**Финансовый леверидж и финансовый рычаг**

Николай Борисович Рудык, кафедра корпоративного управления и финансов Высшей школы международного бизнеса Академии народного хозяйства при Правительстве РФ.

Практически в любом российском учебнике по финансовому менеджменту вы можете найти упоминание «финансового рычага». За редким исключением, после прочтения описания действия этого «финансового рычага» читатель в лучшем случае останется в растерянности, в худшем — усомнится в своих умственных способностях. Мы постараемся избежать подобных крайностей и рассмотрим здесь все возможные выгоды долговой нагрузки (левериджа).

К настоящему моменту финансовой науке известно три эффекта долговой нагрузки:

создание налоговых щитов;

финансовый леверидж;

операционный леверидж.

Рассмотрим каждый из них.

**Создание налоговых щитов**

Здесь речь идет о рассмотренных нами в первой главе выгодах левериджа в модификации теоремы Миллера-Модильяни 1963 г. Источник увеличения стоимости корпорации — это налоговые щиты, появляющиеся (но совсем не обязательно появляющиеся — все зависит от налогового законодательства) при наращивании долговой нагрузки на корпорацию. Величина выгод, как мы уже знаем, может быть рассчитана по следующей формуле:

G = t\*DL,

где G — выгоды долговой нагрузки;

t — ставка корпоративного подоходного налога;

DL — величина долговой нагрузки на корпорацию.

Финансовый леверидж

Достаточно часто под выгодами левериджа понимают не создание налоговых щитов, а несколько иной эффект, который называют финансовым левериджем. Этот эффект гласит, что использование долговой нагрузки при прочих равных условиях приводит к тому, что рост прибыли корпорации до уплаты процентных платежей и налогов ведет к более сильному росту показателя прибыли на акцию (EPS — earnings per share). Напомним, что показатель прибыли на акцию рассчитывается по формуле

EPS = Чистая прибыль корпорации / Количество обыкновенных акций в обращении

Предположим, что какая-то корпорация, имеющая в структуре капитала долговые обязательства, улучшила за отчетный период свои финансовые показатели — ее показатель EBIT вырос на 1%. Как это отразится на показателе EPS? Увеличится на 1%? Неверно. Дело в том, что держатели долговых обязательств корпорации ничего не получают от роста прибыли корпорации. Весь прирост прибыли достается акционерам корпорации, и это несмотря на то, что держатели облигаций наравне с держателями акций участвуют в финансировании корпорации, покупая ее ценные бумаги. Несправедливость? Наоборот, все более чем справедливо. Держатели облигаций изначально принимают на себя меньшие риски по сравнению с акционерами, так как по принадлежащим им обязательствам компании фиксируется доходность, а в случае нарушения графика платежей они получают обеспечение или инициируют банкротство компании. У акционеров нет никаких гарантий получения дивидендов. Их гарантии — обещания менеджеров. Отсюда следует, что получить «приварок» к прибыли имеют право только акционеры. Этот «приварок» — премия за более высокие риски, которые принимают на себя акционеры.

Рассмотрим простой пример. Предположим, что показатель EBIT корпорации за отчетный период (один год) вырос со 100 млн. долл. до 101 млн. долл. Показатель EPS корпорации за прошлый год равен 2,25. На обслуживание долговой нагрузки корпорация затратила в прошлом году 25 млн. долл. и собирается затратить столько же в отчетном году, а ставка корпоративного подоходного налога равна 40%. Тогда прибыль после уплаты процентных платежей и налогов может быть рассчитана следующим образом: 0,60(101 - 25) = 45,6 млн. долл. Предположим, что на рынке обращается 20 млн. обыкновенных акций корпорации. Тогда показатель EPS за отчетный период равен 2,28 долл. (45,6/20). Процентный же рост величины показателя EPS составит

((2,28-2,25)/2,25)\*100= 1,333%

Итак, рост EBIT на 1% ведет к более сильному росту показателя EPS — в нашем случае на 1,333%. Несомненно, акционеры корпорации являются единственными получателями выгод финансового левериджа, однако нельзя забывать о том, что эффект финансового левериджа абсолютно симметричен. Если бы в нашем примере мы предположили, что показатель EBIT не вырос, а упал на 1%, то показатель прибыли на акцию упал бы на 1,333%.

В качестве меры воздействия финансового левериджа на доходы акционеров корпорации достаточно часто используют степень процентного увеличения прибыли на акцию при данном процентном увеличении операционной прибыли корпорации. Этот показатель называют силой финансового левериджа (DFL — degree of financial leverage) и рассчитывают по следующей формуле:

DFL = Процентное изменение EPS / Процентное изменение EBIT

**Операционный леверидж**

Напомним, что чистая прибыль — это разница между прибылью от продаж и операционными издержками. Операционные издержки в свою очередь распадаются на постоянные и переменные. Пусть величина постоянных издержек F не зависит от уровня выпуска, затраты на единицу выпуска равны V, каждая единица выпуска может быть реализована по цене Р, а объем производства и сбыта равен Q. Предположим, что корпорация за отчетный период увеличила объем продаж на 1%. Показатель EBIT возрастет более чем на 1%. Почему? Дело в том, что выручка от реализованной продукции и сумма переменных издержек возрастают пропорционально, а величина постоянных издержек остается неизменной. Эти издержки и есть операционный леверидж. Соотношение постоянных и переменных издержек определяет силу операционного рычага. Чем выше удельный вес постоянных издержек в общих операционных издержках корпорации, тем выше сила операционного рычага.

DOL = Процентное изменение EBIT / Процентное изменение QP

Остается еще одна лазейка для российских изобретателей мифического рычага. Возможно, «изобретатели» считают, что выгоды долговой нагрузки заключаются в следующем. Корпорация занимает определенную сумму под процентную ставку r1 и вкладывает эти средства под ставку r2 такую, что r2 > r1. Через некоторое время корпорация получает прибыль в размере x = r2 — r1. На практике существует несколько проблем с подобным «рычагом». Одна из основных проблем заключается в том, что в эту игру уже вовлечены банки. Главное отличие банка от корпорации заключается в том, что основным источником его прибыли является игра на спреде — банк получает какие-то фонды и одалживает их исходя из положительной (прибыльной) разницы между процентными ставками, по которым банк получает средства и по которым он их выдает. Конкуренция в этой игре настолько высока, что аутсайдер не может рассчитывать на получение безрисковой прибыли от подобной операции.

Не менее существенной проблемой является и то, что на нормально функционирующем рынке ситуация, когда r2 > r1, возможна только тогда, когда и риски инвестиционных возможностей находятся в такой же зависимости. Другими словами, риск индивидуума или организации, ссужающей вам денежные средства под ставку r1, скорее всего будет значительно меньше риска вашего инвестиционного проекта, который обладает ставкой доходности r2. Другими словами, мы имеем дело со стандартной ситуацией, где более высокая доходность компенсируется более высоким риском.

Так где же здесь пресловутый рычаг? Вы честно принимаете на себя более высокие риски, которые надеетесь компенсировать более высокой доходностью. Конечно, теоретически возможно появление на рынке ситуаций, когда более высокая доходность не будет компенсироваться более высоким риском.

Но как часто они возникают?! И разве можно возводить эту случайную удачу в правило? Ответ однозначен: нет!