

ЗАЕМНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ КАК ФАКТОР ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ КОМПАНИИ

Пахновская Н.М.

ФГБОУ ВПО «Оренбургский государственный университет», Оренбург, Россия (460018, Оренбург, просп. Победы, 13), e-mail: pakhnovskaya@bk.ru

Уточнено понятие финансовой устойчивости организации с позиции формирования перманентного капитала организации. Обусловлена важность оценки заемного потенциала организации как процесса определения максимально допустимой величины ее долга при анализе финансовой устойчивости. Выявлены факторы, определяющие уровень заемного потенциала, среди которых приоритетными являются уровень процентных ставок, величина генерируемой компанией операционной прибыли, вероятность изменения выручки и структура текущих затрат. Предложен формализованный подход к оценке заемного потенциала компании, заключающийся в определении максимально допустимого уровня финансового рычага как показателя, характеризующего возможность потери чистой прибыли в результате наращивания заемного капитала с учетом вариабельности объемов продаж. В результате представлена формула расчета приемлемой для компании величины долговых обязательств. Предложено расширить совокупность показателей финансовой устойчивости компании путем включения в нее резерва наращивания заемного капитала.

Ключевые слова: финансовая устойчивость, заемный потенциал, заемный капитал, финансовый рычаг, финансовый риск, структура капитала.

DEBT CAPACITY AS A FACTOR OF FINANCIAL STABILITY OF THE COMPANY

Pakhnovskaya N.M.

Federal STATE budgetary educational institution of higher professional education "Orenburg state University", Orenburg, Russia (460018, Orenburg, Pr. Pobedy, 13), e-mail: pakhnovskaya@bk.ru

The notion of financial stability of the organization in terms of forming permanent capital of the organization. Due to the importance of assessing the borrowing capacity of the organization as the process of determining the maximum permissible value of its debt in the analysis of financial stability. The factors that determine the level of debt capacity, among which the priority is the level of interest rates, the value generated by the company operating profits, the probability of changing revenue and structure of current costs. Proposed a formal approach to assessing debt capacity of the company, namely, to determine the maximum acceptable level of financial leverage as the indicator for the loss of your net profit as a result of compounding debt capital taking into account the variability of sales volumes. As a result, presented the formula for calculating acceptable to the company quantities of debt. Proposed to expand the set of indicators of financial stability of the company by including reserve building of borrowed capital.

Keywords: fiscal sustainability, debt capacity, debt capital, financial leverage, financial risk, capital structure.

Увеличение числа компаний, признанных банкротами, на протяжении последних трех лет указывает на системные проблемы в финансовой политике российских организаций. Причина этих проблем видится в устаревшем подходе к оценке финансовой устойчивости и анализу финансовой структуры организации. Уровень финансового риска (риска структуры капитала), а также финансовая устойчивость организации традиционно оцениваются с помощью системы финансовых коэффициентов, отражающих соотношения между собственным и заемным капиталом, а также между отдельными группами активов и пассивов. При этом делается акцент на возможность организации удовлетворить требования кредиторов за счет продажи части активов. Однако продажа профильных активов в целях

погашения долга – критическая мера, необходимость в которой возникает в момент потери финансовой устойчивости, тогда как вопросы поддержания финансовой устойчивости лежат, скорее, в плоскости эффективного использования этих активов. Таким образом, представляется актуальным вопрос разработки нового подхода к оценке финансовой устойчивости и возможности наращивания долговых обязательств организации в условиях необходимости сохранения финансового равновесия.

Продолжительность жизненного цикла любого хозяйствующего субъекта обусловлена его инвестиционной активностью, которая, в свою очередь, зависит от возможности мобилизации финансовых ресурсов. Внутренние источники наращивания собственного капитала ограничены, а внешние большинству предприятий не доступны. Следовательно, при возникновении необходимости привлечения инвестиционного капитала компании прибегают к наращиванию заемных средств в разных формах. Но перегруженная заемными средствами структура капитала влечет за собой повышение степени финансового риска, как вероятности возникновения возможных осложнений во взаимоотношениях с кредиторами [1]. Разумные объемы привлечения заемного капитала способствуют развитию компании, росту ее стоимости, а чрезмерные – ухудшают финансовое состояние и приводят к возрастанию финансового риска. Таким образом, в практике действующих предприятий неизбежно встает вопрос о приемлемой величине долга, при которой сохраняется финансовая устойчивость, т.е. об уровне заемного потенциала.

Понятие заемного потенциала впервые раскрывается в работах Лукаевич И.Я. как величина долга, которую компания способна обслуживать без ущерба для эффективного осуществления своей хозяйственной деятельности [2].

Чем выше способность организации привлекать заемные средства, тем:

- а) меньше риск её финансового расстройства (банкротства), то есть потери финансовой устойчивости;
- в) больше ее инвестиционные возможности;
- б) ниже цена капитала;

Все это обуславливает важность определения уровня заемного потенциала компании и сопоставления его с фактической величиной долга. Возможность мобилизации заемных средств без нанесения какого-либо ущерба ее финансово-хозяйственной деятельности представляет значительный интерес как для менеджмента компании, осуществляющей активную инвестиционную деятельность, так и для ее инвесторов – собственников и кредиторов, в процессе оценки финансовой устойчивости.

Представленное в трудах российских экономистов понятие финансовой устойчивости видится весьма размытым. Чаще всего оценку финансовой устойчивости организации

связывают с соотношением источников формирования оборотного капитала. Если же говорят о финансовой устойчивости с позиции долгосрочной финансовой политики, то оценивают ее по сложившейся структуре капитала. Вывод всегда сводится к необходимости наращивания собственного капитала как гарантии сохранения и роста финансовой устойчивости организации. Такой подход представляется чрезвычайно ограниченным, не учитывающим благоприятные последствия привлечения заемного капитала.

Под финансовой устойчивостью компании, на наш взгляд, следует понимать такое ее состояние, при котором сохраняется приемлемый уровень финансового риска (риска структуры капитала). Финансовый риск, в свою очередь, следует трактовать как вероятность наступления ситуации невозможности обслуживать свои обязательства.

На практике используют различные финансовые измерители способности компании обслуживать свои обязательства, такие, например, как коэффициент покрытия долга (отношение EBITDA к процентным платежам по долгу) и коэффициент соотношения долга и операционной прибыли. Значение коэффициента покрытия долга, превышающее 1, свидетельствует о возможности наращивания заемного капитала компанией. При этом чем больше значение коэффициента, тем ниже уровень финансового риска. Компании, у которых соотношение долга и операционной прибыли менее 2, считаются консервативными заемщиками и имеют значительный заемный потенциал. Диапазон значений показателя от 2 до 3 свидетельствует об умеренной заемной политике, свыше 3 – об агрессивной. Если совокупный долг превышает EBITDA более чем в 4 раза, компания считается крайне рискованным заемщиком [2].

Приведенные показатели позволяют, скорее, дать качественную характеристику оценки финансового риска и уровня заемного потенциала. Представляется возможным оценить максимально приемлемую для компании величину долга, опираясь на структуру издержек компании, волатильность объемов продаж и уровень процентной ставки.

Величина затрат на обслуживание долга определяется размером заемного капитала и уровнем процентных ставок, а источником обслуживания долга является операционная прибыль. Таким образом, чем больше генерируемая компанией операционная прибыль, тем большую величину заемного капитала эта компания может позволить себе обслуживать. Но обязанность по обслуживанию долга возникает после принятия решения о привлечении заемных средств, а, значит, интерес представляет будущая операционная прибыль, которая может быть спрогнозирована с некоторой вероятностью ее отклонения.

Очевидно, что стабильность прибыли характеризуется уровнем операционного рычага [5], а величина сформированного долга и уровень процентной ставки по заемным средствам определяют уровень финансового рычага [4]. Таким образом, чем стабильнее прибыли, тем

больший объем заемного капитала может позволить себе компания при прочих равных условиях. Это вытекает из формулы совместного (общего, сопряженного) рычага:

$$\text{ЭСР} = \text{ЭОР} \times \text{ЭФР}, \quad (1)$$

где ЭОР – эффект операционного рычага;

ЭФР – эффект финансового рычага.

Эффект операционного рычага проявляется в порождении более сильного изменения операционной прибыли в результате изменения выручки (объема продаж). Сила (эффект) операционного рычага зависит от соотношения условно-переменных и условно-постоянных затрат и может быть определена по формуле:

$$\text{ЭОР} = \text{МП} / \text{ОП}, \quad (2)$$

где МП – маржинальная прибыль;

ОП – операционная прибыль (прибыль до уплаты процентов и начисления амортизации).

Уровень операционного рычага как показатель операционного риска позволяет определить, на сколько процентов уменьшится операционная прибыль при сокращении объема продаж на 1%.

Эффект финансового рычага в соответствии с американской концепцией определяется отношение операционной прибыли к операционной прибыли, уменьшенной на сумму процентных платежей, и показывает, на сколько процентов сократится чистая прибыль при снижении операционной прибыли на 1 %:

$$\text{ЭФР} = \text{ОП} / (\text{ОП} - \text{ПкУ}), \quad (3)$$

где ПкУ – проценты к уплате.

Совместное влияние операционного и финансового рычагов, таким образом, можно представить выражением: $\text{ЭСР} = (\text{МП} / \text{ОП}) \times (\text{ОП} / (\text{ОП} - \text{ПкУ}))$, преобразование которого позволит получить формулу следующего вида:

$$\text{ЭСР} = \text{МП} / (\text{ОП} - \text{ПкУ}). \quad (4)$$

Показатель эффекта совместного рычага дает представление о том, как изменение продаж повлияет на изменение чистой прибыли. Другими словами, он позволит определить, на сколько процентов уменьшится чистая прибыль при сокращении объема продаж на 1%. Очевидно, что для предприятия критической ситуацией с точки зрения финансовой устойчивости будет справедливо считаться потеря чистой прибыли по причине того, что всю операционную прибыль нужно будет направить на выплату процентов по обслуживанию

долга. Ситуация, в которой операционная прибыль меньше суммы процентных платежей организации, уже будет свидетельствовать о ее неплатежеспособности со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями.

Для хозяйствующих субъектов, имеющих историю деятельности, можно рассчитать максимально допустимое значение совместного рычага, разделив 100% (максимально допустимый уровень снижения чистой прибыли) на вариацию объема продаж (максимальное процентное изменение объема продаж, выявленное при анализе ретроспективных данных) или 1 на коэффициент вариации (в долях):

$$\text{ЭСР}_{\max} = 1 / \text{var}_B, \quad (5)$$

где ЭСР_{\max} – максимально допустимое значение совместного рычага;

var_B – коэффициент вариации выручки в предшествующих периодах, в долях.

Зная максимально допустимое значение совместного рычага и уровень операционного рычага, определяемый структурой затрат компании, можно определить максимально допустимое значение уровня финансового рычага по формуле:

$$\text{ЭФР}_{\max} = \text{ЭСР}_{\max} / \text{ЭОР}, \quad (6)$$

где ЭФР_{\max} – максимально допустимое значение финансового рычага.

Подставив вместо максимально допустимого эффекта совместного рычага соотношение единицы и вариации выручки, формулу можно записать в следующем виде:

$$\text{ЭФР}_{\max} = 1 / (\text{ЭОР} \times \text{var}_B). \quad (7)$$

Зная максимально допустимый эффект финансового рычага, можно определить максимально допустимую величину долга с учетом платежеспособности компании, вытекающей из ее возможности генерировать операционную прибыль. Представив величину процентных платежей по долгу (ПкУ) как произведение суммы долга (ЗК) и уровня процентной ставки ($r_{ЗК}$) в формулу 3, получим следующее выражение:

$$\text{ЭФР} = \text{ОП} / (\text{ОП} - (\text{ЗК}_{\max} \times r_{ЗК})). \quad (8)$$

Приравняв правые части уравнений 7 и 8, получим выражение:

$$\text{ОП} / (\text{ОП} - (\text{ЗК}_{\max} \times r_{ЗК})) = 1 / (\text{ЭОР} \times \text{var}_B).$$

В результате математических преобразований мы вывели формулу определения максимально допустимой величины заемного капитала для компании:

$$\text{ЗК}_{\max} = (\text{ОП} \times (1 - \text{var}_B \times \text{ЭОР})) / r_{ЗК}, \quad (9)$$

А максимальная приемлемая для компании величина заемного капитала есть не что иное как ее заемный потенциал.

Продемонстрируем возможность использования выведенной формулы расчета уровня заемного потенциала на примере компании «Золотое дно», занимающейся производством пластиковой упаковки. В таблице 1 представлена выручка компании за последние 6 лет:

Год	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем продаж, млн. руб.	100	120	250	180	175	210

Ожидаемая операционная прибыль с учетом планируемых инвестиций составит 26 млн. руб., постоянные затраты – 39 млн. руб. Средняя процентная ставка по кредитам и займам компании составляет 17 %.

1. Определим коэффициент вариации выручки в исследуемом периоде:

$$\text{var}_v = \text{Стандартное отклонение выручки} / \text{Среднее значение выручки} = 55,6 / 172,5 = 0,3226.$$

2. Определим эффект операционного рычага по формуле 2:

$$\text{ЭОР} = (26 + 39) / 26 = 2,5.$$

3. Определим максимально допустимую величину заемного капитала по формуле 9:

$$\text{ЗК}_{\text{max}} = (26 \times (1 - 0,3226 \times 2,5)) / 0,17 = 29,6 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, при существующих объемах производства и продаж, а также при сложившейся структуре затрат компания может позволить себе привлекать заемный капитал, в объеме, не превышающем 29,6 млн. руб., в противном случае возрастает риск неплатежеспособности. Неплатежеспособность, даже временная, приводит к снижению инвестиционной привлекательности компании, росту цены капитала, а следовательно, и к потере финансовой устойчивости.

Чтобы избежать негативных последствий и проявлений финансового риска, следует определять уровень заемного потенциала компании, прежде всего руководству при принятии финансовых решений. А резерв наращивания заемного капитала, рассчитываемый как разница между заемным потенциалом и фактической величиной долга, должен пополнить линейку традиционных показателей финансовой устойчивости компании. На его основе могут быть рассчитаны и относительные показатели, например, коэффициент резерва наращивания заемного капитала. При этом, чем меньше период для оценки вариации выручки компании, доступный для аналитика, тем больше должен быть при прочих равных условиях резерв наращивания капитала в целях сохранения ее финансовой устойчивости.

Список литературы

1. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: учеб.пособие / В.В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – Изд-во Проспект, 2013. – 761 с.
2. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент: учебник / И. Я. Лукасевич. – М. :Эксмо, 2010. – 768 с.
3. Лукаш, Ю.А. Анализ финансовой устойчивости коммерческой организации и пути её повышения: учеб. пособие / Ю.А. Лукаш. – М.: Флинта, 2012. – 282 с.
4. Морозко, Н. И. Финансовый менеджмент: учеб.пособие. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 224 с.
5. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика; Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой, 6-е изд. – М.: Изд-во Перспектива, 2010. – 656 с.

Рецензенты:

Аралбаева Ф.З., д.э.н., профессор кафедры государственного и муниципального управления ФГБОУ ВПО «Оренбургский государственный университет» Министерства образования и науки Российской Федерации, г. Оренбург;

Боброва В.В., д.э.н., доцент, заведующий кафедрой таможенного дела ФГБОУ ВПО «Оренбургский государственный университет» Министерства образования и науки Российской Федерации, г. Оренбург.