

### 3.4. АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КАПИТАЛА В ОЦЕНКЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ

Пласкова Н.С., к.э.н. доцент кафедры Бухгалтерского учета и анализа хозяйственной деятельности

*Всероссийский заочный финансово-экономический институт*

Статья раскрывает экономическую сущность понятия рентабельности. В ней представлены методические основы анализа одного из главных показателей результативности бизнеса – рентабельности капитала во взаимосвязи с эффектом финансового рычага. Излагается алгоритм выявления и измерения влияния финансовой и производственной политики компании на рентабельность капитала.

Рентабельность является важнейшим оценочным показателем, характеризующим результативность бизнеса. Существует целый ряд показателей рентабельности, которые отражают относительный уровень прибыльности функционирующего собственного и заемного капитала, основных и оборотных средств, текущих расходов и их элементов, показывая, какая сумма прибыли получена организацией на каждый рубль капитала, активов, доходов, расходов и т.д. По данным открытой финансовой отчетности, составленной в соответствии с требованиями российских правовых актов, и доступной широкому кругу пользователей, целесообразно оценивать следующие три группы показателей рентабельности:

- экономическая рентабельность – отношение соответствующего финансового результата (прибыли до налогообложения, прибыли от продаж, чистой прибыли) к средней балансовой величине совокупных активов (или их составляющих);
- финансовая рентабельность – отношение соответствующего финансового результата (прибыли до налогообложения, прибыли от продаж, чистой прибыли) к средней балансовой величине собственного (или заемного капитала);
- операционная рентабельность – отношение соответствующего финансового результата (валовой прибыли, прибыли до налогообложения, прибыли от продаж, чистой прибыли) к показателям совокупных доходов (общей выручки от продаж, выручки по отдельным видам деятельности) и/или совокупных расходов (расходов по операционной деятельности, отдельным статьям и элементам расходов).

Для главных субъектов бизнеса – собственников организации наиболее важным критерием результативности их средств из вышеприведенных показателей является рентабельность собственного капитала, которая, как правило, рассчитывается как отношение чистой прибыли за отчетный период (строка 190 Отчета о прибылях и убытках, форма №2) к средней балансовой величине собственного капитала. Поскольку собственный капитал равен чистым активам, то целесообразно определять его величину как разницу между совокупными активами (уменьшенными на сумму задолженности собственников по вкладам в уставный капитал) и совокупными обязательствами (долгосрочными и краткосрочными). Порядок расчета чистых активов организации по данным бухгалтерской отчетности определен совместным приказом Минфина РФ и ФКЦБ (ныне – ФСФР) от 29.01.2003 г № 10н / № 03-6/пз. Идентичной будет величина собственного капитала, если определять ее по данным бухгалтерского

баланса (форма №1) как сумму итога раздела «Капитал и резервы» (строка 490) и статьи «Доходы будущих периодов» (строка 640).

Одним из этапов оценки рентабельности собственного капитала является изучение влияния финансовой стратегии организации в отношении использования заемных средств. Как известно, любая компания, осуществляя тот или иной вид деятельности, наряду с собственными финансовыми источниками прибегает к использованию заемных средств, привлекаемых в хозяйственный оборот на долгосрочной и краткосрочной основе в виде займов, кредитов, кредиторской задолженности и т.д. Отдельные виды заемных средств требуют, так называемой, «платности», то есть затрат по полученным кредитам, займам и т.п. Другие виды обязательств обходятся предприятию практически бесплатно: кредиторская задолженность по заработной плате, налогам и сборам, полученным авансам (в пределах установленных сроков погашения). Соотнесение понесенных за анализируемый период расходов, связанных с привлечением заемных средств, и усредненной величины всех заемных источников (как платных, так и бесплатных), позволяет установить относительный уровень цены заемных средств, которые предприятие использовало в своей хозяйственной деятельности. Иными словами, цена заемного капитала является уровнем рентабельности, которую ожидают получить от предприятия поставщики этих средств: инвесторы, кредиторы, подрядчики, поставщики товаров, сырья, и т.п. (прямо – в виде денежных поступлений, или косвенно – как экономическую выгоду в виде выручки от реализации своей продукции).

Поскольку любые расходы уменьшают финансовый результат, важно, чтобы привлечение любого вида заемных средств в оборот обходилось как можно дешевле. То есть необходимо стремиться к снижению уровня цены заемного капитала, в первую очередь, за счет оптимизации объемов наиболее дорогостоящих источников (кредитов, займов). Вместе с тем даже бесплатные (в рамках допустимых сроков погашения) источники заемных средств несут в себе определенную степень финансовых рисков, связанных, в частности, с возможностью временной потери предприятием платежеспособности. В такой ситуации резко возрастает платность таких источников средств в связи с необходимостью возмещения штрафов и пеней. Если же неплатежеспособность приобретает устойчивый характер, то возникает повышенная угроза финансовых потерь, которая может реализоваться в форме катастрофических финансовых рисков (вплоть до изъятия части имущества) при признании организации банкротом.

Критерием оптимальности структуры капитала служит достижение разумного соотношения между максимизацией рентабельности и минимизацией финансового риска. Однако, высокая рентабельность достигается, как правило, ценой рискованных финансовых решений, ориентированных на активное привлечение заемных средств.

Чаще всего в условиях роста потребности в дополнительном финансировании источником средств становятся кредиты и займы, характеризующиеся высоким уровнем платности, требующим выполнения ряда жестких требований со стороны кредитных организаций (обязательности залога или поручительства, качественных финансовых показателей и т.п.). Кроме того,

увеличение таких источников средств повышает степень финансовой зависимости компании, а, следовательно, уровень финансового риска.

Вовлечение в хозяйственный оборот кредитных ресурсов будет обоснованным только тогда, когда за счет их использования организация сможет ростом дополнительных доходов возместить проценты, возратить сумму основного долга и получить прибыль. Это возможно при достижении высокого уровня рентабельности деятельности в целом.

Одним из инструментов оценки эффективности использования и обоснования дополнительного привлечения заемных средств является расчет эффекта финансового рычага. Термин «финансовый рычаг» представляет собой перевод с английского понятия «financial leverage» – «финансовый левверидж», действие которого в управлении финансами компании довольно широко освящено в западной (а теперь и в российской) экономической литературе. Рычаг – это отношение величин, увеличивая или уменьшая которые можно получить более сильное изменение того или иного результата. Рост финансового рычага, отражающего соотношение заемного и собственного капитала (или соотношение заемного и совокупного капитала), характеризует повышение уровня финансовой зависимости предприятия в расчете на повышение эффективности бизнеса за счет использования в хозяйственном обороте заемного капитала. Важно понять, что усиление воздействия финансового рычага (что выражается в значении самого коэффициента) происходит за счет привлечения заемных средств.

Исследование механизма действия финансового рычага служит обоснованием управленческих решений по привлечению заемных средств. С этой целью относительную величину эффекта финансового рычага (ЭФР) с использованием данных открытой финансовой отчетности целесообразно рассчитывать по следующей формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - R_{\text{ТАХ}}) \cdot (ROA - WACCTD) \cdot \frac{\overline{TD}}{E},$$

где

$R_{\text{ТАХ}}$  (tax ratio) – коэффициент налогообложения прибыли (точнее – доля изъятия в бюджет части совокупного финансового результата предприятия в виде налога на прибыль); рассчитывается как отношение расходов по налогу на прибыль к прибыли до налогообложения (строка 140 Отчета о прибылях и убытках); расходы по налогу на прибыль формируются по правилам налогового учета и определяются расчетным путем по данным Отчета о прибылях и убытках следующим образом: строка 150 «Текущий налог на прибыль» минус строка 141 «Отложенные налоговые активы» плюс строка 142 «Отложенные налоговые обязательства»;

$RAO$  (return on assets) – процентный уровень рентабельности совокупных активов (экономическая рентабельность), исчисленная как отношение прибыли до налогообложения и расходов по привлечению заемных средств (earnings before interest and taxes –  $EBIT$ ) к средней балансовой величине совокупных активов (total assets –  $TA$ ); поскольку в финансовой отчетности организации, составленной в соответствии с российскими требованиями, такой показатель прибыли отсутствует, то предлагаем считать его по данным Отчета о прибылях и убытках как сумму прибыли до налогообложения (строка 140) и процентов к уплате (строка 070);

$WACCTD$  (weighted average cost of total debt) – процентный уровень средневзвешенной цены заемного капитала (относительный уровень стоимости долгосрочных и краткосрочных обязательств), который рассчитывается как отношение расходов по обслуживанию заемных источников средств («Проценты к уплате» – строка 070 Отчета о прибылях и убытках) к средней балансовой величине заемного капитала (как платного, так и бесплатного);

$\overline{TD}$  (total debt) – средняя балансовая величина заемного капитала (совокупных обязательств); для ее расчета по данным бухгалтерского баланса целесообразно использовать итоговые показатели разделов «Долгосрочные обязательства» и «Краткосрочные обязательства», уменьшенные на сумму статьи «Доходы будущих периодов» (строка 640);

$E$  (equity) – средняя балансовая величина собственного капитала; по данным бухгалтерского баланса рассчитывается как сумма итога раздела «Капитал и резервы» (строка 490) и статьи «Доходы будущих периодов» (строка 640).

Как видно из приведенной формулы, эффект финансового рычага формируется под воздействием трех составляющих: налогового корректора  $(1 - K_{\text{ТАХ}})$ , дифференциала  $(ROA - WACCTD)$  и коэффициента

финансового рычага  $\frac{\overline{TD}}{E}$ .

Технически значение  $\text{ЭФР}$  отражает, какой процент из достигнутого уровня рентабельности собственного капитала обеспечен за счет использования заемных источников средств, привлеченных на долгосрочной и краткосрочной основе в любой форме (кредиты, займы, кредиторская задолженность и т.д.).

Налоговый корректор необходим для приведения в сопоставимый вид двух показателей: эффекта финансового рычага ( $\text{ЭФР}$ ) и рентабельности собственного капитала (return on equity –  $ROE$ ), поскольку для расчета первого показателя используется величина прибыли до налогообложения и расходов по привлечению заемных средств ( $EBIT$ ), а для второго – чистая прибыль (net income profit –  $NIP$ ), то есть прибыль после фискального изъятия.

Дифференциал финансового рычага представляет собой разницу между уровнем экономической рентабельности всех средств, вложенных в деятельность организации (как собственных, так и заемных), и уровнем цены заемного капитала.

Коэффициент финансового рычага (долговая нагрузка – total debt to equity) отражает финансовую активность компании в части привлечения заемных средств и представляет собой отношение общей величины долгосрочных и краткосрочных обязательств к собственному капиталу.

Значение  $\text{ЭФР}$  зависит, в первую очередь, от дифференциала. Если дифференциал положителен, то какими бы ни были значения налогового корректора и коэффициента финансового рычага,  $\text{ЭФР}$  будет положительным. То есть при этом условии привлечение заемных средств будет признано оправданным. Если, по каким-то причинам, организация получила уровень рентабельности совокупного капитала ниже, чем уровень цены заемных средств (то есть дифференциал

оказался отрицательным), то в этом случае привлечение заемных средств признается неэффективным, что приводит к снижению рентабельности собственного средств организации, «проеданию» собственного капитала, то есть уменьшению прибыли, накопленной в предыдущие периоды.

Предприятие может сознательно пойти на дополнительное привлечение заемных средств в любой форме, испытывая потребность в финансировании. Основанием к этому может послужить коммерческий расчет окупаемости дополнительных финансовых затрат за счет достижения большей прибыли от наращивания масштабов производственно-сбытовой деятельности, ускорения оборачиваемости средств. Если значение **ЭФР** в результате использования заемных средств возрастает (или как минимум, остается положительной величиной), то их дополнительное вовлечение в хозяйственный оборот признается оправданным.

Эффект финансового рычага показывает, какой уровень рентабельности собственного капитала получен за счет привлечения заемных средств, несмотря на их платность. Если рассчитать показатель рентабельности собственного капитала как отношение чистой прибыли к средней балансовой величине собственного капитала, то любое полученное значение **ЭФР** будет являться частью рентабельности собственного капитала. То есть при положительных величинах этих двух оценочных критериев результативности бизнеса будет позитивно оценена финансовая активность предприятия по вовлечению в хозяйственный оборот заемных средств. Положительный эффект от использования заемного капитала проявляется в наращивании масштабов операционной деятельности, росте продаж, укреплении рыночных позиций компании.

Важным моментом в анализе действия финансового рычага является раскрытие связи между структурой капитала (соотношением заемного и собственного капитала) и структурой текущих расходов (соотношением постоянных и переменных расходов). Эту задачу можно решить путем преобразования формулы эффекта финансового рычага с помощью методики «Дюпон», суть которой заключается в разложении показателя экономической рентабельности на составляющие элементы-факторы (часть условных обозначений приведена выше):

$$\begin{aligned} \text{ЭФР} &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot (ROA - \text{WACCCTD}) \cdot \frac{\overline{TD}}{E} = \\ &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot \left( \frac{\text{EBIT}}{TA} - \text{WACCCTD} \right) \cdot \frac{\overline{TD}}{E} = \\ &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot \left( \frac{N - S_v - S_c}{TA} - \text{WACCCTD} \right) \cdot \frac{\overline{TD}}{E} = \\ &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot \left( \frac{N - S_v - S_c}{\frac{\text{EBIT}}{TA}} - \text{WACCCTD} \right) \cdot \frac{\overline{TD}}{E} = \\ &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot \left( \frac{N - S_v - S_c}{\frac{\text{EBIT}}{TA}} - \text{WACCCTD} \right) \cdot \frac{\overline{TD}}{E} = \\ &= (1 - K_{\text{TAX}}) \cdot \left[ \left( \text{COP} - \frac{S_c}{\text{EBIT}} \right) \cdot ROA - \text{WACCCTD} \right] \cdot \frac{\overline{TD}}{E}, \end{aligned}$$

где

**N** – выручка от продаж;

**S<sub>v</sub>** – переменные расходы, связанные функционально с объемом производства и реализации (формируются по данным управленческого учета);

**S<sub>c</sub>** – постоянные расходы, не связанные функционально с объемом производства и реализации (формируются по данным управленческого учета);

**COP** – сила операционного рычага, которую можно определить как отношение маржинальной прибыли (разности между выручкой от продаж и переменными расходами) к прибыли до налогообложения и расходов по привлечению заемных средств (**EBIT**).

Как видно из приведенных формул, между уровнем эффекта финансового рычага (**ЭФР**) и силой операционного рычага (**COP**) имеется прямая функциональная зависимость, которая проявляется в том, что рост силы операционного рычага увеличивает эффект финансового рычага, но приводит к усилению производственных, а следовательно, и финансовых рисков.

Осуществляя свою финансовую политику по привлечению заемных средств для достижения необходимого уровня результативности бизнеса, и ориентируясь при этом на показатель **ЭФР**, предприятие должно учитывать два важнейших правила:

1. Если заимствование средств приносит увеличение уровня эффекта финансового рычага, то оно признается выгодным. При этом необходимо контролировать состояние дифференциала: при наращении коэффициента финансового рычага поставщики заемных средств (банки, инвесторы, кредиторы и т.п.) склонны компенсировать рост своего финансового риска по таким сделкам за счет повышения «уровня платности» предоставляемых средств.
2. Риск кредитора выражается величиной дифференциала

**ЭФР**: чем больше дифференциал, тем меньше риск; чем меньше дифференциал, тем больше риск.

В условиях развития компании вовлечение в оборот дополнительных финансовых ресурсов, как за счет привлечения заемных средств, так и за счет расширения уставного капитала и реинвестирования прибыли, должно осуществляться с учетом такого показателя, как предельная цена капитала (marginal cost of capital – **MCC**). Она определяется на основе динамической оценки показателя цены совокупного (собственного и заемного) капитала (weighted average cost of capital – **WACC**).

$$\text{MCC} = \Delta \text{WACC} / \Delta K,$$

где

**ΔWACC** – прирост средневзвешенной цены капитала;

**ΔK** – прирост совокупного капитала.

Существуют и объективные ограничения в привлечении дополнительного капитала, как собственного, так и заемного:

- увеличение собственного капитала за счет капитализации нераспределенной прибыли ограничено ее размерами и дивидендной политикой компании;
- привлечение дополнительного капитала за счет эмиссии акций и облигаций в условиях достижения точки насыщения фондового рынка возможно только путем повышения привлекательности этих финансовых инструментов (увеличения выплат дивидендов, облигационных доходов);
- привлечение дополнительного капитала за счет заемных кредитных источников сопровождается снижением финансовой независимости и возрастанием финансового риска кредиторов, следствием чего является повышение процентной ставки;

- привлечение дополнительного капитала за счет роста кредиторской задолженности снижает ликвидность компании, а увеличение отсрочки обязательств минимизирует уровень скидки, предоставляемой поставщиками.

Границы эффективного привлечения дополнительного капитала целесообразно определять с помощью показателя так называемой «предельной эффективности капитала» (marginal efficiency of capital – *MEC*):

$$MEC = \Delta ROA / \Delta WACC,$$

где

$\Delta ROA$  – прирост экономической рентабельности (рентабельности совокупного капитала);

$\Delta WACC$  – прирост средневзвешенной стоимости совокупного капитала (собственного и заемного).

Возможны следующие варианты оценки показателя *MEC*:

1. Для укрепления финансового состояния компании при одновременном росте рентабельности и цены капитала показатель предельной эффективности капитала должен быть больше единицы ( $MEC > 1$ ).
2. При одновременном снижении рентабельности и цены капитала в целях удержания финансовой устойчивости компании на приемлемом уровне показатель предельной эффективности капитала должен быть меньше 1 ( $MEC < 1$ ).
3. При разнонаправленной динамике рентабельности и цены капитала возможны два варианта:
  - а). Если рентабельность растет, а цена капитала снижается, компания создает условия для повышения платежеспособности в долгосрочном периоде и укрепления финансовой устойчивости, что положительно влияет на ее потенциальную рыночную стоимость.
  - б). Если рентабельность снижается, а цена капитала растет, происходит ухудшение финансового состояния компании, что негативно сказывается на ее рыночной стоимости.

Использование компанией различных источников финансирования может по-разному отразиться на формировании ее прибыли. Используя результаты анализа и оценки стоимости привлечения ресурсов как финансового, так и нефинансового характера, следует исходить из того, какую выгоду, с одной стороны, и какой финансовый риск, с другой стороны, принесет увеличение каждого элемента собственных средств и обязательств (пассива бухгалтерского баланса).

Пассив бухгалтерского баланса отражает совокупную величину обязательств компании перед своими собственниками (акционерами, участниками) и перед третьими юридическими и физическими субъектами (поставщиками, инвесторами, кредитными организациями, персоналом, государством и т.д.). Таким образом, решение задачи повышения результативности бизнеса в значительной мере определяется способностью компании к созданию и реализации финансовой стратегии, оптимальность которой достигается при достижении соответствия желаемого уровня рентабельности уровню рисков, которые ему сопутствуют.

## Литература

1. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Экономический анализ. – М.: Финансы и статистика, 2003.
2. Баканов М.И., Мельник М.В., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа. – М.: – «Финансы и статистика», 2005.
3. Барнгольц С.Б., Мельник М.В. Методология экономического анализа деятельности хозяйствующего субъекта. – М.: Финансы и статистика, 2003.
4. Бернштейн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. / Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 2003.
5. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. / Пер. с англ. – М.: «Финансы и статистика», 2003.
6. Ефимова О.В., Мельник М.В. Анализ финансовой отчетности. – М.: Бухгалтерский учет, 2005.
7. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. – М.: Финансы и статистика, 2006.
8. Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия. / Пер. с франц. – М.: ЮНИТИ, 1997.
9. Хелферт Э. Техника финансового анализа / Пер. с англ. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996.
10. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций. – М.: «ИНФРА», 2005.

*Пласкова Наталья Степановна*

## 3.4. PROFITABILITY ANALYSIS OF THE CAPITAL IN AN ESTIMATION OF PRODUCTIVITY OF ACTIVITY OF THE ORGANIZATION

N.S. Plaskova, Professor,  
Accounting and Financial Analysis

*Dept of Russian Distance Institute of Finance and Economics.*

The article uncovers economic substance of concept of profitableness. In her methodical bases of the analysis of one of main metrics of productivity of business – are presented to profitableness of the capital to interconnections with effect of a financial cradle. The algorithm of detection and measurement of agency of financial and manufacturing policy of the company on profitableness of the capital is stated.