

## РОЗРОБКА МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ ВАЖЕЛЕМ І РЕНТАБЕЛЬНІСТЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

<sup>1</sup>Вінницький національний технічний університет

### **Анотація**

*В статті виявлено проблеми розробки механізму управління фінансовим важелем та рентабельністю капіталу підприємства. Визначено чинники ефективного управління можливими ризиками залучення позикового капіталу. Розроблено механізм управління фінансовим важелем і рентабельністю капіталу підприємства.*

**Ключові слова:** капітал, рентабельність, фінансовий леверидж, залучений капітал, ставка кредиту.

### **Abstract**

*The main issues of development management mechanism of financial leverage and profitability of capital companies are identified in this article. Factors of effective management of possible risks by attracting debt capital were determined. Mechanism of financial leverage and profitability of capital of the company was designed.*

**Keywords:** capital, profitability, financial leverage, debt capital, rate loan.

### **Вступ**

Стрімкий розвиток ринкових відносин, випереджаючий розвиток технологій стимулює українські підприємства розробляти стратегічні плани господарської діяльності, нарощувати обсяги власного виробництва товарів чи послуг. А найефективнішим способом розширення кордонів власної діяльності є залучення позикового капіталу, яке супроводжується низкою ризиків.

Метою дослідження є розгляд сучасних механізмів управління фінансовим важелем та рентабельністю капіталу підприємства, вміле застосування яких сприятиме нарощуванню ресурсного потенціалу підприємства, підвищенню рентабельності власного капіталу.

### **Результати дослідження**

Вивченню проблем оцінки ризику пов'язаного зі структурою капіталу підприємства приділяли значну увагу Франко Модільяні і Мертон Міллер. Так, ці економісти у своїй статті, що у 1958 році опублікувалася у журналі «American Economic Review», взяли під сумнів прийняту істину, що «фінансова залежність збільшує загальну вартість фірм і призводить до збільшення прибутку на власний капітал». Загальновідомо, що є два види джерел утворення коштів фірми: внутрішні (власний капітал) та зовнішні (залучений капітал). Модільяні і Міллер спрощують цю схему вкрай, вважаючи, що весь власний капітал представлений звичайними акціями, ринкова вартість яких дорівнює P.S, а весь залучений капітал представлений облігаціями, ринкова вартість яких дорівнює D. Тоді ринкова вартість фірми по Модільяні - Міллеру дорівнює сумі P.S та D.

На сучасному етапі дослідженням проблем оцінки ризику структури капіталу займаються такі вчені, як І. Бланк, О. Стоянова, В. Федоров та ін. І. Бланк, О. Стоянова більшою мірою звертають свою увагу на фінансовий ризик, з яким пов'язана ймовірність невиконання підприємством своїх фінансових зобов'язань перед партнерами в результаті використання позикових коштів. Так, дослідники виділяють дві групи фінансових ризиків: фінансово-кредитні та фінансово-інвестиційні.

Оцінка ризику здійснюється виходячи з аналізу ефективності використання коштів підприємства. О. Стоянова рекомендує використовувати такі три основні показники, як ефект фінансового важеля, силу впливу фінансового важеля, силу впливу операційного важеля [1, с.155].

Фінансова стійкість підприємства залежить від ефективного управління фінансовими ресурсами і визначається оптимальною збалансованою структурою активів, оптимальним співвідношенням власних і залучених коштів.

Оцінювання стану фінансової стійкості дозволяє засновникам підприємства, керівництву, діловим партнерам, банкам визначити фінансові можливості підприємства в майбутньому. При цьому керівництво та засновників цікавлять можливості зростання рентабельності підприємства, а саме підвищення рентабельності власного капіталу, так як інвестування капіталу в діяльність будь-якого підприємства має на меті отримання прибутку, його нарощування.

Існує чимало концепцій фінансового менеджменту. Однак фундаментальною являється концепція компромісу між ризиком та доходністю. Зміст цієї концепції полягає в тому, що отримання будь-якого доходу в бізнесі практично завжди пов'язане з ризиком, при чому залежність між ними прямо пропорційна. У той же час можливі і такі ситуації, коли максимізація доходу повинна бути пов'язана з мінімізацією ризику. При цьому важливо пам'ятати, що очікуваний дохід зростає разом із ризиком збитку. Ризик - це певна невизначеність. Низький рівень ризику пов'язаний з низьким рівнем можливої прибутковості, високий рівень ризику - пов'язаний з високою потенційною прибутковістю.

Простішими словами, інвестований капітал може приносити високий дохід тільки у випадку високого ризику збитку. Залучення позикового капіталу сприяє одержанню додаткового прибутку на одиницю власного капіталу і для поповнення бази власного капіталу. Уважно контролюючи співвідношення власного і позикового капіталу менеджери підприємства можуть управляти фінансовим ризиком, при чому на свою користь, якщо уміло керувати цими фінансовими ризиками. Фінансовий ризик є додатковим ризиком, що поширюється на акціонерів як результат рішення підприємства використовувати позиковий капітал чи ні.

Важливо розуміти, що фінансування за рахунок позикового капіталу вигідно для підприємства до певної межі. Підприємство не змогло б отримати такого значного обсягу чистого прибутку на одну акцію, якби залучало капітал створений за рахунок випуску акцій. Проте чим більший позиковий капітал має підприємство в структурі загального капіталу, тим вищим є фінансовий ризик. Адже чим більше підприємство бере в борг, тим більше в нього фіксованих фінансових витрат і тим вища небезпека виникнення неплатоспроможності з приводу покриття власних запозичень.

Кількісне оцінювання ризику та усіх можливих факторів, що зумовлюють його, здійснюється шляхом аналізу чутливості прибутку та змін його величини. Така чутливість прибутку до найменших коливань, спровокованих і непередбачуваних, в економічному середовищі підприємства і називається левериджем, або важелем. Для зручності використовуватимемо надалі поняття леверидж, а не важіль. Даний термін запозичений в американців і широко використовується вітчизняними фінансовими аналітиками. У Великій Британії використовують термін «gearing». В економіці таке саме явище трактує термін «леверидж», що уособлює фактор, незначна зміна якого може призвести до значних змін результативного показника. У фінансовій сфері поняття «леверидж» - це використання постійних операційних та постійних фінансових витрат з метою збільшення прибутковості підприємства. Витрати поділяються на постійні операційні та постійні фінансові, так і леверидж виокремлюють операційний та фінансовий. Обидва типи левериджу включають як ризик банкрутства, так і мінливість отримання прибутку.

Операційний леверидж (operating leverage) утворюється за рахунок використання підприємством постійних операційних витрат. Фінансовий леверидж (financial leverage) виникає у випадку використання підприємством позикових засобів фінансування. Плата за такими позиками вважається постійною, адже дійсно відсотки за користуванням кредиту визначаються конкретними умовами кредитного договору для підприємства. Фінансовий леверидж має місце, коли підприємство залучає позиковий капітал. Таким чином, за рахунок новостворених короткострокових та довгострокових зобов'язань підприємство підвищує ефективність використання власного капіталу.

Операційний леверидж визначається оцінюванням взаємозв'язку між виручкою і прибутком до сплати відсотків та податків. Сила дії операційного левериджу полягає в тому, що будь-яка зміна виручки тягне за собою більш значну зміну прибутку до сплати відсотків та

податків. Це зумовлено тим, що у підприємства наявні операційні постійні витрати, що не змінюються, або майже не змінюються, і які в будь-якому випадку треба буде покривати. І чим більшою загалом буде виручка від реалізації, тим відповідно більше залишатиметься прибутку після покриття постійних операційних витрат.

Наочним прикладом дії операційного левериджу може слугувати наступна ситуація: розглянемо діяльність пов'язану з авіаперевезеннями, там значна частина сукупних витрат є постійними і після досягнення точки беззбитковості кожний додатковий пасажир, по суті, є для авіакомпанії прибутком до сплати відсотків та податків.

Водночас навіть невеликий спад у попиті може призвести до великого спаду у поточних прибутках. Зазвичай фінансовий леверидж застосовують за рішенням керівництва. Від підприємства взагалі не вимагається, щоб воно фінансувало свої інвестиції за допомогою позичкового капіталу.

Існує дві концепції фінансового левериджу: американська та європейська.

За американською концепцією сила дії фінансового левериджу визначається оцінюванням взаємозв'язку між чистим прибутком і величиною прибутку до сплати відсотків і податків.

За європейською концепцією сила дії фінансового левериджу визначається зростанням рентабельності власного капіталу внаслідок залучення позичкового капіталу. Такий спосіб розрахунку широко використовується в країнах континентальної Європи (Франція, Німеччина).

Ефективність фінансового левериджу розраховується за формулою (1) [1, с.157]:

$$E\Phi L = (1 - Cnn) \times (KBPa - CBK) \times \frac{3K}{BK}, \quad (1)$$

де  $E\Phi L$  – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу;

$Cnn$  – ставка податку на прибуток;

$KBPa$  – коефіцієнт валової рентабельності активів, що визначається як відношення валового прибутку до середньої вартості активів;

$CBK$  – середній розмір ставки відсотків за кредит, що сплачується підприємством за використання залученого капіталу;

$3K$  – середня сума залученого (позичкового) капіталу, що використовується підприємством;

$BK$  – середня сума власного капіталу підприємства.

У наведеній формулі розрахунку ефекту фінансового левериджу (важеля) є три складові:

- податковий коректор – це різниця між одиницею та ставкою податку на прибуток ( $1 - Cnn$ ). Він показує, якою мірою проявляється ефект фінансового важеля у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

- диференціал фінансового левериджу ( $KBPa - CBK$ ) – характеризує різницю між рентабельністю активів підприємства та середньозваженої розрахункової ставкою відсотка за користування кредитом;

- плече фінансового левериджу ( $3K / BK$ ) – величина залученого (позичкового) капіталу в розрахунку на одну грошову одиницю власного капіталу підприємства.

В умовах інфляції розрахунок ефекту фінансового левериджу пропонується розглядати з коригуванням залежно від темпів інфляції. Якщо сума заборгованості підприємства та відсотків по позиках не індексуються, ефект фінансового важеля збільшується, оскільки обслуговування боргу і сам борг оплачуватимуться тепер знеціненими грошима, формула (2) [1, с.158]:

$$E\Phi L = (1 - Cnn) \times \left( \frac{KBPa - CBK}{1 + i} \right) \times \frac{3K}{BK}, \quad (2)$$

де  $i$  – характеристика інфляції (інфляційний темп приросту цін), в частках одиниці.

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, оскільки ставка податку на прибуток встановлюється на законодавчому рівні.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти зміною ефекту фінансового важеля для формування структури капіталу.

Диференціал фінансового левериджу (різницю між рентабельністю активів та ставкою відсотка за кредити) є найвагомішою умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект виявляється тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що утворюється активами підприємства, тобто рентабельність активів перевищує середній розмір відсотка за користування кредитними ресурсами. Тобто позитивний ефект фінансового левериджу створюється, якщо величина диференціалу фінансового левериджу набуває позитивного значення. І чим вище позитивне значення диференціалу фінансового левериджу, тим вищим буде його ефект за інших рівних умов.

При негативному значенні диференціалу фінансового левериджу використання підприємством залученого капіталу дає негативний ефект, тобто спричиняє втрати.

Це пов'язано з тим, що і коефіцієнт валової рентабельності активів (КВРА), і середня відсоткова ставка за кредит (СВК) є відносними показниками. Перший показує скільки грошових одиниць валового прибутку генерує кожна гривня активів підприємства. Другий - скільки грошових одиниць виплачується за кожен гривню позикових коштів у формі банківських кредитів. Якщо КВРА більший, ніж СВК – то кредити генерують прибуток на власний капітал; якщо КВРА менше, ніж СВК – то навпаки: використання кредитів приносять збитки на власний капітал.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, який генерує позитивний або негативний ефект, що отримується за рахунок відповідного значення його диференціала. При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде мультиплікувати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу [2, с.120].

Однак необхідно усвідомити глибокий зв'язок між диференціалом і плечем фінансового левериджу (відношення залученого капіталу до власного). У процесі підвищення частки позикового капіталу знижується рівень фінансової стійкості підприємства, що зумовлює збільшення ризику його банкрутства. Це змушує кредиторів збільшувати рівень кредитної ставки. А це збільшує середню розрахункову ставку відсотка, що при незмінному рівні економічної рентабельності активів веде до зменшення диференціала.

При високому значенні плеча фінансового важеля його диференціал може звестися до нуля, і в цьому випадку використання позикового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу.

При негативному значенні диференціала рентабельність власного капіталу знизиться, бо частину прибутку, генеровану власним капіталом, доведеться перераховувати на обслуговування кредиту за високими відсотковими ставками.

Отже, залучення додаткового позикового капіталу доцільно лише за умови, що справжній рівень економічної рентабельності підприємства перевищує вартість позикових коштів.

Розрахунки фінансового важеля дають можливість:

- 1) визначити безпечні обсяги позикових коштів;
- 2) розрахувати допустимі умови кредитування;
- 3) спростити податковий тягар підприємства.

Необхідно відзначити, що західні економісти вважають оптимальним значення фінансового левериджу на рівні 30-50%. На їх думку, якщо кредит приносить менше 30% додаткового прибутку, то залучення таких кредитів не є оптимальним рішенням. В той же час при значенні більше 50% - у компанії підвищуються фінансові ризики [3, с.1].

Позиковий капітал залучається інвесторами, власниками підприємств з метою отримання більшої суми коштів, ніж на даний момент вони володіють і вкладають. А підвищення рентабельності власного капіталу може мати місце лише у тому випадку, коли рентабельність активів більше середнього рівня фінансових витрат, які пов'язані із залученням кредитних ресурсів чи інших запозичень.

Говорять, що коли сила дії фінансового левериджу є позитивною, тоді рентабельність активів менше рентабельності власного капіталу, і вартість позикових коштів є низькою.

Якщо сила дії фінансового левериджу негативна, то рентабельність активів більша від рентабельності власного капіталу, і відповідно вартість позикових коштів є високою.

## Висновки

Дослідивши і прорахувавши існуючу ситуацію стану активів та пасивів підприємства, керівники і менеджери можуть прийняти ті чи інші рішення щодо доцільності залучення позикового капіталу для одержання додаткового прибутку на одиницю власного капіталу. Уважно контролюючи співвідношення власного і позикового капіталу менеджери чи керівники можуть управляти фінансовим ризиком, діючи на свою користь, звісно ж якщо уміло керувати такими фінансовими ризиками.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. [учеб.] / Е.С. Стоянова – М.:Ин-т фин.менеджмента, 2010. – 656 с.
2. Базілінська О.Я. Фінансовий аналіз теорія та практика навч.посіб. [для студ.вищ.навч.закл.] / О.Я. Базілінська – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 328с.
3. Сініцин О. О. Фінансовий леверидж в управлінні структурою капіталу / О. О. Сініцин // Ефективна економіка – 2014. – № 9. – С.1-3.

**Ревенко Вероніка Сергіївна** — студентка групи МОф-12, факультет менеджменту, Вінницький національний технічний університет, Вінниця, e-mail: nika.vesna2012@yandex.ua.

Науковий керівник: **Зянько Віталій Віталійович** – к.е.н., старший викладач кафедри фінансів, факультет менеджменту, Вінницький національний технічний університет, м. Вінниця.

**Revenko Veronica** - student group MOF-12, Department of Management, Vinnytsia National Technical University, Vinnytsia, e-mail: nika.vesna2012@yandex.ua.

**Supervisor:** Zianko Vitalii - Ph.D. in economics, senior lecturer, department of finance, Faculty of Management, Vinnytsia National Technical University, Vinnytsia, email: vzyanko@gmail.com