

УПРАВЛЕНИЕ, ВЫЧИСЛИТЕЛЬНАЯ ТЕХНИКА И ИНФОРМАТИКА

8. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

8.1. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

Барышникова Н.Г., соискатель, заместитель генерального директора ООО «ДСМ Пресс»;
Яновский А.В., CFA, соискатель

Адекватная оценка эффективности бизнеса – один из основных вопросов экономического анализа деятельности предприятия. Она важна при решении практически любой задачи по оптимизации деятельности бизнеса, оценке его стоимости, в том числе сторонними по отношению к предприятию консультантами.

С точки зрения информационного обеспечения подобных задач финансовая отчетность обладает высокой ценностью, поскольку компактно содержит всю важнейшую информацию, необходимую для проведения оценки эффективности бизнеса по двум основным средам: с точки зрения видов его деятельности и заинтересованных сторон. Финансовая отчетность предприятия доступна в том числе и внешним по отношению к предприятию пользователям, поэтому ее анализ может быть проведен без обращения к внутренней информации. Методы оценки эффективности бизнеса, основанные на информации из финансовой отчетности, рассмотрены в настоящей статье.

ВВЕДЕНИЕ

Адекватная оценка эффективности бизнеса – один из основных вопросов экономического анализа деятельности предприятия. Оценка эффективности бизнеса является наиболее общей задачей, которую приходится решать в рамках практически любой задачи экономического анализа, будь то инвестиционный проект или поиск ресурсов для оптимизации бизнес-процессов. Несмотря на распространение сравнительного подхода в современных аналитических отчетах, ни один отчет, содержащий оценку стоимости бизнеса, не может считаться полным, если он не содержит анализ фундаментальных факторов – финансовой отчетности предприятия и показателей, отражающих способность бизнеса генерировать доход как в прошлом, так и в перспективе.

Финансовая отчетность является практически единственной полной моделью бизнеса и, несмотря на все ее недостатки, служит основным источником информации о компании, на основании которого можно провести анализ ее эффективности. Такой подход к анализу эффективности бизнеса на основе финансовой отчетности можно условно назвать бухгалтерским – в отличие от рыночного, использующего стоимостные критерии. В пределах данной статьи рассмотрим только применение бухгалтерского подхода.

ПРОСТАЯ МОДЕЛЬ БИЗНЕСА

Бизнес является системой, объединяющей различные ресурсы в едином процессе, целью которого является получение прибыли. Собственник бизнеса, инвестируя в него ресурсы, ожидает получить их обратно через некоторое время с некоторым приростом (формула $D - T - D'$). Таким образом, в первом приближении бизнес выглядит как «черный ящик», который, поглощая определенный объем ресурсов на входе, выпускает на выходе продукт, который в денежном выражении превосходит вложенные средства на некоторую величину, достигающую собственника, – прибыль. Это самая простая модель бизнеса.

Тем не менее, даже такая простая модель позволяет ввести концепцию финансовой отчетности. Один бизнес обеспечивает относительно быстрое превращение ресурса в продукт и, соответственно, быстрее генерирует оборот и прибыль, другой – медленнее. Набор показателей, характеризующий такую «пропускную способность» бизнеса в расчете на единицу времени, представляет собой отчет о прибылях и убытках. Так как бизнес непрерывно привлекает ресурсы и так же непрерывно генерирует продукт, его состояние и объем задействованных средств постоянно изменяются. В результате возникает необходимость получить «моментальный снимок» бизнеса, набор показателей, характеризующий то, чем бизнес владеет на определенный момент времени и за счет каких средств оно финансируется. Таким «снимком» является баланс. Баланс является набором показателей запаса, отражающих состав имущества, которое бизнес использует в своей деятельности, и состав источников финансирования этого имущества на определенную дату. Отчет о прибылях и убытках является набором показателей потока, отражающих полученный бизнесом доход и понесенные затраты в единицу времени.

Отчет о движении денежных средств также является набором показателей потока, однако измеряет приток и отток экономических выгод в единицу времени в суммах фактически выплаченных и полученных денежных средств. Основным преимуществом данного отчета является его устойчивость к бухгалтерским искажениям по сравнению с отчетом о прибылях и убытках.

В описанной выше простой модели можно определить простейшие относительные величины – показатели эффективности бизнеса. Показатель эффективности по своей сути предполагает соотношение некоего эффекта с затратами, понесенными ради его получения, или же ресурсами, привлеченными для его достижения. В случае бизнеса, эффектом является прибыль, то есть приращение, которое бизнес обеспечивает вложенным ресурсам в результате своего функционирования. Прибыль за определенный период соотносится с затратами, понесенными в течение этого периода, и полученное соотношение является простейшим показателем эффективности¹. Соотношение прибыли и капитала, инвестированного в бизнес, представляет рентабельность активов (Return on Assets, ROA). Этот показатель является наиболее общим показателем эффективности, он отражает способность бизнеса генерировать прибыль при заданном объеме инвестированных средств.

Вышеприведенные показатели имеют природу коэффициентов, то есть соотношений двух абсолютных величин. Коэффициенты отражают основные параметры деятельности бизнеса, которые можно сравнить с таковыми для других предприятий или для того же бизнеса, но за предыдущие или будущие периоды (в

¹ На практике чаще используется соотношение прибыли и выручки, известное как операционная маржа.

последнем случае сравнение происходит с прогнозными значениями).

Модель бизнеса как «черного ящика» слишком проста для описания всех взаимосвязей и факторов, влияющих на деятельность бизнеса. Она не дает представления о способах финансирования бизнеса, а также о способе переноса стоимости привлеченных бизнесом средств на продукт. Эти и другие факторы позволяют учесть разделение бизнеса на операционную, инвестиционную и финансовую деятельность.

Операционная деятельность – это основная деятельность бизнеса по производству продукции или предоставлению услуг. Операционная деятельность включает закупку и отпуск в производство материалов, оплату труда, выплаты налогов, несение других расходов, связанных с производством и реализацией, выпуск, реализацию и оплату продукции потребителями. Весь производственно-технологический цикл относится к операционной деятельности.

Показателями, характеризующими данный вид деятельности, является выручка и операционные расходы. Прибыль от операционной деятельности² является основным показателем эффективности основной деятельности предприятия. Она отражает результат, достигнутый только за счет основной деятельности за определенный период. Необходимо отметить, что некоторые виды доходов и расходов, отражаемые в отчетности российских предприятий как прочие операционные доходы и расходы, зачастую не включают в себя статьи, относящиеся к основной деятельности, поэтому они должны быть исключены из операционной части отчета о прибылях и убытках. Такие статьи отражаются соответственно их экономическому содержанию либо по инвестиционной, либо по финансовой деятельности.

Операционная деятельность как процесс производства и реализации продукции требует постоянного наличия оборотных средств – запаса материалов, незавершенного производства, готовой продукции, остатков средств в расчетах с поставщиками и потребителями. Процесс производства также предполагает постоянное наличие текущих обязательств – остатков кредиторской задолженности поставщикам, персоналу, бюджету и т.д. Текущие обязательства фактически представляют собой беспроцентный кредит, предоставленный предприятию поставщиками, сотрудниками, государством, и предназначенный для частичного финансирования оборотных активов. Оборотные активы и текущие обязательства отражаются в балансе, их разность представляет собой чистый оборотный капитал (Net Working Capital, NWC), т.е. ту часть оборотных активов, которую предприятию приходится финансировать за счет платных источников финансирования – процентного долга и собственных средств. Динамика остатков оборотных активов отражает эффективность управления финансовым циклом, в ходе которого ресурсы и произведенный продукт постоянно циркулируют, превращаясь друг в

друга и принося прибыль бизнесу. Чем больше NWC, тем больше платных источников капитала отвлекается на финансирование текущих нужд бизнеса и тем, в общем случае, ниже эффективность управления оборотным капиталом.

Общая схема отражения показателей операционной деятельности в финансовой отчетности представлена на рис. 1.

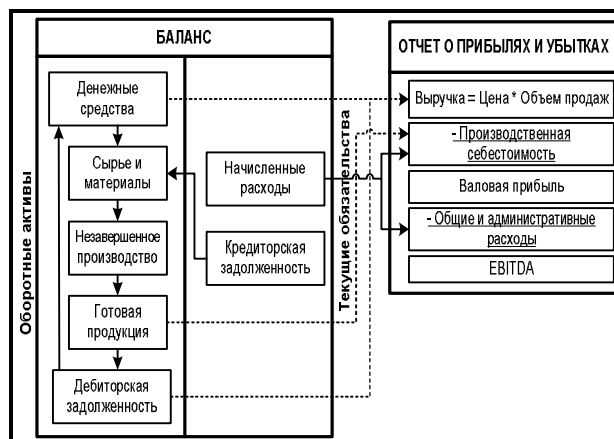


Рис. 1. Отражение в финансовой отчетности показателей операционной деятельности

Операционная деятельность предприятия не может осуществляться только за счет оборотных активов. Управление внеоборотными активами, переносящими свою стоимость на продукт в течение нескольких производственных циклов, в отличие от одного для оборотных активов, является инвестиционной деятельностью. Основными видами внеоборотных активов, используемых в основной деятельности бизнеса, являются основные средства и нематериальные активы. Инвестирование в эти виды активов и их продажа должны являться частью плана развития предприятия, соответствовать выбранной руководством стратегии.

Перенос стоимости внеоборотных активов на выпускаемую продукцию или предоставляемые услуги осуществляется путем начисления амортизации, которая является частью расходов текущего периода. ЕБИТДА, уменьшенная на сумму амортизационных отчислений, представляет собой прибыль до вычета процентов и налогов (ЕБИТ) – основной показатель дохода от операционной деятельности, учитывающий вклад внеоборотных активов.

Инвестиционная деятельность основывается на показателях стратегического планирования, а не на нормах текущей деятельности предприятия. Капитальные затраты, как правило, достаточно велики по сравнению с текущими расходами, поэтому они планируются на несколько лет вперед, в отличие от текущей деятельности. Эффект от инвестиционной деятельности, исходя из определения внеоборотных активов, значительно растянут во времени, он может выражаться, например, в достижении целевых показателей динамики производственных мощностей или номенклатуры выпускаемой продукции на протяжении определенного периода. Таким образом, объем инвестиций во внеоборотные активы является показателем, связанным с динамикой будущих показателей операционной деятельности. Например, если прогнозируется существенный рост спроса на продукцию, выпускаемую предприятием и прино-

² Прибыль от операционной деятельности представляет собой доходы от операционной деятельности за вычетом расходов, которые были понесены для генерации данных доходов. На практике в подавляющем большинстве случаев употребляется скорректированный с учетом неденежных расходов вариант операционной прибыли – прибыль до выплаты процентов и налогов и начисления амортизации (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA). EBITDA, представляет собой выручку за вычетом расходов, которые фактически были оплачены предприятием за период, или начислены и будут оплачены в следующем периоде.

сящую ему прибыль, то эффективным инвестиционным проектом может быть расширение производственных мощностей, предполагающее немедленные капиталовложения, эффект от которых в виде прироста мощностей, роста продукции и, соответственно, изменения показателей операционной деятельности, будет доступен только после окончания строительства и запуска нового оборудования. Расчет параметров количественной связи капитальных вложений и будущего изменения показателей операционной деятельности (роста объемов выпуска, снижения себестоимости и т.д.) должен содержаться в бизнес-плане данного инвестиционного проекта. Бизнес-план инвестиционного проекта, таким образом, является, в аналитическом смысле, основным связующим звеном между инвестиционной и операционной деятельностью.

Общая схема отражения количественных показателей инвестиционной деятельности в финансовой отчетности представлена на рис. 2.

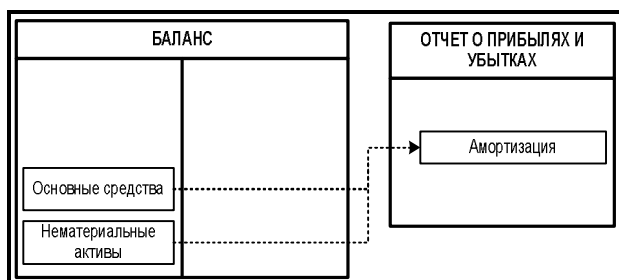


Рис. 2. Отражение в финансовой отчетности показателей инвестиционной деятельности

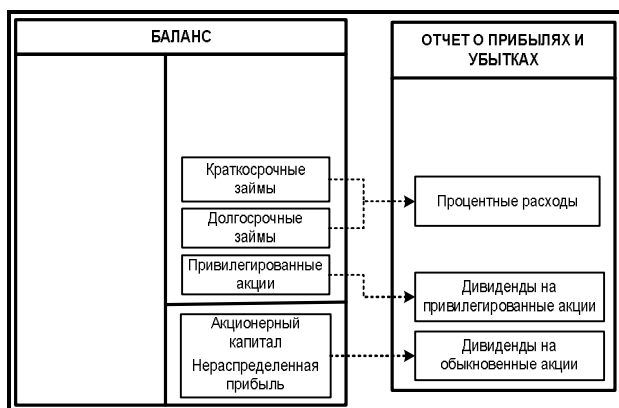


Рис. 3. Отражение в финансовой отчетности показателей финансовой деятельности

Расширение бизнеса осуществляется путем инвестиций во внеоборотные активы (материальные и нематериальные, такие как имидж, товарные знаки и т.д.) как основу для прироста оборота и прибыли. Капитальные расходы – средства, направленные на расширение базы внеоборотных активов, – могут финансироваться за счет собственных средств бизнеса. Однако данный источник финансирования и темпы его накопления, как правило, недостаточны, чтобы успевать за потребностью быстро растущего бизнеса в новых активах. В результате предприятию приходится привлекать заемные средства или увеличивать собственный капитал, чтобы финансировать свое развитие. Оптимизация структуры капитала и его стоимости для бизнеса являются задачами финансовой деятельности бизнеса.

С целью привлечения средств предприятие может получить кредит, выпустить облигационный заем или дополнительную эмиссию простых или привилегированных акций. Каждый из источников капитала, как заемного, так и собственного, имеет свою стоимость, поэтому основной целью оптимизации структуры капитала является минимизация его стоимости. Затраты на капитал отражаются в отчете о прибылях и убытках³, как это показано на рис. 3.

Таким образом, финансовые отчеты могут быть структурированы в соответствии с разделением на виды деятельности. Общая схема разделения баланса и отчета о прибылях и убытках в соответствии с тремя видами деятельности представлена на рис. 4.

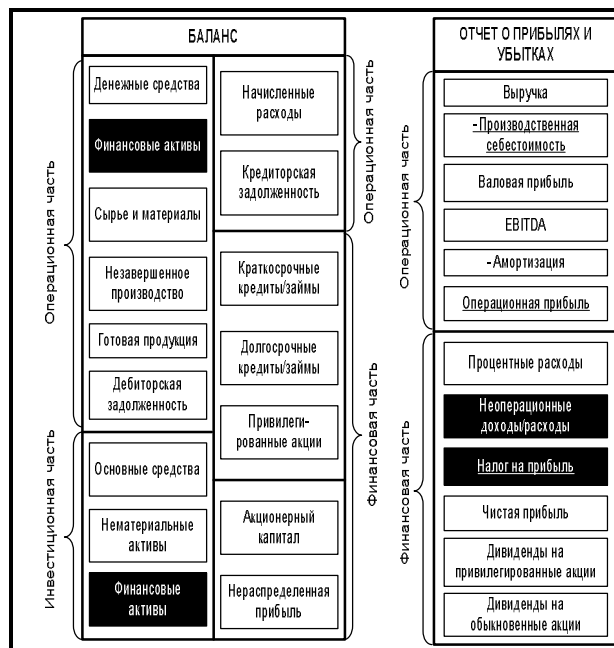


Рис. 4. Отражение в балансе и отчете о прибылях и убытках показателей операционной, инвестиционной и финансовой деятельности

Рис. 4 получен в результате объединения рис. 1, 2 и 3, кроме выделенных статей. Эти статьи отражают присутствие неосновной деятельности и государства. Временно образовавшиеся излишки денежных средств предприятие может инвестировать в краткосрочные ценные бумаги (т.е. финансовые активы) с целью получения дохода, однако это не будет связано с его основной деятельностью. Инвестиции также могут включать долгосрочные долговые ценные бумаги, сданные в операционный или финансовый лизинг основные средства, инвестиции в акции дочерних компаний, выданный другому предприятию займ. Если извлечение дохода с помощью перечисленных видов активов не является основной деятельностью бизнеса, то такие инвестиции относятся к финансовым активам, а доходы или расходы по ним – к доходам или расходам от неосновной деятельности. Сюда же относятся все прочие доходы и расходы, не связанные с основной деятельностью, в т.ч. единоразовые, не повторяющиеся из периода в период статьи – финансовые результаты от продажи активов и т.д.

³ В отчете о прибылях и убытках не отражается реальная стоимость собственного капитала, соответствующая ставке требуемой акционерами доходности.

Операции с финансовыми активами, как правило, относятся к инвестиционной деятельности, но требуют обособленного подхода. Причина их отдельного рассмотрения заключается в том, что инвестиционная деятельность, выражающаяся в капитальных затратах на внеоборотные активы для основной деятельности, является частью стратегии развития предприятия и отразится на показателях операционной деятельности, в то время как инвестиции в финансовые активы только обеспечивают процентный или дивидендный доход, не оказывая влияния на операционные показатели и стратегию развития бизнеса. Разница для предприятия этих двух источников дохода и факторов, влияющих на них, очевидна.

Присутствие государства отражается вычитанием налога из прибыли. Налог является необходимым отчислением в пользу государства и является платой за создаваемые и поддерживаемые им рамочные условия функционирования бизнеса (судебная система, поддержка института права собственности, ликвидация провалов рынка и т.д.).



Рис. 5. Взаимосвязь операционной, инвестиционной и финансовой деятельности в структуре отчета о движении денежных средств

Все три вида деятельности бизнеса тесно взаимосвязаны. Эта взаимосвязь является основным принципом построения отчета о движении денежных средств. По отчету о движении денежных средств должна четко прослеживаться преемственность функций операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, слаженность их совместной работы для обеспечения развития бизнеса. Схема, отражающая такие взаимосвязи, представлена на рис. 5. Стрелками обозначены направления движения денежных потоков, являющиеся «нормальными» с точки зрения устойчивой деятельности бизнеса и его развития. Нетто-приток денежных средств от операционной деятельности, после выплаты процентов и налогов, частично или полностью направляется на финансирование инвестиционной деятельности. Оставшаяся часть денежного потока от операционной деятельности направляется на погашение долговых обязательств или на выплаты акционерам компании. Если дохода от операционной деятельности недостаточно для обеспечения потребности бизнеса в инвести-

циях, особенно в периоды активного роста и расширения производственных мощностей, необходимо прибегать к заемному финансированию⁴.

Баланс потоков от различных видов деятельности в значительной степени зависит от стадии жизненного цикла бизнеса: быстро развивающийся бизнес вынужден активно привлекать заемные средства, так как операционный денежный поток недостаточен для финансирования потребностей роста; зрелый бизнес имеет стабильный операционный денежный поток, достаточный для того, чтобы соответствовать графику погашения долга или, после полного погашения такового, обеспечивать высокие объемы выплат акционерам.

Вышеописанная концепция, заключающаяся в представлении бизнеса в виде условной модели – финансовой отчетности – и разделении его деятельности на три основных вида, представляется наиболее удобной для построения на ее основе методики оценки эффективности бизнеса.

ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БИЗНЕСА

Так как основной информационной базой для аналитических расчетов является информация, содержащаяся в финансовой отчетности, основным методом построения показателей эффективности бизнеса является коэффициентный анализ, как и для простой модели бизнеса. Коэффициентный анализ предполагает расчет соотношений (коэффициентов) на основании информации из финансовой отчетности. Однако с усложнением «черного ящика» путем введения трех видов деятельности количество взаимосвязей, которые необходимо проанализировать, резко возрастает, что требует более изощренного подхода к построению коэффициентов.

Основным показателем операционной деятельности является операционная маржа, или рентабельность продаж. Она напрямую отражает соотношение эффекта от операционной деятельности (EBITDA) и выручки, элиминируя влияние на финансовый результат финансовых расходов и неоперационных доходов и расходов. Операционная маржа легко может быть разложена в факторную модель, где факторами являются выручка, производственная себестоимость и общие и административные расходы. Выручка зависит, в первую очередь, от внешних по отношению к бизнесу факторов – конъюнктуры рынка, особенностей спроса на продукцию или услуги бизнеса и т.д. Также выручка зависит от эффективности маркетинговой стратегии бизнеса, оптимизации ценовой политики. Факторы, влияющие на себестоимость, имеют достаточно сложную структуру, они включают оптимизацию и эффективное управление затратами. В целом эффективная маркетинговая стратегия и оптимизация затрат приводят к росту операционной маржи, повышая эффективность операционной деятельности.

Вопрос о показателях эффективности инвестиционной деятельности не столь прост, как в случае опера-

⁴ Привлечение заемного финансирования имеет смысл, если соблюдается условие превосходства рентабельности инвестированного капитала над стоимостью привлеченного долга. Модель, описывающая такое условие, называется моделью европейского финансового рычага.

ционной деятельности. С учетом того, что эффект от инвестиционной деятельности проявляется в операционной по прошествии определенного временного лага, в течение которого новые капитальные вложения будут вводиться в действие, показателем эффективности инвестиционной деятельности может быть только величина, связывающая эти два вида деятельности. Более того, эффект инвестиционной деятельности невозможно измерить непосредственно, как прибыль: инвестиции включают только затратную часть – это затраты сейчас, чтобы получить прирост доходов в будущем. Капитальные вложения осуществляются обычно на основе инвестиционного проекта – бизнес-плана, который содержит расчет будущего эффекта от осуществляемых инвестиций. Инвестиционный проект, эффективность которого обоснована бизнес-планом, является «надстройкой» над действующим бизнесом, он призван повысить эффективность всей его системы. Весь бизнес теоретически может быть представлен как сумма реализованных инвестиционных проектов, одни из которых уже завершили срок своего существования, другие еще действуют, третьи только запланированы. Основным показателем эффективности инвестиционного проекта – его внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR), он же, очевидно, и будет теоретически являться лучшим критерием эффективности инвестиционной деятельности. Однако данный показатель имеет массу недостатков:

- сложность расчета;
- использование прогнозных данных, а не информации из бухгалтерской отчетности;
- невозможность его расчета за конкретный период.

Данный показатель не относится к бухгалтерским показателям эффективности бизнеса, он относится к рыночным, более сложным. Он редко используется при проведении финансового анализа предприятий, так как данные по всем бизнес-планам вряд ли будут доступны, более того, отдельные проекты зачастую трудно выделить из общей стратегии даже на самом предприятии.

Хотя для каждого проекта можно рассчитать более простые показатели, такие как индекс прибыльности (Profitability Ratio, PR) или бухгалтерскую норму прибыли, на практике в качестве простейшего общего показателя эффективности использования капитала предприятия используют коэффициент оборачиваемости капитала (Assets Turnover Ratio, TR), равный отношению выручки к среднему объему капитала (валюта баланса). Данный показатель равен количеству оборотов, которое совершил за период капитал предприятия. Аналогично этому показателю строятся коэффициенты оборачиваемости оборотного капитала и внеоборотных активов. Последний и используется в качестве показателя эффективности инвестиционной деятельности – он отвечает как минимум требованию связи между инвестиционной и операционной деятельностью. Показатель оборачиваемости активов также может быть разложен в факторную модель: отдельно могут анализироваться показатели оборачиваемости отдельных видов оборотных активов:

- дебиторской задолженности;
- сырья и материалов;
- готовой продукции.

На оборачиваемость каждого из видов активов влияют, вообще говоря, различные факторы, которые в целом сводятся к политике управления оборотным капиталом.

В отношении показателя IRR как показателя эффективности инвестиционной деятельности необходимо отметить, что расчет такого показателя не производится в целях оперативного контроля эффективности – он жестко привязан к данным определенного бизнес-плана. Как уже упоминалось, одним из выходов может быть расчет более простых показателей эффективности проекта, обладающих теми же недостатками, что и IRR, кроме, разве что, сложности расчета. Но один из недостатков IRR, а именно невозможность расчета за определенный период, можно элиминировать, если рассчитывать для каждого проекта не IRR, а денежную добавленную стоимость (Cash Value Added, CVA) по данному проекту за каждый период. Основным принцип CVA заключается в расчете для каждого проекта, по каждому из периодов его действия, суммы денежного потока, минимально необходимого⁵ для того, чтобы чистая приведенная стоимость проекта равнялась нулю (а фактическая ставка доходности, соответственно, IRR). Очевидно, в таком случае показателем эффективности проекта за каждый из периодов его действия будет являться разница между фактическим денежным потоком, полученным в результате его принятия, и рассчитанным пороговым значением. Чем выше эта разница, тем более эффективна инвестиционная деятельность.

Финансовая деятельность направлена на привлечение средств для финансирования проектов бизнеса. Финансовые ресурсы предоставляются на платной основе, поэтому показатель эффективности финансовой деятельности должен отражать, насколько оптимально тратятся ресурсы предприятия на привлечение заемных средств. При условии, что финансовые ресурсы привлекаются в достаточном объеме, остается один критерий оптимизации – ставка оплаты за капитал. Для заемного капитала это процентная ставка по кредиту или доходность облигаций, для привилегированных акций – установленная величина дивиденда, для обыкновенных акций – требуемая доходность на капитал. Очевидно, данные величины также не происходят из финансовой отчетности, их необходимо оценивать экономическими (рыночными) методами. Агрегированным показателем эффективности финансовой деятельности является средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). WACC рассчитывается как средневзвешенная ставка оплаты за все виды процентных (платных) обязательств, включая краткосрочные займы, причем в качестве весов теоретически должна браться рыночная стоимость каждого из источников капитала. На практике для расчета этого показателя часто используется целевая структура капитала, определяемая менеджментом. Показатель WACC также неудобен неоднозначностью алгоритма расчета, необходимостью привлечения иных, кроме бухгалтерских, данных, и по-

⁵ Такое значение одинаково для каждого из периодов жизни проекта, при условии что денежные потоки корректируются с учетом инфляции. Т.е. алгоритм расчета такого порогового значения следующий: при заданных начальных инвестициях и прогнозных потоках экономических выгод от реализации проекта, скорректированных на темпы инфляции, рассчитывается сумма аннуитета, точно возмещающая начальные затраты при ставке доходности, равной IRR проекта, в течение срока действия проекта. Метод CVA был предложен Ф. Вейсенридером и Е. Оттосоном из Гёттеборгского университета в качестве альтернативного метода оценки бизнеса, однако в данном контексте он более применим как метод оценки эффективности инвестиционной деятельности.

строения сложных моделей с целью оценки требуемой доходности собственного капитала. Однако он имеет исключительно важное значение в методологии оценки эффективности бизнеса.

Показатели эффективности финансовой деятельности, рассчитываемые на основе информации из финансовой отчетности, построить сложно, так как, как и для инвестиционной деятельности, невозможно выделить прямой эффект. Тем не менее, существует набор показателей, на основе которых международные рейтинговые агентства, такие как «Standard & Poor's», «Moody's», «Fitch» оценивают рейтинги корпораций. Хотя принципиально цель этих показателей заключается в оценке кредитоспособности бизнеса со стороны кредиторов, некоторые из них косвенно могут дать информацию об эффективности финансовой деятельности бизнеса. К таким показателям относятся коэффициенты покрытия финансовых расходов (Coverage Ratios). Основным из них является показатель покрытия процентных платежей (Times Interest Earned, TIE), он равен отношению финансового результата от операционной деятельности (ЕВIT) и суммы процентных платежей за период. Этот показатель отражает то, в какой степени процентные платежи обеспечены их источником – доходом от операционной деятельности, т.е. в какой степени предприятие за счет доходов от своей основной деятельности может поддерживать принятые долговые обязательства. Применение денежного потока от операционной деятельности вместо прибыли приводит к дополнительному варианту коэффициента покрытия. Также к процентным платежам могут быть добавлены дивиденды по привилегированным акциям с той точки зрения, что последние являются бессрочным долгом. Коэффициенты покрытия отражают сбалансированность финансовой и операционной деятельности, и лишь с этой точки зрения их можно рассматривать как критерии эффективности первой из них. Необходимо учитывать, что высокие значения коэффициентов покрытия могут быть обусловлены малой долей или отсутствием долга, и поэтому не свидетельствуют об эффективности финансовой деятельности. Только рассмотрение этих показателей в комплексе с показателями структуры капитала может привести к обоснованному выводу об оптимальности структуры капитала.

Показатели эффективности трех видов деятельности бизнеса являются важными факторами, влияющими на общую результативность бизнеса. Способ их объединения в единой системе, преобразования и анализа совместно с другими показателями с целью получения более релевантного представления об эффективности анализируемого бизнеса является предметом дополнительных исследований.

ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ С ПОЗИЦИЙ ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ СТОРОН

Измерение эффективности различных видов деятельности бизнеса не дает полной информации о результативности бизнеса в целом. Более того, смысл самого понятия общей эффективности бизнеса меняется в зависимости от того, с чьей позиции она оценивается.

Деление бизнеса на операционную, инвестиционную и финансовую деятельность является внутренним, функциональным делением, оно позволяет понять механизм

устройства «черного ящика» изнутри – как механизм генерирования финансового результата. Но есть еще и внешний подход к структурированию деятельности бизнеса. Дело в том, что извне «черного ящика» находятся различные структуры, имеющие определенный интерес в его способности генерировать прибыль. Это не только собственники, но и кредиторы, поставщики, государство, потенциальные инвесторы. Каждая из этих сторон имеет свой взгляд на эффективность бизнеса. Их собственная доходность от участия в данном бизнесе интересует их значительно больше, чем устройство механизма генерирования прибыли, и, соответственно, критерии эффективности различаются с точки зрения каждого из них. Существует теория, утверждающая, что есть универсальный критерий, удовлетворяющий интересам всех заинтересованных сторон, – стоимость бизнеса, методики расчета которой заложены в основу методологии, представленной ниже. Но стоимость бизнеса является показателем эффективности бизнеса более высокого порядка, чем показатели эффективности бизнеса с точки зрения каждой из заинтересованных сторон, а значит, необходимо рассмотреть сначала эти последние. Набор показателей со стороны различных заинтересованных групп представляет собой внешний срез измерения эффективности бизнеса, в отличие от внутреннего – подхода с учетом разделения бизнеса на операционную, инвестиционную и финансовую деятельность.

Основной группой заинтересованных лиц являются собственники бизнеса, так как под их контролем находится управление бизнесом и им принадлежит весь финансовый результат после удовлетворения требований других заинтересованных сторон. Эффектом, который собственники получают от бизнеса, является чистая прибыль. Хотя непосредственно выплачивается только часть прибыли – дивиденды – остальная часть реинвестируется в бизнес с целью его роста и дальнейшего генерирования прибыли. С экономической точки зрения, чистая прибыль полностью принадлежит собственникам, и ее реинвестирование является свободным выбором последних. Соответственно, показателем эффективности бизнеса с точки зрения собственников является рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE), равная отношению чистой прибыли к собственному капиталу.

Показателем эффективности с точки зрения кредиторов является, в соответствии с приведенной выше логикой, соотношение эффекта и средств, использованных для его достижения, средняя процентная ставка по займам. Необходимо отметить, что средняя процентная ставка не может рассматриваться в качестве единственного критерия эффективности вложений в бизнес для кредиторов. При оценке кредиторами своей доходности от участия в бизнесе необходимо сопоставлять ставку доходности (т.е. процентную ставку) со степенью платежеспособности заемщика, с риском неполучения кредитором причитающихся ему платежей. Для этой цели применяются показатели финансовой устойчивости предприятия – доля долга в общей валюте баланса, соотношение заемного и собственного капитала, доля долгосрочных кредитов, коэффициенты покрытия, показатели краткосрочной платежеспособности, или ликвидности. Только весь этот набор показателей вместе с процентной ставкой могут дать представление об эффективности участия кредиторов в бизнесе.

Эффективность государства измеряется эффективной налоговой ставкой⁶. Природа этого показателя очевидна и определяется действующим налоговым законодательством.

Подход с точки зрения разграничения интересов сторон позволяет четко определить общий показатель эффективности бизнеса. Результатом от деятельности бизнеса, который подлежит распределению между заинтересованными сторонами, является прибыль от операционной деятельности (ЕВIT). Следовательно, прибыль до вычета процентов и налогов является общим результатом для всех заинтересованных сторон. Ресурсы, привлеченные бизнесом также от всех заинтересованных сторон, равны в сумме валюте баланса. Таким образом, рентабельность активов, рассмотренная выше, является общим бухгалтерским показателем эффективности бизнеса.

Общая схема показателей эффективности бизнеса в соответствии с рассмотренными выше срезами представлена на рис. 6.

<p>ОБЩИЙ ПОДХОД: способность бизнеса генерировать прибыль; Рентабельность активов</p>	<p>Менеджмент Вознаграждение, бонусы</p>	<p>Государство Налоговая ставка</p>	<p>Кредиторы Показатели финансовой устойчивости, ликвидности, покрытия</p>	<p>Собственники Рентабельность собственного капитала</p>
<p>Операционная деятельность Операционная маржа</p>				
<p>Инвестиционная деятельность IRR проектов, CVA (оборачиваемость активов)</p>		БИЗНЕС		
<p>Финансовая деятельность WACC, (коэффициенты покрытия)</p>				

Рис. 6. Общая схема показателей эффективности бизнеса

Приведенная на рис. 6 схема отражает множественность срезов оценки эффективности бизнеса. Очевидно, что можно определить и более чем два среза, также рассматривая, например, технико-экономический уровень производства на различных его этапах и т.д. Использование каждого нового среза добавляет информацию к результатам анализа, обеспечивая комплексность, всесторонность его проведения. Однако внедрение новых срезов требует и исследования новых массивов данных. С этой точки зрения финансовая отчетность как основная модель бизнеса обладает очевидным преимуществом: она компактно содержит всю важнейшую информацию, позволяющую оценить эффективность бизнеса по двум вышеприведенным срезам.

⁶ Здесь и далее под эффективной налоговой ставкой понимается процент от прибыли до налогообложения, выплаченный в качестве налога на прибыль государству. Начисленный налог на прибыль отличается от реально выплаченного на величину изменения отложенных налогов.

Литература

1. Анализ финансовой отчетности: учеб. пособие / под ред. О.В. Ефимовой, М.В. Мельник. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: изд-во ОМЕГА-Л, 2006. – 408 с.
2. Баканов М.И., Мельник М.В., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. / под ред. М.И. Баканова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 536 с.
3. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. – 4-е издание, дополненное и переработанное - М. Финансы и статистика, 2000 – 416 с.
4. Бердникова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 215 с.
5. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2004 г.
6. В. Есипов, Г. Маховикова, В. Терехова Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2001. – 416 с.
7. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
8. Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ финансовой отчетности: Учебное пособие. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2003. – 336 с.
9. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
10. Ефимова О.В. Финансовый анализ. – 4-е издание, перераб. и доп. – М.: Издательство «Бухгалтерский учет», 2002 – 528с. (Библиотека журнала «Бухгалтерский учет»)
11. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек Стоимость компаний: оценка и управление. - 2-е изд., стер./ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
12. Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия / пер. с франц. под ред Л.П. Белых. – М. Аудит, Юнити, 1997 – 375 с.
13. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. – М.: Маросейка, 2007 – 448 с.
14. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учеб. пособие / Г.В. Савицкая. – 7-е изд., испр. – Мн.: Новое знание, 2002. – 704 с.

Барышникова Наталья Геннадиевна

Александр Владимирович Яновский

РЕЦЕНЗИЯ

В статье Барышниковой Н.Г. и Яновского А.В. решен важный вопрос экономического анализа деятельности предприятия – вопрос оценки эффективности бизнеса.

Актуальность проблемы заключается в том, что от степени адекватности оценки эффективности бизнеса в значительной степени зависит решение практически любых задач по оптимизации деятельности предприятия, в том числе и принятие важных управленческих решений.

Как видно из работы, научная новизна заключается в разработке авторской концепции, новых методологических подходов к проведению комплексной оценки финансовой отчетности предприятия, осуществлении на основе предлагаемых показателей анализа величины и структуры активов, оценки эффективности различных видов деятельности бизнеса.

Заслуживает внимания авторский подход к методу оценки операционной деятельности предприятия на основе показателей, отражаемых в финансовой отчетности. Операционная деятельность является основной деятельностью бизнеса по производству продукции или предоставлению услуг.

Данная статья авторов, посвященная решению актуальной проблемы, вносит определенный вклад в решение важного вопроса экономического анализа деятельности предприятий

В целом работа Барышниковой Н.Г. и Яновского А.В. написана на достаточно высоком уровне и рекомендуется к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Бушуев П.В., к.э.н., руководитель казначейства ЗАО «Независимая Энергетическая Компания»

8. PROBLEMS OF INVESTMENT

8.1. PERFORMANCE EVALUATION OF BUSINESS ON THE BASIS OF THE FISCAL ACCOUNTING

N.G. Baryshnikova, the Competitor, the Substituent of the General Director of Open Company « DSM Press »;
A.V. Janovskij, CFA, the Competitor

Adequate performance evaluation of business – one of principal points of economic analysis of activity of firm. She is important at solution practically any task on optimization of activity of business, an estimation of its cost, including indirect in relation to firm consultants.

From the point of view of a supply with information of similar tasks the fiscal accounting has an appreciated value as compactly maintains all major information necessary for conducting of performance evaluation of business on two basic shearings: from the point of view of sorts of its activity and parties in interest. The fiscal accounting of firm is accessible including outage in relation to firm to users, therefore its analysis can be spent without call to the nonpublic information. Evaluation procedures of efficiency of the business, grounded on the information from the fiscal accounting, are observed in the present article.