

Бубенко І. В.

к.е.н., доцент

Українська інженерно-педагогічна академія, м. Харків

Разінкова В. П.

к.е.н., доцент

Харківський національний економічний університет, м. Харків

ОЦІНКА ВПЛИВУ ЗАЛУЧЕННЯ ПОЗИКОВИХ КОШТІВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Розглянуто механізм управління ефективністю фінансово-господарською діяльністю на основі розкладу Дюпона включає складові: рентабельність продажу, швидкість обігу капіталу, структура капіталу. Критерієм оптимальності управління прийнято рентабельність власного капіталу, обмеженням виступає співвідношення власного та позикового капіталу.

Ключові слова: рентабельність, структура капіталу, леверидж.

Актуальність дослідження. Управління структурою капіталу підприємства, тобто співвідношенням власного та позикового капіталу у структурі пасивів підприємства, з точки зору впливу залучення позикового капіталу на рентабельність власного капіталу підприємства, є основним елементом механізму управління ефективністю операційної діяльності підприємства. Вплив залучення позикового капіталу на рівень рентабельності власних вкладень підприємства називається фінансовим левериджом (від англ. “lever” – ричаг, “leverage” – підйомна сила). Цей вплив виявляється у тому, що за умов перевищення рентабельності капіталу підприємства над рівнем процентної ставки за позиковими коштами рентабельність власного капіталу при використанні кредиту є вищою, ніж при опорі тільки на самофінансування.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. На сьогоднішній день у літературі [1-5] приводиться показник, що описує вплив залучення позикового капіталу на рентабельність власного капіталу (PBK) – ефект фінансового левериджу ($FL E$), який показує приріст (зниження) рентабельності власного капіталу завдяки використанню позикового капіталу:

$$i BK K FL P = P + E, (1)$$

де PK – рентабельність капіталу.

Розглянемо сутність даного показника. Спочатку треба з'ясувати, звідкіля береться цей приріст до рентабельності власних коштів. Річ у тому, що підприємство, звичайно,

залучає позикові кошти у тому випадку, коли рентабельність капіталу підприємства (розрахована за прибутком, взятим до залучення позикових коштів та сплати відсотків за користування ними) перевищує рівень процентної ставки за користування залученими коштами. У цьому випадку підприємство на залучені кошти отримує більше прибутку, ніж має сплатити процентів за ними. Після зменшення суми прибутку, отриманого завдяки позиковим коштам, на суму відсотків за користування цими коштами підприємство отримує суму, яка додається до суми прибутку, отриманого завдяки використанню власних коштів. Ця сума і є джерелом ефекту фінансового левериджу, тобто ефект фінансового левериджу виникає через розходження між рентабельністю позикових коштів та ціною позикових коштів.

Показник ефекту фінансового левериджу можна розкласти на 2 складові. Перша складова, так званий “диференціал” фінансового ричагу ($FL D$) – це різниця між економічною рентабельністю (тобто без урахування сплати відсотків) всього капіталу підприємства PK та середньою розрахунковою процентною ставкою за користування позиковими коштами (i):

$$D_{FL} = P_K - i. \quad (2)$$

У розгорнутому вигляді формула диференціалу фінансового левериджу має вигляд:

$$D_{FL} = (1 - H) \left(\frac{BP'}{A} - 1 \right), \quad (3)$$

$$BP' = BP + B, \quad (4)$$

де H – ставка податку на прибуток;

BP – чистий прибуток до вирахування відсотків по кредитах;

A – активи підприємства;

B – відсотки за позиковими коштами, що відносяться на собівартість продукції (відсотки, що сплачуються з прибутку не враховуються, адже вони вже входять до прибутку підприємства).

Друга складова ефекту фінансового левериджу – це так зване “плече” (LFL) фінансового ричагу, котре характеризує впливову силу фінансового левериджу та являє собою співвідношення між позиковим та власним капіталом:

$$L_{FL} = \frac{PK}{BK} \quad (5)$$

де $ПК$ – позиковий капітал;

$ВК$ – власний капітал.

Виклад основного матеріалу. Нами пропонується поєднання обох складових показників ефекту фінансового левериджу, котрий матиме наступний вигляд:

$$D_{FL} = (1 - H) \left(\frac{БП'}{A} - 1 \right) \frac{ПК}{ВК} \quad (6)$$

Формула рентабельності власного капіталу підприємства із врахуванням ефекту фінансового левериджу матиме вигляд:

$$\frac{ЧП}{ВК} = (1 - H) \frac{БП'}{РП} * \frac{РП}{A} + (1 - H) \left(\frac{БП'}{A} - i \right) \frac{ПК}{ВК} \quad (7)$$

Із формули (7) витікає:

– якщо диференціал фінансового рычагу $\left(\frac{БП'}{A} - i \right)$ має позитивне значення, то залучення позикових коштів (котре призводить до збільшення співвідношення позикових та власних коштів, тобто плеча фінансового рычагу $\frac{ПК}{ВК}$) викличе зростання позитивного значення ефекту фінансового левериджу, тобто збільшить рентабельність власних коштів підприємства та буде йому вигідно;

– якщо диференціал фінансового рычагу $\left(\frac{БП'}{A} - i \right)$ має від'ємне значення, то залучення позикових коштів викличе зростання від'ємного значення ефекту фінансового левериджу, тобто викличе зменшення рентабельності власного капіталу підприємства у порівнянні із ситуацією, коли б підприємство не залучало позикових коштів. Це буде невигідно для підприємства. Це підтверджує висновок, що коли процентна ставка за кредитами вища, ніж рентабельність капіталу підприємства, то підприємству невигідно залучати такі кредити.

Необхідно також розглянути таке важливе питання, як співвідношення між диференціалом та плечем фінансового рычагу. Річ у тому, що вони знаходяться у протиріччі між собою, коли додаткові кредити залучаються під більш високий відсоток, ніж середня відсоткова ставка за користування вже залученими позиковими коштами. У цьому випадку диференціал фінансового рычагу зменшується, а плече фінансового рычагу – зростає. У залежності від того, що змінюється сильніше, ефект фінансового левериджу або зростає, або

зменшується. Це також треба враховувати при управлінні рівнем економічної ефективності підприємства.

До того ж підприємству, що має велике плече фінансового ричагу, тобто багато позикових коштів та низький коефіцієнт автономії, кредити, як правило надаються під більшу процентну ставку, ніж підприємствам з відсутністю боргів, через більший ризик, пов'язаний з кредитуванням такого підприємства.

Недолік показника ефекту фінансового левериджу, на думку кафедри, полягає у тому, що він відображає приріст (зниження) рентабельності власного капіталу, тобто абсолютну величину, а не множник, що не дозволяє оцінити відносну величину приросту, (зниження) рентабельності власного капіталу підприємства внаслідок залучення позикового капіталу та побудувати пропорційну модель рентабельності власного капіталу підприємства, тобто модель у вигляді сполучення факторів.

Нами пропонується показник, що ліквідує цей недолік – індекс фінансового левериджу (*IFL*), який показує, у скільки разів (а не наскільки, як показник *FL E*) зростає (зменшується) рентабельність власного капіталу внаслідок залучення позикового капіталу. Цей показник також важливий тому, що він дозволяє побудувати трьохфакторну модель рентабельності власного капіталу підприємства.

Запропонована *методика управління структурою капіталу підприємства* на основі показника індексу фінансового левериджу включає 6 етапів.

1. Визначення виробничих планів підприємства та потреби підприємства в позиковому капіталі для виконання цих виробничих планів.

На першому етапі підприємство визначає власні виробничі плани, як то збільшення обсягів виробництва, вихід на нові ринки збуту, підписання нових контрактів тощо, та розраховує власні потреби в додатковому обіговому капіталі для виконання таких виробничих планів.

2. Розрахунок середньозваженої відсоткової ставки за користування позиковими коштами.

На другому етапі необхідно визначити середню процентну ставку за користування позиковими коштами із врахуванням додаткового позикового капіталу, який підприємство планує залучити для виконання своїх виробничих планів. Середню відсоткову ставку пропонується розраховувати як середньозважену величину всіх ставок за різними видами позикових коштів, що використовує підприємство. Середня процентна ставка є вихідною інформацією для розрахунку індексу фінансового левериджу.

3. Розрахунок відносного приросту (зниження) рентабельності власного капіталу, внаслідок залучення позикового капіталу (індексу фінансового левериджу).

На третьому етапі необхідно оцінити, як вплине залучення позикових коштів на прибутковість діяльності підприємства, тобто чи призведе воно до збільшення чи зменшення рентабельності власного капіталу. Оцінку динаміки рентабельності власного капіталу пропонується здійснювати за допомогою показника індексу фінансового леверіджу.

Пропонується таке визначення зазначеного показника. Поділимо рентабельність власного капіталу після залучення позикового капіталу (див. формулу (7)) на рентабельність власного капіталу у ситуації, коли б ці кошти не залучалися:

$$I_{FL} = \frac{(1-H) \frac{BP'}{RP} * \frac{RP}{A} + (1-H) \left(\frac{BP'}{A} - i \right) * \frac{PK}{BK}}{(1-H) \frac{BP'}{RP} \frac{RP}{A}} \quad (8)$$

$$I_{FL} = 1 + \frac{PK}{BK} - \frac{i * PK * A}{BK * BP'} \quad (9)$$

Розкладемо А у числівнику останнього члену як (ПК+ВК) та отримаємо:

$$I_{FL} = \frac{BK + PK}{BK} - \frac{i * PK * (PK + BK)}{BK * BP'} \quad (10)$$

Винесемо за дужки загальний множник обох членів $\frac{PK + BK}{BK}$ й отримаємо:

$$I_{FL} = \left(\frac{PK + BK}{BK} \right) \left(i - \frac{i * PK}{BP'} \right) \quad (11)$$

$$I_{FL} = \left(\frac{PK + BK}{BK} \right) \left(\frac{BP' - PK * i}{BP'} \right) \quad (12)$$

Перший множник у формулі (12) назвемо “мультиплікатором капіталу”. Це величина, обернена до коефіцієнта автономії. Мультиплікатор капіталу показує, скільки сумарного капіталу сформовано підприємством на одиницю власного капіталу, та має тим більше значення, чим більше позикових коштів залучає підприємство.

Другий множник назвемо “коефіцієнтом процентного зменшення прибутку”. Він дорівнює відношенню прибутку до оподаткування та прибутку до оподаткування й до сплати процентів та показує долю прибутку, що витрачається на процентні виплати. Коефіцієнт процентного зменшення прибутку є більшим, чим менше значення має відсоткова ставка за залученим позиковим капіталом.

4. На четвертому етапі керівництво підприємства може зробити висновок щодо доцільності залучення позикового капіталу. Якщо $IFL > 1$, то залучення позикового капіталу призводить до зростання рентабельності власного капіталу, та навпаки, якщо $IFL < 1$, то рентабельність підприємства зменшиться.

Із формули (12) також видно, що:

– якщо приріст сумарного капіталу підприємства завдяки залученню позикового капіталу у відносному виразі більше, ніж відносне зменшення прибутку внаслідок сплати процентів за використання позикового капіталу, то таке залучення позикового капіталу призведе до збільшення підсумкової рентабельності власного капіталу;

– якщо відносний приріст сумарного капіталу менше від зменшення прибутку, то залучення позикового капіталу призведе до зменшення рентабельності й, отже, є недоцільним.

Якщо ж підприємство сплачує відсотків більше, ніж отримує прибутку, то другий множник стає від'ємним. Індекс фінансового левериджу тоді також стає від'ємним, тобто підприємство стає збитковим (коефіцієнт рентабельності власного капіталу приймає від'ємне значення).

У випадку, коли залучення позикового капіталу призводить до зменшення рентабельності власного капіталу підприємства, керівництво підприємства має прийняти один з наступних варіантів рішень:

– розглянути можливість фінансування виробничих планів підприємства за рахунок власного капіталу, наприклад за рахунок збільшення статутного фонду підприємства;

– розглянути можливість фінансування підприємства за рахунок безкоштовного позикового капіталу (кредиторська заборгованість, фінансова допомога);

– погодитись з тимчасовим зниженням рентабельності власного капіталу підприємства, якщо це призведе до реальних вигід у майбутньому;

– відмовитись від виробничих планів.

5. Побудова трьохфакторної моделі рентабельності власного капіталу підприємства.

На п'ятому етапі здійснюється розрахунок параметрів моделі рентабельності власного капіталу підприємства.

Слід зазначити, що формула рентабельності власного капіталу (7), яка дорівнює сумі рентабельності всього капіталу та ефекту фінансового левериджу, має наступні недоліки:

вона відбиває рівень рентабельності власного капіталу підприємства, але не дозволяє глибоко оцінити основні характеристики діяльності підприємства (важелі та об'єкти (елементи) управління), що впливають на цей рівень, проаналізувати їх вплив на нього, не є

пропорційною, тобто такою, що дорівнює сполученню факторів, і тому, на думку кафедри, не є зручною для аналізу.

На основі формули (12) кафедрою розроблено альтернативну трьохфакторну модель рентабельності власного капіталу, яка включає у розгляд індекс фінансового левериджу.

Кафедрою пропонується наступний вигляд даної моделі:

$$P_{BK} = P_{PP} * K_{OA} * I_{FL}, \quad (13)$$

$$\text{або} \quad \frac{ЧП}{BK} = \frac{(1-H)БП'}{PP} * \frac{PP}{A} \left[\left(\frac{ПК + BK}{BK} \right) \left(\frac{БП' - ПК * i}{БП'} \right) \right] \quad (14)$$

6. *Інтерпретація вигляду отриманої моделі та приймання рішення відносно заходів щодо збільшення рівня рентабельності власного капіталу.*

Запропонована трьохфакторна модель (14) дозволяє визначити вплив рентабельності продажів, обіговості активів та структури капіталу на рівень рентабельності власного капіталу підприємства, а також прийняти рішення відносно заходів щодо збільшення значення цього показника. У залежності від того, який з трьох факторів негативно впливає на рівень рентабельності власного капіталу, керівництво підприємства приймає рішення про необхідні заходи стосовно ціни на продукцію, постійних або змінних витрат, обсягу реалізації продукції або структури капіталу згідно з системою методик.

Висновки. Запропонований показник (індекс фінансового левериджу (*I_{FL}*)) показує, у скільки разів (а не наскільки, як показник *FL E*) зростає (зменшується) рентабельність власного капіталу внаслідок залучення позикового капіталу. Запропонована трьохфакторна модель рентабельності власного капіталу дозволяє визначити вплив будь-якого з факторів на рентабельність власного капіталу підприємства, а також прийняти рішення відносно заходів щодо збільшення значення цього показника.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Бочаров В.В. Финансовый анализ: Учеб. пособие. СПб: ЗАО «Питер-Бук». - 2001.- 218 с.
2. Буряк П.Ю. Фінансове забезпечення розвитку підприємства. Львів: інс-т регіон. дослідж. НАН України. - 2000. - 247 с.
3. Забродский- В.А., Кизим Н.А. Диагностика финансовой устойчивости функционирования производственно-экономических систем. -Х: Бизнес-Информ. - 2000. - 107 с.
4. Зятковський І.В. Фінансове забезпечення діяльності підприємств. - Тернопіль: Екон. думка. - 2000. - 231 с.

5. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С.Стояновой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Изд-во Перспектива. - 1997. -574с.

BUBENKO I.V., RAZNIKOVA V.P. THE ESTIMATION OF INFLUENCING OF ATTRACTION OF DEBT FINANCING ON EFFICIENCY OF ENTERPRISE ACTIVITY.

The mechanism of management by effectiveness of financially-economic activity on the basis of Duyponis' corruption is considered and includes constituents: profitability of sale, velocity of capital circulation, capital structure. The criterion of management optimum accepts profitability of property asset, correlation of property and loan asset comes forward limitation.

Keywords: profitability, capital structure, leverage.

БУБЕНКО И.В., РАЗИНКОВА В.П. ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ССУДНЫХ СРЕДСТВ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ.

Рассмотрен механизм управления эффективностью финансово-хозяйственной деятельностью на основе Дюпона включает составляющие: рентабельность продажи, скорость обращения капитала, структура капитала. Критерием оптимальности управления принята рентабельность собственного капитала, ограничением выступает соотношение собственного и ссудного капитала.

Ключевые слова: рентабельность, структура капитала, леверидж.