

УДК 336.77

## ДОСТАТОЧНОСТЬ СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ И АЛЬТЕРНАТИВНАЯ СТОИМОСТЬ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ КАК ОПРЕДЕЛИТЕЛИ СРОКА ВОЗВРАТА КРЕДИТА

Стрижиченко Н. А.

*В статье рассмотрен подход к расчету срока возврата кредита на основе комбинации существующих алгоритмов.*

**Ключевые слова:** заемные средства, срок возврата кредита, инвестиции.

Проблеме определения обоснованного срока возврата заемных средств уделялось внимание либо с позиции кредитующей стороны, либо с позиции достаточности собственных средств для поддержания той хозяйственной деятельности, финансирование которой ранее потребовало привлечение заемных средств. Такое положение вещей не может быть признано удовлетворительным, поскольку установка «достаточности» средств не учитывает экономическую целесообразность использования заемного капитала. Активная предпринимательская позиция не может отвлекаться от этого условия финансирования стратегического плана. Поэтому для признания адекватности концепций обоснования срока возврата заемных средств важно то, будут ли учитывать альтернативную стоимость капитала реализованные в расчетных схемах эти концепции или нет. Возможно, необходимо введение сложносоставной схемы, реализующей ситуационно различные концепции, которая будет базироваться на сравнении срока достаточности собственного капитала для обеспечения функционирования предприятия и срока, в течение которого использование заемного капитала экономически целесообразно.

Целью данной статьи является рассмотрение возможной комбинации различных доводов в обоснование срока возврата заемных средств в одном алгоритме обоснования.

Работ, посвященных сугубо обоснованию рекомендованного срока возврата заемных средств, причем с позиции заемщика, не существуют или они недоступны по каким-либо причинам. Однако существуют работы, например, [1, 2, 3, 4, 5] посвященные близким вопросам: расчету срока окупаемости, определению рекомендованного срока замены оборудования, нормативы срока предоставления кредита по категориям займов и заемщиков. Эти вопросы содержательно близки, но ни в одном из них нет рекомендаций по установлению сроков возврата заемных средств, на которые мог бы опираться потенциальный заемщик при рассмотрении возможности займа. Окупаемость инвестиционных проектов сама по себе еще не есть достаточным основанием для возврата, равно как может и значительно превышать необходимый срок займа. Позиция банка определяется его интересами, а не интересами заемщика, а, значит, рассматривает альтернативы действия другой стороны. Естественно, недопустимо считать предпочтительность альтернатив банка тождественной предпочтительности альтернатив заемщика. Какова же стоимость (бухгалтерская или экономическая) альтернатив предприятия, планирующего использование заемных средств? Соответственно, их возврат следует рассматривать отдельно и лишь сравнивать с установками кредитора.

Теория износа и замены оборудования (по работе А. Кофмана [4]) действительно предлагает рекомендованные сроки. Но эта теория исходит из минимизации средней за периоды величины потерь стоимости, то есть не учитывает отдачу от использования этих средств, что не позволяет говорить об альтернативной стоимости инвестиций. Невозможность использования альтернативной стоимости инвестиций не допускает рассматривать такой подход как достаточный. Он должен быть отклонен только на этом основании, даже не разбирая отношение рекомендованного срока замены оборудования и рекомендованного срока возврата заемных средств.

В статье [7] были предложены формулы расчета рекомендованного срока возврата заемных средств. Каждая из предложенных формул учитывала то, накопление каких источников устанавливается достаточным для возврата заемных средств. Так, если за условленное наступление срока возврата принимается момент накопления величины прибыли, аналогичной величине заемных средств, то срок возврата определяется так:

$$t = \log \left( \frac{(r + \text{ЭФР})(1 - \text{НВ})}{100\%} \right) (2 - \text{КФН})$$

где  $r$  – доходность предприятия;  $\text{ЭФР}$  – эффект финансового рычага;  $НВ$  – норма выплат (в данном случае – доля прибыли, направляемая не только на выплату дивидендов, но и на прочие выплаты на потребление и на отчисления в различные фонды, не идущие на капитализацию);  $КФН$  – коэффициент финансовой независимости на момент займа (доля собственных средств в структуре авансированного капитала).

Если же срок возврата определяет накопление амортизационных отчислений величины, адекватной величине заемных средств, то расчет будет следующим:

$$t = T \times (1 - КФН) \times \frac{1}{\gamma},$$

где  $T$  – внутринормативный срок окупаемости основных производственных фондов (предприятие самостоятельно «переводит» возможность формирования амортизационного фонда в план его формирования);  $\gamma$  – доля основных средств в структуре авансированного капитала.

Если же возврат заемных средств определяют накопления чистых денежных поступлений, то расчет рекомендованного срока возврата будет следующим:

$$t = PP \times (1 - КФН),$$

где  $PP$  – период окупаемости общей величины инвестиций.

Основным недостатком анализируемых выше концепций расчета возврата заемных средств является то, что они исходят исключительно из возможности возврата. Целесообразность же использования заемных средств должна определяться двумя основными условиями: 1) отсутствие достаточной величины собственных средств, 2) наличие позитивной разницы между доходностью используемого капитала и ценой заемного капитала, а это то же самое, что и положительность значений плеча эффекта финансового рычага. Следовательно, эффект финансового рычага ( $\text{ЭФР}$ ) может служить тем индикатором целесообразности использования заемных средств, который будет учитывать альтернативную стоимость заемных средств. Но тогда возникает вопрос: возможно ли применение показателя эффекта финансового рычага для ограничения некоего конкретного срока действия кредитного соглашения. В приведенных формулах  $\text{ЭФР}$  может использоваться и используется, но как вспомогательная величина, а не как величина, определяющая альтернативную стоимость заемных средств. Может ли  $\text{ЭФР}$  сам по себе (как основной показатель, взаимосвязанный со значениями других показателей) быть ограничителем, если он, в силу своей положительности или отрицательности, может только бинарно указывать на целесообразность использования или неиспользования заемных средств, определяемой их альтернативной стоимостью? Но если он может только указывать, выгодно или нет использовать заемные средства, то как он может указывать на то, сколько их использовать? На вопрос «как долго?» в таком случае ответами будут «бесконечно долго» или же «ноль времени».

Заданные вопросы, конечно же, правомерны, но следует учитывать и тот факт, что величина эффекта финансового рычага является изменчивой и зависит от непостоянства определяющих её величин: эффективности капитала и цены заемных средств. Если предполагать постоянство цены заемного капитала (в силу договорного закрепления конкретной величины, а не в силу постоянства конъюнктуры кредитного рынка), то следует обратиться к изменчивости величины эффективности капитала. Эта величина изменяет во времени даже при постоянстве экономической конъюнктуры предприятия, которое характеризует значение эффективности капитала. Это определено тем, что сам факт наличия эффективности говорит о том, что величина капитала изменяется – растет, если эффективность положительна и уменьшается, если эффективность отрицательна. А если изменяется величина капитала, то его реинвестирование в ту же сферу характеризуется понижающейся отдачей при полном заполнении экономической ниши, что при непропорциональном увеличении числителя и знаменателя в формуле расчета эффективности капитала приводит к изменению её значений. Поэтому скорее следует ожидать понижения эффективности капитала во времени, чем повышения. А это указывает на то, что бинарная оценка эффекта финансового рычага «выгодно/невыгодно использование заемных средств» сменит свое значение в какой-то момент будущего, если ранее она была положительной. Прогноз этого момента времени и будет тем ограничителем, который дополнит оценку достаточности собственных средств оценкой альтернативной стоимости заемных средств.

Выдвинем тезис, который совместит два требования к определению срока использования заемных средств в одной формулировке: сравнение срока достаточности собственного капитала для обеспечения функционирования предприятия и срока, в течение которого использование заемного капитала экономически целесо-

образно, выявляет соотношение, отдающее предпочтение одному из расчетных правил. Действительно, можно говорить о сроке накопления прибыли, о сроке накопления возмещения стоимости, о сроке накопления чистых денежных поступлений, о сроке окупаемости исключительно используемых заемных средств, о периоде положительной альтернативной стоимости использования заемных средств. Каждый из этих периодов альтернативен и скорее поглощает друг друга (или поглощаем), чем может быть добавлен друг к другу или соотнесен мультипликативно. Поэтому и определение соотношения целесообразно выполнить на основе графопостроения прогнозируемых динамик денежных потоков, пусть даже такое построение будет основано на совершенно условной прямолинейной растущей динамике общей величины капитала, как это представлено на рис. 1 и 2. На них общая величина капитала обозначена аббревиатурой *ТС*; величина накапливаемой части собственных средств, являющейся источником возврата заемных средств, обозначена аббревиатурой *СС*; величина привлеченных инвестиций – *ИС*. На осях ординат – основной и вспомогательной – задан масштаб измерения величин всех видов и составляющих капитала *С* и эффекта финансового рычага – *ЭФР*.

Конечно же, только полноценный график динамики общей величины капитала и его структуры позволит принимать более обоснованные решения по поводу ввода-вывода частей капитала. Совмещение динамики эффективности использования заемных средств с динамикой общей величины капитала позволит сопоставлять те сроки, о которых шла выше речь, и формировать собственные предпочтения по поводу длительности использования заемных средств.

На рис. 1 представлена схема выбора срока возврата заемных средств для случая ожидания достаточности собственных средств (точка возврата А) и для случая достижения нулевой дополнительной отдачи заемных средств (точка возврата Б). Предпочтение в таком случае может быть отдано как первому, так и второму ориентиру выбора срока возврата займа. Однако целесообразность выбора, определяемая альтернативной стоимостью использования заемных средств, указывает на то, что должен быть выбран срок, соответствующий точке Б.

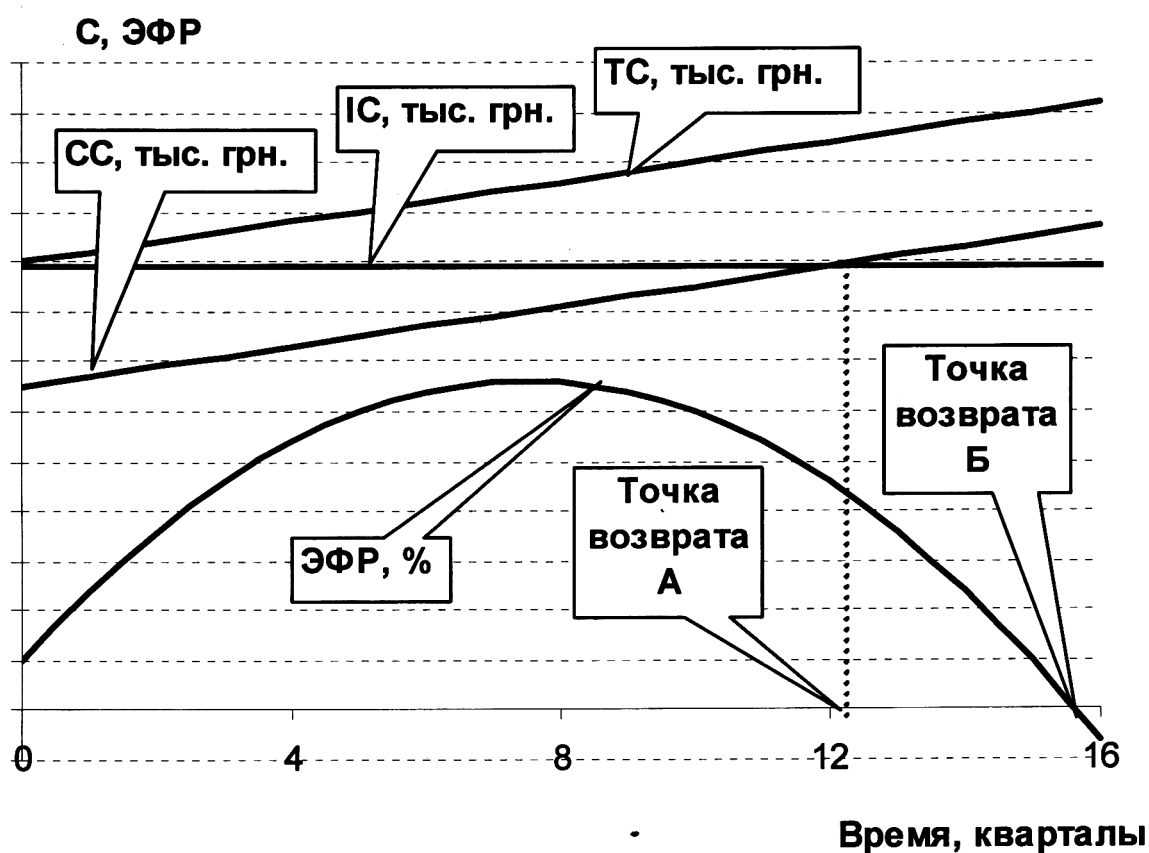
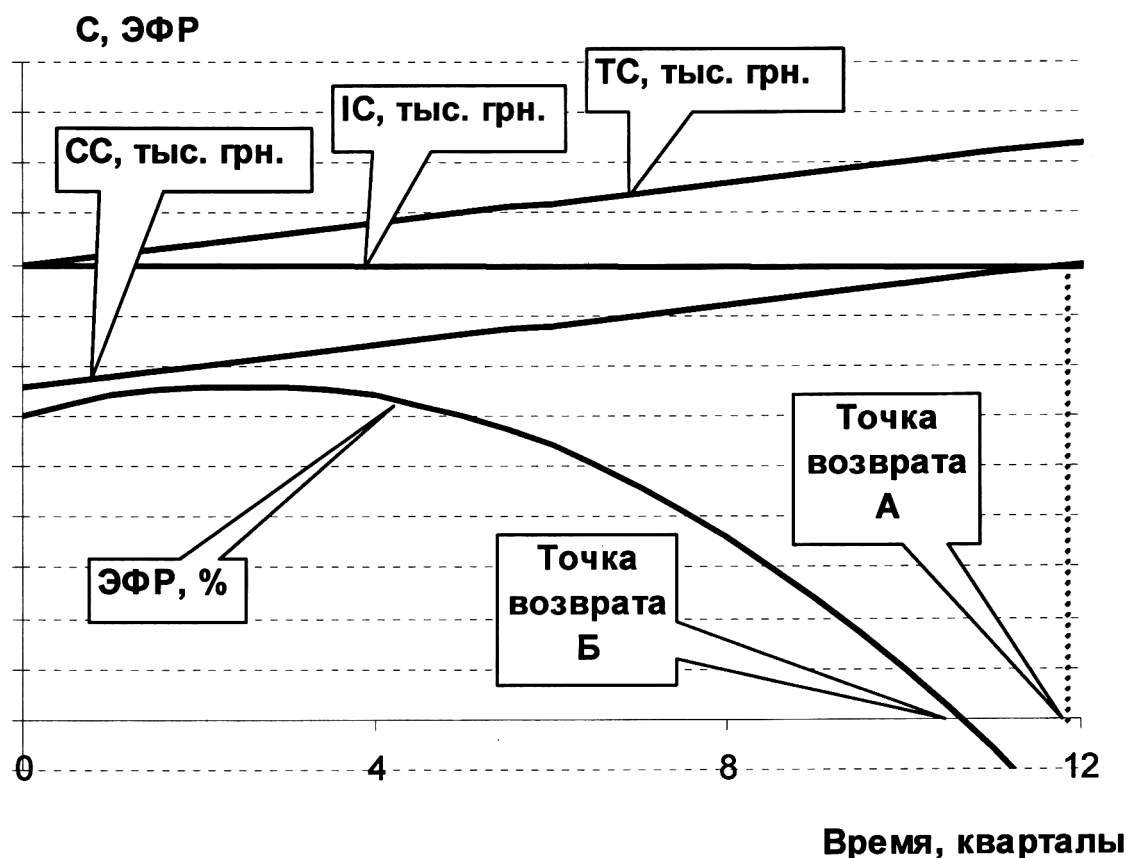


Рис. 1. Выбор срока возврата заемных средств в случае длительного периода положительного ЭФР

В тех случаях, когда точка возврата Б во времени предшествует точке возврата А, точка возврата Б не может быть принята за ориентир (рис. 2). Более того, такой порядок расположения прогнозных моментов времени снижения отдачи от капитала и накопления средств для возврата говорит о том, что при определении точки А необходимо учитывать и накопление прибыли, и накопление амортизационных отчислений, а также оценивать ликвидность фондов на момент точки Б.



**Рис. 2. Выбор срока возврата заемных средств в случае дефицита инвестиционных ресурсов.**

Заемные средства могут быть использованы как в случае достаточно большого числа сфер вложения капитала, доходность которых превышает ставки оплаты заемных средств, и тогда заемные средства используют как средство повышения доходности собственного капитала, так и в случаях нехватки собственного капитала для реализации предпочитаемой альтернативы инвестирования, и тогда приходится соглашаться даже на то, что эффект финансового рычага отрицателен в части временных периодов или даже в течение всего периода использования заемного капитала.

Описанный подход выбора планового срока возврата учитывает и динамику изменения капитала, и зависимость эффекта финансового рычага от периода жизненного цикла инвестиционного проекта. В общем виде такой подход может быть представлен на схеме последовательности определения значений (рис.3).

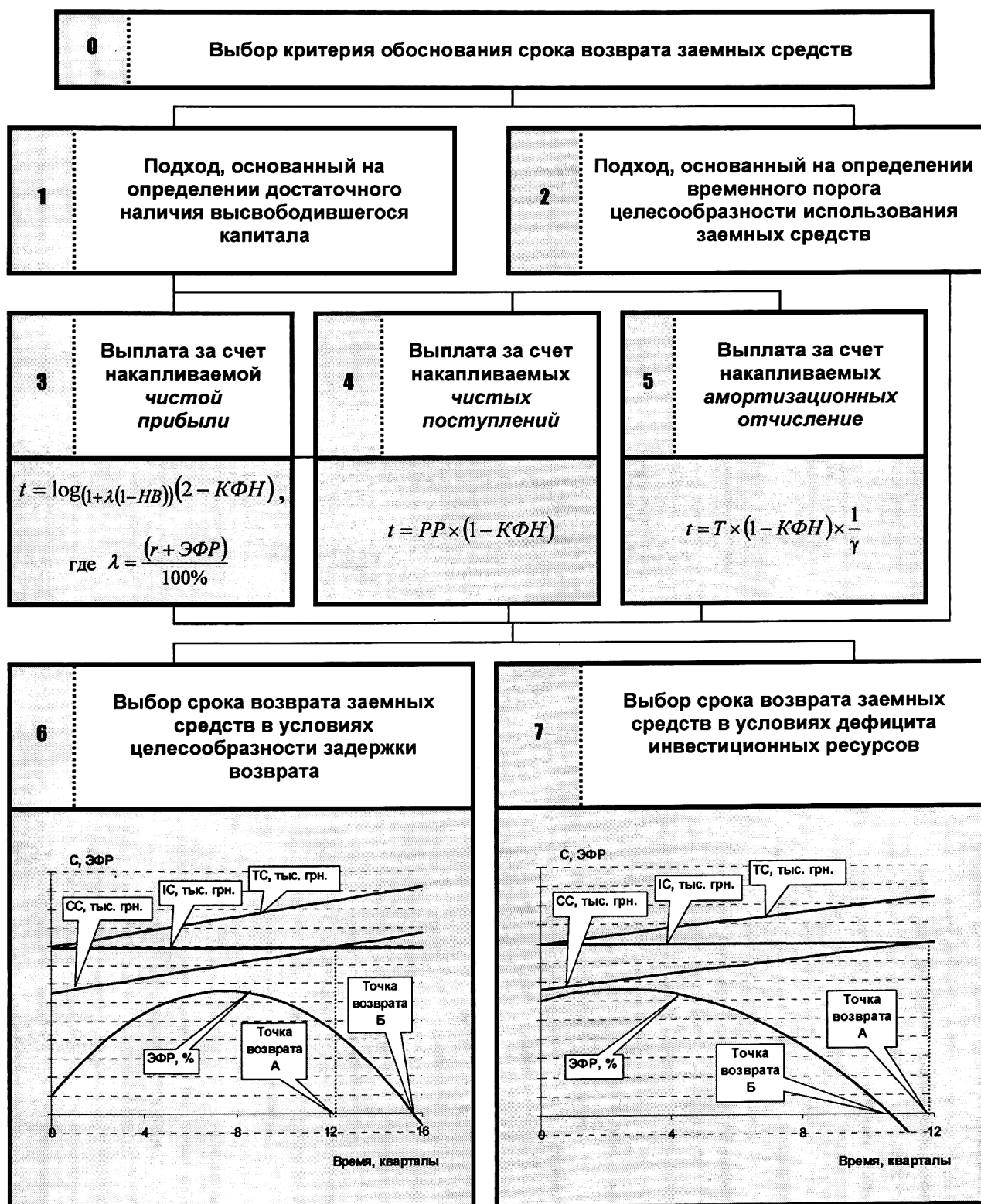


Рис. 3. Обоснование срока возврата заемных средств на основе сравнения периода недостаточности собственных средств и периода положительности ЭФР

## ВЫВОДЫ

Разработанная схема выбора величины срока возврата заемных средств позволяет более обоснованно подходить к кредитным договорам, поскольку продление или повторное кредитное соглашение могут быть недоступны предприятию-заемщику. Однако, приведенная на рис. 3 схема носит достаточно общий характер и завершение разбираемого вопроса требует представления этой схемы в конкретном алгоритме. Точки выбора такого алгоритма должны учитывать предпочтительность базы определения «достаточности» собственных средств, а, значит, и ликвидность средств предприятия, и возможность накопления свободных денежных средств, и альтернативные пере займы, соответствующие конъюнктуре рынка заемных средств в различные периоды времени, и темпы потери стоимости и разницу между этими потерями стоимости для фондов в натуральной и денежной форме и другие факторы, и прогнозные значения динамики доходности.

Приведенная базовая схема должна быть дополнена блоками составления прогнозных значений или же вся схема должна быть включена в более подробный алгоритм, решающий либо задачи обоснования кредитных отношений, либо задачи еще более общего предназначения. Решение этих вопросов позволит составить алгоритм выбора сроков возврата заемных средств, учитывающий достаточность собственных средств и альтернативную стоимость заемных средств на стадии заключения кредитного соглашения.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 338 с.
2. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. — К.: МП “ИТЕМ” ЛТД, “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995.—448с.
3. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. — М.: Финансы и статистика, 1996. — 432 с.
4. Кофман А. Методы и модели исследования операций: Пер. с фр. — М.: Мир, 1966. — 523 с.
5. Люсквин С. Методические рекомендации по разработке финансового плана инвестиционного проекта //Финансовая Украина. — 1995, 15 марта.
6. Методика финансового обоснования инвестиционных проектов //Украина-бизнес. — 1994. — № 17, 20-25,35-37.
7. Стрижиченко Н. А. Альтернативная стоимость капитала при определении рекомендательного срока возврата заемных средств // Економіка. Менеджмент. Підприємництво. Зб. наук. праць Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля. Вип. 14. — Луганськ: СНУ ім. В. Даля, 2004. — С. 185-191.