия с покупателями готовой продукции. Для инвестора очень информативными могут оказаться внутриотраслевые сравнения – когда, например, очень похожие предприятия характеризуются диаметрально различным финансовым состоянием лишь вследствие различной собираемости платежей.

Аналогично, очень полезными являются показатели оборачиваемости запасов (себестоимость к средним за период запасам) как в целом, так и в разрезе готовой продукции, запасов сырья и комплектующих, незавершенного производства.

В целом, показатели эффективности управления оборотными средствами предприятия: оборачиваемость оборотных активов, оборотного капитала,

дебиторов, запасов, кредиторской задолженности являются одними из немногих, которые в наших условиях действительно несут в себе объективную информацию, и могут быть рассчитаны на основании стандартных форм финансовой отчетности. В то же время, этого нельзя сказать об оборачиваемости основных фондов (фондоотдаче), если стоимость основных фондов была неоднократно проиндексирована.

Существенная проблема при использовании коэффициентов оборачиваемости (это относится и ко всем остальным группам коэффициентов) – отсутствия качественной информационной базы для отраслевых сравнений.

Структура капитала

Показатели, характеризующие структуру капитала предприятия часто объединяют категорией «финансовая устойчивость» (в украинских методиках - это прежде всего т.н. коэффициенты автономии, финансовой устойчивости и ливериджа), понимая под этим тот факт, что чем больше у компании собственных средств по отношению к заемным, тем более устойчивой она является, т.е. тем ниже вероятность неплатежеспособности. Однако в сегодняшних условиях использование этих показателей является очень противоречивым. Во-первых, существует проблема неадекватной балансовой оценки основных фондов – суммы дооценки относились на дополнительный капитал, что часто приводит к завышению балансовой стоимости собственных средств. Это означает, что предприятие с предельно «хорошим» отношением собственного капитала к активам (например, 0,7 – 0,8 и даже больше) может оказаться неплатежеспособным. Во-вторых, актуальным остается вопрос – какой уровень долга следует считать нормальным? Если на Западе лет 20 – 30 назад доля долга в капитале на уровне 40 – 50% считалась очень высокой, то сегодня вполне нормальными могут быть величины 60 – 70% и даже выше. Украина – не Запад, но говорить о каких либо нормативных значениях в этой области можно лишь на основании подробных статистических исследований.

Ликвидность

Коэффициенты ликвидности - по-видимому, одни из наиболее известных, простых и понятных финансовых показателей. Они измеряют достаточность ликвидных активов для выполнения текущих обязательств. Различаются коэффициенты данной группы лишь по группе активов в числителе, в знаменателе всегда - общий объем текущих (краткосрочных) обязательств. Часто для данных коэффициентов указываются т.н. «критические значения», сравнение с которыми призвано помочь сделать вывод о ликвидности предприятия. Например, для коэффициента текущей (или общей) ликвидности (в отечественных методиках его называют еще коэффициентом покрытия, что не совсем соответствует мировой практике) – отношения текущих активов к текущим обязательствам, - называют критическое значение 1. С этим можно согласиться с той точки зрения, что если текущие активы меньше текущих обязательств (коэффициент меньше единицы), это скорее всего говорит о неликвидности, но в то же время значение большее единицы может быть далеко недостаточным (отдельная проблема – состав текущих активов, который может включать неликвиды, о чем уже говорилось выше).

Для коэффициента быстрой ликвидности (т.н. *acid-test* – «лакмусовая бумажка») – отношения ликвидных активов (денежных средств, дебиторской задолженности и ликвидных финансовых вложений) к текущим обязательствам, часто называют критическое значение 0,6 – 0,8. С этим можно было бы согласиться, но было бы лучше если бы данные цифры базировались на статистическом анализе и учитывали отраслевую специфику. То же касается и коэффициента абсолютной (мгновенной) ликвидности, обычное критическое значение которого (0,2 – 0,25) представляется несколько завышенным.

Диагностика неплатежеспособности

Важнейший вопрос, на который призван отвечать финансовый анализ – диагностика неплатежеспособности. Важно понимать, во-первых, - какие показатели наиболее точно предсказывают финансовую несостоятельность, во-вторых – можно ли вывести некоторый интегральный показатель, который являлся бы инструментом прогнозирования неплатежеспособности. Любимый украинскими банкирами и государственными чиновниками коэффициент Альтмана не может выполнять эту функцию в наших условиях – он был разработан на основе статистических исследований, проведенных в другой стране и другое время (т.е. для других экономических условий, другой системы отчетности, и т.д.) Ответить на поставленные вопросы можно лишь с помощью серьезного исследования финансового состояния украинских предприятий на основании финансовой отчетности за несколько последних лет.

Стоимость компании

Оценка стоимости компании – квинтэссенция финансового анализа и слишком большая тема, проблемы которой требуют отдельного обсуждения. Мы коснемся лишь одного из возможных подходов к оценке – использования т.н. рыночных коэффициентов (мультипликаторов), - подход достаточно практичный в условиях недостаточной информации и поэтому популярный среди инвесторов. Рыночные коэффициенты - это, как правило, отношение рыночной стоимости собственного капитала компании (либо рыночной стоимости бизнеса в целом – т.е. суммы стоимости собственного капитала и обязательств) к какому-либо ключевому показателю, характеризующему деятельность (состояние) предприятия. Важнейшими принципами здесь есть, во-первых, не ограничиваться лишь одним-двумя коэффициентами, - большее количество альтернативных оценок дает возможность более взвешенных выводов. Во-вторых, в украинских условиях как правило, неоправдано использо-

вание коэффициентов, значение которых зависит от особенностей учета и других субъективных факторов, и могут быть сравними не только с показателями предприятий внутри страны, но и с зарубежными аналогами. Например, в наших условиях неоправдано использование очень популярного среди инвесторов во всем мире коэффициента «цена-доход» (price-earnings, p/e: отношение рыночной стоимости собственного капитала к чистой прибыли) – по причине отмеченных выше недостатков и особенностей показателя чистой прибыли. То же относится и к коэффициенту «цена-балансовая стоимость» (price/book-value), все по той же причине искаженной стоимости собственного капитала. Более объективными, а значит полезными для оценки являются показатели объемов выручки от реализации (коэффициент «цена-выручка», или price-sales), прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации (*EBITDA*, который соотносят как правило, с рыночной стоимостью бизнеса в целом), денежного потока от операционной деятельности. Кроме того, важно соотношение рыночной стоимости с натуральными показателями деятельности предприятия (объем реализации в натуральном выражении, объем тех или иных активов опять же в натуральном измерении).

Какие бы коэффициенты не использовались для оценки, в отсутствие базы для сравнения, они бесполезны. Поэтому в очередной раз возникает проблема комплексного статистического анализа и исследования отчетности украинских предприятий.

Практика финансового анализа в сегодняшних условиях ставит больше вопросов, чем дает ответов, что свидетельствует о том, что данные проблемы требуют заинтересованного обсуждения в среде специалистов: мы будем рады, если данный материал послужит еще одним поводом к такому обсуждению.