

Тема 4.2

Управление стоимостью и структурой капитала предприятия

Основные вопросы:

1. Управление стоимостью капитала предприятия.
2. Управление структурой капитала.

4.2.1 Управление стоимостью капитала предприятия

Сущность концепции стоимости капитала состоит в том, что как фактор производства в инвестиционный ресурс капитал в любой своей форме имеет определенную стоимость, уровень которой должен учитываться в процессе его вовлечения в экономический процесс.

Процесс оценки стоимости капитала последовательно осуществляется на предприятии по следующим трем этапам: оценка стоимости отдельных элементов собственного капитала предприятия; оценка стоимости отдельных элементов привлекаемого предприятием заемного капитала; оценка средневзвешенной стоимости капитала предприятия.

1. Стоимость функционирующего собственного капитала имеет наиболее надежный базис расчета в виде отчетных данных предприятия. В процессе такой оценки учитываются:

а) *средняя сумма используемого собственного капитала в отчетном периоде по балансовой стоимости.* Этот показатель служит исходной базой корректировки суммы собственного капитала с учетом текущей рыночной его оценки. Расчет этого показателя осуществляется по методу средней хронологической за ряд внутренних отчетных периодов;

б) *средняя сумма используемого собственного капитала в текущей рыночной оценке;*

в) *сумма выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т.п.) за счет чистой прибыли предприятия.* Эта сумма и представляет собой ту цену, которую предприятие платит за используемый капитал собственников. В большинстве случаев эту цену определяют сами собственники, устанавливая размер процентов или дивидендов на вложенный капитал в процессе распределения чистой прибыли.

Стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде определяется по формуле (4.2.1):

$$СК_{\text{фо}} = \frac{ЧП_c}{СК^{cp}} \cdot 100, \quad (4.2.1)$$

где $СК_{\text{фо}}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %;

$ЧП_c$ – сумма чистой прибыли, выплаченная собственникам предприятия в процессе ее распределения за отчетный период;

$СК^{cp}$ – средняя сумма собственного капитала предприятия в отчетном периоде.

Процесс управления стоимостью этого элемента собственного капитала определяется прежде всего сферой его использования – операционной деятельностью предприятия. Он связан с формированием операционной прибыли предприятия и осуществляемой им политикой распределения прибыли.

Соответственно стоимость функционирующего собственного капитала в плановом периоде определяется по формуле (4.2.2):

$$CK_{\phi n} = CK_{\phi o} \cdot PB_m, \quad (4.2.2)$$

где $CK_{\phi n}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в плановом периоде, %;

$CK_{\phi o}$ – стоимость функционирующего собственного капитала предприятия в отчетном периоде, %;

PB_m – планируемый темп роста выплат прибыли собственникам на единицу вложенного капитала, выраженный десятичной дробью.

2. Стоимость дополнительно привлекаемого акционерного (паевого) капитала рассчитывается в процессе оценки дифференцированно по привилегированным акциям и по простым акциям (или дополнительно привлекаемым паям).

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяется с учетом фиксированного размера дивидендов, который по ним заранее predetermined. Это значительно упрощает процесс определения стоимости данного элемента капитала, так как обслуживание обязательств по привилегированным акциям во многом совпадает с обслуживанием обязательств по заемному капиталу. Однако существенным различием в характере этого обслуживания с позиций оценки стоимости является то, что выплаты по обслуживанию заемного капитала относятся на издержки (себестоимость) и поэтому исключены из состава налогооблагаемой прибыли, а дивидендные выплаты по привилегированным акциям осуществляются за счет чистой прибыли предприятия. Кроме выплаты дивидендов, к расходам предприятия относятся также эмиссионные затраты по выпуску акций (так называемые «издержки размещения»), которые составляют ощутимую величину.

С учетом этих особенностей стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций рассчитывается по формуле (4.2.3):

$$ССК_{np} = \frac{D_{np}}{K_{np} \cdot (1 - ЭЗ)} \cdot 100, \quad (4.2.3)$$

где $ССК_{np}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций, %;

D_{np} – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с контрактными обязательствами эмитента;

K_{np} – сумма собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии привилегированных акций;

$ЭЗ$ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к эмиссии (K_{np}).

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии простых акций. В процессе привлечения этого вида собственного капитала следует иметь в виду, что по стоимости он является наиболее дорогим, так как расходы по его обслуживанию не уменьшают базу налогообложения прибыли, а премия за риск – наиболее высокая, так как этот капитал при банкротстве предприятия защищен в наименьшей степени.

Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), осуществляется по следующей формуле

(4.2.4):

$$CKK_{na} = \frac{K_a \cdot D_{na} \cdot PB_m}{K_{na} \cdot (1 - ЭЗ)} \cdot 100, \quad (4.2.4)$$

где CKK_{na} – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев), %;

K_a – количество дополнительно эмитируемых акций;

D_{na} – сумма дивидендов, выплаченных на одну простую акцию в отчетном периоде (или выплат на единицу паев), %;

PB_m – планируемый темп роста выплат дивидендов (процентов по паям), выраженный десятичной дробью;

K_{na} – сумма собственного капитала, привлеченного за счет эмиссии простых акций (дополнительных паев);

$ЭЗ$ – затраты по эмиссии акций, выраженные в десятичной дроби по отношению к сумме эмиссии акций (дополнительных паев).

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов собственного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть рассчитан показатель средневзвешенной стоимости собственного капитала предприятия.

Заемный капитал в процессе финансового управления оценивается по следующим основным элементам: 1) стоимость финансового кредита (банковского и лизингового); 2) стоимость капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций; 3) стоимость товарного (коммерческого) кредита (в форме краткосрочной или долгосрочной отсрочки платежа); 4) стоимость текущих обязательств по расчетам.

1. Стоимость финансового кредита оценивается в разрезе двух основных источников его предоставления на современном этапе – банковского кредита и финансового лизинга.

а) *Стоимость банковского кредита*, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит, которая формирует основные затраты по его обслуживанию. Эта ставка в процессе оценки требует внесения двух уточнений: она должна быть увеличена на размер других затрат предприятия, обусловленных условиями кредитного соглашения (например, страхования кредита за счет заемщика) и уменьшена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных затрат предприятия. С учетом этих положений стоимость заемного капитала в форме банковского кредита оценивается по следующей формуле (4.2.5):

$$СБК = \frac{ПК_{\delta} \cdot (1 - C_{нп})}{1 - ЗП_{\delta}}, \quad (4.2.5)$$

где $СБК$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %;

$ПК_{\delta}$ – ставка процента за банковский кредит, %;

$C_{нп}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЗП_{\delta}$ – уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Если предприятие не несет дополнительных затрат по привлечению банковского кредита или если эти расходы незначительны по отношению к сумме привлекаемых средств, то приведенная формула оценки используется без ее знаменателя.

Управление стоимостью банковского кредита сводится к выявлению таких его предложений на финансовом рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения (при неизменности привлекаемой суммы кредита и срока его использования).

б) *Стоимость финансового лизинга* – одной из современных форм привлечения финансового кредита – определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). При этом следует учитывать, что эта ставка включает две составляющие – а) постепенный возврат суммы основного долга (он представляет собой годовую норму финансовой амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, в соответствии с которым после его оплаты он передается в собственность арендатору); б) стоимость непосредственного обслуживания лизингового долга. С учетом этих особенностей стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле (4.2.6):

$$C\Phi Л = \frac{(ЛС - НА) \cdot (1 - C_{нп})}{1 - ЗП_{фл}}, \quad (4.2.6)$$

где $C\Phi Л$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %;

$ЛС$ – годовая лизинговая ставка, %;

$НА$ – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %;

$C_{нп}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЗП_{фл}$ – уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях: стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгодней получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность); в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

2. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, оценивается на базе ставки купонного процента по ней, формирующего сумму периодических купонных выплат. Если облигация продается на иных условиях, то базой оценки выступает общая сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении.

В первом случае оценка осуществляется по формуле (4.2.7):

$$COЗ_{\kappa} = \frac{СК \cdot (1 - C_{нп})}{1 - ЭЗ_о}, \quad (4.2.7)$$

где $COЗ_{\kappa}$ – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

$СК$ – ставка купонного процента по облигации, %;

$C_{нп}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЭЗ_о$ – уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Во втором случае расчет стоимости производится по следующей формуле (4.2.8):

$$COZ_{\partial} = \frac{D_z \cdot (1 - C_{nn})}{(H_o - D_z) \cdot (1 - \mathcal{E}Z_o)} \cdot 100, \quad (4.2.8)$$

где COZ_{∂} – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

D_z – среднегодовая сумма дисконта по облигации;

H_o – номинал облигации, подлежащей погашению;

C_{nn} – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$\mathcal{E}Z_o$ – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью привлекаемого капитала в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита оценивается в разрезе двух форм его предоставления: а) по кредиту в форме краткосрочной отсрочки платежа; б) по кредиту в форме долгосрочной отсрочки платежа, оформленной векселем.

а) *Стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа*, на первый взгляд представляется нулевой, так как в соответствии со сложившейся коммерческой практикой отсрочка расчетов за поставленную продукцию в пределах обусловленного срока (как правило, до одного месяца) дополнительной платой не облагается. Иными словами, внешне эта форма кредита выглядит как бесплатно предоставляемая поставщиком финансовая услуга.

Однако в реальности это не так. Стоимость каждого такого кредита оценивается размером скидки с цены продукции, при осуществлении наличного платежа за нее. Если по условиям контракта отсрочка платежа допускается в пределах месяца со дня поставки (получения) продукции, а размер ценовой скидки за наличный платеж составляет 5%, это и будет составлять месячную стоимость привлеченного товарного

кредита, а в расчете на год эта стоимость будет составлять: $5 \cdot \frac{360}{30} = 60\%$. Таким образом, на первый взгляд бесплатное предоставление такого товарного кредита, может оказаться самым дорогим по стоимости привлечения источником заемного капитала.

Расчет стоимости товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, осуществляется по следующей формуле (4.2.9):

$$CTK_k = \frac{(\mathcal{C}C \cdot 360) \cdot (1 - C_{nn})}{ПО}, \quad (4.2.9)$$

где CTK_k – стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %;

$\mathcal{C}C$ – размер ценовой скидки при осуществлении немедленного наличного платежа за продукцию, %;

C_{nn} – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ПО$ – период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Учитывая, что стоимость привлечения этого вида заемного капитала носит скрытый характер, основу управления этой стоимостью составляет обязательная оценка ее в годовой ставке по каждому предоставляемому товарному (коммерческому) кредиту и ее сравнение со стоимостью привлечения аналогичного банковского кредита. Практика показывает, что во многих случаях выгодней взять банковский кредит для постоянной немедленной оплаты продукции и получения соответствующей ценовой скидки, чем пользоваться такой формой товарного (коммерческого) кредита.

б) *Стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем* формируется на тех же условиях, что и банковского, однако должна учитывать при этом потерю ценовой скидки за наличный платеж за продукцию. Расчет стоимости этой формы товарного (коммерческого) кредита осуществляется по формуле (4.2.10):

$$СТК_г = \frac{ПК_г \cdot (1 - C_{пп})}{1 - ЦС}, \quad (4.2.10)$$

где $СТК_г$ – стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем, %;

$ПК_г$ – ставка процента за вексельный кредит, %;

$C_{пп}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЦС$ – размер ценовой скидки, предоставляемой поставщиком при осуществлении наличного платежа за продукцию, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью этой формы товарного кредита, как и банковской, сводится к поиску вариантов поставок аналогичной продукции, минимизирующих размеры этой стоимости.

4. Стоимость текущих обязательств предприятия по расчетам при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет этого вида заемного капитала. Сумма этих обязательств условно приравнивается к собственному капиталу только при расчете норматива обеспеченности предприятия собственными оборотными средствами; во всех остальных случаях эта часть текущих обязательств рассматривается как краткосрочно привлеченный заемный капитал (в пределах одного месяца). Так как сроки выплат этой начисленной задолженности (по заработной плате, налогам, страхованию и т.п.) строго детерминированы, она не относится к управляемому финансированию с позиций оценки стоимости капитала.

Оценка средневзвешенной стоимости капитала предприятия. С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемного капитала предприятия. Оценка средневзвешенной стоимости капитала предприятия основывается на поэлементной оценке стоимости каждой из его составных частей. Результаты этой поэлементной оценки стоимости капитала предварительно группируются в таблице следующей формы (см. табл. 4.2.1)

Таблица 4.2.1 – Группировка результатов поэлементной оценки стоимости капитала для проведения расчета средневзвешенной его стоимости

Показатели	Элементы капитала, выделенные в процессе оценки				
	1	2	...	n-1	n

1. Стоимость отдельных элементов капитала, %	C_1	C_2	...	C_{n-1}	C_n
2. Удельный вес отдельных элементов капитала в общей его сумме, выраженный десятичной дробью	Y_1	Y_2	...	Y_{n-1}	Y_n

С учетом приведенных исходных показателей определяется средневзвешенная стоимость капитала (ССК) (4.2.11):

$$ССК = \sum_{i=1}^n (C_i \cdot Y_i), \quad (4.2.11)$$

где $ССК$ – средневзвешенная стоимость капитала предприятия;

C_i – стоимость конкретного элемента капитала;

Y_i – удельный вес конкретного элемента капитала в общей сумме.

Рассчитанная средневзвешенная стоимость капитала является главным критерияльным показателем оценки эффективности формирования капитала предприятия.

4.2.2 Управление структурой капитала

Структура капитала представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных финансовых ресурсов, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов. В процессе финансового управления капиталом оптимизация его структуры является одной из наиболее важных и сложных задач.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость.

Одним из механизмов оптимизации структуры капитала предприятия является финансовый леверидж.

Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового левериджа*. Он рассчитывается по следующей формуле (4.2.12):

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{нп}}) \cdot (KBP_a - ПК) \cdot \frac{ЗК}{СК}, \quad (4.2.12)$$

где ЭФЛ – эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;

$C_{\text{нп}}$ – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

KBP_a – коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %;

$ПК$ – средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %;

$ЗК$ – средняя сумма используемого предприятием заемного капитала;

$СК$ – средняя сумма собственного капитала предприятия.

Рассмотрим механизм формирования эффекта финансового левериджа на примере (см. табл. 4.2.2).

Рассматривая приведенные данные, можно увидеть, что по предприятию «А» эффект финансового левериджа отсутствует, так как оно не использует в своей хозяйственной деятельности заемный капитал. По предприятию «Б» этот эффект составляет 0,19%, по предприятию «В» 0,76%.

Из результатов проведенных расчетов видно, что чем выше удельный вес заемных средств в общей сумме используемого предприятием капитала, тем больший уровень прибыли оно получает на собственный капитал.

Таблица 4.2.2 – Формирование эффекта финансового левериджа

Показатель	Предприятие		
	А	Б	В
1	2	3	4
1. Средняя сумма всего используемого капитала (активов) в рассматриваемом периоде	1000	1000	1000
из неё			
2. Средняя сумма собственного капитала	1000	800	500
3. Средняя сумма заемного капитала	0	200	500
4. Сумма валовой прибыли (без учета расходов по уплате процентов за кредит)	200	200	200
5. Коэффициент валовой рентабельности активов (без учета расходов по уплате процентов за кредит), %	20	20	20
6. Средний уровень процентов за кредит, %	19	19	19
7. Сумма процентов за кредит, уплаченная за использование заемного капитала	0	38	95
8. Сумма валовой прибыли предприятия за вычетом расходов по уплате процентов за кредит	200	162	105
9. Ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью	0,24	0,24	0,24
10. Сумма налога на прибыль	48,00	38,88	25,20
11. Сумма чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после уплаты налога	152,00	123,12	79,80
12. Коэффициент рентабельности собственного капитала или коэффициент финансовой рентабельности (чистая прибыль к собственному капиталу), %	15,20	15,39	15,96
13. Прирост рентабельности собственного капитала в связи с использованием заемного капитала, в % (по отношению к предприятию «А») – эффект финансового левериджа	1	0,19	0,76

Рассматривая ранее приведенную формулу расчета эффекта финансового левериджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

1) *Налоговый корректор финансового левериджа* ($1 - C_{нп}$), который показывает в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли.

2) *Дифференциал финансового левериджа* ($КВР_a - ПК$), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит.

3) *Коэффициент финансового левериджа* ($ЗК/СК$), который характеризует сум-

му заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

Выделение этих составляющих позволяет целенаправленно управлять эффектом финансового левериджа в процессе финансовой деятельности предприятия.

Налоговый корректор финансового левериджа практически не зависит от деятельности предприятия, так как ставка налога на прибыль устанавливается законодательно. Вместе с тем, в процессе управления финансовым левериджем дифференцированный налоговый корректор может быть использован в следующих случаях:

а) если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения прибыли;

б) если по отдельным видам деятельности предприятие использует налоговые льготы по прибыли;

в) если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли или 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 левериджа на его эффект (при прочих равных условиях).

Дифференциал финансового левериджа является главным условием, формирующим положительный эффект финансового левериджа. Этот эффект проявляется только в том случае, если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит (включающий не только его прямую ставку, но и другие удельные расходы по его привлечению, страхованию и обслуживанию), т.е. если дифференциал финансового левериджа является положительной величиной.

В связи с высокой динамичностью этого показателя он требует постоянного мониторинга в процесс управления эффектом финансового левериджа. Этот динамизм обусловлен действием ряда факторов.

Прежде всего, в период ухудшения конъюнктуры финансового рынка (в первую очередь, сокращения объема предложения на нем свободного капитала) стоимость заемных средств может резко возрасти, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия.

Кроме того, снижение финансовой устойчивости предприятия в процессе повышения доли используемого заемного капитала приводит к увеличению риска его банкротства, что вынуждает кредиторов увеличивать уровень ставки процента за кредит с учетом включения в нее премии за дополнительный финансовый риск. При определенном уровне этого риска (а соответственно и уровне общей ставки процента за кредит) дифференциал финансового левериджа может быть сведен к нулю (при котором использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательную величину (при которой рентабельность собственного капитала снизится, так как часть чистой прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на обслуживание используемого заемного капитала по высоким ставкам процента).

Наконец, в период ухудшения конъюнктуры товарного рынка сокращается объем реализации продукции, а соответственно и размер валовой прибыли предприятия от операционной деятельности. В этих условиях отрицательная величина дифференциала финансового левериджа может формироваться даже при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового левериджа по любой из вышеперечисленных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала. В этом случае использование предприятием заемного капитала дает отрицательный эффект.

Коэффициент финансового левериджа является тем рычагом, который мультиплицирует (пропорционально мультипликатору или коэффициенту изменяет) положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет соответствующего значения его дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении

дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности собственного капитала. Иными словами, прирост коэффициента финансового левериджа мультиплицирует еще больший прирост его эффекта (положительного или отрицательного в зависимости от положительной или отрицательной величины дифференциала финансового левериджа).

Таким образом, при неизменном дифференциале коэффициент финансового левериджа является главным генератором как возрастания суммы и уровня прибыли на собственный капитал, так и финансового риска потери этой прибыли.