

ОЦЕНКА ЭФФЕКТА ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА В РЕШЕНИИ ЗАДАЧИ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ*

© 2015 Е.А. Кандрашина, Е.С. Смолина**

Ключевые слова: финансовый рычаг, дифференциал финансового рычага, плечо финансового рычага, налоговый корректор, структура капитала.

Рассматривается связь таких показателей, как дифференциал финансового рычага, плечо финансового рычага, налоговый корректор, а также влияние расчетного значения эффекта финансового рычага на структуру капитала предприятия.

Результатом принятия решения о финансировании деятельности компании за счет заемных средств является возникновение эффекта финансового левириджа (рычага), который создает дополнительный риск для владельцев обыкновенных акций, обычно сопряженный с ростом показателя прибыли на одну акцию.

Эффект финансового рычага проявляется и в неакционерных компаниях, привлекающих заемный капитал, в форме увеличения рентабельности собственного капитала фирмы.

Финансовый рычаг (финансовый левиридж) характеризует соотношение между собственным и заемным капиталом компании.

Существует две концепции финансового рычага - американская и европейская.

1. Американская концепция финансового рычага.

В рамках этой концепции влияние финансового рычага определяется путем оценки взаимосвязи между чистой прибылью и величиной прибыли до выплаты процентов и налогов. Финансовый рычаг отражает меру финансового риска деятельности предприятия, так как фирма, используя заемные средства, всегда рискует больше, чем фирма, не использующая заемный капитал. Каждый процент изменения прибыли до выплаты процентов за пользование заемными средствами и налогов приводит к большему изменению чистой прибыли. То есть, чем выше сила воздействия финансового рычага, тем больше степень финансового риска предприятия, связанного с использованием заемных средств (возможен недостаток средств на выплату процентов по ссудам и займам).

Степень воздействия финансового рычага по этой концепции определяется по формуле

$$DFL = \frac{Q \cdot (P - V) - F}{Q \cdot (P - V) - F - I},$$

где Q - объем реализованной продукции; P - цена единицы изделия; V - переменные затраты на 1 изделие; F - постоянные затраты; I - проценты по заемным средствам.

Коэффициент DFL показывает, во сколько раз прибыль до выплаты процентов и налогов превосходит налогооблагаемую прибыль. Нижней границей коэффициента является единица. Чем больше относительный объем привлеченных предприятием заемных средств, тем больше выплачиваемая по ним сумма процентов, выше уровень финансового рычага и, следовательно, более вариабельна чистая прибыль.

2. Европейская концепция финансового рычага.

В рамках этой концепции финансовый рычаг характеризует эффективность использования заемного капитала. Эффект финансового рычага рассчитывается как разница между рентабельностью собственного капитала и рентабельностью активов. Это показатель, отражающий уровень дополнительной прибыли на собственный капитал за счет использования заемных средств.

Эффект финансового рычага ($ЭФР$) рассчитывается по следующей формуле:

$$ЭФР = (1 - t) \cdot (ROA - I) \cdot \frac{D}{E},$$

где t - ставка налога на прибыль; ROA - коэффициент рентабельности активов (определяется как отношение валовой при-

* Публикация подготовлена в рамках конкурсной части государственного задания № 26.944.2014/К "Формирование организационно-экономического механизма управления изменениями в социально-экономических системах (СЭС) в условиях глобализации и развития информационно-знаниевой экономики".

** Кандрашина Елена Александровна, доктор экономических наук, профессор; Смолина Екатерина Станиславовна, кандидат экономических наук, доцент. E-mail: ekaterinsmolin@yandex.ru. - Самарский государственный экономический университет.

были к средней стоимости активов и выражается в процентах); I - средняя ставка процента за пользование заемными средствами; D - средняя сумма используемого предприятием заемного капитала; E - средняя сумма собственного капитала предприятия.

Таким образом, эффект финансового рычага - это приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое за счет использования заемных средств. Если же эффект финансового рычага принимает отрицательное значение, можно сделать вывод о неэффективном использовании заемного капитала, которое приводит к снижению рентабельности собственного капитала.

В российской практике финансовых расчетов чаще применяется европейская концепция финансового рычага, которая содержит три основные составляющие:

- 1) налоговый корректор;
- 2) дифференциал финансового рычага;
- 3) плечо финансового рычага.

Налоговый корректор уменьшает эффект финансового рычага в зависимости от уровня налогообложения прибыли. На этот показатель предприятие практически не может влиять, так как ставки налога на прибыль устанавливаются законодательно. Тем не менее, фирмы могут быть зарегистрированы в свободных экономических зонах или государствах с более низким уровнем налогообложения.

Дифференциал финансового рычага - главный элемент в формировании положительного эффекта. Этот эффект проявляется, если уровень рентабельности активов превышает средний размер процента за пользование заемными средствами. Кроме того, значение дифференциала финансового рычага в полной мере раскрывает разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента по кредиту. Чем выше значение дифференциала, тем больше вероятность положительного эффекта от финансового воздействия на предприятие. Этот показатель весьма динамичен, постоянный мониторинг дифференциала позволяет контролировать финансовую ситуацию и не упустить момент снижения рентабельности активов.

Плечо финансового рычага характеризует силу воздействия положительного или от-

рицательного эффекта, получаемого за счет дифференциала.

Так, если дифференциал имеет положительное значение, то любое увеличение плеча финансового рычага, т.е. повышение доли заемных средств в структуре капитала, будет приводить к росту его эффекта. Соответственно, чем выше положительное значение дифференциала финансового рычага, тем выше при прочих равных условиях будет его эффект.

Эффект финансового рычага возникает из-за расхождения между экономической рентабельностью и "ценой" заемных средств. Иными словами, предприятие должно изначально наработать такую экономическую рентабельность, чтобы средств хватило, по крайней мере, для уплаты процентов за кредит.

Рассматривая влияние эффекта финансового рычага на конкретном примере, обратимся к предприятию ОАО "ГАЗ".

"Группа ГАЗ" выпускает легкие и среднетоннажные коммерческие автомобили, автобусы, тяжелые грузовики, легковые автомобили, силовые агрегаты и автокомпоненты. Компания объединяет 13 предприятий в 8 регионах России, является лидером рынка коммерческого транспорта России, занимая около 50% сегмента легких коммерческих автомобилей и около 65% сегмента автобусов. Флагманский продукт компании - легкий коммерческий автомобиль нового поколения "ГАЗель NEXT". "Группа ГАЗ" - лидер среди российских автопроизводителей по созданию экологичных видов транспорта, включая разработки техники на альтернативных видах топлива.

В табл. 1 представлены расчеты дифференциала финансового рычага за период 2011 - 2013 гг.

Таблица 1

**Значение дифференциала
финансового рычага за период
2011-2013 гг. для ОАО "ГАЗ"**

Год	Значение DFL
2011	-0,0554
2012	-0,0936
2013	0,019

На основании представленных расчетов можно сделать вывод, что в 2011 и 2012 гг. предприятие переживало кризисные моменты в своем развитии, о чем свидетельствуют

отрицательные значения дифференциала, а следовательно, в компании была снижена рентабельность собственного капитала, что делало использование собственного капитала неэффективным. В 2013 г. ситуация изменилась в лучшую сторону, так как значение эффекта стало положительным, что говорит о возможном его увеличении при повышении доли заемных средств в структуре капитала ОАО "ГАЗ".

Второй составляющей эффекта финансового рычага выступает коэффициент финансового рычага (плечо финансового рычага - *FLS*), характеризующий силу воздействия финансового рычага и определяемый как отношение заемного капитала (*D*) к собственному капиталу (*E*):

$$FLS = D / E.$$

Таким образом, эффект финансового рычага складывается из влияния двух составляющих: *дифференциала* и *плеча рычага*.

Дифференциал и плечо рычага тесно взаимосвязаны. До тех пор, пока рентабельность вложений в активы превышает цену заемных средств, т.е. дифференциал положителен, рентабельность собственного капитала будет расти тем быстрее, чем выше соотношение заемных и собственных средств. Однако по мере роста доли заемных средств растет их цена, начинает снижаться прибыль, в результате падает рентабельность активов и, следовательно, возникает угроза получения отрицательного дифференциала.

Плечо финансового рычага показывает, во сколько раз заемный капитал превышает собственный.

Иными словами, **коэффициент финансового левериджа (*D / E*)** характеризует сумму кредитного капитала, привлеченного предприятием, в расчете на единицу собственного капитала. Именно эта величина вызывает эффект финансового левериджа - положительный или отрицательный, который получается за счет дифференциала. То есть положительный или отрицательный прирост этого коэффициента вызывает прирост эффекта.

Соединение всех составляющих эффекта финансового рычага позволит определить именно ту сумму заемных средств, которая будет безопасной для предприятия и позволит получить желанный прирост прибыли.

Результаты расчетов ПФР для предприятия ОАО "ГАЗ" представлены в табл. 2.

Таблица 2

Значения плеча финансового рычага за период 2011-2013 гг. для предприятия ОАО "ГАЗ"

Год	Значение <i>FLS</i>
2011	0,91
2012	0,77
2013	0,84

На основании произведенных расчетов можно установить, что данный показатель испытывал некоторые флуктуации на протяжении указанных трех лет; пик значения был достигнут в 2013 г., что говорит об увеличении доли заемного капитала над собственным капиталом предприятия ОАО "ГАЗ".

Что касается налогового корректора, то этот показатель практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем, в процессе управления финансовым рычагом дифференциальный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

- ♦ если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;
- ♦ если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;
- ♦ если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли;
- ♦ если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в государствах с более низким уровнем налогообложения прибыли.

В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства (а соответственно, и на состав прибыли по уровню ее налогообложения), можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, повысить воздействие налогового корректора финансового рычага на его эффект (при прочих равных условиях).

С 2011 по 2013 г. ставка налога равнялась 20 %, поэтому для каждого из трех лет налоговый корректор будет равен: $1 - 0,20 = 0,80$.

Переходя непосредственно **к эффекту финансового рычага**, отметим, что он показывает процент заимствованных средств по отношению к собственным средствам компании.

Таблица 3

Значения эффекта финансового рычага для ОАО "ГАЗ" за период 2011-2013 гг.

	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Значение эффекта финансового рычага	-0,037	-0,058	0,014

Результаты вычислений, представленные в таблице, показывают, что посредством привлечения заемного капитала в 2013 г. организация получила возможность увеличения рентабельности собственного капитала на 1,4%, а в 2012 и 2011 гг. такая возможность пропала, так как в соответствии с коэффициентами ЭФР в 2012 г. снизилась рентабельность собственного капитала на 5,8%, а в 2011 г. - на 3,7%.

Таким образом, финансовый рычаг характеризует возможность повышения рентабельности собственного капитала и риск потери финансовой устойчивости. Чем выше доля заемного капитала, тем выше чувствительность чистой прибыли к изменению балансовой прибыли. На примере ОАО "ГАЗ" данные выводы прослеживались особенно наглядно, что еще раз подчеркивает важность данного финансового показателя для комплексной оценки состояния того или иного предприятия¹.

В заключение необходимо упомянуть о перспективах развития ОАО "ГАЗ" с точки зрения финансовой устойчивости. Не будет лишним подчеркнуть, что, учитывая современную экономическую конъюнктуру нашей страны, а именно колебания курсов валют и общий экономический спад, у предприятия два основных варианта развития.

Первый вариант основан на импортозамещении зарубежных автомобилей отече-

ственными моделями. При увеличении спроса на продукцию ОАО "ГАЗ" значительно возрастет процент реализации произведенных транспортных средств, что, в свою очередь, приведет к повышению общей экономической рентабельности рассматриваемого предприятия, а это, соответственно, вызовет увеличение положительного эффекта финансового рычага.

Второй вариант развития ОАО "ГАЗ" носит менее оптимистичный характер. Исключая вариант импортозамещения, сделаем акцент на том, что в условиях повышения процентных ставок за использование заемных средств будет практически невозможно сохранить положительную динамику дифференциала финансового рычага, а ведь именно этот показатель является главным условием роста рентабельности собственного капитала. Нетрудно сделать вывод о том, что отрицательный дифференциал повлечет за собой негативный эффект со стороны финансового рычага, а это, в свою очередь, приведет к новым кризисным ситуациям на предприятии.

Выбор того или иного пути развития зависит как от внешних факторов, таких как экономическое положение, политические разногласия, потребительский спрос, так и от внутриорганизационных аспектов, касающихся принятия грамотных и экономически обоснованных управленческих решений со стороны руководства предприятия ОАО "ГАЗ".

¹ См.: *Серемина Р.Н., Смолина Е.С.* Анализ эффекта финансового рычага на примере ОАО "ГАЗ" // Вестник молодых ученых Самарского государственного экономического университета. 2014. № 2 (30). С. 183-187; *Ашмарина С.И., Кандрашина Е.А., Шведова И.А.* Территориальное распределение бизнес-процессов как фактор повышения эффективности предпринимательской деятельности // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2015. № 5 (127). С. 77-83.

Поступила в редакцию 03.08.2015 г.