

ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ В ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

In the article the usage of financial leverage with the aim of optimization the corporation stock structure is considered.

Перехід економіки України до ринкової поставив перед підприємствами коло нових питань, пов'язаних із пошуком методів ефективного управління фінансовими ресурсами та шляхів їх залучення. Наявність достатніх фінансових ресурсів – необхідна умова успішного функціонування підприємств акціонерної форми власності незалежно від сфери діяльності та галузевої спрямованості.

Вибір того чи іншого варіанта залучення позикових коштів може бути доцільним лише за умови раціональної кредитної політики. Використання позикового капіталу в багатьох випадках має свої переваги, оскільки заборгованість вигідна в період підвищення темпів інфляції, а плата за користування позиковим капіталом належить до валових витрат і не оподатковується. Разом з тим, із збільшенням частки позикових коштів у структурі авансованого капіталу збільшується сума платежів з фіксованими строками і ймовірність неспроможності сплати процентів та основної суми боргу, що призводить до збільшення фінансового ризику.

У зв'язку з цим актуальними є дослідження формування вартісної структури капіталу в акціонерному товаристві, а саме фінансового левериджу як практики використання боргових зобов'язань, яку досліджували у своїх працях такі вчені, як І. Бланк [1], Є. Брігхем [2], Р. Герасименко [3], Л. Довгань [4], Є. Стоянова [5]. Але у науковій літературі ще не відбулося належного висвітлення і вимагає подальшої розробки питання розрахунку оптимального співвідношення між власним і залученим капіталом підприємства. Така практика, з одного боку, дасть можливість компанії одержати максимальну ефективність від використання залученого капіталу, а з іншого – не допустити залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування за межами нормативних показників.

Оптимальну структуру капіталу, тобто співвідношення між позиковими коштами і власним капіталом, можна визначити, користуючись ефектом фінансового важеля. Якщо підприємство у своїх інвестиціях використовує як власні, так і позикові кошти, то рентабельність інвестування власних коштів може бути збільшена. Підвищення рентабельності власних коштів називають ефектом фінансового левериджу, тобто фінансовий леверидж характеризує ефективність використання позикових коштів, що впливає на рівень рентабельності власного капіталу.

Фінансовий важіль – це практика використання боргових паперів для фінансування інвестицій. Він визначається співвідношенням між доходами до відрахування відсотків за кредит і податків (нетто-результат експлуатації інвестицій) та доходами на акцію. За іншою концепцією ефект фінансового левериджу трактується як зміна чистого прибутку на одну звичайну акцію у відсотках, яка відбулася через зміну нетто-результату експлуатації інвестицій, вираженого у відсотках. Завдяки цій трактовці можна визначити на скільки процентів зміниться чистий прибуток на одну звичайну акцію при зміні нетто-результату експлуатації інвестицій на 1%.

Позика коштів зобов'язує підприємство виплатити відсотки, а в майбутньому – погасити усю суму боргу. Але чим

більше боргів у компанії в структурі капіталу, тим більше у неї фіксованих видатків і тим більший ризик непокриття цих платежів. Якщо борги зростають, збільшуються й платежі за відсотками, але зростає ризик, що відсотки за борги стануть дуже високими щодо доходів до відрахування відсотків за кредит та податків. Особливо це небезпечно у період економічних спадів, оскільки це збільшує можливість несплати боргу за рахунок прибутку підприємства. Отже, фінансовий леверидж може бути ефективним у період підйомів і принести збитки у період спадів. Рентабельність власних коштів (фінансовий важіль) розраховується за формулою:

$$РВК (ФВ) = (1 - СПП) \times EP + (1 - СПП) \times (EP - СВЗК) \times ЗК / ВК. (1)$$

де СПП — ставка податку на прибуток;

EP — економічна рентабельність капіталу як відношення сум балансового прибутку і процентів за кредит, які належать до собівартості продукції, до суми активів підприємства;

СВЗК — ставка відсотків за використання залучених коштів;

ЗК — сума залучених коштів;

ВК — сума власних коштів.

Друга складова у цій формулі — це ефект фінансового левериджу у випадку використання залучених коштів ($ЗК > 0$). Різниця між одиницею та ставкою податку на прибуток ($1 - СПП$) є податковим коректором. Він показує, у якому ступені дає прояв ефект фінансового важеля у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Різниця між економічною рентабельністю і ставкою відсотків за позикою ($EP - СВЗК$) складає диференціал фінансового важеля, який формує позитивне значення фінансового левериджу. Співвідношення залучених і власних коштів визначає плече фінансового важеля ($ЗК / ВК$), що характеризує вплив фінансового важеля.

Таким чином, ефект фінансового важеля може бути поданий у вигляді:

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

Ефект фінансового важеля буде тим більшим, чим більшою буде економічна рентабельність капіталу порівняно зі ставкою відсотків за позикою та чим більшим буде співвідношення залучених і власних коштів [6].

При порівнянні підприємств з однаковою економічною рентабельністю у наявності різна рентабельність власних коштів, одержувана в результаті іншої структури фінансових джерел. Іншими словами — ефект фінансового важеля показує приріст рентабельності власних коштів, що надходять завдяки використанню кредиту, не дивлячись на вартість останнього. Введемо у розрахунки оподаткування прибутку в розмірі 1/4 (25% згідно із змінами до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств"), що зменшить ефект на 1/4 [6].

На основі цього можна зробити висновки:

1. Підприємство, яке використовує лише власні кошти обмежує їх рентабельність приблизно на 3/4 економічної рентабельності ($РВК = 3/4 EP$).

2. Підприємство, яке використовує кредит, збільшує (або зменшує) рентабельність власних коштів залежно від співвідношення власних і позикових коштів та величини ставки оподаткування.

Ефект фінансового важеля можна представити наступним чином:

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

Розрахунки фінансового важеля дають можливість:

визначити безпечні обсяги позикових коштів;

розрахувати допустимі умови кредитування;

спростити податковий тягар підприємства;

прослідкувати доцільність придбання акцій певного підприємства.

Між диференціалом і плечем фінансового важеля, з одного боку, існує нерозривний зв'язок, а з іншого — глибоке протиріччя. Воно полягає в тому, що нові залучення коштів приносять підприємству збільшення рівня ефекту фінансового важеля, таке заповнення вигідне для нього, але при цьому необхідно ретельно слідкувати за станом диференціалу, оскільки при

нарощуванні плеча фінансового левариджу банк намагається компенсувати збільшення свого ризику підвищенням ціни на кредит. При цьому ризик кредитора виражається величиною диференціалу: чим більшим є диференціал – тим меншим ризик, і навпаки. Ось чому збільшувати за будь-яку ціну плече фінансового важеля недоцільно, а необхідно регулювати його залежно від диференціалу.

Велике акціонерне товариство БАТ "Укртелеком", у структурі власності якого контрольний пакет має держава, у своїй діяльності використовує лише власні кошти, не звертаючись за допомогою залучених коштів у вигляді короткострокових кредитів банків. Плюсом такої консервативної моделі є мінімальний ризик. Однак такий підхід позбавляє підприємство можливості швидкого збільшення обсягів пропонованих послуг, підвищення рентабельності власного капіталу. Залучаючи позикові кошти, підприємство може швидше і масштабніше виконати свої завдання, але при цьому постає проблема того, щоб прийняти розумні ризики у межах диференціалу. Поява від'ємного диференціалу є сигналом для кредитора про те, що його клієнт – кандидат у боржники. Проте тільки в кожному окремому випадку визначають, чи доцільно використати потужний вплив на фінансовий важіль, поступово послаблюючи його, чи необхідно дотримуватися помірності у нарощуванні позикових коштів.

Більшість західних фахівців вважає, що оптимально ефект фінансового важеля має дорівнювати $1/3 - 1/2$ рівня економічної рентабельності [5]. При цьому ефект фінансового левариджу здатний компенсувати податкові вилучення та забезпечити віддачу власним капіталом.

Беручи дане твердження за основу, можна визначити безпечні обсяги залучених коштів, враховуючи рівень економічної рентабельності й умови кредитування. Для цього скла-

демо табл. 1, яка б відображала залежність співвідношення залучених і власних коштів від рівня економічної рентабельності та ставки позичкового процента. Тобто у рядках відображені можливі значення диференціалу важеля (від 0,5 до 10), а стовпцях — ефект фінансового важеля, що дорівнює третині економічної рентабельності. На перетині рядків і колонок отримана сума співвідношення залучених і позикових коштів, якої необхідно дотримуватися на підприємстві з відповідного рівня економічної рентабельності та ставки позичкового процента.

Для розрахунку скористаємося формулою (3), у якій значення рівня економічної рентабельності дорівнює 30%, позичкового процента 25%. Плече важеля (ЗК/СК) є змінною, яку можна знайти, підставляючи конкретне значення економічної рентабельності та ставку позичкового процента.

Відповідно формула матиме наступний вигляд:

$$1/3 \times 30\% = 3/4 \times (30\% - 25\%) \times X, \quad (4)$$

де X — це співвідношення між залученими та власними коштами.

$$X = \frac{4 \times 30\%}{9 \times (30\% - 25\%)}. \quad (5)$$

Розв'язавши це рівняння, отримуємо $X=2,67$. Те ж саме значення знаходиться на перетині значень: 10% (ЕФВ = $1/3$ EP = 10%) по горизонталі та 5% (диференціал важеля) по вертикалі (табл. 1.) Це означає, що при даному рівні економічної рентабельності та ставки позичкового процента залучених коштів може бути у 2,67 раза більше, ніж власних. Таке співвідношення буде оптимальним і залучений капітал спричинить найвищий ефект.

Таблиця 1

Оптимальне співвідношення залучених і власних коштів на підприємстві

EP-СВЗК, %	ЕФВ=1/3EP, %											
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,5	26,67	29,33	32,00	34,67	37,33	40,00	42,67	45,33	48,00	50,67	53,33	
1,0	13,33	14,67	16,00	17,33	18,67	20,00	21,33	22,67	24,00	25,33	26,67	
1,5	8,89	9,78	10,67	11,56	12,44	13,33	14,22	15,11	16,00	16,89	17,78	
2,0	6,67	7,33	8,00	8,67	9,33	10,00	10,67	11,33	12,00	12,67	13,33	
2,5	5,33	5,87	6,40	6,93	7,47	8,00	8,53	9,07	9,60	10,13	10,67	
3,0	4,44	4,89	5,33	5,78	6,22	6,67	7,11	7,56	8,00	8,44	8,89	
3,5	3,81	4,19	4,57	4,95	5,33	5,71	6,10	6,48	6,86	7,24	7,62	
4,0	3,33	3,67	4,00	4,33	4,67	5,00	5,33	5,67	6,00	6,33	6,67	
4,5	2,96	3,26	3,56	3,85	4,15	4,44	4,74	5,04	5,33	5,63	5,93	
5,0	2,67	2,93	3,20	3,47	3,73	4,00	4,27	4,53	4,80	5,07	5,33	
5,5	2,42	2,67	2,91	3,15	3,39	3,64	3,88	4,12	4,36	4,61	4,85	
6,0	2,22	2,44	2,67	2,89	3,11	3,33	3,56	3,78	4,00	4,22	4,44	
6,5	2,05	2,26	2,46	2,67	2,87	3,08	3,28	3,49	3,69	3,90	4,10	
7,0	1,90	2,10	2,29	2,48	2,67	2,86	3,05	3,24	3,43	3,62	3,81	
7,5	1,78	1,96	2,13	2,31	2,49	2,67	2,84	3,02	3,20	3,38	3,56	
8,0	1,67	1,83	2,00	2,17	2,33	2,50	2,67	2,83	3,00	3,17	3,33	
8,5	1,57	1,73	1,88	2,04	2,20	2,35	2,51	2,67	2,82	2,98	3,14	
9,0	1,48	1,63	1,78	1,93	2,07	2,22	2,37	2,52	2,67	2,81	2,96	
9,5	1,40	1,54	1,68	1,82	1,96	2,11	2,25	2,39	2,53	2,67	2,81	
10,0	1,33	1,47	1,60	1,73	1,87	2,00	2,13	2,27	2,40	2,53	2,67	

Припустимо, що у наступному періоді ситуація дещо погіршиться: економічна рентабельність підприємства (EP) зменшиться на 1% і буде складати 29%, а ставка відсотків за використання залучених коштів (СВЗК) навпаки зросте на один відсоток і буде дорівнювати 26%. Ставка податку на прибуток залишиться незмінною – 25%. Розрахуємо на скільки зміниться співвідношення між залученими та власними коштами ($X = ЗК/ВК$):

$$\Delta X = \frac{4 \times EP_1}{9 \times (EP_1 - СВЗК_1)} - \frac{4 \times EP_0}{9 \times (EP_0 - СВЗК_0)}, \quad (5)$$

де ΔX – зміна співвідношення залучених та власних коштів; EP_1 та EP_0 – економічна рентабельність товариства відповідно у 2005 році (29%) та у 2004 році (30%); $СВЗК_1$ та $СВЗК_0$ – ставка відсотків за використання залучених коштів відповідно у 2005 році (26%) та у 2004 році (25%).

Таким чином, у результаті зміни економічної рентабельності та ставки відсотків за використання залучених коштів на 1% кожного, величина залучених фінансових ресурсів може збільшитися на 1,63 раза, тобто у своїй діяльності БАТ "Укртелеком" зможе використовувати залучених коштів в 4,30 раза більше, ніж власних.

Проаналізуємо вплив кожного з факторів на співвідношення залучених і власних коштів. У зв'язку з тим, що на результативний показник діють два фактори (економічна рентабельність та ставка відсотка за кредит), скористаємося методом абсолютних різниць:

1) вплив фактора "економічна рентабельність" на співвідношення залучених і власних коштів складе:

$$\Delta X_{EP} = \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 25\%)} - \frac{4 \times 30\%}{9 \times (30\% - 25\%)} = \frac{116}{36} - \frac{120}{45} = 3,22 - 2,67 = 0,55.$$

Тобто зменшення економічної рентабельності на 1% призвело до того, що сума залучених коштів збільшилася у 0,55 раза, не спричинивши негативного впливу на фінансовий стан компанії;

2) вплив ставки відсотків за використання залучених коштів на співвідношення залученого і власного капіталу дорівнює:

$$\Delta X_{CB3K} = \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 26\%)} - \frac{4 \times 29\%}{9 \times (29\% - 25\%)} = \frac{116}{27} - \frac{116}{36} = 4,30 - 3,22 = 1,08.$$

Таким чином, зростання ставки відсотків за кредитом на 1% спричинило збільшення співвідношення залучених і власних коштів на 1,08, що майже вдвічі більше впливу економічної рентабельності, яка змінилася на ту ж величину (1%).

Сумарний вплив двох факторів на результативний показник складає 1,63 раза.

Проведені дослідження дозволяють зробити наступні висновки.

1. За умови одного й того ж рівня економічної рентабельності (EP), але при різних значеннях диференціалу важеля (EP – CB3K) сума залучених коштів, використання якої дасть найвищий ефект, зменшується при збільшенні диференціалу важеля. Тобто, товариству є вигіднішим варіант, при якому співвідношення залучених і власних коштів при одному й тому ж рівні економічної рентабельності є найменшим, оскільки в цьому випадку фінансова незалежність (автономність) акціонерного підприємства є максимальною, тобто значною мірою не перевищує нормативних значень.

2. За умови одного й того ж значення диференціалу важеля, але при різних значеннях економічної рентабельності сума залучених коштів, використання якої дасть найвищий ефект, збільшується при збільшенні рівня економічної рентабельності. Проте таке збільшення повинно контролюватися фінансовими менеджерами, оскільки може виникнути повна залежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування, що може призвести до банкрутства компанії.

3. Важливе значення має система оподаткування, яка впливає на ефективність використання залучених коштів. Тобто, чим вищим є податок на прибуток, чим меншими є податкові пільги, чим меншою є можливість товариства використовувати прискорену амортизацію, тим більш привабливим є для нього боргове (позичкове) фінансування у зв'язку з віднесенням на собівартість витрат з кредиту. І навпаки, якщо податок на прибуток є низьким, існує ряд податкових пільг, то підприємству вигіднішим є використання власних фінансових ресурсів.

Ефект фінансового важеля відображає збільшення рентабельності власних коштів завдяки використанню кредиту, незважаючи на платність останнього. Акціонерне товариство за допомогою кредитного фінансування розширює свої можливості і користується збільшенням рентабельності власних засобів і рівня дивідендів завдяки ефектові фінансового важеля. Але надмірне збільшення кредитного фінансування може призвести до значних боргів та ризику банкрутства. Тому по-

дальшими розвідками проведеного дослідження є створення системи постійного моніторингу фінансового левериджу на основі застосування сучасних інформаційних технологій.

Література: 1. Бланк И. А. Стратегия и тактика управления финансами. — К.: МП "ИТЕМ ЛТД", СП "АДЕФ-Украина", 1996. — 405 с. 2. Бригхем С. Ф. Основы финансового менеджмента / Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 384 с. 3. Герасименко Р. А. Особливості формування фінансових ресурсів акціонерних товариств // Фінанси України. — 2004. — №6. — С. 82 – 89. 4. Довгань Л. П. Визначення оптимальної вартісної структури капіталу та мінімізація ризиків залучення позикових коштів у акціонерних товариствах // Актуальні проблеми економіки. — 2003. — №12 (30). — С. 26 – 33. 5. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 1996. — 327 с. 6. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 22 травня 1997 р. №283/97-ВР / В кн. Податкове законодавство України. — К.: Парламентське видавництво, 1998. — С. 50 – 111.

Стаття надійшла до редакції
10.01.2006 р.

УДК 336.6

**Лепейко Т. І.
Зайцева І. С.**

МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛІЗУ КОН'ЮНКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

In the article the problems of the methodological approach to the realization of fundamental analysis for the securities market performance development under conditions of its indeterminacy and "transparency" are considered. The technology of such analysis is offered and the application of adequate methods of the analysis is justified at portfolio and strategic investment.

У наукових дослідженнях системи фінансового менеджменту є проблеми, які й досі не вирішено, перш за все, це стоїть проблема прийняття ефективних інвестиційних рішень. Для її розв'язання необхідна розробка адекватних методів, технологій, процедур, у тому числі аналітичних, які забезпечать прийняття інвестиційних рішень в умовах невизначеності зовнішнього ринкового середовища. Ефективна поточна діяльність та розвиток господарюючих суб'єктів головним чином залежать від наявності достатньої кількості фінансових ресурсів. Головним джерелом їхнього залучення в ринкових умовах має бути ринок цінних паперів, розбудова якого дозволить забезпечити вихід підприємств з ситуацій фінансової нестабільності та банкрутства. Тому інвестування в фінансові активи на сучасному етапі трансформації економіки України стає однією з важливих сфер роботи підприємств, а від їхнього вміння використовувати сучасну методологію аналізу при прийнятті рішень на ринку цінних паперів залежить як вартість ресурсів, що залучаються, так і ризик. Вищезазначене свідчить про актуальність проблеми розробки методології аналізу при прийнятті довгострокових портфельних інвестиційних рішень в умовах сучасної української економіки.

© Лепейко Т. І., Зайцева І. С., 2006