

УДК.339.92

Н. М. Давиденко,

д. е. н., доцент, професор кафедри фінансів і кредиту,

Національний університет біоресурсів і природокористування України, м. Київ

ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ В ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

N. Davydenko,

Doctor in Economics, Associate Prof., National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine

FINANCIAL LEVERAGE TO OPTIMIZE THE CAPITAL STRUCTURE OF JOINT STOCK COMPANIES

У статті обгрунтовано застосування фінансового левериджу при формуванні ефективної структури капіталу акціонерних товариств. Розкрито економічний зміст поняття "фінансовий леверидж". Здійснено прогнозування ефекту фінансового левериджу в залежності від частки залученого капіталу акціонерних товариств. Рентабельність власного капіталу значною мірою залежить від умілого маневрування величиною ефекту фінансового важеля. Доведено, що досягнення оптимальної структури капіталу є одним із основних факторів, що здійснює вплив на результати фінансової діяльності акціонерного товариства. Встановлено, що фінансові важелі управління та фінансові коефіцієнти тісно пов'язані між собою. Фінансовий леверидж характеризує пасив балансу, відображаючи проблеми структури капіталу. Фінансовий леверидж виникає у разі використання акціонерним товариством позикових засобів фінансування, плата за які постійна, тобто фінансовий леверидж має місце, коли суб'єкт господарювання залуцає позиковий капітал.

In the article the use of financial leverage in shaping effective capital structure of joint stock companies. The economic concept of "financial leverage". Done prediction of the effect of financial leverage depending on the share capital of the company involved. Return on equity is largely dependent on skilful maneuvering largest effect of financial leverage. Proved that the optimum capital structure is one of the main factors influencing performance of the company. Established that financial controls and financial ratios are closely related. Financial leverage characterizes the balance of liabilities, reflecting the problems of capital structure. Financial leverage arises in the case of a joint stock company leveraged financing fees are fixed, ie financial leverage occurs when an entity engages borrowed capital.

Ключові слова: фінансовий леверидж, фінансовий важіль, ризик, капітал, рентабельність, фінансові ресурси.

Key words: financial leverage, financial leverage, risk capital, profitability, financial resources.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Підвищення ефективності бізнесу в аграрному секторі економіки України неможливо тільки в рамках власних ресурсів суб'єктів господарювання. Для розширення фінансових можливостей акціонерних товариств необхідно залучення додаткових позикових коштів з метою збільшення вкладень у власний бізнес і одержання більшого прибутку. Капітал як основа виробничого процесу визначає фінансовий потенціал будь-якого суб'єкта господарювання та створює сприятливі умови для його перспективного розвитку. Вибір схем фінансування суб'єкта господарювання передбачає оцінку й обгрунтування доцільності мобілізації капіталу з урахуванням особливостей джерел залучення фінансових ресурсів, доступних для підприємства. Процес подальшого розвитку аграрного сектору економіки України буде супроводжуватися залученням значних фінансових ресурсів, що пов'язано з використанням власного, позиченого та залученого капіталу. Тобто із зростанням рівня інтенсивності сіль-

ське господарство і надалі відчуватиме дефіцит власних фінансових ресурсів для подальшого розвитку. Проблема нестачі власних коштів існувала завжди, відповіддю на яку стала поява великої кількості різних джерел та умов залучення фінансування.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідження літературних джерел свідчить, що проблеми формування капіталу розглядалися у науковому доробку видатних учених Р. Вернона, Дж. Даннінга, А. Сміта, Д. Рікардо, К. Маркса, Г. Марковіца, Ф. Модільяні, М. Міллера, Дж. Б. Кларка, М. Портера, А. Рагмана, Дж. Сороса, А. Стоунхіла, А. Фрідмана.

Фінансовий леверидж як механізм управління структурою капіталу досліджено в працях вітчизняних вчених О. Білоруса, В. Вергуна, Ю. Козака, Т. Кальченка, А. Кредісова, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, О. Мозгового, А. Наконечного, В. Новицького, Т. Орехової, А. Поручника, О. Терещенка та ін.

У своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між доходністю та фінансовою стійкістю суб'єкта господарювання. Фінансовий левіридж, у свою чергу, характеризує використання запозичених засобів, які впливають на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Разом з тим, багато аспектів формування фінансового левіриджу залишаються недостатньо дослідженими.

ВИДІЛЕННЯ НЕВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Аналіз існуючих досліджень свідчить, що на сьогодні не існує єдиного підходу до найбільш ефективного формування капіталу акціонерних товариств на основі показників фінансового левіриджу. На сьогодні удосконалення вимагають сучасні інструменти оцінки структури капіталу акціонерних товариств, насамперед з урахуванням показників фінансового левіриджу.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є обґрунтування застосування фінансового левіриджу в формуванні ефективної структури капіталу акціонерних товариств.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

У сучасних умовах, однією з найважливіших проблем, яку доводиться вирішувати фінансовим менеджерам акціонерних товариств, є їх постійне забезпечення фінансовими ресурсами в такому обсязі, який би дозволив ефективно розвиватись з мінімальними втратами та максимальною ефективністю. Тобто досягнення оптимальної структури капіталу є одним з основних факторів, що здійснює вплив на результати фінансової діяльності акціонерного товариства.

В економічній теорії існують різні концепції структури капіталу, зокрема: традиціоналістська теорія, теорія Модільяні — Міллера, компромісна концепція, концепція протиріччя інтересів формування структури капіталу тощо. 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 прямопропорційна. У той же час можливі ситуації, коли максимізація доходу повинна бути пов'язана з мінімізацією

ризиком. Важливо при цьому мати на увазі, що очікуваний дохід зростає разом із ризиком збитку.

Сучасний економічний словник визначає ризик як "небезпеку виникнення непередбачених втрат очікуваного прибутку, доходу або майна, грошових коштів у зв'язку з випадковими змінами умов економічної діяльності, несприятливими обставинами. Найбільш небезпечними є ризики, пов'язані з вірогідністю рівня втрат, що перебільшують значення очікуваного прибутку" [1, с. 343].

Досліджуючи причини виникнення ризику у виробничій сфері, Н. Хлістунова фінансовий ризик підприємницької діяльності трактує як "неналежне виконання партерами договорів через їх неплатоспроможність" [11, с. 63].

Фінансовий ризик є додатковим ризиком, що поширюється на акціонерів як результат рішення підприємства використовувати позиковий капітал. Кількісне оцінювання ризику та факторів, що його зумовлюють, здійснюється на підставі аналізу чутливості прибутку. Вплив залучення позикового капіталу на рівень рентабельності власних вкладень акціонерного товариства називається фінансовим левірижем (від англ. "lever" — ричаг, "leverage" — підйомна сила). Даний термін запозичений в американців і широко використовується вітчизняними фінансовими аналітиками. У системі корпоративних фінансів "левіридж" — це використання постійних операційних та постійних фінансових витрат у намаганнях збільшити прибутковість підприємства. Фінансовий левіридж (Financial Leverage) виникає у випадку використання акціонерним товариством позикових засобів фінансування, плата за які постійна, тобто фінансовий левіридж має місце, коли підприємство залучає позиковий капітал.

Диференціал фінансового левіриджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левіриджу. Цей ефект виявляється тільки в тому випадку, якщо рівень прибутку, що утворюється активами акціонерного товариства, перевищує середній розмір відсотка за кредит, який використовується, тобто якщо диференціал фінансового левіриджу є позитивною величиною. Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левіриджу, тим вищим при інших рівних умовах буде його ефект. При негативному значенні диференціала фінансового левіриджу використання акціонерним товариством позикового капіталу дає негативний ефект [4, с. 119—123].

Розрахунки фінансового важеля дають можливість:

Таблиця 1. Динаміка показника ефекту фінансового левіриджу акціонерних товариств, %

Акціонерне товариство	Роки		Абсолютне відхилення 2013 р. до 2012 р., %	Зміна відбулася за рахунок		
	2012	2013		Плеча фінансового важелю	Диференціалу фінансового важелю	Податкового коректора
«Кернел Груп»	5,29	0,40	-4,89	0,00	-4,15	-0,74
«Миронівський хлібопродукт»	11,02	6,77	-4,25	2228,85	-252,55	19,49
«Мрія»	7,30	2,65	-4,65	-9,36	4,10	0,61
«Астарта-Київ»	3,71	0,78	-2,93	-1,07	-0,91	-0,95
«Індустріальна молочна компанія»	4,82	5,77	0,95	0,95	0,02	0,02

Складено та розраховано автором.

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].

Порівнюємо значення ефекту фінансового левіриджу в 2012 і 2013 рр. (табл. 1).

Порівняння значення ефекту фінансового левіриджу в 2012 і 2013 рр. має можливість стверджувати, що єдиною акціонерною компанією, яка збільшила ефект від фінансового левіриджу була ПАТ "Індустріальна молочна компанія", позитивна зміна відбулася за рахунок підвищення коефіцієнту фінансового левіриджу, тобто темп приросту залученого капіталу був вищим, ніж темп приросту власного капіталу. Ефект фінансового левіриджу в ПАТ "Миронівський хлібопродукт" зріс на 229% за рахунок підвищення коефіцієнту фінансового левіриджу, а також зменшення рентабельності поряд зі збільшенням середньої ставки відсотка за позиковим капіталом призвела до падіння ефекту на 253%, позитивна зміна середньої ставки оподаткування призвела в цілому до падіння аналізованого показника на 4,3%.

Плече фінансового важелю "ТОВ "Кернел Груп" не змінилося, тому не мало ніякого впли-

ву на ефект фінансового левіриджу, натомість зменшення диференціалу фінансового важелю та податкового коректора призвело до падіння даного показника майже на 5%. Значне зменшення плеча фінансового важелю агрохолдингу "Мрія" поряд із зростанням показника диференціалу фінансового важелю та податкового коректора призвело до зменшення ефекту фінансового левіриджу на 4,7%. В ТОВ "Астарта — Київ" скоротились всі складові, які впливають на ефект фінансового левіриджу, що призвело до загального зменшення цього ефекту майже на 3%, але порівняно з іншими компаніями абсолютне відхилення на порядок нижче.

Базуючись на фактичних даних групи аграрних акціонерних товариств, спрогнозуємо необхідні показники акціонерних товариств за умови частки залученого капіталу 30%, 40%, 50%, 60% і 70% та визначимо таку частку залучених коштів, за якої досягається максимальна ефективність фінансового левіриджу (табл. 2).

Аналіз даних таблиці 2 свідчить, що зі всіх варіантів фінансування максимально можливий ефект досягається в ПАТ "Миронівський хлібопродукт" (12,8%) при частці залученого капіталу 63% проти фактичних 52%. Найбільш повно можливості фінансового левіриджу використовують ПАТ "Індустріальна молочна

Таблиця 2. Прогноз ефекту фінансового левіриджу в залежності від частки залученого капіталу акціонерних товариств

Акціонерне товариство	Частка залученого капіталу, %						Оптимальна структура	
	20	30	40	50	60	70	Частка залученого капіталу, %	Ефект фінансового левіриджу, %
Кернел Трейд	2,55	3,89	5,05	5,48	3,48	-6,85	48	5,5
Миронівський хлібопродукт	3,46	5,60	8,01	10,57	12,60	11,14	63	12,80
Мрія	3,36	5,19	6,88	7,84	6,16	-4,93	51	7,84
Астарта - Київ	1,91	2,86	3,59	3,59	1,33	-8,44	45	3,74
Індустріальна молочна компанія	2,12	3,26	4,31	4,87	3,70	-3,58	50	4,87

Складено та розраховано автором.

компанія" та ТОВ "Астарта — Київ". При оптимальній структурі капіталу досягається максимальне значення рентабельності власного капіталу, максимальне значення чистого прибутку та найбільший показник ефекту фінансового важеля — 4,82%. Отже, акціонерні товариства обирають правильну стратегію співвідношення між власним і залученим капіталом, адже оптимальна структура чотирьох з п'яти акціонерних товариств мало відрізняється від фактичної. Щодо ПАТ "Миرونівський хлібопродукт", то стратегія компанії обумовлена бажанням мінімізувати ризики і стабільність.

Як бачимо, фінансові важелі можна використовувати, щоб зробити продуктивність акціонерного товариства значно вищою, ніж та, що може бути досягнута спираючись на фінансування за рахунок власних коштів. Таким чином, рентабельність власного капіталу значною мірою залежить від умілого маневрування величиною ефекту фінансового важеля. До певного моменту підвищити ефект фінансового важеля можна екстенсивно за рахунок збільшення його плеча. Але при цьому потрібно враховувати такі правила фінансового менеджменту:

1. Не можна надмірно збільшувати частку позикових коштів у структурі капіталу, оскільки при цьому значно підвищується ризик втрати фінансової стійкості, і будь-які затримки у виробничому процесі або несприятливі зміни ринкової кон'юнктури можуть призвести до значного від'ємного значення ефекту фінансового важеля.

2. Регулювати величину плеча важеля можна лише залежно від значення диференціала. Більші можливості для нарощення позикового капіталу мають ті акціонерні товариства, у яких значний запас диференціала. Але при цьому потрібно пам'ятати, що зміна плеча фінансового важеля в свою чергу впливає і на величину диференціала. Чим більше плече, тим дорожче будуть коштувати для акціонерного товариства позикові фінансові ресурси за рахунок включення до їх вартості премії за ризик.

3. Акціонерні товариства завжди повинні залишати певний резерв позикової місткості, щоб у разі необхідності мати змогу покрити потребу у фінансових ресурсах за рахунок нового кредиту і при цьому не змінити знак диференціала з "+" на "-".

Варто зазначити, що показник фінансового левіриджу аграрних підприємств України значно нижчий, ніж в середньому по країнах Європейського Союзу та в Сполучених Штатах Америки. За останнє десятиріччя акціонерні

товариства галузі демонструють високі темпи зростання, що значно перевищують темпи зростання нерозподіленого прибутку і надходження власного капіталу із зовнішніх джерел, тому зростання частки боргового капіталу досягло загрозливого рівня.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Підсумовуючи слід відмітити, що існує фінансовий важіль, за допомогою якого керівник і менеджер можуть впливати на діяльність акціонерного товариства. Фінансові важелі управління та фінансові коефіцієнти тісно пов'язані між собою. Фінансовий левіридж характеризує пасив балансу, відображаючи проблеми структури капіталу. Фінансовий левіридж виникає у разі використання акціонерним товариством позикових засобів фінансування, плата за які постійна, тобто фінансовий левіридж має місце, коли суб'єкт господарювання залучає позиковий капітал.

Література:

1. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 480 с.

2. Хлістунова Н. В. Фінансові ризики і платоспроможність підприємств // Актуальні проблеми економіки. — 2003. — № 7(25). — С. 63—68.

3. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання [Текст]: навчальний посібник / О.О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2007. — 554 с.

4. Яремко І.Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: монографія / І.Й. Яремко. — Л.: Каменяр, 2006. — 176 с.

References:

1. Rayzberh, B. A. Lozovsky, L. Sh. and Starodubtseva, E. B. (2001), *Suchasnyy ekonomichnyy slovnyk [Modern Dictionary of Economics]*, INFRA, Moscow, Russia.

2. Khlistunova, N. V. (2003), "Financial risk and solvency of the enterprise", *Recent economic problems*, vol. 7 (25), pp. 63—68.

3. Tereshchenko, O. O. (2007), *Finansova diyal'nist' sub'yektiv hospodaryuvannya [Financial activities of business entities]*, KNEU, Kyiv, Ukraine.

4. Yaremko, I. Y. *Upravlinnya kapitalom pidpryyemstva: ekonomichnyy i finansovyy instrumentariy: monohrafiya [Money management company: economic and financial tools]*, Kamenyar, Lviv, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 06.12.2014 р.