

УПРАВЛІННЯ ЛЕВЕРИДЖЕМ З МЕТОЮ ДОСЯГНЕННЯ СТІЙКОГО РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

У статті визначено зміст понять «операційний леверидж» і «фінансовий леверидж», обґрунтовано взаємозв'язок між левериджем й ризиком підприємства. Відображено методи розрахунку показників. Запропоновано інструменти і методи управління стійким розвитком підприємства.

Conceptions “operating leverage” and “financial leverage” are defined, intercommunication is substantiated between leverage and risk of industrial enterprise. Methods of calculation are considered. Instruments and methods of management of stable industrial enterprise’s development are offered.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Формування і розвиток ринкової економіки, поява приватної власності, формування фінансових ринків вимагали нових підходів до управління підприємством, логічно привели до необхідності глибокого дослідження наукових проблем управління капіталом.

З урахуванням існуючих методик і рекомендацій менеджерам підприємства належить вирішити ряд завдань, пов'язаних із управлінням капіталом, а також упровадити нові принципи і методи управління для забезпечення фінансової стійкості підприємства в умовах ринкової економіки.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Дослідженню проблем управління капіталом підприємства присвячено багато праць зарубіжних економістів: Р. Брейли, Ю. Бріггема, Л. Гапенскі, М. Гордона, Б. Коласса, Ф. Модільяні, Е. Хелфєрта, Дж. Ван Хорна. Серед вітчизняних учених можна виділити І.Т. Балабанова, І.О. Бланка, В.В. Ковальова, О.В. Кузнецову, Л.М. Павлову, Г.Б. Поляка, О.С. Стоянову, О.О. Шеремета. Вивченню проблем оцінки ризику, пов'язаного зі структурою капіталу підприємства, приділяли значну увагу Ф. Модільяні, М. Міллер, Г. Дональдсон. На сучасному етапі дослідженням зазначених проблем займаються такі вчені, як І. Бланк, О. Стоянова, В. Суторміна, В. Федоров та ін.

І. Бланк, О. Стоянова, В. Суторміна 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.

Дослідники виділяють дві групи фінансових ризиків: фінансово-кредитні та фінансово-інвестиційні. Останні, в свою чергу, діляться на ризики фінансових і реальних інвестицій, які виникають при інвестуванні коштів у цінні папери та інвестиційні проекти [1, с.230-231].

Ризик [від грецького *risikon* – скеля] – можлива небезпека будь-якого несприятливого результату [2, с.295]. Фінансово-кредитні ризики пов'язані зі існуванням кредитів, кредиторської заборгованості та інших зобов'язань, які одночасно з створенням ризикової ситуації є також важливим і вигідним джерелом фінансування.

Оцінка ризику здійснюється виходячи з аналізу ефективності використання коштів підприємства. О. Стоянова рекомендує використовувати три основні показники: ефект фінансового важеля, силу впливу фінансового важеля і силу впливу операційного важеля [3, с.154-155].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. На сьогодні економічна теорія не може дати вичерпні відповіді на питання, пов'язані з оптимальним рівнем операційного і фінансового левериджу.

Постановка завдання. Метою дослідження є вивчення та аналіз категорій «леверидж» і «рентабельність власного капіталу».

Найбільшу зацікавленість має не тільки вкладення капіталу в активи підприємства, а й розширення господарської діяльності підприємства, підтримка стійкого розвитку підприємства в ринкових умовах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фінансова стійкість підприємства залежить від ефективного управління фінансовими ресурсами і визначається оптимальною структурою активів, оптимальним співвідношенням власних і позикових коштів. Користувачами результатів аналізу фінансової стійкості можуть бути засновники підприємства, його керівництво, ділові партнери та банки.

Саме оцінювання фінансової стійкості дозволяє зовнішнім користувачам визначити фінансові можливості підприємства в майбутньому, особливо в ринкових умовах. При цьому засновників і керівництва підприємства цікавить можливість зростання рентабельності підприємства, у тому числі і підвищення рентабельності власного капіталу, так як інвестування капіталу в діяльність будь-якого підприємства є метою отримання прибутку.

Однією з базових концепцій фінансового менеджменту є 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, і залежність між ними прямо пропорційна. У той же час можливі ситуації, коли максимізація доходу повинна бути пов'язана з мінімізацією ризику. Важливо при цьому пам'ятати, що очікуваний дохід зростає разом із ризиком збитку. Низький рівень невизначеності (низький ризик) пов'язаний з низьким рівнем можливої прибутковості. Високий рівень невизначеності (високий ризик) пов'язаний з високою потенційною прибутковістю.

Іншими словами, інвестований капітал може приносити високий дохід тільки у випадку високого ризику збитку. Залучення позикового капіталу сприяє одержанню додаткового прибутку на власний капітал. Контролюючи співвідношення власного і позикового капіталу, менеджери підприємства можуть управляти фінансовим ризиком.

Фінансовий ризик є додатковим ризиком, що поширюється на акціонерів як результат рішення підприємства використовувати позиковий капітал. У даному випадку йдеться про те, з яких джерел отримані кошти та яке їхнє співвідношення.

До певної межі фінансування за рахунок позикового капіталу вигідно для підприємства. Відсотки, виплачені кредиторам, зменшують податки, а це збільшує чистий прибуток на акцію. Підприємство не отримало б такого чистого прибутку на акцію, якби залучало капітал за рахунок випуску акцій. Але чим більший позиковий капітал має підприємство в структурі капіталу, тим вищий фінансовий ризик. Чим більше підприємство бере в борг, тим більше в нього фіксованих фінансових витрат і тим вища небезпека нездатності покрити ці періодичні фіксовані платежі.

Кількісне оцінювання ризику та факторів, що його зумовлюють, здійснюється на підставі аналізу чутливості прибутку. Ця чутливість і називається левериджем. 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», коли незначна зміна одного чинника може призвести до значних змін результативного показника.

У системі фінансів «левередж» – це використання постійних операційних та постійних фінансових витрат у намаганнях збільшити прибутковість підприємства. Відповідно до поділу витрат на постійні операційні та постійні фінансові, виокремлюють операційний та фінансовий леверидж. Обидва типи левериджу включають як ризик банкрутства, так і мінливість 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 які постійна, тобто фінансовий леверидж має місце, коли підприємство залучає позиковий

капітал. Іншими словами, за рахунок позикового капіталу 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 наявністю у підприємства операційних постійних витрат, що не змінюються (або майже не змінюються) із зростанням або зниженням виручки.

Одним із показових прикладів дії операційного левериджу є авіаперевезення, де значна частина сукупних витрат є постійними і після досягнення порогу беззбитковості кожний додатковий пасажир, по суті, представляє для авіакомпанії прибуток до сплати відсотків та податків.

Водночас навіть невеликий спад у попиті може призвести до великого спаду у поточних прибутках. Цікаво, що фінансовий леверидж застосовують за рішенням керівництва. Від підприємства взагалі не вимагається, щоб воно фінансувало свої інвестиції за допомогою позикового капіталу. У той же час застосування операційного левериджу іноді диктується умовами виробництва. Наприклад, металургійний завод завдяки значним інвестиціям в будівництво й устаткування забезпечує собі високий компонент постійних операційних витрат. Операційно-фінансовий леверидж визначають взаємозв'язок трьох компонентів: чистого доходу, постійних витрат операційного та фінансового характеру, чистого прибутку.

Загалом 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 позикового капіталу:

$$EФЛ = (1 - Cnn) \times (KBP_a - BK_p) \times \frac{PK}{BK}, \quad (1)$$

де $EФЛ$ – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %;

KBP_a – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

BK_p – середній розмір відсотків за кредит, що сплачується підприємством за використання позикового капіталу, % ;

PK – середня сума позикового капіталу, що використовується підприємством;

BK – середня сума власного капіталу підприємства.

Різниця між одиницею та ставкою податку на прибуток $(1 - Cnn)$ є податковим коректором. Він показує, у якому ступені дає прояв ефект фінансового важеля у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

Співвідношення залучених і власних коштів визначає плече фінансового важеля $(\frac{PK}{BK})$, що характеризує вплив фінансового важеля.

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, оскільки ставка податку на прибуток встановлюється законодавством. Разом з тим в процесі управління фінансовим левериджем диференційований податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

а) якщо за різними видами діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;

б) якщо за окремими видами діяльності підприємство використовує податкові пільги щодо прибутку;

в) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;

г) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку.

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно і на склад прибутку за рівнем його оподаткування), можна, знизивши середню ставку оподаткування прибутку, підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект (при інших рівних умовах).

Диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект виявляється тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що утворюється активами підприємства, перевищує середній розмір відсотка за кредит, який використовується, тобто якщо диференціал фінансового левериджу є позитивною величиною.

Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вищим при інших рівних умовах буде його ефект.

При негативному значенні диференціала фінансового левериджу використання підприємством позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, який генерує (пропорційно мультиплікатору або коефіцієнту змінює) позитивний або негативний ефект, що отримується за рахунок відповідного значення його диференціала.

При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде приводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу [4, с.119-123].

Г.В. Назарова, В.І. Лаптев вважають, що ефект фінансового важеля можна розглянути у вигляді:

$$ЕФВ = \text{податковий коректор} \times \text{диференціал важеля} \times \text{плече важеля}. \quad (2)$$

Також Г.В. Назарова, В.І. Лаптев відзначають, що підприємство, яке використовує кредит, збільшує (або зменшує) рентабельність власних коштів залежно від співвідношення власних і позикових коштів та величини ставки оподаткування. Згідно із змінами до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» податок на прибуток у розмірі 25 % [5]. Підприємство, яке використовує лише власні кошти обмежує їх рентабельність приблизно на $\frac{3}{4}$ економічної рентабельності. Ефект фінансового важеля можна представити так:

$$ЕФВ = \frac{3}{4} \text{диференціала важеля} \times \text{плече важеля}. \quad (3)$$

Розрахунки фінансового важеля дають можливість:

1. Визначити безпечні обсяги позикових коштів.
2. Розрахувати допустимі умови кредитування.
3. Спростити податковий тягар підприємства.
4. Прослідкувати доцільність придбання акцій певного підприємства [6, с.58-60].

Позиковий капітал залучається інвесторами і власниками підприємств з метою отримання більшої суми коштів, ніж на даний момент вони володіють.

Підвищення рентабельності власного капіталу може мати місце лише у випадку, коли рентабельність активів більше середнього рівня фінансових витрат, пов'язаних із залученням позикових коштів. Це є наслідком податкової економії позикового капіталу (віднесення процентних платежів до валових витрат) і відносно низьку ціну позикового капіталу.

Якщо сила дії фінансового левериджу позитивна, то рентабельність активів менше

рентабельності власного капіталу, і говорять про низьку вартості позикових коштів.

Якщо сила дії фінансового левериджу негативна, то рентабельність активів більша від рентабельності власного капіталу і говорять про високу вартість позикових коштів.

Вивчивши існуючу ситуацію на підприємстві, керівники і менеджери можуть прийняти ті чи інші рішення.

Стає зрозумілим, що для подальшої довгострокової діяльності підприємства необхідно залучення позикових коштів. Позиковий капітал володіє широкими можливостями розширення діяльності підприємства, забезпечення зростання фінансового потенціалу при необхідності розширення його активів і зростання обсягів господарської діяльності. Але в той же час потрібно враховувати ризик, пов'язаний з несплатою відсотків і загальній сумі позикових коштів.

Висновки і перспективи подальших розробок. Підсумовуючи вивчений матеріал, зазначимо:

1. Існує фінансовий важіль, за допомогою якого керівник і менеджер можуть впливати на діяльність підприємства. Фінансові важелі управління та фінансові коефіцієнти тісно пов'язані між собою. Фінансовий леверидж характеризує пасив балансу, відображаючи проблеми структури капіталу.

2. Фінансовий леверидж виникає у разі використання підприємством позикових засобів фінансування, плата за які постійна, тобто фінансовий леверидж має місце, коли підприємство залучає позиковий капітал. Іншими словами, за рахунок позикового капіталу підприємство підвищує ефективність використання власного капіталу. Високий фінансовий леверидж вказує на високий рівень ризику, що може призвести до банкрутства підприємства.

3. Приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу буде сприяти зменшення відсоткової ставки за кредит. Важливу роль відіграє стан на фінансовому ринку. Під час спаду вартість позикових коштів буде менше, ніж у стані підйому. Також буде впливати кон'юнктура товарного ринку. Чим стійкіший попит на товар, тим стабільніше підприємство буде працювати і більший прибуток, який отримується підприємством.

4. У ринкових умовах конкуренція між підприємствами досить сильна, тому результат діяльності підприємства багато в чому залежить від спритності та неординарності прийняття рішень фінансових менеджерів.

Література

1. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: [учеб. пособ.] / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2001. – 528 с.
2. Современный экономический словарь / [состав. Б. А. Райзберг и др.]. – М.: ИНФРА, 2007. – 495 с.
3. Стоянова Е. А. Финансовый менеджмент: теория и практика: [учеб.] / Е. А. Стоянова. – М.: Ин-т фин. менеджмента, 2007. – 656 с.
4. Базілінська О. Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика: навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / О. Я. Базілінська. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 328 с.
5. Про внесення змін до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" / Відомості Верховної Ради України (ВВР). – Офіц. вид. – 2004. – № 52. – С. 563. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1957-15>.
6. Назарова Г. В. Фінансовий леверидж в оптимізації структури капіталу акціонерного товариства / Г. В. Назарова, В. Лаптев // Економіка розвитку. – 2006. – № 1 (37). – С. 58–60.