

АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ ТУРИСТСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА ОСНОВЕ ФАКТОРНЫХ МОДЕЛЕЙ

Текущая финансово-хозяйственная деятельность компании всегда сопряжена с необходимостью принятия целого ряда управленческих решений, лежащих в трех основных плоскостях:

- инвестирование ресурсов;
- поиск оптимального сочетания источников финансирования бизнеса;
- основная (операционная) деятельность.

В конечном счете, рост стоимости компании во многом зависит от уровня ее деловой активности, т. е. способности устойчиво генерировать доход, обеспечивать высокую результативность текущей деятельности, базируясь на эффективном использовании всех занятых ресурсов. С этой точки зрения деловая активность предприятия туризма может определяться как достижение фирмой заданных темпов роста, реализация ею стратегических целевых установок.

Однако чтобы добиться успеха в долгосрочном периоде, необходимо последовательно управлять процессом получения дохода и эффективностью вложений капитала.

В большинстве случаев прибыль от текущей операционной деятельности предприятия туризма считается лучшим индикатором будущей доходности бизнеса. Прогнозная ценность отчетной прибыли увеличивается, если исключить влияние на нее временных или случайных компонентов, которые не напрямую связаны с операционной деятельностью туристского предприятия и, как правило, более изменчивы. Такие временные выигрыши нецелесообразно рассматривать как компоненты постоянного и устойчивого дохода.

В частности, для оценки устойчивости экономического роста предприятия сопоставляют темпы изменения суммы прибыли от продаж, объема продаж и величины активов (капитала).

Оптимальным является следующее соотношение:

$$T \text{ прибыли} > T \text{ объема продаж} > T \text{ активов} > 100 \%,$$

где T прибыли, T объема продаж, T активов – соответственно темпы изменения суммы прибыли (до налогообложения), объема продаж, стоимости имущества (активов).

Эта зависимость означает что:

а) экономический потенциал предприятия возрастает;

б) по сравнению с увеличением экономического потенциала объем реализации возрастает более высокими темпами, т.е. ресурсы предприятия используются более эффективно;

в) прибыль возрастает опережающими темпами, что свидетельствует, как правило, об относительном снижении издержек предприятия.

В таблице 1 приведена сравнительная динамика основных показателей деятельности гостиниц и туристских агентств в РФ.

Таблица 1.

Экономические показатели деятельности гостиниц и туристских агентств в РФ за период 2003–2010гг.

Показатели, тыс. руб.	2003г.	2010г.	Темп роста, %
Деятельность гостиниц			
1. Прибыль от продаж	5 066 684	3 017 590	59,6
2. Выручка	33 855 278	62 989 323	186,1
3. Среднегодовая стоимость активов	35 463 834	121 757 813	343,3
Деятельность туристских агентств			
1. Прибыль от продаж.	150 685	831 153	551,6
2. Выручка.	6 155 347	20 557 616	333,9
3. Среднегодовая стоимость активов.	3 379 641	22 486 046	665,3

Как видно из приведенных данных, темп роста активов вдвое превысил темп роста выручки по обоим направлениям туристского бизнеса, что свидетельствует о значительном снижении эффективности ресурсов (активов) отрасли. В свою очередь, темп роста выручки гостиниц втрое превысил темп роста прибыли от продаж гостиничных услуг, что говорит об относительном увеличении издержек этих предприятий. В тоже время темп роста выручки туристских агентств более чем в 1,5 раза ниже темпа роста прибыли от продаж, что свидетельствует об относительном повышении прибыльности данной группы туристских предприятий. Данное соотношение явилось результатом роста объема, цен и увеличения спроса на услуги туристских агентств, расширения их ассортимента и относительного снижения отдельных затрат на осуществление данных услуг.

Рассмотренное соотношение в мировой практике получило название «золотое правило экономики предприятия». Как мы видим, в целом для предприятий туризма данное соотношение не соответствует оптимальному. Однако возможные отклонения от идеальной зависимости, не всегда следует рассматривать как негативные, такими причинами являются: освоение новых перспективных направлений приложения капитала, реконструкция и модернизация действующих предприятий и т.п. Эта деятельность всегда сопряжена со значительными вложениями финансовых ресурсов, которые по большей части не дают быстрой выгоды, но в перспективе могут полностью окупиться и принести существенную выгоду.

Вероятность получения доходов или возникновения расходов в будущем определяется не только их стабильностью, но и динамикой внутренних показателей доходности капитала (инвестиций). Целью анализа доходности является подтверждение стабильности получения чистого дохода с каждого рубля вложений. В ходе анализа рассматривается целый ряд соотношений показателей, характеризующих эффективность деятельности туристской компании, и наметившиеся тенденции изменения ситуации.

К основным показателям этого блока, используемым в странах с рыночной экономикой для характеристики рентабельности вложений в деятельность того или иного вида, относятся рентабельность авансированного капитала и рентабельность собственного капитала. Экономическая интерпретация этих показателей очевидна — сколько рублей прибыли приходится на один рубль авансированного (собственного) капитала. Показатели рентабельности более полно, чем прибыль, характеризуют окончательные результаты хозяйствования, потому что их величина показывает соотношение эффекта с наличными или использованными ресурсами. Их применяют для оценки деятельности предприятия туризма и как инструмент в инвестиционной политике.

Двухфакторная модель

Показатель рентабельности собственного капитала (*ROE*) характеризует прибыль, которая приходится на собственный инвестированный капитал. Рентабельность собственного капитала (*ROE*) предприятия туризма сравнивается с возможностями получения дохода от вложения средств в банки, ценные бумаги или в другой бизнес. Для определения влияния факторов на величину рентабельности собственного капитала воспользуемся исходной формулой расчета данного показателя:

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{ЧП}{СК} = \frac{NI}{E}$$

Элементы данной формулы разделим на показатель выручки от реализации, получим факторную зависимость:

$$ROE = \frac{NI \times RS}{E \times RS} = \frac{NI}{RS} \times \frac{RS}{E} = ROS \times ET$$

где: *ROS* - рентабельностью продаж; *ET* (*Equity Turnover*) – коэффициент оборачиваемости собственного капитала.

Рентабельность собственного капитала (*ROE*) зависит от двух факторов: изменения рентабельности продаж и оборачиваемости собственных вложений (рис.1).

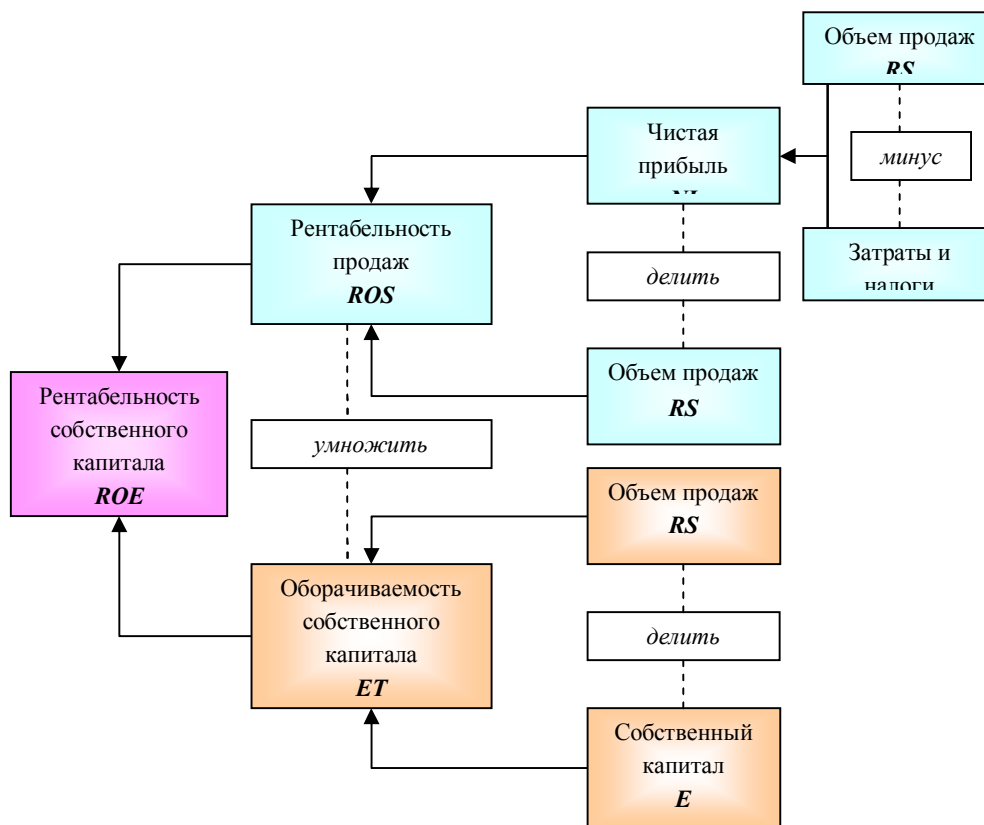


Рис.1.Схема двухфакторной модели рентабельности собственного капитала

Трехфакторная модель

На уровень рентабельности собственных вложений влияют рентабельность продаж, оборачиваемость активов и структура авансированного капитала. Взаимосвязь уровня рентабельности собственных средств с вышеуказанными факторами может быть выражена с помощью модифицированной, или расширенной формулы фирмы «*Du Pont*», которая имеет следующий вид:

$$ROE = \frac{NI}{E} \times \frac{RS}{RS} \times \frac{TA}{TA} = \frac{NI}{RS} \times \frac{RS}{TA} \times \frac{TA}{E} = ROS \times AT \times M$$

где: *ROS* – рентабельность продаж; *AT* (*Assets Turnover*) – коэффициент оборачиваемости активов; *M* (*Equity multiplier*) – мультипликатор собственного капитала (финансовый рычаг или коэффициент финансовой зависимости) (рис.2).

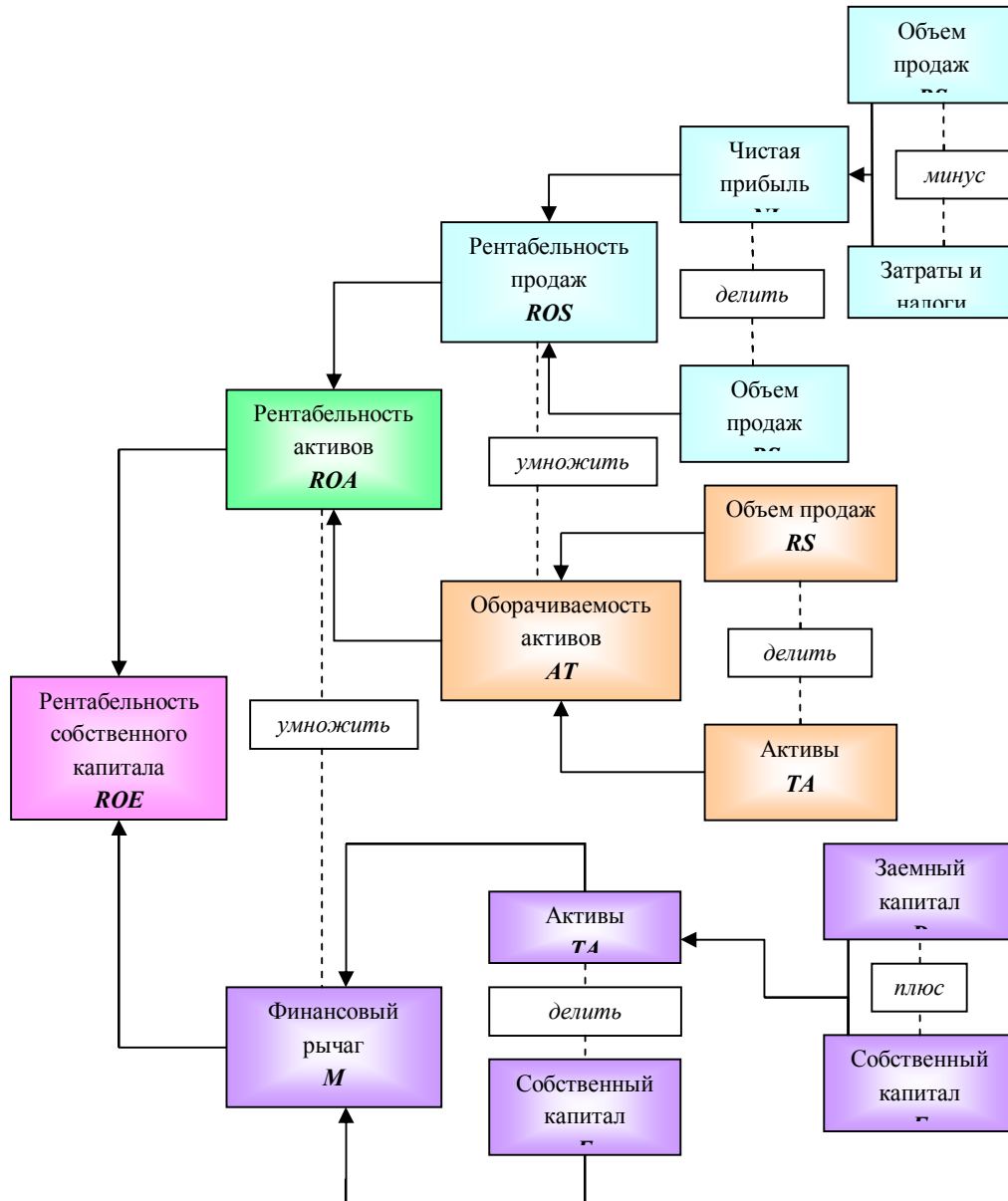


Рис.2. Схема трехфакторной модели рентабельности собственного капитала

Мультипликатор собственного капитала характеризует структуру средств предприятия и определяется отношением среднегодовой суммы всех средств предприятия (\overline{TA}) к среднегодовой сумме собственных средств (\overline{E}):

$$M = \frac{\overline{TA}}{\overline{E}} = \frac{\overline{E} + \overline{D}}{\overline{E}} = \left(1 + \frac{\overline{D}}{\overline{E}} \right)$$

где: $\frac{\bar{D}}{\bar{E}}$ (*Financial leverage shoulder*) – коэффициент финансового рычага, определяемый отношением заемного капитала (D) к собственному капиталу (E). [1,2]. Отсюда,

$$ROE = ROS \times AT \times \left(1 + \frac{D}{E}\right).$$

В таблице 2 представлены исходные данные для факторного анализа рентабельности собственного капитала гостиниц и туристских агентств в РФ на основе двухфакторной и трехфакторной модели.

Таблица 2.

**Показатели рентабельности капитала
гостиниц и туристских агентств в РФ за период 2003–2010гг.**

Показатели	2003г.	2010г.	Абсолютное отклонение 2010г. к 2003г.
Деятельность гостиниц			
Прибыль от продаж, тыс. руб.	5 066 684	3 017 590	-2 049 094
Среднегодовая стоимость собственного капитала, тыс. руб.	4 985 671	43 150 620	+38 164 949
Рентабельность собственного капитала, % (ROE)	101,65	7,0	-94,65
<i>Рентабельность продаж, % (ROS)</i>	<i>14,97</i>	<i>4,79</i>	<i>-10,18</i>
<i>Оборачиваемость собственного капитала, раз (AT)</i>	<i>6,79</i>	<i>1,46</i>	<i>-5,33</i>
Среднегодовая стоимость активов, тыс. руб.	35 463 834	121 757 813	+86 293 979
Рентабельность активов, % (ROA)	14,3	2,5	- 11,8
<i>Оборачиваемость активов, раз (AT)</i>	<i>0,955</i>	<i>0,517</i>	<i>- 0,438</i>
<i>Мультипликатор собственного капитала (M)</i>	<i>7,113</i>	<i>2,822</i>	<i>- 4,291</i>
Деятельность туристских агентств			
Прибыль от продаж, тыс. руб.	150 685	831 153	+ 680 468
Среднегодовая стоимость собственного капитала, тыс. руб.	1 123 145	7 551 031	+6 427 886
Рентабельность собственного капитала, % (ROE)	13,4	11,0	- 2,4

<i>Рентабельность продаж, % (ROS)</i>	2,45	4,04	+1,59
<i>Оборачиваемость собственного капитала, раз (AT)</i>	5,48	2,72	-2,76
Среднегодовая стоимость активов, тыс. руб.	3 379 641	22 486 046	+19 106 405
<i>Рентабельность активов, % (ROA)</i>	4,46	3,70	-0,76
<i>Оборачиваемость активов, раз (AT)</i>	1,821	0,914	- 0,907
<i>Мультипликатор собственного капитала (M)</i>	3,009	2,978	-0,031

Данные таблицы показывают, что рентабельность собственного капитала гостиниц снизилась за период 2003–2010 гг. на 94,65%; в 2010 году было получено 7 коп. прибыли от продаж с 1 руб. собственного капитала по сравнению со 101 коп. в 2003 году, т. е. практически в 15 раз меньше.

Рассмотрим изменение уровня рентабельности на основе факторного анализа с использованием двухфакторной и трехфакторной моделей.

Двухфакторная модель анализа рентабельности собственного капитала (деятельность гостиниц)

Исходя из факторной зависимости:

$$ROE = ROS \times AT_{ск}$$

Изменение уровня рентабельности собственного капитала (-94,65%) произошло в результате воздействия следующих факторов:

1. Уменьшение рентабельности продаж (ROS) предприятий гостиничного бизнеса на 10,18% привело к снижению рентабельности собственных средств предприятий на 69,12 процентных пунктов:

$$\Delta ROE_1 = (ROS_1 - ROS_0) \times AT_{ск0} = (4,79\% - 14,97\%) \times 6,79 = -69,12\%.$$

2. Снижение уровня оборачиваемости собственного капитала гостиничного бизнеса ($AT_{ск}$) на 5,33 оборотов привело к понижению рентабельности собственных средств предприятий на 25,53 процентных пункта:

$$\Delta ROE_2 = (AT_{ck1} - AT_{ck0}) \times ROS_1 = (1,46 - 6,79) \times 4,79\% = -25,53\%.$$

3. Общая сумма влияния двух факторов составляет:

$$\Delta ROE = \Delta ROE_1 + \Delta ROE_2 = -69,12\% - 25,53\% = -94,65\%.$$

Трехфакторная модель анализа рентабельности собственного капитала (деятельность гостиниц)

Исходя из факторной зависимости:

$$ROE = ROS \times AT_A \times M$$

Изменение уровня рентабельности собственного капитала (-94,65%) произошло в результате воздействия следующих факторов:

1. Уменьшение рентабельности продаж (*ROS*) предприятий гостиничного бизнеса на 10,18% привело к снижению рентабельности собственных средств предприятий на 69,15 процентных пунктов:

$$\Delta ROE_1 = (ROS_1 - ROS_0) \times AT_{A0} \times M_0 = (4,79\% - 14,97\%) \times 0,955 \times 7,113 = -69,15\%.$$

2. Снижение уровня оборачиваемости активов гостиничного бизнеса (*AT_A*) на 0,438 оборотов привело к понижению рентабельности собственных средств предприятий на 14,92 процентных пункта:

$$\Delta ROE_2 = (AT_{A1} - AT_{A0}) \times ROS_1 \times M_0 = (0,517 - 0,955) \times 4,79\% \times 7,113 = -14,92\%.$$

3. Снижение финансового рычага или мультипликатора собственного капитала (*M*) предприятий гостиничного бизнеса на 4,291 привело к снижению рентабельности собственных средств предприятий на 10,62 процентных пункта:

$$\Delta ROE_3 = (M_1 - M_0) \times ROS_1 \times AT_{A1} = (2,822 - 7,113) \times 4,79\% \times 0,517 = -10,62\%.$$

4. Общая сумма влияния трех факторов составляет:

$$\Delta ROE = \Delta ROE_1 + \Delta ROE_2 + \Delta ROE_3 = -69,15\% - 14,92\% - 10,62\% = -94,69\%.$$

Аналогично выполненным расчетам устанавливается влияние факторов на изменение рентабельности собственного капитала туристских агентств за период 2003–2010гг.

Двухфакторная модель анализа рентабельности собственного капитала (деятельность туристских агентств)

Исходя из факторной зависимости:

$$ROE = ROS \times AT_{ск}$$

Изменение уровня рентабельности собственного капитала (-2,4%) произошло в результате воздействия следующих факторов:

1. Увеличение рентабельности продаж (ROS) туристических агентств на 1,59% привело к росту рентабельности собственных средств предприятий на 8,71 процентных пункта:

$$\Delta ROE_1 = (ROS_1 - ROS_0) \times AT_{ск0} = (4,04\% - 2,45\%) \times 5,48 = + 8,71\%.$$

2. Снижение уровня оборачиваемости собственного капитала туристических агентств ($AT_{ск}$) на 2,76 оборотов привело к понижению рентабельности собственных средств предприятий на 11,15 процентных пункта:

$$\Delta ROE_2 = (AT_{ск1} - AT_{ск0}) \times ROS_1 = (2,72 - 5,48) \times 4,04\% = - 11,15 \%$$

3. Общая сумма влияния двух факторов составляет:

$$\Delta ROE = \Delta ROE_1 + \Delta ROE_2 = + 8,71\% - 11,15\% = - 2,44\%.$$

Таким образом, в отличие от гостиничного бизнеса увеличение рентабельности продаж деятельности туристических агентств способствовало повышению рентабельности собственного капитала в этом секторе туристского бизнеса. Причиной положительных сдвигов в уровне рентабельности стали опережающие темпы роста прибыли, полученной от результатов финансово-хозяйственной деятельности туристских агентств (прибыли от продаж), по сравнению с темпами роста объема продаж.

Увеличение рентабельности продаж может означать повышение спроса на услуги туристских агентств, улучшение ее конкурентоспособности. В результате рентабельность продаж туристских агентств (4,04%) и предприятий гостиничного бизнеса (4,79%) в 2010 году практически сравнялись.

Трехфакторная модель анализа рентабельности собственного капитала (деятельность туристских агентств)

Исходя из факторной зависимости:

$$ROE = ROS \times AT_A \times M$$

Изменение уровня рентабельности собственного капитала (-2,4%) произошло в результате воздействия следующих факторов:

1. Увеличение рентабельности продаж (*ROS*) туристических агентств на 1,59% привело к росту рентабельности собственных средств предприятий на 8,71 процентных пункта:

$$\Delta ROE_1 = (ROS_1 - ROS_0) \times AT_{A0} \times M_0 = (4,04\% - 2,45\%) \times 1,821 \times 3,009 = + 8,71\%$$

2. Снижение уровня оборачиваемости активов туристических агентств (*AT_A*) на 0,907 оборотов привело к понижению рентабельности собственных средств предприятий на 11,03 процентных пункта:

$$\Delta ROE_2 = (AT_{A1} - AT_{A0}) \times ROS_1 \times M_0 = (0,914 - 1,821) \times 4,04\% \times 3,009 = - 11,03 \%$$

3. Снижение финансового рычага или мультипликатора собственного капитала (*M*) туристических агентств на 0,031 привело к снижению рентабельности собственных средств предприятий на 0,11 процентных пункта:

$$\Delta ROE_3 = (M_1 - M_0) \times ROS_1 \times AT_{A1} = (2,978 - 3,009) \times 4,04\% \times 0,914 = - 0,11\%$$

4. Общая сумма влияния трех факторов составляет:

$$\Delta ROE = \Delta ROE_1 + \Delta ROE_2 + \Delta ROE_3 = + 8,71\% - 11,03\% - 0,11\% = - 2,43\%$$

Таким образом, в работе произведен анализ рентабельности инвестированного капитала российских туристских предприятий в целом на основе факторных моделей фирмы «*Du Pont*», позволяющим выявить факторы, определяющие эффективность функционирования бизнеса, оценить степень их влияния и складывающиеся тенденции в

их изменении и значимости. Как видно из результатов проведенного анализа, в целом по туристской отрасли наблюдается снижение показателей рентабельности и деловой активности предприятий за анализируемый период.

Использование той или иной модели зависит от необходимой степени детализации анализа доходности собственного капитала. Анализируя рентабельность собственного капитала в пространственно-временном аспекте на основе трехфакторной модели, необходимо учитывать три важные особенности этого показателя, существенные для формулирования обоснованных выводов.

Во-первых, числитель и знаменатель коэффициента рентабельности собственного капитала выражены в денежных единицах разной покупательной способности. Прибыль – динамичный показатель, он отражает результаты деятельности и сложившийся уровень цен на товары и услуги в основном за истекший период. В отличие от прибыли, собственный капитал складывается в течение ряда лет. Он выражен в учетной оценке, которая может сильно отличаться от текущей рыночной стоимости. Например, деловая репутация, торговая марка, новейшие технологии, высокая квалификация персонала не имеют адекватной денежной оценки в отчетности (если речь не идет о продаже бизнеса в целом). Таким образом, рыночная цена предприятия может сильно превышать учетную стоимость, и в этом случае высокое значение рентабельности собственного капитала не означает высокой отдачи на инвестируемый в фирму капитал. Поэтому для объективной оценки рентабельности собственного капитала целесообразно принимать во внимание рыночную стоимость фирмы.

Во-вторых, коэффициент рентабельности продаж также определяется результативностью работы отчетного периода; вероятный и планируемый эффект долгосрочных инвестиций он не отражает. Например, когда организация туризма совершает переход на новые перспективные технологии или виды услуг, требующие больших инвестиций, показатели рентабельности могут временно

снижаться. Однако если стратегия была выбрана верно, понесенные затраты в дальнейшем окупятся, и в этом случае снижение рентабельности в отчетном периоде не означает низкой эффективности работы предприятия.

В-третьих, всем факторам модели и по уровню значимости, и по тенденциям изменения присуща отраслевая специфика, которую необходимо учитывать в процессе анализа рентабельности собственного капитала. Так, показатель оборачиваемости активов (ресурсоотдачи) может иметь относительно невысокое значение в гостиничном бизнесе, отличающемся капиталоемкостью, напротив, показатель рентабельности хозяйственной деятельности в предприятиях этой сферы будет относительно высоким. Напротив, в турагентствах наблюдается относительно низкая рентабельность продаж при высокой оборачиваемости их активов. Следовательно, в зависимости от отраслевой специфики, а также конкретных финансово-хозяйственных условий, сложившихся на данном предприятии, оно может делать ставку на тот или иной фактор повышения рентабельности собственного капитала.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

- 1. Бернстайн Л.** Анализ финансовой отчетности: Теория, практика и интерпретация. – М.: Финансы и статистика, 2002.
- 2. Вережка Т.В.** Анализ системы показателей эффективности капитала // Труды СПбГТУ. – 2010. – № 512. – С. 114-126.