

УДК 336.64

Механізм управління позиковим капіталом підприємства

Зянько В.В.

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри фінансів
Вінницького національного технічного університету

Ревенко В.С.

студент
Вінницького національного технічного університету

Виявлено проблеми розробки механізму управління фінансовим важелем та рентабельністю позикового капіталу. Визначено чинники ефективного управління можливими ризиками залучення позикового капіталу. Розроблено механізм управління рентабельністю позикового капіталу підприємства.

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

Зянько В.В., Ревенко В.С. МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

Вывявлены проблемы разработки механизма управления финансовым рычагом и рентабельностью заемного капитала. Определены факторы эффективного управления возможными рисками привлечения заемного капитала. Разработан механизм управления рентабельностью заемного капитала предприятия.

Ключевые слова: капитал, рентабельность, финансовый леверидж, привлеченный капитал, заемный капитал, ставка кредита.

Zianko V.V., Revenko V.S. CONTROL MECHANISM OF ENTERPRISE'S LOAN CAPITAL MANAGEMENT

There has been identified the main issues of the development management mechanism and of financial leverage and profitability of the extra capital. Factors of the efficient control of possible risks of attracted debt capital were determined. Control mechanism for margin the enterprise's loan capital was developed.

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

Постановка проблеми у загальному вигляді. 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.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми формування капіталу необхідного розміру для підприємства, оцінки ризику, пов'язаного зі структурою цього капіталу, висвітлені в працях видатних економістів Ф. Модільяні та М. Міллера [1]. На сучасному етапі дослідження проблем оцінки ризику структури позикового капіталу займаються такі вчені, як І.Ю. Єпіфанова [2], І.О. Бланк [3], Г.І. Базецька [4], Ю.А. Чернецька [5], О.С. Стоянова [6], О.Я. Базилінська [7], О.О. Сініцин [8] та ін. Їхні наукові здобутки є багатогранними та завершеними, однак все ж таки не дозволя-

ють ефективного керувати можливими ризиками залучення позикового капіталу.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Публікацію присвячено дослідженню механізму управління позиковим капіталом підприємства шляхом аналізу структури капіталу, що використовується більшістю вітчизняних підприємств. Досягнення окресленої мети обумовлює вирішення комплексу завдань, а саме: прийняття управлінських рішень, пов'язаних із залученням позикового капіталу, вивчення системи оперативного втручання в процеси управління позиковим капіталом, прогнозування всіх можливих ризиків та втрат, пов'язаних із залученим капіталом.

Викладення основного матеріалу дослідження. Сьогодні достатньо велика кількість підприємств України задля нарощування обсягів власного виробництва товарів, послуг звертаються до залучення позикового капіталу, не прогнозуючи заздалегідь всі можливі ризики та втрати, що є надзвичайно згубним кроком для самих підприємств.

Ф. Модільяні та М. Міллер у своїй статті, що у 1958 р. опублікувалася у журналі "American Economic Review", поставили під сумнів прийняту істину, що фінансова залежність збільшує загальну вартість фірм і призводить до збільшення прибутку на власний капітал. Загальновідомо, що існує два види джерел утворення коштів фірми: внутрішні (власний капітал) та зовнішні (залучений капітал). Ф. Модільяні та М. Міллер вкрай спрощують цю схему, 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, за Модільяні-Міллером, дорівнює сумі P.S та D. Тобто підсумком праці є формулювання, що вартість будь-якого підприємства визначається лише його майбутніми доходами і, відповідно, не залежить від структури капіталу цього підприємства [1].

І.Ю. Єпіфанова у своїй праці говорить про те, що у сучасних умовах господарювання, зважаючи на процеси глобалізації вітчизняних економік окремих країн, досить актуальним є питання забезпечення конкурентоспроможності та економічного зростання вітчизняних підприємств. Сучасні світові економічні тенденції свідчать, що в умовах високого рівня фінансових ризиків, впливу кризових чинників на діяльності господарських суб'єктів однією з головних проблем функціонування підприємств є забезпеченість необхідними ресурсами, зокрема фінансовими. Відсутність достатнього обсягу фінансових ресурсів спричиняє фінансовий дисбаланс, втрату належного рівня конкурентоспроможності та насамкінець банкрутство підприємств [2, с. 72].

Вчений І.О. Бланк у своїх працях говорить про важливість присутності фінансової безпеки підприємства як невід'ємного елемента його фінансової філософії, що створює необхідні передумови фінансової підтримки його стійкого розвитку у майбутньому, стабільному захисту його пріоритетних збалансованих фінансових інтересів від реальних і потенційних загроз зовнішнього та внутрішнього середовища [3, с. 24].

І.О. Бланк, О.С. Стоянова більшою мірою звертають 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.С. Стоянова рекомендує використовувати такі три основні показники, як ефект фінансового важеля, силу впливу фінансового важеля, силу впливу операційного важеля.

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, оскільки інвестування капіталу в діяльність будь-якого підприємства має на меті отримання прибутку, його нарощування.

Існує чимало концепцій фінансового менеджменту. Однак фундаментальною 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, 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 – з високою потенційною прибутковістю.

Тобто інвестований капітал може принести 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. Контролюючи співвідношення власного і позикового капіталу, менеджери підприємства можуть управляти фінансовим ризиком. Адже саме він є додатковим ризиком, що поширюється на акціонерів у процесі прийняття рішення про використання позикового капіталу.

Залучення позикових коштів має бути обґрунтованим, відповідати прийнятій фінансовій стратегії підприємства. Тому позиковий капітал останнього – один із об'єктів фінансового менеджменту. Управління позиковим

капіталом – одна з найважливіших функцій фінансового менеджменту [4, с. 8].

Важливо розуміти, що фінансування за рахунок позикового капіталу вигідно до певної межі. Підприємство не змогло б отримати такого значного обсягу чистого прибутку на одну акцію, якби залучало лише 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». Цей термін запозичений у американців і широко використовується вітчизняними фінансовими аналітиками.

У Великій Британії використовують термін «gearing» [5, с. 373]. 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, і, відповідно, 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 разі 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 та 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 підприємство має постійні операційні 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, де 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 позикового 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 позикового капіталу. Такий спосіб розрахунку широко використовується в країнах континентальної Європи (Франція, Німеччина) [5, с. 374].

Ефективність фінансового левериджу розраховується за формулою (1) [6, с. 157]:

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

де EFL – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу;

$3K$ – 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;

ZK – середня сума залученого (позичкового) капіталу, що використовується підприємством;

BK – середня сума власного капіталу підприємства.

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

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

2. диференціал фінансового левєриджу ($KBP_a - CBK$) – характеризує різницю між рентабельністю активів підприємства та середньозваженою розрахунковою ставкою відсотка за користування кредитом;

3. плече фінансового левєриджу (ZK/BK) – величина залученого (позичкового) капіталу в розрахунку на одну грошову одиницю власного капіталу підприємства.

В умовах інфляції розрахунок ефекту фінансового левєриджу пропонується розглядати з коригуванням залежно від темпів інфляції. Якщо сума заборгованості підприємства та відсотків за позиками не індексуються, ефект фінансового важеля збільшується, оскільки обслуговування боргу і сам борг оплачуватимуться тепер знеціненими грошима (формула (2)) [6, с. 158]:

$$EFL = (1 - Cnn) \times \left(\frac{KBP_a - CBK}{1 + i} \right) \times \frac{ZK}{BK}, \quad (2)$$

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

Податковий коректор фінансового левєриджу 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 левєриджу (різниця між рентабельністю активів та ставкою відсотка за кредити) є найвагомішою умовою, що формує позитивний ефект фінансового левєриджу. 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 левєриджу створюється, якщо величина диференціалу фінансового левєриджу набуває позитивного значення. І

чим вище позитивне значення диференціалу фінансового левєриджу, тим вищим буде його ефект за інших рівних умов.

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

Це пов'язано з тим, що і коефіцієнт валової рентабельності активів (далі – KBP_a), і середня відсоткова ставка за кредит (далі – CBK) 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 KBP_a більший, ніж CBK , то кредити генерують прибуток на власний капітал; якщо KBP_a менше, ніж CBK , то навпаки: використання кредитів приносить збитки на власний капітал.

Коефіцієнт фінансового левєриджу 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 левєриджу буде мультиплікувати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левєриджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу [7, с. 120].

Однак необхідно усвідомити глибокий зв'язок між диференціалом і плечем фінансового левєриджу (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.

Знання механізму дії фінансового левєриджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу компанії. Широта практичного застосування механізму фінансового левєриджу також обумовлюється тим, що цей показник можна розрахувати не тільки в цілому, за всім обсягом позичкового капіталу, але і в розрізі кожного з його джерел (короткостроковими, довгостроковими кредитами та ін.). Необхідно відзначити, що західні економісти вважають оптимальним значення фінансового левєриджу на рівні 30–50%.

якщо кредит приносить менше 30% додаткового прибутку, то залучення таких кредитів є невдалим рішенням, але при значенні більше 50% у компанії підвищуються фінансові ризики [8, с. 1].

Висновки. Отже, залучення додаткового позикового капіталу доцільно лише за умови, що справжній рівень економічної рентабельності підприємства перевищує вартість позикових коштів. Розрахунки фінансового важеля дають можливість визначати безпечні обсяги позикових коштів, розраховувати допустимі умови кредитування, полегшувати податковий тягар підприємства.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. – June. – P. 261–297.
2. Єпіфанова І.Ю. Сучасні підходи до аналізу ефективності управління власним капіталом підприємства / І.Ю. Єпіфанова, І.В. Дрозд // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2015. – Том 19. – № 2. – С. 71–76.
3. Бланк І.А. Управление финансовой безопасностью предприятия / И.А. Бланк. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 784 с.
4. Базецька Г.І. Конспект лекцій з дисципліни управління капіталом / Г.І. Базецька, Н.В. Шокурова – Х.: ХНУМГ, 2014 – 56 с.
5. Чернецька Ю.А. Управління левєриджем з метою досягнення стійкого розвитку підприємства / Ю.А. Чернецька // Вісн. соціал.-екон. досліджень : зб. наук. пр. ; [наук. ред. М.І. Зверяков та ін.]. – О. : ОДЕУ, 2010. – № 38. – С. 372–376.
6. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика : [учеб.] / Е.С. Стоянова – М.:Ин-т фин. менеджмента, 2010. – 656 с.
7. Базилінська О.Я. Фінансовий аналіз теорія та практика : [навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / О.Я. Базилінська – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 328с.
8. Сініцин О.О. Фінансовий левєридж в управлінні структурою капіталу / О.О. Сініцин // Ефективна економіка – 2014. – № 9. – С. 1–3.