

Гайдаєнко О.М.

ВЕЛИЧИНА ЕФЕКТУ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ ЯК СКЛАДОВА ПРИЙНЯТТЯ УПРАВЛІНСЬКОГО РІШЕННЯ

Досліджено особливості механізму дії ефекту фінансового важеля серед підприємств металургійної галузі України, наведено фактори, що впливають на цей механізм. З метою удосконалення інструментарію управлінського аналізу в умовах прояви кризових явищ визначена динаміка ефекту фінансового важеля у часі серед підприємств металургійної галузі України. Це надає можливість обґрунтування оптимальної структури капіталу та залучення оптимальної кількості фінансових ресурсів у період кризи з урахуванням характерних особливостей металургійної галузі України.

Ключові слова: ефект фінансового важеля, структура капіталу, фінансовий леверидж.

Постановка проблеми. Сучасні підприємства використовують для фінансування своєї діяльності як власні, так і позичені кошти. Визначення оптимальної структури капіталу є одним з найважливіших фінансових завдань будь-якого підприємства. Цю оптимальну структуру капіталу можна визначити при використанні ефекту фінансового важеля. Цей ефект залежить від багатьох факторів, зокрема і від галузевого. Вибір оптимальної структури капіталу дозволяє підприємству максимізувати показник рентабельності власного капіталу. Рентабельність власного капіталу показує, наскільки добре підприємство використовує інвестиційні фонди для забезпечення зростання доходів. Це означає, що проблема дослідження ефекту фінансового важеля є актуальною для усіх компаній.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням фінансового левериджу присвячені праці таких вітчизняних та зарубіжних науковців як Л.А. Бернстайн, Є. Брігхем, Б. Коласс, Ж. Перар, Дж.Г. Сігел, Е. Хелферт, Дж.К. Ван Хорн, Дж. К. Шим, С.С. Аптекарь, І.А. Бланк, М.Г. Гузь, В.В. Ковальов, К.Ф. Ковальчук, Ю.Г. Лисенко, К.Г. Макаров, В.Л. Петренко, Є.С. Стоянова, М.Г. Чумаченко та інші. Невирішеною частиною цієї проблеми є аналіз ефекту фінансового важеля саме для окремих галузей. Так, наприклад, С.В. Чередніченко стверджує, що завдяки підвищенню ефективності Україна може стати лідером в експорті продукції металургійної галузі [3, с.1].

Формулювання цілей статті. Метою цього наукового дослідження є аналіз ефекту фінансового важеля з метою обґрунтування

оптимальної структури капіталу відомих підприємств металургійної галузі України.

Опис основного матеріалу дослідження. Підвищення рентабельності власних коштів називають ефектом фінансового левериджу, тобто фінансовий леверидж характеризує ефективність використання позикових коштів, залучених підприємством. Ефект фінансового левериджу відображає рівень рентабельності власного капіталу за різних варіантів структури капіталу. Тому, доцільно розглядати процес оптимізації структури фінансових ресурсів за критерієм максимізації рентабельності власного капіталу.

Однак залучення позикового капіталу пов'язане з декількома ризиками. Позика коштів зобов'язує підприємство виплачувати відсотки та погашати суму взятого боргу. Чим більше коштів позичає підприємство, тим більше в нього виникає заборгованості за цими позиками, тим більше ризик того, що одного часу він ці позики не зможе погасити. Через ефект фінансового левериджу підприємство, яке позичає забагато коштів, може збанкрутувати під час економічної кризи, в той же час компанія з низьким левериджем може устояти.

На ідеальному рівні фінансового важеля рентабельність власного капіталу компанії зростає, так як використання левериджу збільшує волатильність акцій, підвищуючи рівень їх ризику, який в свою чергу збільшує їх дохідність. Однак якщо компанія перенасичена позиковими коштами може статися зниження рентабельності власного капіталу. Ефект фінансового левериджу розраховується за наступною формулою:

$$E\Phi L = (1 - Ctm) * (KBPa - PK) * \left(\frac{3K}{BK}\right), \quad (1)$$

де EΦL – приріст рентабельності власного капіталу, %;

СПп – ставка податку на прибуток;

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

ПК – середній відсоток за кредит, що сплачує підприємство за використання позикового капіталу, %;

ЗК – середня сума позиченого капіталу, що використовується підприємством;

ВК – середня сума власного капіталу підприємства.

Одразу треба зазначити, що в умовах, коли фірма не використовує позичковий капітал або валова рентабельність її активів дорівнює середньому відсотку за кредит, рентабельність власного капіталу буде просто дорівнювати валовій рентабельності активів, скоригованій на податкову ставку.

Отже, цю формулу можна умовно розбити на три частини для детального аналізу факторів, що впливають на ефект фінансового левериджу для металургійних компаній України.

1) Податковий коректор фінансового левериджу. Він визначає межі дії ефекту фінансового левериджу у зв'язку з тим, що частина прибутків компанії вилучається державою у вигляді податку на прибуток. Він є зовнішнім фактором,

на який компанія впливати не може, а отже у розрахунках оптимальної структури капіталу його приймають за константу.

2) Диференціал фінансового левериджу. Він визначається як різниця між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотків за кредит. Він є основним показником, що обумовлює значимість використання фінансового левериджу. З одного боку, якщо валова рентабельність активів вища за плату за позикові кошти, підприємство створює вартість. З іншого боку, якщо позичковий відсоток вищий за створений активами валовий прибуток, підприємство знищує вартість. Такий результат є дуже логічним: якщо диференціал є позитивною величиною, підприємство заробляє більше грошей, ніж виплачує своїм кредиторам. Додатковий прибуток дістається акціонерам цього підприємства, а отже збільшується рентабельність власних коштів.

Аналіз диференціалу фінансового левериджу серед великих українських підприємств металургійної галузі почнемо з аналізу їх коефіцієнтів валової рентабельності активів (таблиця 1).

Таблиця 1

Аналіз валової рентабельності активів підприємств металургійної галузі України за 2014-2015 роки*

Підприємство	Валовий прибуток, тис. грн.		Середньорічна вартість активів, тис. грн.		Валова рентабельність активів (КВРа), %	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Арселорміттал Кривий Ріг	2832022	1120193	58076178,5	76034879	4,88	1,47
Запоріжсталь	5837913	7813209	18580581,5	26424751,5	31,42	29,57
Кременчуцький завод металевих виробів	1426	1511	9104	8100,5	15,66	18,65
Донецький металургійний завод	-5045	-4517	685712,5	667566,5	-0,74	-0,68
Дніпрополімер-маш	4662	668	117530,5	131228	3,97	0,51
Харківський метизний завод	1473	5228	13715,5	18006,5	10,74	29,03
Чернігівський завод «Металіст»	407	472	2291,5	2449,5	17,76	19,27
Донецьксталь	2421119	3593896	12271919	14970546	19,73	24,01
Дніпроспецсталь	794136	1215389	3185151,5	4874691,5	24,93	24,93
Криворізький залізорудний комбінат	1987470	1455952	4861182	5286491	40,88	27,54

* Складено автором на підставі [1,2]

У 2015 році серед аналізованих від'ємне значення валової рентабельності активів мав Донецький металургійний завод через те, що собівартість їх продукції перевищувала отриманий чистий дохід від реалізації; інші підприємства мали позитивне значення валової

рентабельності активів, що показує хоча б їх можливість при деяких умовах мати позитивний ефект від фінансового левериджу.

Зазначимо, що середній показник валової рентабельності серед усіх аналізованих підпри-

емств становив 17,43%, що вище середнього світового показника у 13,4% [3,с.1].

У 2015 році валова рентабельність активів у більшості підприємств збільшилася в основному за рахунок збільшення валових прибутків.

Крім валової рентабельності активів на диференціал фінансового левєриджу також впливає середній рівень відсоткових ставок за кредитні ресурси. Тут слід зазначити, що кредитні ресурси в нашій державі є дуже дорогими, це пов'язано з високими ризиками, з якими мають діло кредитори.

У 2011-2012 рр. економічна ситуація була більш стабільною, тоді ніхто не міг передбачити ні військові дії в Україні, ні пов'язану з ними затяжну економічну кризу. Ризик України був значно нижчим, банки мало не самі шукали корпоративних позичальників для надання фінансування. Зараз великому бізнесу дуже

складно залучати гроші за кордоном, а українські банки практично не здатні його забезпечити. При цьому міжнародні фінансові організації (ЄБРР, ІFC та інші) зараз більше орієнтовані на розвиток середнього і малого бізнесу.

Аналіз даних (таблиця 2) показує, що диференціал фінансового левєриджу значно погіршився у 2014 порівняно з 2013 роком: середній показник у 2013 році склав (-0,68%), у 2014 році – (- 4,08%). Таке погіршення було визвано у 2014 році збільшенням середніх відсоткових ставок за банківськими кредитами на 6,6 в.п. Проте ситуація у 2015 році трохи покращилась: диференціал фінансового левєриджу склав (-0,57%) через те, що середні відсоткові ставки впали на 3 в.п., а середній коефіцієнт валової рентабельності активів зріс на 0,51%.

Таблиця 2

Аналіз диференціалу фінансового левєриджу підприємств металургійної галузі України за 2013-2015 роки*

Підприємство	КВРа, %			ПК, %			(КВРа-ПК), %		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Арселорміттал Кривий Ріг	-0,04	4,88	1,47	14,40	21,00	18,00	-14,44	-16,12	-16,53
Запоріжсталь	9,25	31,42	29,57	14,40	21,00	18,00	-5,15	10,42	11,57
Кременчуцький завод металевих виробів	17,95	15,66	18,65	14,40	21,00	18,00	3,55	-5,34	0,65
Донецький металургійний завод	0,14	-0,74	-0,68	14,40	21,00	18,00	-14,26	-21,74	-18,68
Дніпрополімер-маш	2,58	3,97	0,51	14,40	21,00	18,00	-11,82	-17,03	-17,49
Харківський метизний завод	13,73	10,74	29,03	14,40	21,00	18,00	-0,67	-10,26	11,03
Чернігівський завод «Металіст»	22,21	17,76	19,27	14,40	21,00	18,00	7,81	-3,24	1,27
Донецьксталь	18,03	19,73	24,01	14,40	21,00	18,00	3,63	-1,27	6,01
Дніпроспецсталь	14,93	24,93	24,93	14,40	21,00	18,00	0,53	3,93	6,93
Криворізький залізорудний комбінат	38,41	40,88	27,54	14,40	21,00	18,00	24,01	19,88	9,54

* Складено автором на підставі [1,2,4]

Отже, не зважаючи на покращення, ситуація все одно є несприятливою, тому що металургійна галузь в Україні не може користуватися вигодами ефекту фінансового левєриджу через перевищення середнього відсотку за кредит над середньою валовою рентабельністю активів металургійних підприємств.

Тобто, можна стверджувати, що здешевлення кредитів дуже сильно впливає на діяльність металургійних підприємств: з одного боку, це здешевлення знижує фінансові витрати підприємства, з іншого боку, це здешевлення

збільшує можливості підприємства розширювати свою діяльність, брати кредити на розвиток і вкладання у довгострокові проекти, які є критично важливими у цій капіталомісткій галузі.

3) Коефіцієнт фінансового левєриджу. Він показує, скільки гривень залучених коштів приходить на 1 гривню власних коштів підприємства. Він є прискорювачем позитивного або негативного ефекту, який отримується за рахунок відповідного значення його диференціалу. Якщо диференціал фінансового

левериджу позитивний, приріст коефіцієнту фінансового левериджу забезпечить прискорення приросту рентабельності власного капіталу підприємства. Але якщо диференціал є від'ємним, приріст коефіцієнту фінансового левериджу призведе до прискорення темпів падіння рентабельності власного капіталу. Перевищення позиченого капіталу над власним є характерним у світовій практиці для підприємств металургійного комплексу (середній показник коефіцієнту фінансового левериджу дорівнює

1,75 [3, с. 1]. У 2015 році лише чотири підприємства серед аналізованих мали більше позичених джерел формування активів, аніж власних (таблиця 3), однак серед цих підприємств «Дніпроспецсталь» має дуже високий рівень левериджу, що пов'язано з додатковими фінансовими ризиками, а «Донецьксталь» взагалі має від'ємний показник власного капіталу через значні накопичення непокрытих збитків.

Таблиця 3

Аналіз коефіцієнту фінансового левериджу підприємств*

Підприємство	Позичений капітал, тис. грн.		Власний капітал, тис. грн.		(ЗК/ВК)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Арселорміттал Кривий Ріг	18237258	20106595	56293118	57432787	0,32	0,35
Запоріжсталь	12055775	14436092	10699830	15657806	1,13	0,92
Кременчуцький завод металевих виробів	2047	1359	6230	6565	0,33	0,21
Донецький металургійний завод	292467	381738	386456	274472	0,76	1,39
Дніпрополімер-маш	102993	114552	22340	22571	4,61	5,08
Харківський метизний завод	11727	13936	5031	5319	2,33	2,62
Чернігівський завод «Металіст»	438	646	1852	1963	0,24	0,33
Донецьксталь	14965372	24614290	-1701431	-7937139	-8,80	-3,10
Дніпроспецсталь	12997755	16222242	266186	454909	48,83	35,66
Криворізький залізорудний комбінат	1109198	1153509	3750554	4559721	0,30	0,25

* Складено автором на підставі [1,2]

Перевищення залученим капіталом власного відображає, по-перше, високий рівень залучення коштів в металургійній галузі, по-друге, складність залучення коштів на фондових ринках, і, по-третє, високі рівні непокрытих збитків за останні роки. Деякі автори займалися емпіричним підтвердженням того, що рівень боргового навантаження металургійних підприємств негативно корелює з рентабельністю їх власного капіталу [5,с.4]. Дійсно, ця кореляція є оправданою: через негативне значення диференціалу збільшення коефіцієнту фінансового важеля, тобто боргового навантаження, призводить до прискорення зниження рентабельності власного капіталу. Проте в світовій практиці ситуація складається навпаки: збільшення фінансового важеля збільшує рентабельність власного капіталу (завдяки позитивному значенню диференціалу) через механізми залучення вигідних довгострокових кредитів під невеликі відсотки і наявності

високого рівня кредиторської заборгованості за матеріали, сировину, паливо, електроенергію тощо.

Розглянемо загальний показник ефекту фінансового левериджу серед металургійних підприємств України (таблиця 4).

Як було підраховано, у 2015 році у трьох підприємств диференціал левериджу був від'ємним, отже рентабельність їх власних коштів буде зменшуватися через фінансовий леверидж, а рентабельність власного капіталу підприємств з позитивним диференціалом буде збільшуватися завдяки фінансовому левериджу. Необхідно зазначити, що отримані значення ефекту знаходяться у тісному взаємозв'язку з фактичним фінансовим станом цих підприємств. Багато підприємств мають від'ємне значення власного капіталу через шалені збитки через кризові явища на ринку та переоцінку активів підприємства [6].

**Аналіз впливу факторів на зміну ефекту фінансового левериджу для підприємств
металургійної галузі України у 2015 році***

Підприємство	(1-Спп)		(КВРа-ПК), %		(ЗК/ВК)		ЕФЛ, %		Відхилення		
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	всього	у тому числі за рахунок	
										КВРа-ПК	ЗК/ВК
Арселорміттал Кривий Ріг	0,82	0,82	-16,12	-16,53	0,32	0,35	-4,28	-4,74	-0,46	-0,11	-0,35
Запоріжсталь	0,82	0,82	10,42	11,57	1,13	0,92	9,63	8,75	-0,88	1,06	-1,94
Кременчуцький завод металевих виробів	0,82	0,82	-5,34	0,65	0,33	0,21	-1,44	0,11	1,55	1,61	-0,07
Донецький металургійний завод	0,82	0,82	-21,74	-18,68	0,76	1,39	-13,49	-21,30	-7,81	1,90	-9,71
Дніпрополімер-маш	0,82	0,82	-17,03	-17,49	4,61	5,08	-64,39	-72,79	-8,40	-1,73	-6,67
Харківський метизний завод	0,82	0,82	-10,26	11,03	2,33	2,62	-19,61	23,71	43,32	40,70	2,62
Чернігівський завод «Металіст»	0,82	0,82	-3,24	1,27	0,24	0,33	-0,63	0,34	0,97	0,87	0,10
Донецьксталь	0,82	0,82	-1,27	6,01	-8,80	-3,10	9,17	-15,27	-24,44	-52,49	28,05
Дніпроспецсталь	0,82	0,82	3,93	6,93	48,83	35,66	157,46	202,72	45,26	120,13	-74,86
Криворізький залізорудний комбінат	0,82	0,82	19,88	9,54	0,30	0,25	4,82	1,98	-2,84	-2,51	-0,33
У середньому	0,82	0,82	-4,08	-0,57	5,00	4,37	-16,73	-2,04	14,69	14,39	0,30

* Розроблено автором на підставі [1,2]

Проведемо узагальнення впливу чинників (таблиця 4) для того, щоби визначати, як саме фактори вплинули на динаміку ефекту фінансового левериджу найбільше.

У 2015 році у порівнянні з 2014 зменшення збитковості власного капіталу через використання фінансового левериджу у середньому уповільнилось на 14,69 в.п., у тому числі за рахунок зменшення перевищення кредитних ставок над валовою рентабельністю активів – на 14,39 в.п., а також за рахунок деякого зменшення співвідношення залученого та власного капіталу – на 0,3 в.п., при цьому податковий коректор не змінився.

Звісно, це покращення не є сильно відчутним для галузі, тому що ефект фінансового важеля є кумулятивним, і зменшення рентабельності у одному році посилює зменшення попередніх років.

Висновки і перспективи подальших досліджень. На основі викладеного матеріалу можна прийти до висновку про те, що визначення факторів, що впливають на ефект фінансового важеля, є дуже важливим елементом фінансово-господарського планування. Якщо компанія позичає гроші, щоби модернізувати технологію, додати продукт в свою лінійку, нарощувати обсяги виробництва, вийти на міжнародні ринки, якісно покращити діяльність

компанії, то додаткова диверсифікація, швидше за все, компенсує додатковий ризик від фінансового плеча. Виходить, що якщо цей фінансовий важіль привнесе вигоди для компанії, додатковий ризик не повинен мати негативний вплив на компанію або її інвестицій. Щодо металургійних підприємств, то для цієї галузі характерні високі показники фінансового левериджу у порівнянні з іншими галузями, а отже вплив диференціалу на рентабельність власного капіталу буде пришвидшуватися значним використанням боргових коштів. На жаль, у металургійній галузі України в даний момент використання боргового капіталу призводить до зниження рентабельності власного капіталу через перевищення кредитних ставок над валовою рентабельністю активів, що свідчить про кризовий стан розвитку галузі. Рекомендацією для металургійних підприємств є використання якомога меншої кількості короткострокових боргових коштів у період цієї кризи та залучення оптимальної кількості фінансових ресурсів для розвитку підприємства у період економічного зростання.

Незначні інфляційні процеси практично не впливають на фінансовий стан підприємства і його звітність. Однак високі темпи інфляції негативно впливають на всі фінансово-господарські сторони діяльності фірми.

Причому, чим вище темпи інфляції, тим значніше ступінь спотворення і активів, і пасивів балансу, і в цілому фінансових результатів.

Оскільки серйозним дестабілізуючим фактором для економіки України протягом

останніх років була і залишається інфляція, подальші наукові дослідження полягають у дослідженні ефекту фінансового важеля в залежності від темпів інфляції.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>.
2. Аналітичний огляд металургійного сектору від CSI Market [Електронний ресурс] / Режим доступу http://csimarket.com/Industry/Industry_Data.php?ind=108.
3. Чередніченко С. В. Прогнозування тенденцій світового ринку металопродукції та експортної діяльності металургійної галузі України / С. В. Чередніченко // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – 2014. – 1/7. – С. 1-6.
4. Динаміка вартості кредитів за даними Національного банку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
5. Бичкова Н. В. Оптимізація структури капіталу вітчизняних підприємств у контексті підвищення ефективності фінансової діяльності / Н. В. Бичкова // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2013. – 1 (48). – С. 1-8.
6. Чому Україні не потрібний власний метал? – iPress.ua [Електронний ресурс] / Режим доступу http://ipress.ua/mainmedia/chomu_ukraini_ne_potriben_vlasnyy_metal_25197.html.

REFERENCES

1. Ahentstvo z rozvytku infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy [The Agency for the Development of Infrastructure of stock market of Ukraine]. (n.d.). *smida.gov.ua*. Retrieved from: <http://smida.gov.ua/> [in Ukrainian].
2. Analitychnyj ohliad metalurhijnoho sektoru vid CSI Market [Analytical review of the steel sector from CSI Market]. (n.d.). *csimarket.com*. Retrieved from: http://csimarket.com/Industry/Industry_Data.php?ind=108 [in Ukrainian].
3. Cherednichenko S. V. (2014). Prohnozuvannia tendentsij svitovoho rynku metaloproduktsii ta eksportnoi diial'nosti metalurhijnoi haluzi Ukrainy [Forecasting trends in world steel market and exports steel industry of Ukraine]. *Visnyk Skhidnoievropejs'koho universytetu ekonomiky i menedzhmentu – The Bulletin of Eastern-European University of Economics and Management*, 1/7, 1-6 [in Ukrainian].
4. Dynamika vartosti kredytiv za danymy Natsional'noho banku Ukrainy [The dynamics of the value of credits according to the National Bank of Ukraine]. (n.d.). *www.bank.gov.ua*. Retrieved from: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index> [in Ukrainian].
5. Bychkova N. V. (2013). Optymizatsiia struktury kapitalu vitchyznianykh pidpriemstv u konteksti pidvyschennia efektyvnosti finansovoi diial'nosti [Optimization of capital structure of domestic enterprises in the context of improving the efficiency of financial activity]. *Visnyk sotsial'no-ekonomichnykh doslidzhen' – The Bulletin of Socio-Economic Research*, 1 (48), 1-8 [in Ukrainian].
6. Chomu Ukraini ne potribnyj vlasnyj metal? [Why Ukraine does not need its own metal?]. (n.d.). *ipress.us*. Retrieved from: http://ipress.ua/mainmedia/chomu_ukraini_ne_potriben_vlasnyy_metal_25197.html [in Ukrainian].

Одержано 10.08.2016 р.