

Коллеги из западных бизнес-школ любят повторять: «what you get measured gets done» - «что измеряете, то и получите». Низкая платежеспособность, дефицит cash flow (денежных потоков), дороговизна ресурсов, «проедание» стоимости - эти и ряд других проблем во многом обусловлены отсутствием в арсенале наших управленцев и финансовых специалистов адекватных показателей (измерителей) и/или систем их оценки, учета и контроля. Еще одна типичная проблема - слабая рекомендательная сторона проведенного анализа финансового состояния, снижающая его полезность и значимость в глазах реальных и потенциальных заказчиков.

Цель настоящей публикации - предложить новый подход к систематизации финансовых коэффициентов, направленный на совершенствование техники финансового анализа, проводимого на их основе.

Термин «коэффициент» происходит от двух латинских слов: «со» - совместно, в сочетании; и «**efficiens**» - исполняющий, действующий, результативный. Не секрет, что в англоязычной литературе коэффициентный анализ именуется как «ratio analysis», где название и техники оценки, и самих относительных показателей происходит от латинского «**ratio**» - разум. Таким образом, этимология термина очень верно ориентирует на формулирование трех главных требований к проведению анализа коэффициентов. Он должен быть, во-первых, системным, взаимосвязанным; во-вторых, результативным (эффективным); и, наконец, - рациональным, не требующим излишних затрат и дублирующих действий.

Последнее соображение становится все более актуальным, поскольку в общем случае количество финансовых коэффициентов может достигать уже нескольких сотен. Так, например, Стивен Брег предлагает финансовому директору применять в своей работе 142 относительных показателя¹. Однако на практике бывает достаточным использование ограниченного количества показателей (до 20-25), которые чаще других приводятся в популярных книгах по финансовому анализу, а также представлены в настоящей статье.

Прежде чем предложить новый инструмент для систематизации коэффициентов - Матрицу финансовых показателей® (МФП), следует коротко проанализировать то, что уже наличествует в специальной литературе. При этом можно выделить следующие базовые подходы для классификации финансовых коэффициентов:

- 1. Привязка к отчетной форме.
- 2. По «однородности» состава коэффициентов.
- 3. По аспектам финансового состояния (сферам принятия решений)/
- 4. По типам (точке зрения) основных субъектов анализа.
- 5. Комбинирование предыдущих подходов.

1. Привязка к отчетной форме, на основе которой коэффициенты рассчитывались к балансу, или отчету о прибылях и убытках (ОПиУ, в нашей практике - к отчету о финансовых результатах), или к отчету об изменении денежных потоков (ОДП). К примеру, Ван Хорн и Вахович разделяют все финансовые коэффициенты на два типа: «чисто» балансовые и те, что рассчитываются на основе баланса и ОПиУ. А уже далее идет более подробное деление на коэффициенты ликвидности, финансового рычага, покрытия, деловой активности и рентабельности².

Очевидная цель этого подхода - упростить поиск исходных данных для расчета показателей. Но многие коэффициенты не рассчитываются на основе какой-либо одной отчетной формы, и, вообще, порой требуют привлечения данных «извне» финансовой отчетности компании (например, рыночной цены акции). Также, аналитики знают, что техника вертикального анализа, применительно, например, к ОПиУ может предоставить уже «в готовом виде» все популярные соотношения с показателем чистой выручки от реализации (типа GM, OPM, ROS и им подобным), а применительно к балансу - ряд популярных соотношений с показателем общей суммы активов (D/A, доли текущих и долгосрочных активов, собственного капитала и др. в валюте баланса, таблица).

То есть такой подход способствует двукратному расчету ряда соотношений - один раз при проведении коэффициентного анализа, и повторно - при вертикальном анализе структуры отчетов, что нерационально. Кроме того, история развития финансового учета и анализа свидетельствует об изменении и появлении новых форм финансовой отчетности. К примеру, такая популярная форма как ОДП сформировалась лишь к началу 70-х (официальное требование о подаче датируется 1971 годом). Это обстоятельство вызывает необходимость постоянного пересмотра и дополнения сложившейся классификации. В настоящее время данный подход в чистом виде не находит широкого распространения, как в силу указанных причин, так и в силу преимуществ альтернативных подходов.

2. По «однородности» состава (способа расчета) самих коэффициентов. К примеру, все коэффициенты, содержащие прибыль в числителе расчетной формулы, относят к группе показателей рентабельности. Если же в знаменателе представлены текущие

обязательства, то это обстоятельство формирует группу показателей краткосрочной платежеспособности (ликвидности) и т. п. Наши исследования показывают, что на сегодня данный подход является преобладающим в финансовой литературе.

Однако в этом случае в одну группу могут попадать коэффициенты, характеризующие весьма разные аспекты деятельности компании и разные группы решений, принимаемых на основе анализа. Так, например, в популярном курсе Бригхема, Гапенски³ в одну группу входят оборачиваемость дебиторской задолженности и коэффициент фондоотдачи (S/FA), в другую - такие разноплановые показатели, как ROS и ROE. При этом «одинаковость» способа расчета в группе коэффициентов оказывается важнее, чем цели аналитика и чем, собственно, характеристика того или иного аспекта финансового состояния предприятия.

История развития финансового анализа также не «на стороне» этого подхода, поскольку с течением времени появляются новые, самые разнообразные коэффициенты и показатели (как ранее рентабельность и ликвидность, так затем - соотношения с показателями денежных потоков, а в более позднее время - экономическая прибыль,

2 Указанные авторы, по сути, используют комбинирование первого и второго подходов..

3 Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. /Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. - СПб.: Экономическая школа, 1999. Т.1. XXX+497 с.

Перечень основных финансовых коэффициентов

Показать всю таблицу

№	Показатель	Эквивалент	Обозначение	Формула
1. Показатели ценности и роста бизнеса				
1	Рентабельность собственного капитала	Return on Capital Employed	ROCE	
2	Соотношение цена-прибыль	Price/Earnings	p/e	
3	Соотношение рыночной стоимости и реальной стоимости акции	Market Value Ratio	MVR	
2. Показатели дохода акционеров				
4	Прибыль на акцию	Earnings per Share	eps	
5	Дивиденд на акцию	Dividend Per Share	DPS	
6	Коэффициент дивиденда	Dividend Yield	PR	
3. Показатели эффективности инвестиций				
7	Прибыль на акцию	Earnings per Share	eps	
8	Дивиденд на акцию	Dividend Per Share	DPS	
9	Коэффициент дивиденда	Dividend Yield	PR	
10	Дивиденд на акцию	Dividend Per Share	DPS	
11	Коэффициент дивиденда	Dividend Yield	PR	
4. Показатели операционной деятельности				
12	Доля валовой прибыли	Gross Profit Margin	GM	
13	Рентабельность продаж	Operating Profit Margin	OPM	
14	Рентабельность продаж	Return on Sales	ROS Margin	
15	Текущая ликвидность	Current Ratio	CUR	
16	Быстрая ликвидность	Acid test or Quick ratio	QUICK	
17	Оборачиваемость запасов	Inventory Turnover	IT	
18	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Accounts Receivable Turnover	ART	
19	Период кредиторской задолженности	Days Payable Outstanding	DPO	
5. Показатели финансовой устойчивости				
20	Коэффициент покрытия процентов	Times Interest Earned	TIE	
21	Коэффициент денежного покрытия	Cash coverage	CC	
22	Финансовый рычаг	Debts to Equity or Financial Leverage	FL	
23	Соотношение активов и капитала	Assets to Equity or Capitalization	ACR	
24	Коэффициент долгового финансирования	Total Debt ratio	D/A	

добавленная стоимость и т. д.). Это обуславливает появление все новых и новых групп в классификации коэффициентов, а также те из них, которые трудно «привязать» к какой-либо группе.

3. По аспектам финансового состояния/сферам финансовых решений и, соответственно, по основным направлениям финансового анализа. Данный подход хоть и распространен реже, но обладает тем несомненным преимуществом по сравнению

с предшествующими, что переориентирует весь процесс анализа коэффициентов от отчетных форм и методики расчета к предмету - финансовому состоянию компании. А еще лучше - к тем типам решений, которые принимаются в компании и которые обуславливают формирование и самой отчетности, и адекватности рекомендаций на основе анализа. Как верно заметил управляющий компании GEC лорд Вейнсток:

«Операционные коэффициенты - полезный инструмент измерения эффективности, но не сама эффективность».

Ряд авторов, которые придерживаются данного подхода (Бернстайн, Revsine, Collins, и Johnson, Брег, Giroux), выделяют, как минимум, четыре аспекта финансового состояния и соответствующие им группы коэффициентов:

1. Краткосрочная ликвидность (риск текущей платежеспособности). При этом сюда, наряду с традиционными коэффициентами ликвидности (CUR, QUICK), включаются также показатели оборачиваемости и операционного цикла (DR, IT, DP и им подобные), а также такой показатель как соотношение операционного денежного потока с текущими обязательствами;
2. Структура капитала (риск долгосрочной платежеспособности). Авторы объединяют в данную категорию все показатели, характеризующие финансовую устойчивость бизнеса. Все они, так или иначе, связаны со структурой капитала (или т. н. финансовым ливериджем), а также с показателями обслуживания долга (коэффициентами покрытия процентов). К ним относят такие показатели как D/A, D/E, TIE и т. п.;
- 3. Использование активов. Сюда относятся коэффициенты, показывающие соотношения выручки от реализации и различных статей активов, в первую очередь - дебиторской задолженности, запасов, основных средств, всех активов (S/A), реже - наличности и эквивалентов, рабочего капитала и др.;
- 4. Прибыльность инвестиций (рентабельность). Назначение данной категории - характеристика эффективности вложений. Сюда относятся коэффициенты, соотносящие прибыль до уплаты налогов с общей суммой активов, и с собственным капиталом, и некоторые другие.

Однако при более детальном исследовании видно, что авторы такого подхода сталкиваются с рядом проблем:

- куда отнести показатели оборачиваемости дебиторской, кредиторской задол-

женности и запасов - в первую или, например, в третью группу коэффициентов?

- учитывать ли традиционные (предыдущие) подходы: например, что делать с популярными показателями «привязанными» к ОПиУ? И, вообще, насколько адекватно и полно отражают финансовое состояние такие аспекты?

- что делать с популярными коэффициентами, в которых используются показатели дивидендных выплат и рыночной цены акции компании - p/e , m/b и др.?

- как максимально сориентировать систематизацию коэффициентов и анализ, проделываемый на ее основе, на цели и задачи различных пользователей финансовой отчетности или тех, кто приобретает результаты финансового анализа?

Точки зрения главных субъектов финансового анализа

Последняя проблема настолько важна (требование «рациональности»!), что ряд авторов предпочли следующий способ классификации.

4. По типам основных субъектов анализа (их интересам/точке зрения). Если в предыдущем подходе упор в категоризации коэффициентов делался на объект (предмет) анализа, то в данном подходе - на субъект: аналитика и его (или его заказчика) цели и задачи. Финансовая информация интересует как руководство предприятия, так и широкий круг лиц, заинтересованных в оценке финансового состояния компании, т. н. стейкхолдеров (stakeholders), среди которых Э. Хелферт⁴ - один из самых ярких авторов данного подхода - выделяет три группы, которые имеют наибольшее значение:

менеджеры (они фокусируют внимание на факторах эффективности производства, организации работы, использовании ресурсов, результатах деятельности);

собственники бизнеса (в первую очередь их интересует отдача на вложенный капитал, стоимость бизнеса и его рост; величина прибыли и ее распределение

кредиторы (анализируют ликвидность и денежные потоки, другие факторы которые влияют на способность компании обслуживать и возвращать долг - к примеру, залоговая стоимость активов и финансовый рычаг).

Наемные работники, власть, и общество в целом, бесспорно, имеют собственные цели - компания должна сохранять способность выплачивать зарплату, не допускать массовых увольнений, платить налоги, сохранять окружающую среду и осуществлять социальные программы. Но непосредственно, и в более глубоком ракурсе, именно три указанные группы репрезентуют основной комплекс интересов для оценки финансового состояния компании. Таким образом, сторонники четвертого подхода в своей классификации коэффициентов обычно каждому посылают свой специфический список показателей. Однако при этом следует учесть, что сферы принимаемых решений (направления анализа) у разных категорий пользователей финансовой отчетности очень часто пересекаются. К примеру, если разделить деятельность компании на три компоненты (инвестиционную, операционную и финансовую), то три главные точки зрения - собственника, менеджера и кредитора - могут быть направлены на различные парные комбинации видов деятельности (и соответствующие им коэффициенты, как это схематически показано на рис. 1).



Отсюда сразу виден и потенциальный недостаток четвертого подхода: жесткая, однозначная привязанность каждого показателя только к одной точке зрения.

К примеру, Хелферт относит показатели структуры краткосрочной дебиторской и кредиторской задолженности (включая коэффициенты DR и DP) к анализу, проводимому с точки зрения менеджмента, но, очевидно, что в оценке данных показателей кредиторы заинтересованы не меньше. Или, например, куда следует отнести показатель экономической добавленной стоимости (EVA), столь популярный в последнее время? Хелферт относит его к сфере локального интереса менеджеров, с чем опять же могли бы поспорить многие, кто проводит анализ и принимает решения с точки зрения собственника.

Указанные недостатки существующих классификационных подходов и обуславливают поиск новых. В предлагаемом далее инструментарии предполагается комбинирование двух последних (более важных!) подходов, то есть классификация финансовых показателей и по группам пользователей, и по сферам принимаемых бизнес-решений. Соответственно, координатами для систематизации показателей предлагаются две: точка зрения (субъект) и решения (объект анализа) (рис. 2). Это представляется

целесообразным, поскольку представляет собой сочетание, как специфического интереса субъекта, так и объективной стороны дела. При этом предлагаемый инструмент систематизации остается открытым для возможного присоединения новых аспектов анализа (сфер принятия решений), то есть добавления вниз по вертикали («результативной» координате) или новых субъектов анализа, то есть расширения по горизонтали («рациональной» координате).

В одной из статей⁵ автором была предложена новая классификация основных групп финансовых решений - модель SOFIA. В соответствии с ней показано, что финансовый менеджер в общем случае подготавливает (или оценивает, или, в ряде случаев, сам принимает) решения следующих типов: **стратегические** (или решения типа «S»), **операционные** («O»), **по финансированию** («F»), **инвестиционные** («I»),

и

аналитические («A»),

которые и объединяются аббревиатурой SOFIA, для легкости запоминания. Не приводя тут другие аргументы в пользу данной модели, предлагается указанные типы решений расположить в качестве вертикали матрицы, используемой для классификации финансовых показателей.

Если второй (горизонтальной) координате предпослать три указанные точки зрения главных субъектов анализа, то мы, вписав в данное поле 5 групп основных финансовых коэффициентов, в результате сможем получить Матрицу финансовых показателей® (МФП), базовый вариант которой показан на рис. 2. Этот вариант носит рекомендательный характер и, очевидно, что на практике - при сохранении принципа - МФП и составляющие ее группы показателей могут несколько видоизменяться, прежде всего, в соответствии с аналитическими потребностями и набором показателей, используемых в конкретной компании.

Основные достоинства МФП:

- 1. Охват основных групп финансовых решений (исключение составили аналитические, которые крайне редко контролируются специальными индикаторами или бы-вают востребованы кем-либо кроме руководителей финансовых служб). Это обстоятельство позволяет финансовым менеджерам или аналитикам, проводящим диагностику предприятия с использованием МФП четко описывать возникающие у предприятия проблемные зоны, а также вырабатывать более аргументированные рекомендации для различных служб и ответственных лиц.

Тема урока		Собственников	Менеджмента	Кредиторов
Решения	Стратегические	1. Показатели ценности и роста бизнеса - Стоимость бизнеса - ROE - P / E - P / D	- Добавленная стоимость - Прибыль - Коэффициент роста - Свободный денежный поток	
	Операционные		4. Показатели операционной деятельности - GM - QPM - QCM - Операционный рычаг	- EP - QP - EP - Операционный денежный поток
	По финансовому	2. Показатели дохода акционеров - EPS - EPS - EPS - EPS - EPS		6. Показатели финансовой устойчивости - TE - D/A - CO - D/E - A/E
	Инвестиционные	3. Показатели эффективности инвестиций - ROI или ROA - ROA - S / A	- S / FA - Стабильность и динамические критерии - Оценка эффективности	