

Аналитическое обоснование привлечения предприятием кредитных ресурсов

© 2009 О.Н. Земскова

Саратовский государственный социально-экономический университет

Рассматриваются значение и задачи аналитического обоснования использования предприятием кредитных ресурсов, методика определения потребности в привлечении банковского кредита и оценки его эффективности.

Ключевые слова: кредитные ресурсы, кредитная политика, финансовый леверидж, рентабельность активов, привлечение заемных средств, финансовый риск.

В условиях рыночной экономики для хозяйствующих субъектов важнейшей становится проблема обеспечения финансовыми ресурсами. При этом финансирование бизнеса - весьма сложный и ответственный экономический процесс, от рациональной организации которого во многом зависит успешность хозяйственной деятельности любого предприятия. Совершенно очевидно, что принятие решений в данной специфической и весьма значимой сфере нуждается в углубленном аналитическом обосновании. В особой степени это относится к решениям по поводу привлечения кредитных ресурсов.

В хозяйственной практике предприятия пользуются кредитами для самых разнообразных целей. Чаще всего кредит привлекается для пополнения оборотных средств в случае образования их дефицита у заемщика.

Другим важнейшим направлением использования кредитных ресурсов является финансирование инновационных проектов и соответствующих капитальных вложений, требующих средств, намного превышающих собственные ресурсы предприятий.

Часто возникают ситуации, когда вследствие разрывов в платежном обороте в какой-то момент суммы обязательств по платежам предприятий превышают суммы их свободных денежных средств. В этом случае кредиты используются для проведения платежей.

Для предприятий с сезонным характером производства характерно привлечение кредита в сумме сезонного превышения расходов над доходами на срок до сезонного же появления недостающих доходов.

В случае, когда заемщику необходимо осуществить расходы, которые окупятся лишь через определенное время, кредит используется и для финансирования подобных затрат.

Наконец, в связи с финансовыми затруднениями предприятия кредит может быть направлен на погашение других кредитов, по которым

наступил срок уплаты обязательств перед банком.

Таким образом, спектр направлений использования кредитных ресурсов весьма широк и объемы данных ресурсов весьма значительны. Однако при этом нельзя забывать и такие базовые принципы кредитных отношений, как возвратность, срочность и платность. Кредит, безусловно, должен быть возвращен банку в установленные договором сроки с уплатой причитающихся банку процентов, независимо от успешности или неуспешности деятельности предприятия-заемщика и сложившегося его финансового состояния. Это всегда сопряжено с определенным риском. Потому целесообразность и сама возможность для конкретного предприятия привлекать и использовать кредитные ресурсы нуждается в объективном экономическом обосновании.

Экономическая логика свидетельствует, что использование кредита выгодно только в том случае, если прибыль от вложения полученных заемных средств будет больше всех финансовых обязательств, связанных с получением этого кредита. Бывают ситуации, когда в условиях кризиса предприятие стремится просто оставаться на плаву и избежать банкротства, привлекая заемные средства, чтобы обеспечить лишь безубыточность своего функционирования. Однако чаще возникает ситуация, когда в условиях дефицита собственных средств кредит является инструментом повышения эффективности их использования.

Аналитическое обоснование кредитной политики предприятия призвано обеспечить повышение рентабельности собственного капитала за счет эффективного использования заемных средств. В практике экономического анализа подобное явление называется эффектом финансового рычага (финансовым левериджем), который характеризует относительный прирост рентабельности собственного капитала при избранном варианте привлечения заемных средств, несмотря на их платность. Сложившийся уровень финан-

сового рычага одновременно отражает и способность предприятия влиять на чистую прибыль путем изменения структуры и размеров своих пассивов, и степень финансового риска этого предприятия.

Сам по себе уровень финансового рычага может измеряться несколькими показателями. Наиболее популярным из них является коэффициент финансового рычага (K), исчисляемый как соотношение заемного ($ЗК$) и собственного ($СК$) капитала:

$$K = ЗК / СК.$$

Однако реальный экономический эффект использования заемных средств зависит от нескольких параметров как привлечения данных средств, так и работы самого предприятия. При этом измерение указанного эффекта возможно различными путями.

Так, количественно эффект финансового рычага может рассчитываться по следующей известной формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - НП) \cdot (РА - ПК) \cdot ЗК / СК,$$

где ЭФР - эффект финансового рычага, %;

НП - ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

РА - коэффициент рентабельности активов (отношение прибыли до налогообложения и вычета процентов за кредит к среднегодовой стоимости активов), %;

ПК - средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием с учетом комиссионных выплат, %;

ЗК - средняя сумма заемного капитала;

СК - средняя сумма собственного капитала.

Определяемый подобным образом эффект финансового рычага традиционно трактуется как уровень дополнительно генерируемой каждым рублем собственного капитала прибыли в результате сложившейся в общем капитале организации доли заемных средств, привлекаемых на конкретных условиях. Такой подход позволяет оценивать выгодность условий кредитования и безопасный для данной организации объем привлечения заемных средств. Дополнительное привлечение кредитных ресурсов может быть признано оправданным лишь в том случае, если оно приведет к увеличению уровня ЭФР.

При этом каждый из трех сомножителей приведенной выше трехфакторной модели имеет свое самостоятельное аналитическое значение. Первый сомножитель $(1 - НП)$ представляет собой своеобразный налоговый корректор, который зависит от уровня налогообложения. Чем ниже ставка налога на прибыль, тем выше чистая прибыль предприятия и тем большее влияние на рентабельность собственного капитала будет оказывать использование кредита. Ставки

налогов на прибыль устанавливаются законодательно, поэтому первый фактор в большинстве случаев можно считать не зависящим от предприятия. Так, действующая ныне в Российской Федерации ставка налогообложения прибыли составляет 20%. В этих условиях налоговый корректор представляет собой заданную величину, равную 0,8 $(1 - 0,2)$. В рамках правового поля существует не так много способов увеличения первого сомножителя. Самые распространенные из них - выбор видов деятельности, облагаемых по льготным ставкам, или перенос деятельности в зоны с особым, более выгодным режимом налогообложения.

Второй сомножитель $(РА - ПК)$ - разница между рентабельностью активов и средней ставкой процента за кредит, которую можно рассматривать как дифференциал финансового рычага. Он характеризует способность активов предприятия генерировать прибыль в зависимости от стоимости привлечения кредита. Рентабельность активов определяется отношением прибыли до вычета налогов и процентов за кредит к среднегодовой стоимости активов предприятия. Поскольку в исходной формуле учитывается налогообложение прибыли, следует вспомнить, что в России прибыль до налогообложения, показываемая в отчете о прибылях и убытках, может значительно отличаться от реально налогооблагаемой прибыли, формируемой в системе налогового учета. Поэтому в ходе внутреннего анализа при определении коэффициента рентабельности активов в качестве показателя числителя расчетной формулы можно рекомендовать использовать показатель налоговой базы для исчисления налога, отражаемый в налоговой декларации по налогу на прибыль организаций, с прибавлением включенных ранее в расходы процентов за кредит. При этом принимаемая в расчет средняя ставка процента за кредит должна отражать все финансовые издержки по всем кредитам за анализируемый период. Основу указанной ставки составляют ставки процента, зафиксированные в кредитных договорах. Но предусматриваемый данным расчетом эффект "налогового щита" основывается на том, что проценты за кредит включаются в себестоимость продукции и, уменьшая прибыль, снижают сумму налога на прибыль. Однако в соответствии с требованиями Налогового кодекса РФ в целях налогообложения лишь часть процентов за кредит включается в издержки производства - в пределах ставки рефинансирования ЦБ, умноженной на коэффициент 1,1. Однако Федеральный закон о внесении изменений в часть вторую НК РФ от 27 декабря 2009 г. № 368-ФЗ

приостановил действие этой нормы и на период с 1 января 2010 г. до 30 июня 2010 г. установил, что предельная величина процентов, признаваемая расходом, принимается равной ставке рефинансирования ЦБ РФ, увеличенной в 2 раза при оформлении долгового обязательства в рублях, и равной 15% - по долговым обязательствам в валюте. С 28 декабря 2009 г. ставка рефинансирования составляет 8,75% и, соответственно, предельная ставка банковского процента по кредиту в рублях, относимого на себестоимость, не может превышать 17,5%. При этом в качестве величины процентов за кредит, реально уплачиваемых предприятием и используемых для расчета дифференциала финансового рычага (*ЛК*), следует применять фактически сложившуюся ставку расходов по обслуживанию кредитов, не ограниченную требованиями НК РФ.

Если же анализ фактического использования заемных средств осуществляется внешним пользователем финансовой информации, для которого доступны лишь данные официальной бухгалтерской отчетности предприятий, то возможен и иной подход. В рамках такого подхода средняя ставка процента за кредит может быть определена упрощенным расчетным путем при помощи деления отражаемой в отчетности о прибылях и убытках суммы процентов к уплате на сумму всего заемного капитала. Полученный при этом показатель будет отражать усредненный уровень процента за пользование всеми заемными средствами при их фактически сложившейся структуре. Поскольку налогооблагаемая в соответствии с НК РФ сумма прибыли формируется в налоговом учете и не показывается в бухгалтерской отчетности, то принимаемая в расчет ставка налога на прибыль (в условиях возможных различий режимов налогообложения) тоже может быть определена расчетным путем как отношение начисленной и причитающейся к уплате суммы налога на прибыль (отражаемой в отчете о прибылях и убытках) к сумме прибыли до налогообложения без вычета процентов к уплате. Такой подход позволяет обеспечить при анализе сопоставимость всех данных, базирующихся на показателях официальной бухгалтерской отчетности, и более реально отражать специфику фактического использования заемных средств на конкретном предприятии.

Очевидно, что использование кредита будет эффективным лишь в том случае, если рентабельность активов будет превышать величину реальной средней кредитной ставки (не ограниченной условиями включения в издержки в целях налогообложения). Чем выше значение дифференциала - тем больше будет эффект финан-

сового рычага. Если же рентабельность активов будет равна средней процентной ставке, то эффект финансового левериджа будет равен нулю и привлечение кредитных ресурсов оправданно лишь для предотвращения кризисных явлений в работе предприятия. Может сложиться ситуация, когда процентная ставка превысит рентабельность активов и значение дифференциала будет отрицательным. Понятно, что в таком случае использование кредитов будет приносить экономический ущерб и от них целесообразно отказаться (если нет возможности повысить рентабельность активов).

Дифференциал финансового рычага, являясь главным фактором, формирующим положительный эффект привлечения заемных средств, характеризуется высокой волатильностью. Динамизм этого множителя связан с воздействием ряда и внешних, и внутренних факторов. Так, в условиях экономического кризиса и падения спроса на продукцию сокращается объем продаж и, соответственно, прибыли предприятия. Это может привести к образованию отрицательной величины дифференциала даже при низких ставках процента за кредит в результате падения рентабельности активов. С другой стороны, ухудшение конъюнктуры финансового рынка может привести к росту процентных ставок за банковские кредиты до уровня, превышающего даже казалось бы приемлемую рентабельность активов предприятия. Дефицит собственных средств может вынудить предприятие увеличить долю заемного капитала до уровня, угрожающего его финансовой устойчивости, что, в свою очередь, вынудит кредиторов повысить ставки процента за кредит для компенсации их дополнительного финансового риска. В то же время удачная реализация предприятием эффективного инновационного проекта способна резко повысить рентабельность активов, обеспечивая положительное воздействие дифференциала на эффект финансового рычага.

Третий множитель ($ZK / СК$) - соотношение заемных и собственных средств, или коэффициент финансового рычага. Причем в соответствии с общемировыми подходами в контексте данного вида анализа из состава заемного капитала должна быть исключена кредиторская задолженность (для обеспечения условий сопоставимости она не должна учитываться и в сумме всего капитала при расчете рентабельности активов).

Коэффициент финансового рычага мультиплицирует положительный или отрицательный эффект предыдущего множителя (дифференциала). При положительном значении дифференциала рост значения финансового рычага бу-

дет вызывать еще более сильное повышение рентабельности собственного капитала организации, но рост уровня рычага при отрицательном значении дифференциала приведет к еще более сильному падению рентабельности. Таким образом, позитивный эффект финансового левириджа может быть достигнут лишь при положительном значении дифференциала. Более того, именно дифференциал среди указанных трех компонентов модели ЭФР следует рассматривать как объект основного целенаправленного воздействия в целях повышения эффекта привлечения заемных средств для финансирования бизнеса.

При этом чисто математически складывается впечатление, что чем больше будет значение соотношения заемных и собственных средств, тем больше будет и эффект финансового рычага, и соответственно, тем выгоднее использование заемных средств. Однако не следует забывать, что соотношение заемных и собственных средств характеризует также финансовую независимость и платежеспособность компании. Если значение данного показателя превысит единицу и на каждый рубль собственных средств будет приходиться более рубля заемных средств, то это будет свидетельствовать об утрате финансовой независимости компании и о риске ее неплатежеспособности (соответственно, и о снижении кредитоспособности такой компании, что несомненно будет учтено банком при принятии решения о выделении ей ссуды и об определении условий ее кредитования). В то же время на практике считается, что для предприятий с высокой скоростью оборота допустима работа при значениях коэффициента финансового рычага, несколько превышающих единицу. Однако при этом рост значения коэффициента финансового рычага одновременно будет означать как повышение эффективности привлечения кредита, так и увеличение финансового риска работы предприятия.

При выполнении указанных выше условий эффект финансового рычага может рассматриваться как разница между рентабельностью собственного капитала (PCK) и рентабельностью активов (PA), т.е.

$$\text{ЭФР} = PCK - PA.$$

В этом проявляется удовлетворяющий собственников эффект финансового левириджа, который за счет использования кредитных ресурсов приводит к тому, что рост прибыли до уплаты процентных платежей и налогов вызывает еще более сильный рост показателя прибыли на акцию. Подобный эффект привлечения заемных средств упрощенно может быть охарактеризован альтернативной моделью:

$$\text{ЭФР} = \frac{\Delta ЧПа}{\Delta П},$$

где $\Delta ЧПа$ - изменение чистой прибыли на акцию, %;

$\Delta П$ - изменение прибыли до налогообложения и уплаты процентов за кредит, %.

Последняя модель путем математических преобразований может быть представлена в более удобном для вычислений виде¹:

$$\text{ЭФР} = П / (П - ПК)$$

или

$$\text{ЭФР} = (П + ПК) / П,$$

где $П$ - прибыль до налогообложения, тыс. руб.;

$ПК$ - сумма процентов за кредит, включаемая в себестоимость, тыс. руб.

В рамках данной концепции финансовый риск рассматривается как возникающий у акционеров риск снижения дивидендов и падения курса акций в результате привлечения заемного капитала. А эффект финансового рычага проявляется в том, что дополнительное привлечение заемных средств ведет к росту уплачиваемых по ним процентов, снижая налогооблагаемую прибыль, а значит и размеры налога на прибыль, повышая тем самым чистую прибыль на каждую акцию. Этот эффект оценивается тем, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов превосходит налогооблагаемую прибыль. Нижней границей такого соотношения служит единица, а рост объема заемных средств и их доли в капитале, приводя к увеличению суммы уплачиваемых процентов, будет усиливать и эффект финансового рычага.

Среди процедур аналитического обеспечения эффективного управления использованием заемных средств особое значение имеет выявление самой потребности в привлечении подобных ресурсов. Для определения такой потребности для финансирования текущей деятельности предприятия можно использовать фактические данные бухгалтерской отчетности за ближайший предшествующий период. С этой целью следует исчислить по балансу показатель финансово-эксплуатационной потребности предприятия ($\PhiЭП$) по формуле:

$$\PhiЭП = \text{Запасы и НДС по приобретенным ценностям (стр. 210, 220) + Дебиторская задолженность (стр. 230, 240) - Кредиторская задолженность (стр. 620)}.$$

Рассчитанный по такой схеме показатель $\PhiЭП$ отражает минимальную потребность предприятия.
¹ Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М., 2006. С. 325.

приятия в собственных оборотных средствах для финансирования неденежных оборотных активов - запасов и дебиторской задолженности. Тогда сама величину собственных оборотных средств (*СОС*) можно представить в следующем виде:

$СОС = ФЭП +$ Денежные средства и их эквиваленты (стр. 250, 260) - краткосрочные кредиты и займы (стр. 610).

Сравнением величины *ФЭП* с наличием собственных оборотных средств можно выявить три типа финансовых ситуаций:

1) $СОС = ФЭП$ - собственных оборотных средств достаточно лишь для покрытия запасов и дебиторской задолженности с учетом непогашенной кредиторской задолженности;

2) $СОС > ФЭП$ - собственных оборотных средств достаточно не только для покрытия запасов и дебиторской задолженности, но и для формирования свободных денежных средств. Дефицита денежной наличности нет;

3) $СОС < ФЭП$ - собственных оборотных средств недостаточно для покрытия финансово-эксплуатационной потребности, имеется дефицит денежных средств, и необходим дополнительный кредит. При этом сама сумма дополнительного кредита может быть предварительно определена как разность *СОС* и *ФЭП*.

Полученная таким образом информация может служить основой для принятия решений о привлечении заемных средств. Однако подобные ответственные решения нуждаются в более основательной аналитической проработке. Прежде всего необходимо подвергнуть углубленному анализу практику использования заемных средств в предшествующие периоды:

- изучить формы, объемы, структуру и динамику привлечения заемных средств, их соотношение с собственными финансовыми ресурсами, общими активами предприятия, с показателями его операционной и инвестиционной деятельности;

- исследовать конъюнктуру финансового рынка, условия заключенных кредитных дого-

воров и результаты их фактического исполнения;

- оценить экономическую эффективность использования заемного капитала в целом и различных его видов в разрезе отдельных кредиторов и заключенных с ними договоров на основе показателей эффекта финансового рычага, оборачиваемости и рентабельности заемных средств в сопоставлении с аналогичными показателями собственного капитала;

- изучить воздействие использования заемных средств на показатели финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия.

На основе полученной фактической аналитической информации следует провести предварительный анализ для обоснования кредитной политики предприятия в предстоящем периоде:

- аналитически обосновать потребность в заемном капитале, цели, формы, сроки и размеры привлечения заемных средств;

- исследовать кредитоспособность собственного предприятия и обосновать меры по ее улучшению;

- предварительно оценить стоимость привлечения заемных средств из различных источников в сопоставлении с его эффективностью;

- аналитически обосновать условия предполагаемых к заключению кредитных договоров;

- осуществить предварительный анализ влияния предстоящего использования заемных средств на структуру баланса предприятия и его финансовое состояние.

Таким образом, сбалансированный по всем указанным выше аспектам подход позволяет аналитически обосновывать выбор того или иного варианта кредитной политики, оценивать фактическую и потенциальную эффективность использования заемных средств. Очень важно при этом также определять воздействие привлечения кредитов и сложившейся структуры капитала на устойчивость финансового положения предприятия, его платежеспособность и риск возможного банкротства.

Поступила в редакцию 05.11.2009 г.