

*Пинчукова Е.Ю.*

## **Возможности оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности российских предприятий**

На протяжении 90-х годов в России происходит формирование финансовой системы, основанной на принципах рыночной экономики. Несмотря на трудности и искажения, которые имели место в ходе этого процесса, главным его результатом стало принципиальное изменение финансовой среды, в которой происходит хозяйственная деятельность предприятия. В стране идет формирование финансового рынка, становление его институтов, совершенствование применяемых инструментов. Меняются базовые правила финансовой отчетности и управления финансами предприятий в связи с освоением международной системы финансовой отчетности и современных методов финансового менеджмента.

Методы эффективного управления предприятием в рыночной экономике принципиально отличаются от управления предприятием в плановой экономике социалистического типа, прежде всего из-за того, что необходимые финансовые ресурсы достаются предприятию не через каналы централизованного, планового распределения, а главным образом — с помощью рыночных механизмов распределения. Несмотря на отрицательное влияние финансового кризиса в России 1998 г., многое свидетельствует о том, что в нашей стране постепенно происходит переход к практике финансового управления предприятиями, которая типична для стран с рыночной экономикой.

Небольшой срок действия российских предприятий в условиях рынка финансов создал некоторый массив статистики, позволяющий провести эмпирическую проверку применимости к ним методики оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятий (корпораций, фирм), которая используется западными финансовыми аналитиками. При этом следует делать поправки на доступность и особенности формирования исходной эмпирической информации, отражающей финансово-хозяйственную деятельность российских предприятий, т.е. на российскую информационную “специфику” и несовершенства формирующейся рыночной среды.

С учетом отмеченных обстоятельств ограничимся эмпирическими измерениями двух фундаментальных рыночных показателей — финансовой доходности и финансового риска, как основных характеристик эффективности использования капитала предприятия. Для выполнения этой задачи оказалось необходимым выделить оценки финансового риска российских предприятий в качестве отдельного вопроса исследования, так как, в отличие от измерений финансовой доходности (рентабельности), здесь потребовалось использовать информационную базу, крайне редко применяемую при аналогичных оценках западными аналитиками.

В современной российской практике корпоративного анализа необходимость оценки финансового риска возникает обычно при принятии инвестиционных решений, например, при внешнем кредитовании проектов, осуществляемых предприятием.

### ***Обоснование выбора показателей финансовой эффективности российских предприятий***

Методики получения показателей эффективности использования капитала предприятия, применяемые в зарубежной практике финансового анализа, основаны на ряде

проверенных рыночной практикой теоретических концепций, на результатах многолетних статистических наблюдений за финансами предприятий, движением капитала на фондовых биржах и т.п.

В распоряжении западных аналитиков имеются обширные базы данных, в которых в течение многих лет накапливаются массивы так называемых "бухгалтерских" показателей, характеризующих финансовое положение конкретных фирм, корпораций, банков и т.п., а также разнообразные показатели движения финансов предприятия. Наличие подобных информационных массивов дает возможность предлагать и проверять на основе эмпирических данных различные теоретические подходы и методики практического финансового анализа. Широкое применение, в частности, получили методики, позволяющие делать объективные оценки показателей эффективности (финансовой рентабельности) деятельности предприятия и использующиеся в практике инвестиционного анализа на стадии выбора объектов инвестирования.

В России пока не существует баз данных, аналогичных по объему и детальности информации. Поэтому основным критерием, на основании которого был произведен отбор и анализ показателей для дальнейших эмпирических расчетов, стала доступность информации.

Теоретически, эффективность использования капитала российских предприятий можно определить путем анализа поведения показателя суммарной стоимости акций предприятия, котирующихся на фондовой бирже, т.е. по оценкам рыночной капитализации предприятий. Однако неустойчивость котировок акций, на курсы которых в рассматриваемом временном интервале оказывали сильное влияние внутрисполитические события в России, ставит под сомнение надежность оценок эффективности финансово-хозяйственной деятельности российских предприятий, полученных с использованием рыночной статистики. Кроме того, пока акционирование российских предприятий не завершено, большая доля их собственного капитала не оформлена в виде акционерного капитала. Поэтому его стоимость не может быть учтена при помощи капитализации по ограниченным пакетам акций, котирующимся на российских фондовых биржах. В этом, на наш взгляд, состоит коренное отличие российского реального сектора от аналогичных секторов экономики в странах с развитыми фондовыми и финансовыми рынками.

Как известно, для целей финансового корпоративного анализа могут быть использованы эмпирические финансовые коэффициенты, формируемые по данным бухгалтерского учета и финансовой отчетности предприятий и фирм. В западной практике этот подход не является основным, так как те же оценки могут быть сделаны на значительно более обширном круге показателей фондовых бирж. Поскольку в российской практике такие показатели фактически отсутствуют, при проведении дальнейшего анализа основной акцент был сделан на использование данных бухгалтерского учета и финансовой отчетности российских предприятий. При этом учитывалось отличие принятой в России системы бухгалтерского учета от международных стандартов и неполнота финансово-экономической информации, сообщаемой в официальной отчетности предприятий.

В мировой практике для целей инвестиционного анализа, оценки стоимости предприятий и прогнозирования их доходности наиболее часто применяются так называемые финансовые коэффициенты — безразмерные показатели, характеризующие своего рода "вес" отдельных факторов в финансовой модели предприятия. Такие показатели оценивают эффективность финансово-хозяйственной деятельности и представляют собой рассчитанное тем или иным способом соотношение суммы результатов деятельности

предприятия, полученных за определенный период времени, к накопленной сумме инвестиций на конец данного периода.

К наиболее часто применяемым показателям эффективности относятся, например, следующие:

**показатель бухгалтерской нормы прибыли  $ARR$  (accounting rate of return),** рассчитываемый по формуле:

$$ARR = \frac{P}{(A_0 - A_1)/2}, \quad (1)$$

где  $P$  — чистая прибыль;

$(A_0 - A_1)/2$  — средняя стоимость активов с учетом износа<sup>[1]</sup>.

$ARR$  может быть также представлен в виде:

$$ARR = \frac{P}{\text{Собственный капитал}}. \quad (2)$$

Часто отношение (2) носит название  $ROE$  (return on equity) — норма прибыли на собственный капитал или чистая рентабельность собственного капитала<sup>[2]</sup>.

Показатель рентабельности активов  $ROA$  (return on assets) (или норма прибыли на активы) также имеет несколько методик подсчета в зависимости от исследуемого объекта и целей, а также имеющихся данных. Наиболее распространенный вариант подсчета этого показателя — отношение балансовой или чистой прибыли предприятия к средней стоимости имущества или ко всем активам<sup>[3]</sup>. Показатель  $ROA$  может рассчитываться как отношение балансовой прибыли за вычетом платежей в бюджет к общей стоимости активов<sup>[4]</sup>.

Если бухгалтерская отчетность правильно отражает величину активов, доходов, расходов и обязательств, то по анализу движения финансовых коэффициентов, по различиям в их величинах могут быть сделаны выводы о финансовом положении предприятия, перспективах изменения его доходности, уровне инвестиционного риска и т.п.

В российской практике финансового анализа указанные показатели рентабельности также находят свое применение. Анализ практических методов расчета показателей эффективности российских предприятий показывает, что наименее подверженными различным ошибкам при расчете, а также намного более информационно доступными показателями такого рода являются  $ROA$  (*Рентабельность активов*),  $ROE$  (*Рентабельность собственных средств*). Использование этих показателей по принципу "вертикального" анализа позволяет также учитывать влияние инфляции, индексаций и переоценок основных фондов. Финансовая информация, необходимая для расчета финансовых коэффициентов  $ROE$  и  $ROA$ , публикуется в печати, например, в таких

журналах, как *Fortune*, *Forbes* (финансовые показатели зарубежных компаний), *Эксперт* (показатели российских предприятий).

Однако российские и зарубежные специалисты довольно часто высказывают сомнения в правильности публикуемых оценок финансовых коэффициентов российских предприятий, а также в верности соответствующих выводов относительно уровня финансовой устойчивости, величины инвестиционного риска, доходности этих предприятий. Отмечается также, что для применимости стандартных западных методов к оценкам финансово-хозяйственных показателей деятельности российских предприятий необходимо вводить поправки на специфические “российские” условия, а именно: на особенности налогообложения, на отличия действующей в России системы бухгалтерского учета по сравнению с международными стандартами, на неполноту и неопределенность значительной части финансовой информации о деятельности предприятий и т.п. <sup>[5]</sup>

Понятно, что если в балансовой отчетности предприятия финансовая информация отражается в искаженном или неполном виде, то рассчитываемые значения финансовых коэффициентов становятся непригодными для целей финансового анализа.

Финансовому аналитику, как правило, приходится иметь дело только с той ограниченной информацией, которую можно извлечь из реальных балансовых отчетов предприятий. На уровне отдельных предприятий, пользуясь только этими данными, трудно или вообще невозможно определить, какова достоверность этой информации, насколько оправдано использование тех или иных расчетных финансовых коэффициентов.

В связи с тем, что многими аналитиками выражается неудовлетворенность полезностью информации существующей финансовой отчетности для финансового анализа, нами была разработана методика, позволяющая определять надежность расчетных показателей бухгалтерской рентабельности в группах хозяйствующих субъектов. Методика основана на применении математической статистики.

Суть ее заключается в обработке специальными методами статистического анализа выборки значений финансовых показателей, рассчитанных для достаточно большой группы российских предприятий и для аналогичной по объему группы зарубежных предприятий. Это позволяет распознать, вносятся ли систематические искажения в российскую бухгалтерскую отчетность, по сравнению международными стандартами бухгалтерского учета. Для сравнимости предполагается, что исследуемая группа предприятий применяет одни и те же стандарты бухгалтерской отчетности и оперирует в одних и тех же экономических условиях. В основе методики лежит проверка гипотезы о том, что, вследствие несовершенства и неполноты данных финансовой отчетности по российским предприятиям, их показатели *ROE* и *ROA* качественным образом не различаются между собой.

Для решения этой задачи был применен метод однофакторного дисперсионного анализа <sup>[6]</sup> к показателям *ROE* и *ROA*, оценки которых сделаны для большого числа российских и зарубежных предприятий (таблицы 1 и 2). Источником послужила информация из базы данных журнала *Эксперт* в сети Интернет (<http://www.expert.ru>), агентства RINACO PLUS (<http://www.rinaco.ru>), агентства АК&М, данные, опубликованные в *Финансовых известиях* за 1994-1997 гг., а также публикуемые в журнале *Рынок ценных бумаг* за 1996-1998 гг. официальные отчеты о финансовом состоянии российских предприятий и организаций.

Расчеты показателей *ROA* и *ROE* зарубежных компаний были произведены методами, аналогичными применяемым для расчета тех же коэффициентов по данным российской статистики, на основе показателей величины прибыли, активов и собственных средств крупнейших западных компаний за 1995-1996 гг. При этом использовались данные, публикуемые в журнале *Fortune* (*Fortune's Global 500*// *Fortune*. August 5, 1996; August 4, 1997).

Таблица 1.

<b>Финансовые показатели российских предприятий*</b>					
		1 995		1 кв. 1996	
		<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>
1.	ОАО "ГАЗ"	12,67	15,69	2,99	3,33
2.	АООТ "Ижорские заводы"	3,17	4,11	1,42	1,6
3.	АО "ЛенсвЯзь"	5,7	6,28	9,48	10,14
4.	АО "МГТС"	5,08	5,66	3,11	3,27
5.	АО "ПТС"	9,03	9,33	4,5	4,56
6.	ОАО "С-ПММТ"	49,58	59,22	30,46	34,21
7.	РАО "ЕЭС России"	1,83	2,07	0,72	0,79
8.	ОАО "Ростелеком"	12,48	15,43	14,42	16,42
9.	АО "Северский трубный завод"	11,28	14,98	5,12	5,92
10.	ОАО "ЛОМО"	1,72	2,03		
11.	ОАО "Петролеспорт"	11,13	11,7	2,98	3,05
12.	АО "УралсвЯзьинформ"	11,79	16,72	5,19	6,29
13.	АО "Черногорнефть"	4,25	5,18	1,29	1,46
14.	ОАО "Связьинформ" Челябинской обл.	16,32	22,92	11,49	13,76
15.	ОАО "Татнефть"	10,65	13,36	3,4	3,94
16.	ОАО "Иркутскэнерго"	6,13	7,27	3,51	3,77
17.	ОАО "ЛУКОЙЛ"			11,27	34,75
18.	ОАО "Тюменьтелеком"	39	48	8	10
19.	ОАО "Новосибирскэнерго"	6,77	9,01	7,46	8,63
20.	ОАО "Красноярскэлектросвязь"	10,78	12,57	4,07	4,48
21.	ОАО "Омскэлектросвязь"	6	6,74	0,72	0,76
22.	ОАО "Алтайтелеком"	4,16	4,73	3,16	3,46
23.	"Электросвязь" Ростовской обл.	5,95	6,46	0,2	0,22
24.	ОАО "Кировэлектросвязь"	6,85	7,41	3,5	3,67
25.	РАО "Газпром"	4,35	6,18	5,75	7,11
26.	ОАО "Крекинг"**	4,65	6	1,56	2,01
27.	ОАО "Саратовэнерго"**	2,81	3,3	5,63	7,35
28.	ОАО "Казаньоргсинтез"**	9,59	10,33	0,55	0,61
29.	ОАО "Пурнефтегаз"**	3	3,4	2,57	3,15
30.	ОАО "Саратовнефтегаз"**	2,77	3,08	2,62	2,91

\*Значения финансовых коэффициентов *ROE* и *ROA* получены из базы данных журнала

Эксперт в сети Интернет (<http://www.expert.ru>).

\*\*Рынок ценных бумаг №13, 1997.

Таблица 2

**Финансовые показатели зарубежных компаний\***

		1 995		1996	
		ROA	ROE	ROA	ROE
1.	MITSUBISHI	0,38	3,16	0,51	4,45
2.	mitsui	0,46	5,67	0,53	5,97
3.	ITOCHU	0,18	2,84	0,19	<b>2,80</b>
4.	GENERAL MOTORS	3,17	29,47	2,23	21,19
5.	SUMITOMO	0,42	3,15		
6.	MARUBENI	0,22	2,99	0,29	4,32
7.	FORD MOTOR	1,70	16,86	1,69	16,61
8.	TOYOTA MOTOR	2,51	5,36	3,35	7,49
9.	EXXON	7,09	16,00	7,86	17,25
10.	ROYAL DUTCH/SHELL GROUP	0,58	11,71	7,15	14,08
11.	NISSHO IWAI			0,31	6,27
12.	WAL-MART STORES	72,66	18,56	7,74	17,83
13.	HITACHI	1,60	4,91	0,98	2,96
14.	NIPPON LIFE INSURANCE	0,67	108,24	0,87	58,05
15.	NIPPON ELEGRAPH&TELEPHONE	1,74	5,23	1,15	3,60
16.	AT&T	0,16	0,80	10,64	29,11
17.	DAIMLER-BENZ			2,46	10,46
18.	INTL.BUSINESS MACHINES	5,20	18,63	6,69	25,10
19.	MATSUSHITA ELECTRIC INDUSTRIAL			1,75	4,11
20.	GENERAL ELECTRIC	2,88	22,20	2,67	23,39
21.	TOMEN	0,21	4,40	0,22	4,70
22.	MOBIL	5,64	13,24	6,39	15,54
23.	NISSAN MOTOR			1,15	6,31
24.	VOLKSWAGEN	0,42	3,37	0,72	5,94
25.	SIEMENS	22,13	86,51	3,28	12,16
26.	DAI-ICHI MUTUAL LIFE INSURANCE	0,68	109,72	0,86	71,99
27.	BRITISH PETROLEUM	3,52	9,65	7,21	18,34
28.	METRO HOLDING	1,61	9,70	3,04	16,38
29.	U.S. POSTAL SERVICE	3,62		3,04	
30.	CHRYSLER	3,77	18,48	6,28	30,50
31.	PHILIP MORRIS	10,13	38,97	11,49	44,33
32.	TOSHIBA	1,80	8,33		5,84
33.	TOKYO ELECTRIC POWER	0,41	3,88		
34.	NICHIMEN	0,22	3,18		
35.	SUMITOMO LIFE INSURANCE		107,84		

*\*Значения финансовых коэффициентов ROE и ROA рассчитаны по данным журнала Fortune August 4, 1997, August 5, 1996.*

Принятие предложенной гипотезы будет означать в том числе, что раздельное использование этих показателей на имеющемся массиве данных бухгалтерской отчетности предприятий, скорее всего, невозможно, так как может приводить к серьезным ошибкам и неправильным выводам финансового анализа.

Противоположный ответ будет свидетельствовать о возможности совместного использования этих показателей для целей анализа финансово-экономической деятельности данной группы предприятий.