**Кредиторская задолженность - инструмент в конкурентной борьбе**

Владимир Захарченко

Большинству финансовых директоров предприятий время от времени приходится давать ответ на извечный для нашего менталитета вопрос: «Что делать?». В нашем случае он касается темы кредитования: увеличивать кредитный портфель и тем самым ухудшать показатели финансового состояния компании (особенно остро этот вопрос встает у тех, кто завязан на систему мотивации по KPI) или нет? Привлечение компанией заемного капитала приводит к необходимости расчета и оценки эффективности выбранного способа финансирования деятельности. Для этого в учебной и научной литературе по вопросам финансового управления предлагается вполне простой и удобный метод, который сводится к расчету показателя эффекта финансового рычага. При этом не учитывается, что особенности налогообложения прибыли, действующие в Украине, накладывают определенный отпечаток на расчет эффекта финансового рычага, видоизменяя формулу, а значит, и результаты вычислений.

Перед тем, как подробнее остановиться на указанном эффекте, рассмотрим основные ограничители, или наоборот, пути увеличения с которыми может и должен работать финансовый директор во имя великой светлой цели - увеличения чистой прибыли предприятия. Если не брать во внимание переменные затраты, которые можно дать на откуп технологам и другим функционалам, остаются три основные параметра:

торговая наценка;

постоянные затраты;

плата за капитал.

Торговая наценка - в большинстве случаев регулируется не финансовым директором, и даже не директором по продажам, а конкурентной средой. Таким образом, предложение финансового директора о поднятии цен будет выглядеть слегка нелепым. Ведь цены диктует его величество рынок. А предприятие (если оно не монополист) вынуждено подстраиваться под эти изменения. И даже если изменения цен положительны для бизнеса - это сиюминутная выгода, которая с точки зрения рисков делает его менее устойчивым. Кстати, банковские аналитики почему-то зачастую уделяют этому фактору значительно меньше внимания, чем показателям срочной ликвидности предприятия при оценке бизнес-планов.

Следующей гранью нашего условного треугольника ограничений являются постоянные затраты. Бравурные доклады о снижении постоянных затрат можно довольно часто слышать на рабочих совещаниях многих предприятий. Но завышенные (или неоптимальные) постоянные затраты являются всего лишь свидетельством непрофессионализма руководителей центров затрат. Ведь идеальная бизнес-модель уже изначально предполагает минимальные издержки, особенно когда речь идет о хорошо известных и давно отлаженных технологических процессах. Таким образом, наиболее интересной с точки зрения реализации и перспективы использования представляется третья грань - плата за капитал. Составляющим элементом этой грани является эффект финансового рычага.

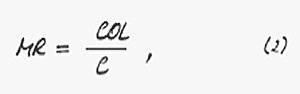
Современная фирма, действующая в рыночных условиях, исповедует философию сопоставления результатов и затрат при превышении первого над вторым в качестве важнейшего условия собственного существования. Другой формой проявления основного философского постулата деятельности фирмы является повышение эффективности (производства, коммерческой, финансовой деятельности). Следовательно, фирма заинтересована и в росте экономической рентабельности активов, и рентабельности собственных средств. Экономически рентабельность собственных средств - это эффективность использования фирмой собственных средств. Далее подробнее остановимся на их роли в деятельности фирмы.

Замечено, что фирма, которая рационально использует заемные средства, несмотря на их платность, имеет более высокую рентабельность собственных средств. Этому можно дать объяснение, исходя из финансового механизма ее функционирования. Рассмотрим простой пример. У нас два предприятия. Первое имеет активы (A) 8 000, в пассивах (L) - те же 8 000, и все средства собственные. У второго предприятия A тоже 8 000, но в пассивах - 4 000 собственных и 4 000 заемных средств (в форме банковских кредитов). Прибыль от деятельности у них одинаковая и равна 2 000. У первого предприятия рентабельность собственных средств (RONA) равна 2 000 / 8 000 = 0,25 (25%). Второе предприятие должно выплатить проценты за кредит и только после этого мы сможем определить рентабельность собственных средств. Пусть ставка процента равна 12% годовых. Следовательно, при расчете RONA у второго предприятия будут следующие цифры: (2 000 - 4 000 • 12%) / 4000 = 0,38 (38%). Таким образом, RONA у второго предприятия будет выше (хотя оно и использует заемные средства). Это происходит, потому что рентабельность активов (ROA) значительно выше ставки процента по кредиту (25% и 12% соответственно).



Данное явление получило название эффекта финансового рычага (DOFL). Следовательно, эффект финансового рычага (DOFL) - это изменение рентабельности собственных средств, полученное благодаря использованию заемных средств, при условии, что экономическая рентабельность активов фирмы больше ставки процента по кредиту.

Необходимо отметить, что при расчете ROA и RONA обязательно учитываются выплаты налога на прибыль. При этом значения ROA и RONA уменьшатся, а DOFL корректируется на величину налога на прибыль. Как было уже отмечено ранее, DOFL существует (с положительным знаком) только потому, что экономическая рентабельность активов больше ставки процента. В нашем примере речь шла об одном кредите, поэтому мы не акцентировали внимание на этой стороне проблемы. В действительности же фирма регулярно прибегает к банковским кредитам, причем норма процента, которую она платит, колеблется от одной кредитной сделки к другой. Следовательно, мы должны вести речь не о ставке процента как таковой, а о средней расчетной ставке процента (MR):

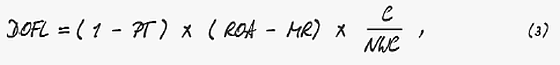


где COL - стоимость кредитных средств;

С - сумма кредитов.

И в числителе, и в знаменателе у нас величины за определенный период, которые рассчитываются как средние. Полученные цифры будут отличаться от условий каждой конкретной сделки (если показатель рассчитывается за год, то и издержки по кредитам, и размер получаемых кредитов стоит разнести на год). Может показаться, что мы имеем дело с некоторой условностью, но если предприятие регулярно (а это - правило) прибегает к кредитам банков, то предложенный расчет MR вполне корректен. Это справедливо и для случаев, когда предприятие впервые прибегает к использованию кредита. Если кредиты «выходят» за рамки временного интервала, то подход должен быть тем же, так как мы должны рассчитать DOFL для определенного периода (краткосрочного, квартала, месяца, года). Следует отметить, что финансовый менеджер для определения MR должен ознакомиться с условиями всех кредитных сделок, заключенных в данном периоде, а также с теми кредитными сделками, выплаты по которым приходятся на этот период.

Теперь необходимо трансформировать формулу, определяющую эффект финансового рычага:



где C - заемные средства;

NWC - собственные средства;

РТ - налог на прибыль.

Или в другом виде:



где Differential - дифференциал финансового рычага; Arm - плечо финансового рычага.

Принципиально важно представить эффект финансового рычага в виде произведения двух множителей, так как при этом мы сможем определить, за счет чего можно увеличить DOFL (за счет разницы между ROA и MR или за счет соотношения заемных и собственных средств).

Следует заметить, что роль дифференциала и плеча в регулировании DOFL различна. Наращивать дифференциал DOFL желательно. Это позволит повышать RONA либо за счет роста экономической рентабельности активов, либо за счет снижения MR. Это означает, что финансовый директор может оказывать влияние на дифференциал через ROA (но такое влияние небезгранично), либо прикладывать максимум возможных усилий для снижения показателя MR. Необходимо также отметить, что величина дифференциала дает очень важную информацию продавцу заемных средств - кредитному инспектору. Если величина дифференциала близка к нулю или отрицательна, то банк воздерживается от новых кредитов или резко повышает их цену, что сказывается на величине MR.

Что же касается плеча, то мы подошли к тому, с чего началась статья - плата за капитал или рентабельность использования собственных средств. От значительного наращивания плеча (увеличения заемных средств в соотношении плеча финансового рычага) предостерегают многие ученые-экономисты и особенно риск-аналитики банков: его наращивание за известным пределом представляется просто разрушительным для фирмы. Значительная величина плеча резко увеличивает риск невозврата кредитов, а следовательно, затрудняет получение новых займов. Величина силы воздействия финансового рычага достаточно точно показывает степень финансового риска, связанного с фирмой. Чем больше сила воздействия финансового рычага, тем больше и риск, связанный с предприятием, риск невозвращения кредита банку и риск снижения курса акций и падения дивиденда по ним.

Теперь мы можем сформулировать некоторые правила, связанные с эффектом финансового рычага, которыми пользуются банковские аналитики и которые должен принимать во внимание, но не использовать как догму, финансовый директор:

1. Дифференциал DOFL должен быть положительным. Финансовый директор имеет

определенные рычаги воздействия на дифференциал, однако, такое влияние ограниче

но возможностями наращивания эффективности производства.

2. Дифференциал финансового рычага - это важный информационный импульс не

только для финансового директора, но и для банкира, так как он позволяет определить

уровень (меру) риска предоставления новых займов предпринимателю. Чем больше

дифференциал, тем меньше риск для банкира, и наоборот.

3. Плечо финансового рычага несет принципиальную информацию, как для финан

сового директора, так и для банкира. Большое плечо означает значительный риск для

обоих участников экономического процесса.

Таким образом, мы можем утверждать, что эффект финансового рычага позволяет определять и возможности привлечения кредита для повышения рентабельности собственных средств, и связанный с этим финансовый риск. Западные источники определяют величину плеча финансового рычага 0,67. Большинство отечественных финансистов утверждают, что для нашей практики эта цифра не подходит, так как в условиях инфляции и нестабильного рынка она имеет тенденцию к росту вследствие ускорения оборота денег. Для отечественных фирм в современных условиях оптимальное значение определяют в пределах 1. Но это скорее мнение банковского специалиста, так как его задача минимизировать собственные риски. Одна из задач финансового директора - обосновать перед кредитором снижение значения ликвидности предприятия в угоду получения дополнительной прибыли. Для динамично развивающихся украинских предприятий со стабильным трендом прироста чистой прибыли этот показатель можно определить в рамках 1,5-2 и даже выходить за этот предел под жестким контролем финансового директора на короткое время - до полугода с перерывами. Предпосылки для выхода в опасную зону находятся в детальном изучении структуры рабочего капитала, источников его формирования, прогноза периода оборачиваемости с одной стороны, и стремление к максимальному удлинению срока возврата заемных средств.

Относительно недорогим (можно даже сказать бесплатным) источником наращивания заемных средств является кредиторская задолженность. С точки зрения финансового механизма функционирования предприятия предпочтительным представляется некоторое превышение кредиторской задолженности над дебиторской. Это позволяет предприятию в большей степени использовать чужие ресурсы для решения собственных проблем. Однако это правило не является абсолютным. Ограничением «сверху» в данном случае выступают размер превышения и сроки оплаты кредиторской и дебиторской задолженностей.

Отмеченные ограничения показывают, что пользоваться этим правилом можно далеко не всегда. Кроме этого, некоторые фирмы вообще не могут себе позволить «рулить» собственной дебиторской и кредиторской задолженностью в условиях современного рынка Украины.

Именно величина капитала позволяет предприятию ставить и реализовывать определенные цели. Но величина капитала - понятие, которое уже предопределяет недостаточность собственных источников финансирования. Теперь мы уже знаем, что эффект финансового рычага (с положительным знаком) дает возможность фирме применять не только свои финансовые, но и прочие источники (заемные средства).

Собственные средства - важное звено во взаимоотношениях со всеми другими экономическими субъектами. Именно величина собственных средств дает основание фирме чувствовать себя адекватно (комфортно) на рынке.

Заемные средства - важный рычаг, позволяющий смягчать противоречия между собственниками (акционерами) и менеджерами. Но привлечение заемных средств создает новый комплекс противоречий между менеджерами и кредиторами, который образует дополнительный источник риска в деятельности предприятия (плечо финансового рычага должно быть в пределах нормы и не выходить за «красную черту» по мнению кредиторов).

Второй аспект, связанный с ролью времени в функционировании финансового механизма фирмы, сводится к достаточно очевидному экономическому постулату: сам механизм использования заемных средств (в виде кредита) и кредиторской задолженности предполагает, что предприятие сегодня платит по вчерашним долгам, а сегодняшние долги переносит на завтра (на будущее). При этом следует помнить, что в течение какого-то периода времени объем производства предприятия изменяется. Если он возрастает, то фирма использует время с положительным для себя эффектом, бремя задолженности становится легче. Если же за этот период объем производства снижается, то время используется фирмой с отрицательным для нее эффектом, бремя задолженности становится тяжелее. В обоих случаях ситуация должна находиться под контролем финансового директора и отрицательный показатель является оглушительным гудком, сигнализирующим немедленный возврат за «красную черту» финансового рычага.

Итак, что же лучше - быть должным и развивать свой бизнес или погасить долги и тешить себя мыслью о суперплатежеспособности предприятия и его несокрушимой финансовой устойчивости?

Стоит ли согласиться с учеными-экономистами, которые утверждают, что фирма не должна полностью использовать свою заемную силу (т. е. не должна не только выходить за «красную черту», но и подходить к ней вплотную)? Перед тем как ответить, необходимо сделать одно чрезвычайно важное замечание - внутренние и внешние источники финансирования (внутренние и внешние источники капитала) взаимозависимы, но не взаимозаменяемы.

Основные внутренние источники финансирования предприятия - это нераспределенная прибыль и амортизационные отчисления (и то и другое может быть использовано не только для поддержания производства фирмы на прежнем уровне, но и как источник наращивания производства).

Внешними источниками финансирования фирмы являются:

1. Закрытая подписка на акции;

2. Открытая подписка на акции;

3. Финансирование за счет привлеченных кредитов и займов;

4. Налоговые льготы;

5. Неплатежи;

6. Комбинированные способы.

По мнению автора, в условиях растущего рынка, активного развития отраслей народного хозяйства политика самоограничения путем использования в основной массе собственных средств является лишь ставкой на то, что конкуренция закончится до того, как на ваше место встанет более активный игрок. Основными показателями и, таким образом, индикаторами возможности использования заемных средств являются низкие (или лучше сказать оптимальные для отрасли) издержки. Если удалось достичь

уровня постоянных затрат ниже чем у конкурентов, значит есть реальная возможность привлечь больше средств, которые через DOFL помогут заработать больше прибыли. Более низкая плата за капитал дает возможность получить супер конкурентное преимущество - снижение цен при неизменной сумме прибыли. Если же предприятие имеет более высокие постоянные затраты, то необходимо увеличивать именно долгосрочное кредитование для выживания и роста до тех пор, пока не зашевелятся конкуренты и не начнут снижать цену. Наращивание долгосрочной задолженности в этом случае - достаточно эффективный путь для таких предприятий компенсировать свои затраты и одновременно поддерживать конкурентоспособные цены и темпы роста. Иначе компания с более высоким уровнем постоянных затрат и одинаковым (с более эффективно работающей фирмой) плечом финансового рычага при одинаковой норме прибыли будет быстрее терять долю рынка. Здесь опять вступает в игру наш третий ограничитель - стоимость капитала.

Некоторые, особенно начинающие финансовые директора, заблуждаются, анализируя маржинальный доход методами факторного анализа по компании в целом. Особенно в многопрофильных компаниях маржа на конкретных продуктах зачастую маскирует соотношение роста суммы заемных средств (C) и рентабельности активов (ROA). Неумение сфокусироваться на четко определенной финансовой политике, и самое главное, на контроле приведенных ранее показателей приводит к утрате конкретных возможностей и позиций по сравнению с конкурентами.

Если правильно использовать заемный капитал, можно значительным образом увеличить или аргументировать увеличение заемных возможностей (кредитоемкость) компании по сравнению с активами, в которые инвестируется заемный капитал. Таким образом, уменьшается риск (это бесплатный аргумент финансовому директору для банковского кредитного инспектора) невозврата, возможно снижение цены на продукцию и одновременно при помощи все того же DOFL увеличивается сумма чистой прибыли компании.

Именно правильное использование кредитов (здесь имеются в виду все 6 ранее перечисленных источников финансирования) предполагает больший объем суммы заемных средств, чем могли бы рассчитать банковские кредитные инспекторы. Отказ от этого видится как непродуманное самоограничение и отказ от использования серьезного инструмента в конкурентной борьбе. Правильное использование долга или другими словами, эффекта финансового рычага поможет предприятию с оптимизированными постоянными затратами вытеснить конкурирующие продукты. И здесь мы возвращаемся к упомянутому в начале статьи треугольнику ограничений, который подтверждает высказанную мысль и еще раз указывает правильный путь предприятию к победе в конкурентной борьбе, а финансовому директору - главную точку приложения усилий. Таковой является стоимость капитала и разумное наращивание долга для максимизации DOFL.

К сожалению, немногие руководители компаний, а также кредитные инспекторы банков готовы пойти на определенный риск максимизации прибыли путем разумного использования заемных средств.