

## ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 658.14/.17

### ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ ТА УКРАЇНСЬКА СПЕЦИФІКА ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ

### FINANCIAL LEVERAGE AND UKRAINIAN SPECIFICITY OF ITS USE

**Антоненко В.М.**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри обліку, фінансів та економічної безпеки,  
Донецький національний технічний університет  
(м. Покровськ, Донецька область, Україна)

*Дана публікація актуальна у сучасній економічній науці й присвячена дослідженню механізму фінансового левериджу. Вказаний механізм забезпечує підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок оптимального управління структурою його пасивів і диференціалом фінансового левериджу, причому обидва вказані фактори знаходяться у зоні керованості фінансовим керівництвом підприємства.*

*У статті розглядаються специфічні економічні умови, які склалися в Україні й які необхідно враховувати під час використання механізму фінансового левериджу. Такими умовами є значні обсяги дебіторської і кредиторської заборгованостей. Дебіторська заборгованість відволікає фінансові ресурси підприємства і негативно впливає на ефект фінансового левериджу. Кредиторська заборгованість, навпаки, сприяє підвищенню цього ефекту, оскільки кошти кредиторів використовуються у діяльності підприємства, а плата за ці кошти в Україні практично дорівнює нулю.*

*З урахуванням указаних аспектів у статті обґрунтовано корективи у формулі ефекту фінансового левериджу під час її використання в умовах українських підприємств.*

**Ключові слова:** рентабельність, структура капіталу, фінансовий леверидж, дебіторська і кредиторська заборгованість.

*Данная публикация актуальна в современной экономической науке и посвящена исследованию механизма финансового левериджа. Указанный механизм обеспечивает повышение рентабельности собственного капитала за счет оптимального управления структурой его пассивов и дифференциалом финансового левериджа, причем оба указанных фактора находятся в зоне управляемости финансовым руководством предприятия.*

*В статье рассматриваются специфические экономические условия, которые сложились в Украине и которые необходимо учитывать при использовании механизма финансового левериджа. Такими условиями являются значительные объемы дебиторской и кредиторской задолженностей. Дебиторская задолженность отвлекает финансовые ресурсы предприятия и отрицательно влияет на эффект финансового левериджа. Кредиторская задолженность, напротив, способствует повышению этого эффекта, так как средства кредиторов используются в деятельности предприятия, а плата за эти средства в Украине практически равна нулю.*

*С учетом указанных аспектов в статье обоснованы коррективы в формуле эффекта финансового левериджа при ее использовании в условиях украинских предприятий.*

**Ключевые слова:** рентабельность, структура капитала, финансовый леверидж, дебиторская и кредиторская задолженность.

*This publication is relevant in modern economic science and is devoted to the study of the mechanism of financial leverage. The shown mechanism provides increase in return on equity due to optimum management of its liabilities structure and of the differential of financial leverage, both of which are under control of the financial management of the enterprise.*

*The article considers specific economic conditions that have developed in Ukraine and which must be taken into account when using the mechanism of financial leverage. This conditions are significant amounts of accounts receivable and accounts payable. Accounts receivable divert financial resources of the enterprise and adversely affect the effect of financial leverage. Accounts payable, on the contrary, contribute to the increase of this effect, as the creditors' funds are used in the activities of the enterprise, and the fee for these funds is practically zero in Ukraine.*

*Taking into account the above aspects, the article substantiates the adjustments to the formula of the financial leverage effect when it is used in the conditions of Ukrainian enterprises.*

**Key words:** profitability, capital structure, financial leverage, accounts receivable and accounts payable.

**Постановка проблеми** у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. У фінансовому управлінні сучасними підприємствами важливе місце займають фінансові важелі впливу на результати діяльності функціонуючих підприємств. В умовах недостатності власних фінансових ресурсів та залучення підприємствами позикового капіталу (що, до речі, є характерним і специфічним для українських підприємств) одним із найбільш значущих та актуальних механізмів такого управління є достатньо відомий у науці фінансовий леве́ридж. Однак необхідно зауважити, що проведені зарубіжними та українськими науковцями дослідження фінансового леве́риджу, на жаль, не враховують деяких специфічних для вітчизняних, але не характерних для іноземних підприємств, особливостей фінансової діяльності, передусім доволі значні обсяги заборгованостей як в активах, так і в пасивах бухгалтерських балансів.

Зазначені особливості вказують на об'єктивну необхідність урахування дебіторської та кредиторської заборгованостей та відповідне корегування формули ефекту фінансового леве́риджу, що дасть змогу, безумовно, більш коректно застосовувати цю формулу у фінансовому управлінні українськими підприємствами.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій**, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Тема дослідження механізму фінансового леве́риджу та його практичного використання є абсолютно актуальною, науково привабливою і перспективною з погляду забезпечення росту ефективності фінансової діяльності будь-яких підприємств незалежно від їх галузевої приналежності, правового статусу, форми власності чи якихось інших можливих чинників. Саме із цієї причини цей напрям дослідження традиційно приваблює увагу як зарубіжних, так і вітчизняних науковців, якими професійно описано цей механізм, зокрема зв'язок між рентабельністю власного капіталу та всіма чинниками, що на нього впливають, тобто рентабельністю сукупних активів, вартістю позикового капіталу, структурою пасивів, ставкою податку на прибуток.

Якщо до названих чинників підходить з позиції фінансового управління, то необхідно розділити їх на внутрішні і зовнішні, тому що перші з них (внутрішні) є інструментами управління і, відповідно, важелями впливу на результативність діяльності підприємств, а другі (зовнішні) – об'єктивними умовами, до яких необхідно пристосовуватися й урахувувати їх як даність в управлінні підприємствами. Тому науковці, що переймалися проблемами фінансового менеджменту, свої дослідження, перш за все, зосереджували на першій групі чинників, до яких належать рентабельність сукупних активів та співвідношення власного і позикового капіталу.

Рентабельність як комплексний оціночний показник міри ефективності діяльності підприємств досліджений багатьма вченими, і дуже ретельно, з різних точок зору, у різних аспектах та різними методами. Свого часу вагомий внесок у дослідження вказаної тематики зробили такі науковці, як: В.В. Баліцька, А.М. Бандурка, М.П. Бець, Ф.Ф. Бутинець, В.В. Васильєв, О.С. Гула, А.Ю. Дронова, О.Д. Заруба, Г.П. Звір'яко, О.А. Зінченко, О. Кононенко, М.Б. Кулинич, Л.А. Лахтіонова, А.М. Лебедева, О.В. Лепьохіна, О.В. Мазуренко, О.В. Павловська, А.М. Поддєрьогін, С.Ф. Покропивний, В.В. Посилаєв, П.Т. Саблук, Г.В. Савицька, Т.М. Ступницька, С.Д. Супрун, М.Ю. Танцюра, І.Н. Топіха, Т.Р. Фецович, С.С. Черниш, Ю.С. Цал-Цалко, Д.Л. Шихмамбетов, С.П. Ярошенко та ін. Однак, беручи переважно курс на глобальність дослідження показників рентабельності, фахівці інколи не переймаються деякими «деталлями», які за певних умов (що створилися, до речі, у сучасній економічній Україні) висуваються на перший план і, відповідно, мають найбільш значний вплив на результуючий показник рентабельності.

У механізмі фінансового леве́риджу важливу роль також відіграє показник структури капіталу підприємства, а тому управління капіталом (зокрема, його структурою) є дієвим чинником підвищення рентабельності власного капіталу підприємства. Дослідженню проблем управління капіталом підприємств присвячено досить багато праць зарубіжних і вітчизняних економістів, зокрема: І.Т. Балабанова, О.Г. Білоруса, М.Д. Білика, І.О. Бланка, Р. Брейлі, Ю. Брігхем, В.А. Вергуна, Н.О. Власова, О.М. Гайдаєнка, Л. Гапенські, М. Гордона, Д.М. Жерліцина, Л.О. Коваленка, В.В. Ковальова, Б. Коласса, О.В. Кузнєцова, Ф. Модільяні, А.С. Наконечної, Т.С. Новашиної, В.В. Новицького, Л.М. Павлової, Г.Б. Поляка, А.М. Поддєрьогіна, А.С. Поручника, Г.В. Савицької, С.В. Сагова, О.О. Сініцина, О.С. Стоянової, О.О. Терещенка, Е. Хелферта, Г.О. Ходової, Дж. Ван Хорна, О.В. Чайковської, О.Є. Чорної, А.П. Шевлюкова, О.О. Шеремета, І.Й. Яремка та багатьох інших. Ними розкрито сутність, склад, поняття вартості власного і позикового капіталу; розроблено систему оцінки ефективності використання його окремих складників; серйозну увагу приділено саме формуванню структури капіталу.

Але, на жаль, перелічені автори практично не приділяють уваги деяким специфічним аспектам досліджуваної теми, а саме застосуванню фінансового леве́риджу в конкретних умовах практики функціонування підприємств: маються на увазі передусім економічні реалії в кожній окремій країні, галузі, особливості певної стадії життєвого циклу підприємства. Саме тому з урахуванням означених невіршених питань ця проблема потребує подальшого наукового поглиблення з дослідженням впливу перелічених чинників на ефект фінансового леве́риджу.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми,** котрим присвячується означена стаття, пов'язане з ідентифікацією та дослідженням специфічних умов застосування механізму фінансового левєриджу, на які багато з науковців узагалі не звертали увагу.

Але необхідно віддати належне тим фахівцям (яких, до речі, досить замало), які певною мірою здійснювали деякі спроби дослідити вказані особливості. Як зазначала у своїй роботі О.В. Курінна, існує низка важливих факторів, урахування яких дає змогу цілеспрямовано формувати структуру капіталу на кожному підприємстві: галузеві особливості господарської діяльності підприємства; стадію життєвого циклу підприємства; ефективність управління виробничим процесом на підприємстві; кон'юнктуру товарного та фінансового ринків; рівень рентабельності активів та операційної діяльності; ставлення інвесторів та кредиторів до підприємства; рівень оподаткування прибутку; фінансовий менталітет власників та менеджерів підприємства; ступінь концентрації власного капіталу, прагнення власників зберегти контрольний пакет акцій [1].

У цьому сенсі заслуговують на увагу роботи таких науковців, які з різних позицій звертали увагу на означену проблему. Ці роботи можна класифікувати так:

– до першої групи відносимо роботу В.О. Грінченко, яка переймалася комплексним визначенням особливостей структури капіталу підприємств залежно від трьох чинників: країни їх функціонування (Україна, Польща, Німеччина), виду економічної діяльності і розміру підприємств. У її роботі цікавим є таке: по-перше, вона підкреслювала наявність особливостей впливу економік цих країн на фінансовий левєридж і, на нашу думку, досить влучно твердила: «В Україні високий рівень фінансового левєриджу пояснюється слабким рівнем розвитку фондового ринку та неспроможністю українських підприємств фінансувати свою діяльність із внутрішніх джерел через недостатній для цього рівень нерозподіленого прибутку»; по-друге, звертала увагу на галузевий вплив на фінансовий левєридж, а саме що найбільший фінансовий левєридж в Україні спостерігається у галузях торгівлі, будівництва, переробної промисловості та інформації і телекомунікацій, що пояснюється, як пише авторка, фінансуванням даних підприємств переважно за рахунок торгового кредиту»; по-третє, є цікавим її висновок, що на українських підприємствах зі збільшенням розміру підприємств частка власного капіталу також збільшується, а позикового, відповідно, зменшується [2]. Отже, робота В.О. Грінченко має тематичне значення і для нашого дослідження; більше того, відзначимо, що її робота є чи не найпершою спробою подібного комплексного дослідження;

– дослідження тих науковців, які зосереджуються виключно на галузевому чиннику, а саме роботи колективу авторів у складі П. Юхименка,

О. Загурського і В. Могилка [3], які вивчали структуру капіталу в контексті впливу на неї одного чинника – галузевих особливостей української економіки (зауважимо, ці автори, на нашу думку, зачіпають занадто багато напрямів цієї теми на шкоду рівню глибини дослідження); О. Короленко [4], яка досліджувала фінансовий левєридж на базі підприємств важкого машинобудування, С.В. Шубіної зі співавторами [5], які пропонують свою методіку оптимізації структури капіталу з урахуванням галузевих особливостей пивоварної галузі (відзначимо, що зазначена робота має, безумовно, перспективну практичну спрямованість, але науковий підхід авторів є дещо звуженим); Т.А. Яковець [6], яка зробила в принципі таке саме дослідження на прикладі підприємств лісового господарства; О. Пилипенко і Е. Соколової [7] – на прикладі залізничного транспорту і врешті-решт – А.В. Івка [8], який навіть зробив спробу розроблення комплексного інтегрального показника цільової структури капіталу з урахуванням галузевої приналежності підприємства;

– роботу В.О. Семенюк [9], яка заслуговує на підвищену увагу, тому що в ній за даними акціонерних товариств енергетичної галузі зроблено цікаве дослідження зв'язку фінансового левєриджу з факторами моделі DuPont. У контексті необхідності розширення та поглиблення дослідження фінансового левєриджу ця робота є досить значущою;

– напрацювання науковців щодо вивчення впливу фактора власності на структуру капіталу підприємств. Такий вплив досліджували, наприклад: з урахуванням особливостей діяльності акціонерних товариств – Н.М. Давиденко, Б.С. Стеценко, К.С. Салига і А.А. Писаренко [10–12] (але їх роботи більш націлені на зважування співвідношення часток власного (акціонерного) і позикового капіталу і меншою мірою пов'язують його з ефектом фінансового левєриджу) і Н.В. Бичкова [13], яка, застосовуючи математичний апарат, досить ретельно проаналізувала кореляцію між рентабельністю власного і часткою позикового капіталу за даними акціонерних товариств гірничо-металургійного і паливно-енергетичного комплексів, машинобудування і хімічної промисловості. Цьому чиннику (формі власності) також присвятила свою роботу О.А. Горбатенко [14], яка в назві своєї публікації анонсувала питання оптимізації структури капіталу підприємств із державною часткою, що для вітчизняної економіки, безумовно, залишається сьогодні досить актуальним. Але, на нашу думку, у цій роботі не обґрунтовано особливості формування структури капіталу вказаних підприємств, а наведені методи її (структури капіталу) формування не тільки не є специфічними для таких підприємств, а взагалі не враховують форму власності і підходять для будь-яких суб'єктів незалежно від характеристик власника.

Однак варто зазначити, що названими вище чи будь-якими іншими науковцями досі не було

порушено питання щодо вивчення факторного впливу такої особливості українських підприємств, як наявність в їх бухгалтерських балансах надто високої частки короткострокової і поточної заборгованостей. Так, за підрахунками цитованої вже В.О. Грінченко [2], частка короткострокової заборгованості у середньому для українських підприємств доходить до 48% (тоді як на підприємствах Польщі і Німеччині – 32% і 33% відповідно), довгострокової – 20% (у Польщі і Німеччині – 18% і 38%), а в цілому на підприємствах цих країн сумарна заборгованість сягає відповідно 68%, 50% і 71%. Підкреслимо, що в Україні велика частка саме короткострокової заборгованості, у складі якої переважає безоплатна кредиторська заборгованість (70,6% від усієї заборгованості, у Польщі – 64,0% і в Німеччині – 46,5%), є типовим явищем, тому це необхідно враховувати під час формування структури капіталу цих підприємств і відповідно корегувати розрахунок ефекту фінансового левеїджу.

Щодо зв'язку фінансового левеїджу з дебіторською заборгованістю, то варто підкреслити, що фінансисти досі взагалі не звертали уваги на це питання і не переймалися його дослідженням.

Формулювання цілей статті (**постановка завдання**). З урахуванням вище викладеного метою даної публікації є дослідження впливу кредиторської і дебіторської заборгованостей на ефект фінансового левеїджу і на підставі цього – відповідне корегування формули ефекту фінансового левеїджу.

**Виклад основного матеріалу дослідження** з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Дослідження базується на відомій у фінансовій науці формулі фінансового левеїджу, яка достатньо поширена серед науковців, та доведенні актуальності і необхідності її корегування з включенням даних про кредиторську і дебіторську заборгованості.

З огляду на поширеність фінансового левеїджу, навіть не варто давати якісь поси-

лання на присвячені йому першоджерела, бо їх надто багато, а підходи до його ефекту загальноприйняті. За сутністю ефект фінансового левеїджу полягає у прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу під час залучення позикового, а формула цього ефекту має такий вигляд:

$$ЕФЛ = (1 - С_{пп}) \cdot (КВРА - ПК) \cdot ЗК / ВК, \quad (1)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левеїджу, %;

$S_{пп}$  – ставка податку на прибуток, що виражена десятковим дробом;

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

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

ЗК – середня сума позиченого капіталу, що використовується підприємством;

ВК – середня сума власного капіталу підприємства.

Якщо не враховувати так званий податковий коректор  $(1 - S_{пп})$ , який залежить від податкової ставки з податку на прибуток, а не від керівництва підприємства, то, як видно з формули (1), на ЕФЛ мають вплив два чинники: диференціал фінансового левеїджу  $(КВРА - ПК)$  і коефіцієнт фінансового левеїджу  $(ЗК / ВК)$  – саме на ці показники може впливати керівництво підприємства. Змінюючи їх, можна управляти рентабельністю власного капіталу (табл. 1). Графічно інтерпретацію отриманих у табл. 1 результатів розрахунків показано на рис. 1.

Як раніше доведено, необхідно враховувати специфіку наявності в балансах українських підприємств значної частки кредиторської і дебіторської заборгованостей, які, як видно з традиційної в літературі формули (1), окремо не мають в ній місця.

По-перше, ця формула використовує поняття «позичений капітал» та «проценти за кредит», а за зростання питомої ваги кредиторської заборгованості у загальній сумі позикового капіталу середня вартість позикового капіталу зменшу-

Таблиця 1

**Вплив диференціалу і коефіцієнту фінансового левеїджу на ефект фінансового левеїджу**

ЗК / ВК	(КВРА – ПК), %									
	- 25	- 20	-15	-10	-5	+5	+10	+ 15	+ 20	+ 25
ЕФЛ, %										
10/90	-2,78	-2,22	-1,67	-1,11	-0,56	+0,56	+1,11	+1,67	+2,22	+2,78
20/80	-6,25	-5	-3,75	-2,5	-1,25	+1,25	+2,5	+3,75	+5	+6,25
30/70	-10,71	-8,57	-6,43	-4,29	-2,15	+2,15	+4,29	+6,43	+8,57	+10,71
40/60	-16,67	-13,33	-10	-6,67	-3,33	+3,33	+6,67	+10	+13,33	+16,67
50/50	-25	-20	-15	-10	-5	+5	+10	+15	+20	+25
60/40	-37,5	-30	-22,5	-15	-7,5	+7,5	+15	+22,5	+30	+37,5
70/30	-58,33	-46,67	-35	-23,33	-11,67	+11,68	+23,33	+35	+46,67	+58,33
80/20	-100	-80	-60	-40	-20	+20	+40	+60	+80	+100
90/10	-225	-180	-135	-90	-45	+45	+90	+135	+180	+225

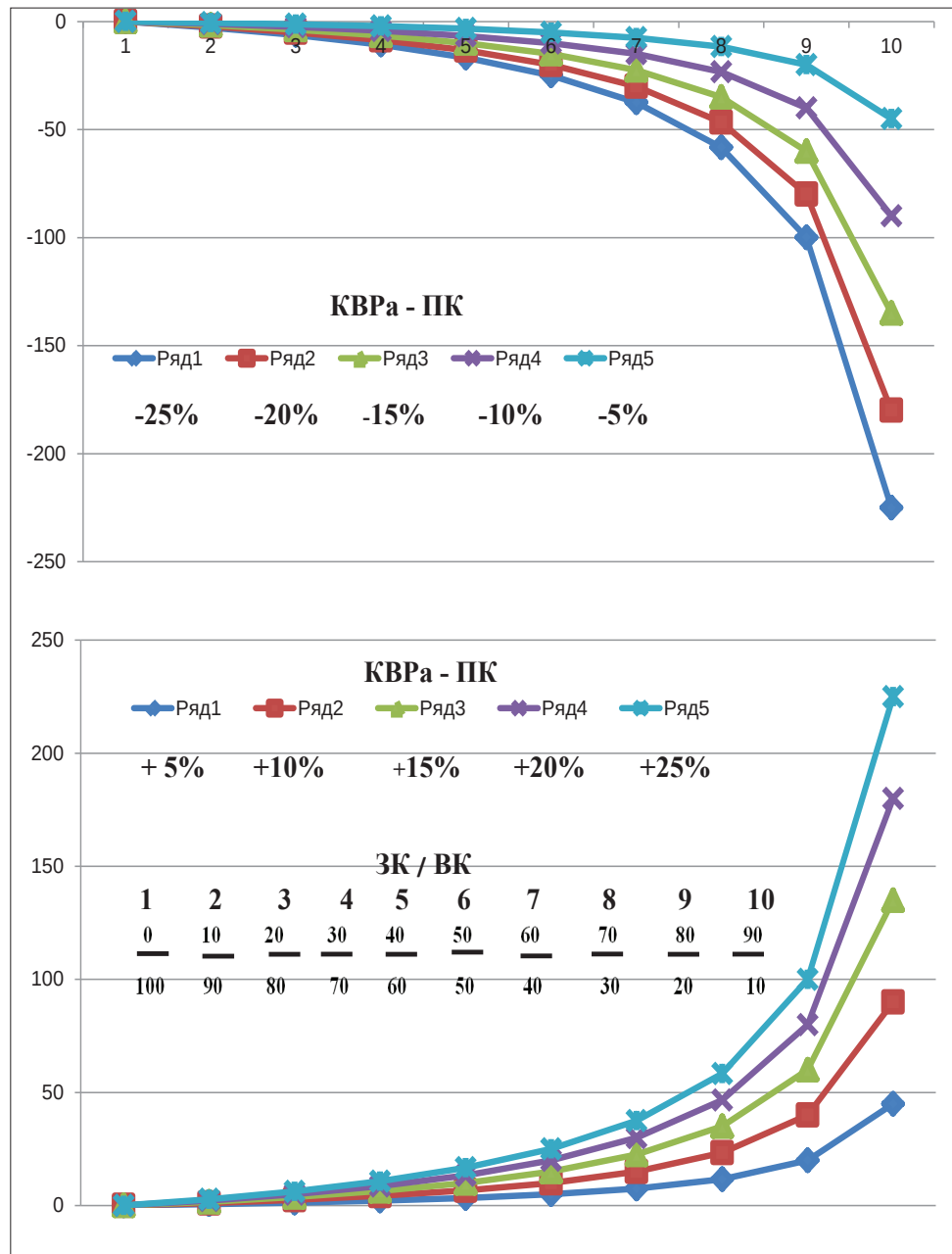


Рис. 1. Залежність ефекту фінансового левіриджу (ЕФЛ) від показника перевищення валової рентабельності активів (КВР<sub>а</sub>) над середнім розміром плати за позиковий капітал (ПК) та від співвідношення позикового (ЗК) і власного (ВК) капіталу

ється, бо в Україні кредиторська заборгованість практично є безплатною (винятком є заборгованість перед бюджетом і деякі незначні суми іншої заборгованості).

Тоді за умови додатного значення диференціалу фінансового левіриджу (КВР<sub>а</sub> – ПК) чим більша частка цієї заборгованості, тим більшим для підприємства є ефект зростання рентабельності власного капіталу – саме так тлумачиться усіма науковцями позитивний ефект фінансового левіриджу. Необхідно вказати на економічну вигоду залучення саме безплатного позикового капіталу, тому що при цьому зростає не тільки значення диференціалу фінансового

левіриджу, а й коефіцієнт фінансового левіриджу (ЗК / ВК), а тому в комплексі це має подвійний позитивний вплив на зростання рентабельності власного капіталу.

Якщо позиковий капітал розділити на платний ЗК<sub>пл</sub> із його вартістю ПК<sub>пл</sub> та безплатний ЗК<sub>без</sub>, то плата за нього як середньозважена величина розраховується за формулою:

$$ПК = (ПК_{пл} \cdot ЗК_{пл} + 0 \cdot ЗК_{без}) / ЗК = = ПК_{пл} \cdot d_{пл}, \text{ або } ПК_{пл} \cdot (1 - d_{без}), \quad (2)$$

де  $d_{пл}$  і  $d_{без}$  – відповідно частка платного і безплатного позикового капіталу у складі сукупного позикового капіталу.

Тоді формула (1) реформується так:

$$EФЛ = (1 - C_{nn}) \cdot [KBPa - PK_{пл} \cdot (1 - d_{без})] \cdot ЗК / ВК. \quad (3)$$

Отже, математично показано, що за зростання ЗКбез ефект фінансового левериджу посилюється.

Попри це деякі науковці, взагалі ігноруючи це, вказують, що «ПК – рівень плати за користування кредитними коштами (охоплює не лише відсотки по кредиту, а й також різного роду комісії чи винагороди банку та плату за обслуговування кредитного рахунку, витрати на страхування заставного майна)» [7], тобто здійснюють заміну позикового капіталу банківськими кредитами. Вважаємо, що така заміна неприпустима, бо втрачається суттєвий аспект прояву фінансового левериджу за зміни структури позикового капіталу.

У численних наукових публікаціях указується, що від'ємне значення диференціалу фінансового левериджу провокує відповідне зменшення рентабельності власного капіталу, що може призвести і до його збитковості. Наголосимо, що за традиційного підходу до цієї ситуації (формула (1)) зростання коефіцієнту фінансового левериджу (ЗК / ВК) має негативний вплив на рентабельність власного капіталу, який полягає у зростанні вказаного коефіцієнту за незмінної величини диференціалу фінансового левериджу. Але якщо враховувати безоплатність ЗКбез і формулу (3), то значення диференціалу буде зменшуватися за зростання dбез, що за незмінних інших умов уповільнює зменшення рентабельності власного капіталу.

Таким чином, залучення безоплатного позикового капіталу, до якого належить значна частина кредиторської заборгованості (що, як було вказано, є характерним для українських підприємств), позитивно впливає на зростання додатного значення ефекту фінансового левериджу і гальмує збільшення його негативного ефекту.

Безумовно, залучення кредиторської заборгованості має бути під контролем фінансових менеджерів, щоб не допускати ситуацію втрати платоспроможності підприємства. Не допускаючи розвитку такої ситуації, можна до певної критичної межі поліпшувати рентабельність власного капіталу за рахунок коштів кредиторів.

Ефект фінансового левериджу знаходиться також під впливом дії дебіторської заборгованості, яка, як зазначалося вище, вихолощує можливості прояву цього ефекту і за її зростання приводить до його (ефекту) зменшення. На кожному підприємстві в певні періоди часу обсяги дебіторської і кредиторської заборгованостей можуть значною мірою коливатися як в один, так і в інший бік; причому якщо дебіторська заборгованість більша за кредиторську, то за рахунок цього перевищення капітал підприємства в більшій мірі функціонує не на цьому підприємстві, а в інших суб'єктів, що не може

негативно відбиватися на рентабельності власного капіталу підприємства. Якщо ж кредиторська заборгованість більше за дебіторську, то контролюючи це співвідношення для недопущення втрати платоспроможності, можна забезпечувати додатний приріст ефекту фінансового левериджу.

Покажемо це у формалізованому вигляді, скорегувавши формулу (3), для чого перетворимо коефіцієнт валової рентабельності активів KBPa. Цей коефіцієнт є відношенням валового прибутку (ВП) до середньої вартості активів (А). У складі активів дебіторська заборгованість функціонує поза підприємства, тому не має активного впливу на отримання підприємством прибутку. Позначимо активи без дебіторської заборгованості як (А – ДЗ); ці активи приносять підприємству валовий прибуток із коефіцієнтом KBP(a-дз) валової рентабельності активів без дебіторської заборгованості, за цих умов валовий прибуток можна розрахувати множенням (А – ДЗ) на KBP(a-дз), тобто: ВП = (А – ДЗ) · KBP(a-дз). До речі, такий метод розрахунку валового прибутку є більш об'єктивним із погляду оцінювання ефективності власної діяльності підприємства без урахування активів, що відволікаються до дебіторів.

Отже, коефіцієнт KBPa отримує такий вигляд:

$$KBPa = ВП / A = (A - ДЗ) \cdot KBP(a-дз) / A = KBP(a-дз) \cdot (1 - d_{дз}), \quad (4)$$

де dдз – частка дебіторської заборгованості в активах підприємства.

Підставимо рівняння (4) у (3):

$$EФЛ = (1 - C_{nn}) \cdot [KBP(a-дз) \cdot (1 - d_{дз}) - PK_{пл} \cdot (1 - d_{без})] \cdot ЗК / ВК. \quad (5)$$

Як бачимо з формули (5), збільшення дебіторської заборгованості призводить до зменшення ефекту фінансового левериджу, а занадто великі обсяги такої заборгованості можуть призводити й до майже повного нівелювання його прояву. Наприклад, Л.П. Ткачик і В.В. Пфайфер, досліджуючи ефект фінансового важеля ПАТ «Центренерго», пишуть: «Ефект фінансового важеля набував як додатного, так і від'ємного значень. ... даний показник становив 0,76%, це означає, що рентабельність власного капіталу збільшиться на 0,76% за рахунок залучення позикових коштів. Дане значення показника є нормальним для вітчизняних підприємств, хоча далеко не дотягує до нормативного європейського у 30–50%» [15]. Поясненням факту «недотягнення» цього показника до 30–50% може бути, скоріше за все, різке збільшення обсягу дебіторської заборгованості, яке за темпом перевищувало зростання позикового капіталу, тобто математично у формулі (5) темп зростання частки дебіторської заборгованості в активах підприємства (dдз) більше за зростання коефіцієнту фінансового левериджу (ЗК / ВК), а їх подвійний одночасний вплив призводить до гальмування («недотягнення») ефекту фінансового

левериджу ЕФЛ. На жаль, у цитованій публікації відсутні дані щодо складу активів чи зміни дебіторської заборгованості досліджуваного ПАТ «Центренерго», тому довести це числовими розрахунками неможливо. Але припущення про зв'язок впливу дебіторської заборгованості на стримування ефекту фінансового левериджу є цілком виправданим і актуальним для багатьох українських підприємств.

Таким чином, формулу ефекту фінансового левериджу (формула 5) скориговано на безоплатну кредиторську та дебіторську заборгованість, як і було анонсовано раніше за мету цієї публікації.

Необхідно окремо зупинитися на такому важливому аспекті стосовно оптимізації дебіторської заборгованості: її наявність до обґрунтованої межі є необхідною, бо надає підприємству певні конкурентні переваги і можливості утримувати його покупців. Іншими словами, повністю позбутися дебіторської заборгованості уявляється неможливим та економічно не вигідним. Тому необхідно дотримуватися мінімально обґрунтованого її значення, порівнюючи між собою наслідки зменшення цієї заборгованості з наслідками її збільшення, що розглянемо за формулами (4) і (5). Так, за цими формулами зменшення ддз призводить до зростання КВРа і до зростання ЕФЛ; але при цьому відмова надання відстрочок у погашенні заборгованості дебіторам загрожує втратою певної частки обсягу реалізації і валового прибутку ВП, що негативно впливатиме на КВРа і на ЕФЛ. Навпаки, за зростання ддз будуть відбуватися зворотні процеси: зменшення КВРа і ЕФЛ, але водночас зростання ддз заохочуватиме покупців до збільшення закупівель у цього підприємства, що дасть йому можливість отримати додатковий обсяг реалізації і валового прибутку і позитивно позначиться на зростанні тих самих КВРа і ЕФЛ. Отже, дія цих двох різноспрямованих тенденцій має

бути зважена конкретно для умов кожного підприємства, щоб воно вибрало відповідне правильне рішення.

За формулою (5) на ЕФЛ мають вплив (якщо не враховувати податковий коректор) принаймні п'ять таких чинників: КВР(а-дз), ддз, ПКпл, дбез та ЗК / ВК, і їх комплексна дія може бути досить різноманітною.

У цьому контексті нас більше цікавить факторний вплив на ЕФЛ чинників ддз і дбез, тому для спрощення факторного аналізу абсолютно довільно зробимо припущення: по-перше, розглянемо варіант, за яким ЗК / ВК приймає значення 50/50; по-друге, виберемо два варіанти зіставлення КВР(а-дз) і ПКпл, а саме: +10% і -10%, які перетворюються відповідно у КВРа і ПК, за умови, що ддз і дбез дорівнюватимуть нулю, тобто КВР(а-дз) приймемо за +25% (+5%), а ПКпл – 15%. За цих умов у табл. 2 і 3 зробимо розрахунки, подібні до тих, які зроблені в табл. 1, а на рис. 2 і 3 покажемо графічне зображення отриманих результатів.

Якщо додати вплив фактору структури капіталу ЗК / ВК, то, звісно, тенденція зміни показника ЕФЛ буде більш гнучкою; у будь-якому разі за збільшення частки позикового капіталу значення ефекту ЕФЛ буде зростати, а змінювання дебіторської і безоплатної кредиторської заборгованостей буде додавати до цієї зміни свій додатковий вплив, посилюючи прояв цього ефекту.

**Висновки** з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Особливості українських підприємств, тобто наявність досить значних обсягів дебіторської і кредиторської заборгованостей, зумовлюють корегування формули ефекту фінансового левериджу, що було зроблено у даній публікації. Скорегована формула цього ефекту дає змогу більш коректно й обґрунтовано оцінювати можливості збільшення рентабельності власного капіталу не тільки за рахунок застосовуваних за традиційного підходу чинників, а й з урахуванням дії дебіторської і кредиторської заборгованостей.

Таблиця 2

**Вплив дебіторської та безоплатної кредиторської заборгованості на ефект фінансового левериджу (за ЗК / ВК = 50 / 50, КВР(а-дз) = 25%, ПКпл =15%)**

дбез	ддз									
	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
	ЕФЛ, %									
0,0	+8,2	+9,43	+10,66	+11,89	+13,12	+14,35	+15,58	+16,81	+18,04	+19,27
0,1	+6,15	+7,38	+8,61	+9,84	+11,07	+12,3	+13,53	+14,76	+15,99	+17,22
0,2	+4,1	+5,33	+6,56	+7,79	+9,02	+10,25	+11,48	+12,71	+13,94	+15,17
0,3	+2,05	+3,28	+4,51	+5,74	+6,97	+8,2	+9,43	+10,66	+11,89	+13,12
0,4	0	+1,23	+2,46	+3,69	+4,92	+6,15	+7,38	+8,61	+9,84	+11,07
0,5	-2,05	-0,82	+0,41	+1,64	+2,87	+4,1	+5,33	+6,56	+7,79	+9,02
0,6	-4,1	-2,87	-1,64	-0,41	+0,82	+2,05	+3,28	+4,51	+5,74	+6,97
0,7	-6,15	-4,92	-3,69	-2,46	-1,23	0	+1,23	+2,46	+3,69	+4,92
0,8	-8,2	-6,97	-5,74	-4,51	-3,28	-2,05	-0,82	+0,41	+1,64	+2,87
0,9	-10,25	-9,02	-7,79	-6,56	-5,33	-4,1	-2,87	-1,64	-0,41	+0,82

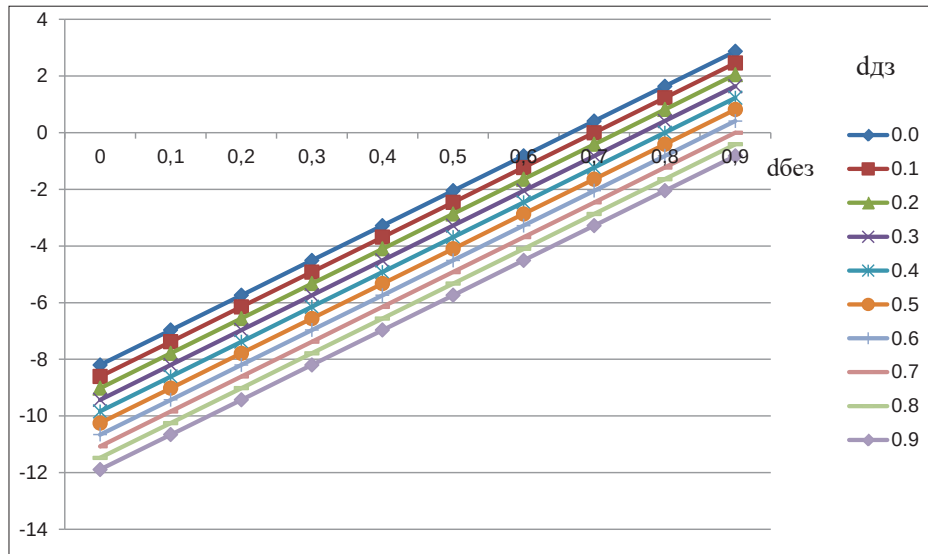


Рис. 2. Вплив дебіторської та безоплатної кредиторської заборгованості на ефект фінансового левириджу (за ЗК / ВК = 50 / 50, КВР(а-дз) = 5%, ПКпл =15%)

Таблиця 3

Вплив дебіторської та безоплатної кредиторської заборгованості на ефект фінансового левириджу (за ЗК / ВК = 50 / 50, КВР(а-дз) = 5%, ПКпл =15%)

dбез	dдз									
	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
	ЕФЛ, %									
0,0	-8,2	-6,97	-5,74	-4,51	-3,28	-2,05	-0,82	+0,41	+1,64	+2,87
0,1	-8,61	-7,38	-6,15	-4,92	-3,69	-2,46	-1,23	0	+1,23	+2,46
0,2	-9,02	-7,79	-6,56	-5,33	-4,1	-2,87	-1,64	-0,41	+0,82	+2,05
0,3	-9,43	-8,2	-6,97	-5,74	-4,51	-3,28	-2,05	-0,82	+0,41	+1,64
0,4	-9,84	-8,61	-7,38	-6,15	-4,92	-3,69	-2,46	-1,23	0	+1,23
0,5	-10,25	-9,02	-7,79	-6,56	-5,33	-4,1	-2,87	-1,64	-0,41	+0,82
0,6	-10,66	-9,43	-8,2	-6,97	-5,74	-4,51	-3,28	-2,05	-0,82	+0,41
0,7	-11,07	-9,84	-8,61	-7,38	-6,15	-4,92	-3,69	-2,46	-1,23	0
0,8	-11,48	-10,25	-9,02	-7,79	-6,56	-5,33	-4,1	-2,87	-1,64	-0,41
0,9	-11,89	-10,66	-9,43	-8,2	-6,97	-5,74	-4,51	-3,28	-2,05	-0,82

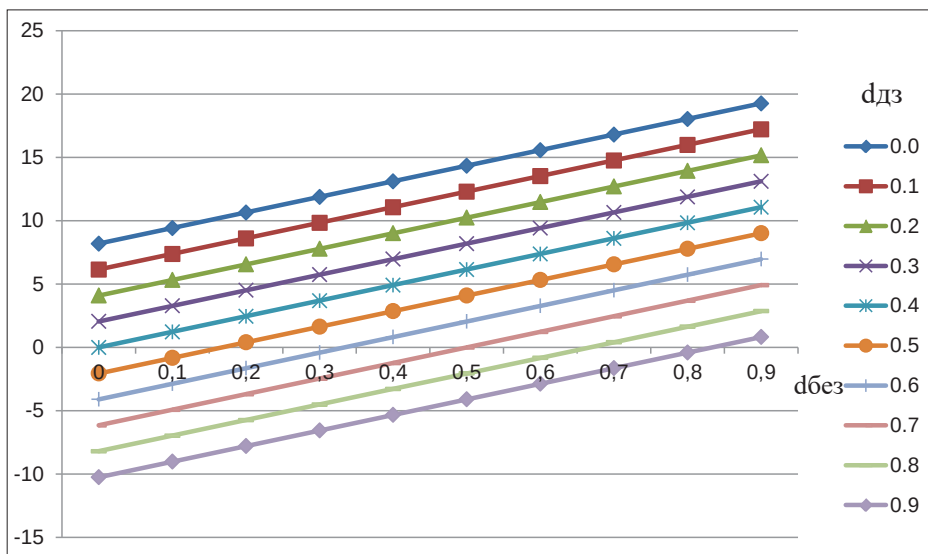


Рис. 3. Вплив дебіторської та безоплатної кредиторської заборгованості на ефект фінансового левириджу (за ЗК / ВК = 50 / 50, КВР(а-дз) = 5%, ПКпл =15%)



**БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:**

1. Курінна О.В. Теоретичні аспекти оптимізації структури капіталу підприємства. Науковий вісник Академії муніципального управління. Серія «Економіка». 2012. № 12. С. 94–100.
2. Гринченко В.О. Порівняльний аналіз структури капіталу українських, польських та німецьких підприємств. Економіка: реалії часу. 2016. № 1(23). С. 20–28.
3. Юхименко П., Загурський О., Могилко В. Теорії оптимізації структури капіталу підприємства та їх адаптація до українських економічних реалій. Банківська справа. 2010. № 2/3. С. 78–86.
4. Короленко О. Вплив фінансової структури капіталу на результати діяльності компаній. URL: [file:///C:/Documents%20and%20Settings/Администратор/Мои%20документы/Downloads/Nv\\_2014\\_2\\_10.pdf](file:///C:/Documents%20and%20Settings/Администратор/Мои%20документы/Downloads/Nv_2014_2_10.pdf).
5. Шубіна С.В. Методика аналізу структури капіталу та її впливу на прибутковість підприємства (на прикладі ПАТ «САН ІнБев УКРАЇНА»). Вісник Університету банківської справи. 2017. № 1(28). С. 78–83.
6. Яковець Т.А. Розрахунок оптимальної структури капіталу для підприємств лісового господарства Економічний аналіз. 2013. Вип. 12. Ч. 4. С. 175–179.
7. Пилипенко О., Соколова Е. Методичні підходи до оцінки і оптимізації структури капіталу підприємства залізничного транспорту. Збірник наукових праць ДЕТУТ. Серія «Економіка і управління». 2016. Вип. 35. С. 97–114.
8. Івко А.В. Комплексний показник оптимальної цільової структури капіталу підприємства. Європейський вектор економічного розвитку. 2011. № 2(11). С. 105–110.
9. Семенюк В.О. Декомпозиція критеріїв ефективності функціонування корпорацій за допомогою методики DU PONT. Інвестиції: практика та досвід. 2014. № 18. С.104–109.
10. Давиденко Н.М. Фінансовий леверидж в оптимізації структури капіталу акціонерних товариств. Агро-світ. 2015. № 1. С. 10–13.
11. Стеценко Б. Теоретичні підходи до визначення оптимальної структури капіталу акціонерного товариства. Ринок цінних паперів. Вісник ДКЦПФР. 2010. № 5/6. С. 41–47.
12. Салига К.С., Писаренко А.А. Оптимізація структури капіталу підприємства. Інвестиції: практика та досвід. 2011. № 10. С. 27–29.
13. Бичкова Н.В. Оптимізація структури капіталу вітчизняних підприємств у контексті підвищення ефективності фінансової діяльності. Вісник соціально-економічних досліджень. 2013. № 1(48). С. 16–23.
14. Горбатенко О.А. Методи оптимізації структури капіталу підприємств з державною часткою. URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/metodi-optimizatsiyi-strukturi-kapitalu-pidpriemstv-z-derzhavnoyu-chastkoyu>.
15. Ткачик Л.П., Пфайфер В.В. Методи оптимізації структури позикового капіталу підприємства. Молодий вчений. 2015. № 12(27). Ч. 2. С. 173–176.