

ПРОБЛЕМА СООТНОШЕНИЯ СОБСТВЕННОГО И ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Д.В. Фирсов

При формировании структуры капитала одной из важнейших проблем является проблема оптимального соотношения собственных и заемных средств. Здесь одним из инструментов, применяемых финансовыми менеджерами, является так называемый эффект финансового рычага.

Эффект финансового рычага (ЭФР) - это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на платность последнего.

Действие ЭФР легко проследить на следующем примере⁴. Возьмем два предприятия (А и Б) и произведем для них расчет рентабельности собственных средств (РСС):

Рентабельность собственных средств

Показатель	Предприятие		
	А	Б	
Актив, млн. руб.	1000	1000	
Доля собственных средств в пассиве, млн. руб.	1000	500	
Уровень экономической рентабельности, %	ЭР	20	20
Нетто-результат эксплуатации инвестиций, млн. руб.	НРЭИ	200	200
Финансовые издержки по заемным средствам, млн. руб.	—	75	
Прибыль подлежащая налогообложению, млн. руб.	200	125	
Налог на прибыль, млн. руб. (ставка = 1/3)*	67	42	
Чистая прибыль, млн. руб.	ЧП	133	83
Чистая рентабельность собственных средств, %	РСС	13,3	16,6

* Далее в расчетах будем считать, что 1/3 прибыли "съедается" налогами

⁴ Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика. - М.: изд. "Перспектива", 1994.

Видим, что у предприятия Б чистая рентабельность собственных средств на 3.3% выше, чем у предприятия А, только лишь за счет иной финансовой структуры пассива. Эта разница и есть эффект финансового рычага.

Выводы: 1. Предприятие, использующее только собственные средства, ограничивает их рентабельность примерно двумя третями экономической рентабельности: $RCC = 2/3 \cdot \text{ЭР}$.

2. Предприятие, использующее кредит, увеличивает либо уменьшает RCC , в зависимости от соотношения собственных средств (CC) и заемных средств ($ЗС$) в пассиве и от величины средней расчетной ставки процента ($СРСП$):

$$RCC = 2/3 \cdot \text{ЭР} + \text{ЭФР},$$

$$\text{ЭФР} = f(CC/ЗС, СРСП).$$

Нетрудно заметить, что ЭФР возникает из расхождения между ЭР и "ценой" заемных средств - $СРСП$. Это и есть первая составляющая ЭФР , называемая дифференциалом. С учетом налогообложения:

$$\text{Дифференциал} = 2/3 (\text{ЭР} - СРСП).$$

Вторая составляющая ЭФР - плечо рычага - характеризует силу воздействия финансового рычага. Это соотношение между заемными ($ЗС$) и собственными средствами (CC):

$$\text{Плечо финансового рычага} = ЗС/CC.$$

Соединив обе составляющие ЭФР , получим:

$$\text{Уровень } \text{ЭФР} = 2/3 \cdot (\text{ЭР} - СРСП) \cdot ЗС/CC;$$

Данная формула открывает перед финансовым менеджером широкие возможности по определению безопасного объема заемных средств, расчету допустимых условий кредитования, облегчению налогового бремени для предприятия, определению целесообразности приобретения акций предприятия с теми или иными значениями дифференциала, плеча рычага и уровня ЭФР в целом.

Возникает вопрос: "К какому значению ЭФР нужно стремиться?". Многие западные экономисты считают, что золотая середина близка к 30 – 50 процентам, т.е. ЭФР оптимально должен быть равен одной трети – половине уровня ЭР активов. Тогда ЭФР способен как бы компенсировать налоговые изъятия и обеспечить собственным средствам достойную отдачу. Более того, при таком соотношении между ЭФР и ЭР значительно снижается акционерный риск.

После всего вышесказанного возникает одна существенная проблема: что относить к собственным, а что к заемным средствам? В расчетах, приведенных выше, мы не включали кредиторскую задолженность в состав заемных средств, хотя по сути она к ним относится. Кредиторская задолженность - это беспроцентный кредит. Предприятие пользуется данными средствами и не платит за их использование. Давайте посмотрим как отразится на уровне эффекта финансового рычага включение кредиторской задолженности в заемные средства. Рассмотрим это на примере уже известного нам предприятия Б:

$$1. \text{ЭР} = \text{НРЭИ}/\text{АКТИВ} \times 100 =$$

⁵ $СРСП$ обычно не совпадает с процентной ставкой, механически взятой из кредитного договора, т.к. к нему прибавляются расходы на страхование, налоговая "накрутка" и т.п.

$$= 200 \text{ млн. руб.} / 1200 \text{ млн. руб.} \times 100 = 16,7\%$$

2. СРСП = (фактические издержки по задолженности/заемные средства) =
 $75 \text{ млн. руб.} / 700 \text{ млн. руб.} = 10,7\%$

3. Плечо рычага = ЗС/СС = $700 \text{ млн. руб.} / 500 \text{ млн. руб.} = 1,4$

4. ЭФР = $2/3(16,7\% - 10,7\%) \times 1,4 = 5,6\%$

Таким образом, эффект финансового рычага увеличился почти в 2 раза только за счет включения кредиторской задолженности в состав заемных средств.

Но здесь возникает другая проблема. Казалось бы, чем больше кредиторской задолженности у предприятия, тем лучше для его финансового состояния. Но ведь предприятие не может до бесконечности наращивать свою кредиторскую задолженность. Это может привести к тому, что в конечном счете оно станет неплатежеспособным и будет объявлено банкротом. Поэтому следует очень внимательно относиться к уровню кредиторской задолженности. Необходимо найти "золотую середину" в этом вопросе, ведь предприятию невыгодно и её отсутствие, и чрезмерное присутствие.

Также при расчетах следует учесть тот момент, что иногда приходится "платить" и за кредиторскую задолженность. В этом случае издержками по задолженности будут штрафы, пени, неустойки по просроченной задолженности. Здесь они в какой-то мере аналогичны процентам по кредиту, но не имеют четко установленной суммы. Поэтому, расплатившись вовремя, предприятие может избежать таких издержек.