

Казбекова Ж.Б., У Цзинин

**Концепции оценки эффекта
финансового рычага:
сравнительный анализ**

В данной статье рассмотрена актуальность управления эффектом финансового рычага предприятий. Приведено определение финансового рычага, описаны значения эффекта финансового рычага на предприятиях, даны ключевые концепции эффекта финансового рычага предприятий. Раскрыта методика европейской и американской концепций эффекта финансового рычага. Произведен сравнительный анализ данных концепций. Рассмотрены практическое применение европейской концепции оценки финансового рычага в Казахстане и практическое применение американской концепции оценки финансового рычага в Китае. Исходя из положения о том, что теоретические формулы не полностью соответствуют практической ситуации двух стран, существует необходимость принять во внимание некоторые неучтенные факторы. Сформулированы скорректированные формулы европейской концепции на основе реальной ситуации в Казахстане и американской концепции на основе китайской практики.

Ключевые слова: эффект финансового рычага, американская концепция, европейская концепция, сравнительный анализ, практическое применение, скорректированная формула.

Kazbekova Zh.B., U Tszinin

**Concepts of evaluation the
degree of financial leverage:
Comparative Analysis**

Relevance of the degree of financial leverage of enterprises is considered. Definition of financial leverage is given. The significance of financial leverage in enterprises is described. Key concepts of degree of financial leverage of enterprises are given. Methods of european and american concepts of the degree of financial leverage are shown. Analysis of these concepts is given. Practical application of european concept of financial leverage evaluation in Kazakhstan and practical application of american concept of financial leverage evaluation in China are considered. And as theoretical formulas are not fully satisfied with practical situations in these two countries, there is a necessity to take into account unaccounted factors. Adjusted formulas of european concept on the basis of real situation in Kazakhstan and american concept on the basis of Chinese practice are worked out.

Key words: degree of the financial leverage; american concept; european concept; comparative analysis; practical application; adjusted formulas.

Казбекова Ж.Б., У Цзинин

**Левекедэ әсерін бағалау
тұжырымдамалары:
салыстырмалы талдау**

Мақалада кәсіпорындардың қаржы тұтқасын басқарудың маңыздылығы қарастырылған. Еуропалық және американдық тұжырымдамасының қаржы тұтқасы әсеріндегі әдістері ашылған. Аталған тұжырымдамаларға салыстырмалы талдау жасалған. Қазақстанда қаржы тұтқасын бағалаудың еуропалық тұжырымдамасы практикалық тұрғыда қарастырылған. Екі елдің тәжірибелі жағдайына теориялық формуласы толықтай сәйкес келмегендіктен, есепке алынбаған кейбір факторларды назарға алу қажеттілігі туындайды.

Түйін сөздер: қаржы тұтқасының нәтижесі, американдық тұжырымдама, еуропалық тұжырымдама, салыстырмалы талдау, практикалық қолдану, өзгертілген формула.

КОНЦЕПЦИИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТА ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Введение

Возможность изменения структуры капитала, «безопасность» дополнительного заимствования может быть оценена с помощью такого инструмента, как эффект финансового рычага.

Финансовый рычаг (Financial Leverage, FL) – одна из характеристик соотношения между заемным и собственным капиталом. С точки зрения аналитика речь идет об оценке использования займов на основе составляющих финансового рычага, когда капитал, взятый в долг под проценты, может выполнить роль вложений, приносящих прибыль, более высокую, чем уплаченные проценты. Собственный капитал в этом случае рассматривается как фундамент для привлечения заемных средств и возникновения, так называемого эффекта финансового рычага (Degree of Financial Leverage, DFL). [1]

DFL характеризует взаимосвязь между структурой капитала, чистой прибылью и рентабельностью собственного капитала по чистой прибыли. Иными словами, его можно определить как потенциальную возможность оказывать влияние на прибыль в результате привлечения заемных средств, т.е. меняя структуру капитала.[2] Однако следует помнить, что уровень эффекта финансового рычага прямо пропорционален не только рентабельности собственного капитала по чистой прибыли (чистая прибыль / собственный капитал), но и степени финансового риска компании. Это похоже на палку о двух концах: с одной стороны, компания получает возможность увеличить доходность собственных средств, с другой стороны, дополнительные займы влекут за собой повышенные риски.

Действительно, чем выше уровень процентов к выплате (постоянных расходов), тем меньше чистая прибыль. Таким образом, чем выше уровень FL, тем выше финансовый риск компании. Следовательно, можно оценивать изменение структуры капитала с разных точек зрения. Исходя из такой трактовки эффекта финансового рычага выделяют две ключевые концепции DFL:

1) европейскую концепцию (концепция доходности капитала).

2) американскую концепцию (концепция финансового риска) [3]

Анализ европейской концепции DFL

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СН}) * (\text{Ра} - \text{Цзк}) * \text{ЗК} / \text{СК} \quad (1)$$

где СН – ставка налога на прибыль, в долях ед.;

Ра – рентабельность активов (отношение суммы прибыли до уплаты процентов и налогов к среднегодовой сумме активов), в долях ед.;

Цзк – средневзвешенная цена заемного капитала, в долях ед.;

ЗК – среднегодовая стоимость заемного капитала; СК – среднегодовая стоимость собственного капитала.

Налоговый корректор финансового рычага ($1 - \text{Нп}$), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового рычага в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

Дифференциал финансового рычага ($\text{Ра} - \text{Цзк}$), характеризующий разницу между рентабельностью активов предприятия и средневзвешенной расчетной ставкой процента по ссудам и займам;

Плечо финансового рычага $\text{ЗК} / \text{СК}$, величина заемного капитала в расчете на собственный капитал предприятия. [4]

Некоторые правила, связанные с эффектом финансового рычага.

Дифференциал ЭФР должен быть положительным. Предприниматель имеет определенные рычаги воздействия на дифференциал, однако такое влияние ограничено возможностями наращивания эффективности производства.

Дифференциал финансового рычага – это важный информационный импульс не только для предпринимателя, но и для банкира, так как он позволяет определить уровень (меру) риска предоставления новых займов предпринимателю. Чем больше дифференциал, тем меньше риск для банкира, и наоборот.

Если $\text{Dif} < 0$, то предприятие быстро накапливает убытки;

Если $\text{Dif} = 0$, то рентабельность равна процентной ставке по кредиту, эффект финансового рычага равен нулю;

Если $\text{Dif} > 0$, то предприятие увеличивает размер получаемой прибыли за счет использования заемных средств.

Плечо финансового рычага несет принципиальную информацию как для предпринимателя, так и для банкира. Большое плечо означает значительный риск для обоих участников экономического процесса. [5]

Таким образом, Эффект финансового рычага позволяет определять и возможности привлечения заемных средств для повышения рентабельности собственных средств, и связанный с этим финансовый риск (для предпринимателя и банкира).

2. Анализ американской концепции DFL

Американская концепция DFL трактует его с точки зрения степени финансового риска. Привлечение компанией заемных средств сопряжено не только с потенциальной возможностью повышения доходности собственного капитала, но и с ростом финансовых рисков (для банкира – возрастает риск невозмещения кредита; для инвестора – возрастает риск падения дивиденда и курса акций).

$$\text{DFL} = \Delta \text{EPS} / \Delta \text{ЕВІТ} \quad (2)$$

где EPS – чистая прибыль на одну обыкновенную акцию;

ЕВІТ – прибыль до налогообложения и выплаты процентов.

С помощью этой формулы можно ответить на вопрос, на сколько процентов изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении ЕВІТ.

$$\text{EPS} = (\text{ЕВІТ} - \text{проценты за кредит}) * (1 - T) / n \quad (3)$$

$$\Delta \text{EPS} = (\Delta \text{ЕВІТ} - \text{проценты за кредит}) * (1 - T) / n \quad (4)$$

где EPS – чистая прибыль на акцию

n – количество обыкновенных акций

Δ проценты за кредит = 0 – с изменением ЕВІТ плата за заемный капитал не растет, она фиксирована процентом от величины заемного капитала.

Таким образом: чем больше проценты и чем меньше ЕВІТ, тем больше сила финансового рычага и тем выше финансовый риск.

Выводы: Экономическая рентабельность совпадает с доходностью собственного капитала при отсутствии финансового рычага и при отсутствии налога на прибыль;

Налогообложение прибыли приводит к снижению доходности собственного капитала по сравнению с экономической рентабельностью;

Снижение доходности может быть компенсировано увеличением финансового рычага, что позволит поднять доходность собственного капитала.

Налогообложение снижает результативность воздействия финансового рычага на доходность собственного капитала. Но у финансо-

вого менеджера имеется возможность влияния на доходность через поиск источников заемного финансирования с более низкой процентной ставкой и увеличение доли заемного финансирования. Возможности повышения доходности ограничены: процентная ставка по заемному капиталу и значение финансового рычага взаимозависимы (значительное увеличение финансового рычага сопровождается ростом издержек по обслуживанию займа) [6].

В рамках концепции финансового риска рассчитывается коэффициент – сила воздействия финансового рычага (F). В этом случае определяется соотношение прироста EPS (%) и прироста EBIT (%). Данное соотношение показывает, на сколько процентов изменится чистая прибыль на каждую обыкновенную акцию при изменении операционной прибыли на x процентов:

$$F = \Delta \text{EPS} / \Delta \text{EBIT} \quad (5)$$

Чем выше сила воздействия финансового рычага, тем больше финансовый риск [7].

Таким образом, определение, подходящей данной конкретной компании структуры источников служит одним из наиболее наглядных и доступных способов анализа финансовой устойчивости компании. В конечном счете, от соотношения между собственным и заемным капиталом зависит разработка дивидендной политики, правильный выбор внешних (кредитование, эмиссия акций) и внутренних (нераспределенная прибыль) источников финансирования. Достаточный объем собственных средств может обеспечить компании рост темпов развития и финансовую независимость.

3. Сравнительный анализ европейской и американской концепций

Европейская концепция определяет границу экономической целесообразности привлечения заемных средств. Пока рентабельность вложений в компанию выше цены заемных средств, т.е. дифференциал положителен, рентабельность собственного капитала будет расти тем быстрее, чем выше соотношение заемных и собственных средств.

С целью более точно определения границы изменения структуры капитала необходимо рассчитать два показателя:

Точка безразличия (ТБ) – это прибыль до выплаты процентов и налогов, при которой рентабельность собственного капитала не изменится в случае привлечения заемных средств.

Финансовая критическая точка (ФКТ) – это прибыль до выплаты процентов и налогов, размеры которой равны сумме финансовых издержек, связанных с обслуживанием долга. [4]

Пример: предположим, компания к концу отчетного периода показывает в финансовых отчетах следующие данные: собственный капитал – 150 млн ден. ед.; заемный капитал – 42 млн ден. ед.; прибыль до уплаты процентов и налогов – 23 млн ден. ед.; ставка налога на прибыль – 20%; ставка процента по кредитам – 19%. Рассчитаем величину эффекта финансового рычага:

$$P_a = (\Pi/A) * 100\% = (23/(150+42)) * 100\% = 12\%$$

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СН}) * (P_a - \text{Цзк}) * \text{ЗК} / \text{СК} = (1 - 0,2) * (0,12 - 0,19) * 42 / 150 = -0,0157 (1,57\%)$$

В силу того, что рентабельность активов ниже стоимости заемных средств, компания имеет отрицательный эффект финансового рычага (при привлечении заемных средств рентабельность собственного капитала снижается на 1,57%). Каким должен быть размер прибыли от основной деятельности, чтобы ЭФР был бы равен нулю?

Рассчитаем точку безразличия:

Если ЭФР = 0, то $P_a - \text{Цзк} = 0$, следовательно $P_a = \text{Цзк}$; $\Pi = P_a * A = 0,19 * 192 = 36,48$ млн ден. ед.

Имея прибыль 36,48 млн ден. ед., компания может использовать заемный капитал (смешанную схему финансирования бизнеса), но доходность собственных средств при этом не увеличится. Определим рентабельность собственного капитала ($P_{ск}$) по чистой прибыли (ЧП) в условиях привлечения заемного капитала и при бездолговой схеме финансирования деятельности.

Смешанная схема финансирования бизнеса:

$$P_{ск} = \text{ЧП} / \text{СК} = (1 - 0,20) * (36,48 - 7,98) / 150 = 15\%$$

Бездолговая схема финансирования бизнеса:

$$P_{ск} = \text{ЧП} / \text{СК} = (1 - 0,20) * (36,48 - 0) / 192 = 15\%$$

Расчеты показывают, что в этом случае ЭФР нейтрализуется, следовательно, компания должна заработать прибыль, большую, чем в точке безразличия, чтобы получить желаемое приращение рентабельности собственного капитала ($\text{ЭФР} > 0$).

Ну а каков уровень финансовой критической точки, т.е. какова нижняя граница прибыли, достаточной только на покрытие финансовых издержек (суммы процентов и пр.)?

Очевидно, что в этой точке $P_{ск} = 0$, тогда $\Pi = \text{ЗК} * \text{Цзк}$;

$P = 42 * 0,19 = 7,98$ млн ден. ед.

При размере прибыли ниже 7,98 млн ден. ед. компания станет убыточной.

Таким образом, установлены определенные границы по прибыли, ориентируясь на которые менеджеры могут принимать решения об изменении структуры капитала:

(1) $P_{факт} > TБ$ – в этом случае ЭФР положительный, и компании выгодно привлекать заемные средства.

(2) $P_{факт} = TБ$ – использование заемного капитала не изменит финансового результата и, соответственно, величины Рск.

(3) $ФКТ < P_{факт} < TБ$ – при смешанной схеме финансирования бизнеса DFL отрицательный.

(4) $P_{факт} < ФКТ$ – при наличии прибыли до выплаты процентов и налогов компания имеет чистые убытки.

Американская концепция финансового рычага (в отличие от европейской) не отвечает на вопрос о безопасной величине и условиях формирования рациональной структуры собственных и заемных средств предприятия и возможности определения безопасных границ займов – для этого удобен первый способ расчета. Это – недостаток американской концепции финансового рычага. В то же время положительным моментом этой концепции является то, она позволяет определять уровень совокупного действия финансового и операционного рычагов и выходить на формализацию ассортиментной политики предприятия. [8]

4. Практическое применение европейской и американской концепций оценки финансового рычага

Для того, чтобы продемонстрировать практическое применение этих концепций рассмотрим их с использованием статистических данных предприятий в Казахстане и в Китае.

На сегодняшний день доленое и долговое финансирование являются главным источником вовлечения капитала в предприятия. С развитием фондового рынка Китая (фондовые биржи: Шанхайская, Гонконгская и Шэньчжэньская), все больше внимания уделяется интересам акционеров и методам финансирования предприятия. Существуют следующие характеристики современных методов финансирования:

1. Предпочтение внешнего финансирования. В данный момент, в Китае предприятия предпочитают финансировать капитал из внешних ис-

точников, при этом доля внешнего источника всегда занимает свыше 80%.

2. Предпочтение долевого финансирования. Для листинговых компаний в Китае популярными источниками финансирования являются три канала финансирования: нераспределенные прибыли, долгосрочные займы и выпуск акций. Среди них, доля долевого финансирования в среднем составила около 55%–60%; долгового около 20%–30%; а внутреннего не более 5%. Однако в развитых странах собственные средства являются главным источником финансирования листинговых компаний (около 50%–97%). Долговые источники занимают второе место (примерно 11%–57%), и, наконец, выпуск новых акций около 9%–33%, третье место [9]. В Китае ситуация в точности противоположна, так как для листинговых компаний себестоимость долевого финансирования меньше себестоимость долгового финансирования. Корпоративные облигации имеют высокие инвестиционные риски, низкие доходы, плохую ликвидность, что приводит к низкому спросу инвесторов. Долевое финансирование, в свою очередь, как долгосрочный источник финансирования имеет низкие затраты, без необходимости погашения в течение долгого времени, потому на китайской фондовой бирже спрос на него больше предложения.

В соответствии с нынешней ситуацией (преимуществом финансирования за счет долговых источников является нежелание владельцев увеличивать число акционеров, а также относительно более низкая себестоимость кредита по сравнению со стоимостью акционерного капитала), казахские предприятия предпочитают финансировать свою деятельность через долговой источник в отличие от китайских предприятий. Поэтому, в Казахстане используется европейская концепция расчета финансового рычага, а в Китае американская концепция расчета финансового рычага.

4.1 Скорректированная формула европейской концепции финансового рычага

В 2014 году инфляция в Казахстане составила 7,4 процента. в 2015 году составила 13,6 процента. В январе 2016 года уровень инфляции в Казахстане составил 1,30%, что на 0,10 больше, чем в декабре 2015 года и на 0,70 больше, чем в январе 2015 года. Вместе с этим, инфляция с начала 2016 года составила 1,30%, а в годовом исчислении – 14,32%. В 2016 Казахстан занимает 2 место по уровню инфляции в мире [10].

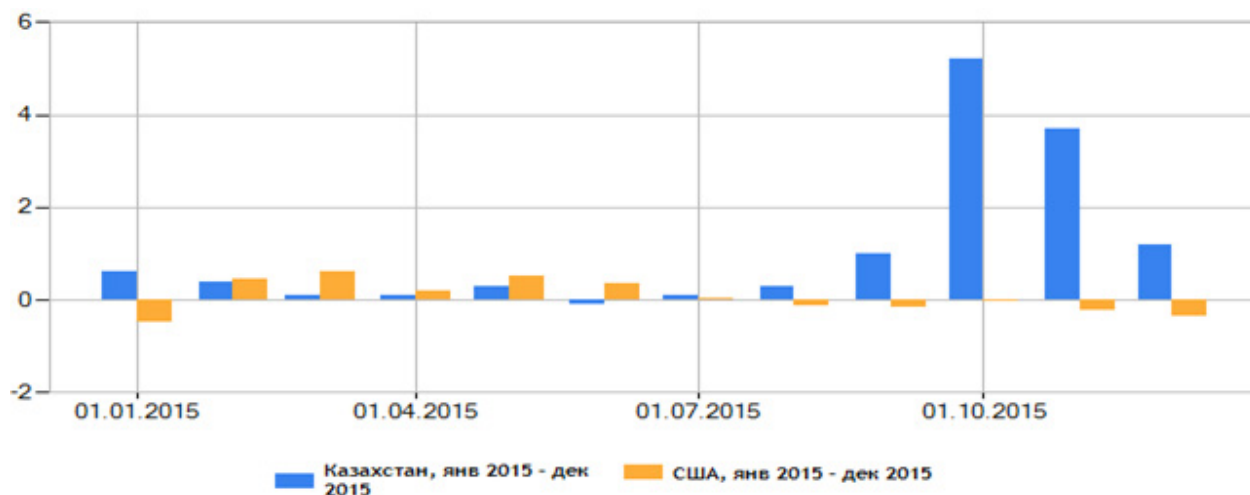


Рисунок 1 – Сравнение уровня инфляции в Казахстане и США в 2015 году [10]

Эффект финансового рычага европейской концепции в случае учета финансовых расходов зависит от трех факторов: разности между общей рентабельностью всего капитала после уплаты налога и контрактной процентной ставкой; сокращения процентной ставки по причине налоговой экономии; плеча финансового рычага. Однако нужно иметь в виду, что

эти расчеты полностью абстрагируются от влияния инфляции. В условиях инфляции, если долги и проценты по ним не индексируются, ЭФР и ROE (рентабельность собственного капитала) увеличиваются, поскольку обслуживание долга и сам долг оплачиваются уже обесцененными деньгами [5]. Тогда эффект финансового рычага будет равен:

$$\text{ЭФР} = \left[\text{ROA} - \frac{\text{СП}}{1 + \text{И}} \right] (1 - \text{Кн}) \times \frac{\text{ЗК}}{\text{СК}} + \frac{\text{И} \times \text{ЗК}}{(1 + \text{И})\text{СК}} \times 100 \% \quad (6)$$

где ROA – рентабельность капитала (активов) предприятия; СП – ставка за кредит%; И – в отчетном году темп инфляции в виде десятичной дроби; Кн – налог на прибыль%; ЗК – заёмный

капитал; СК – собственный капитал [5].

Используя финансовую отчетность предприятия «RG Brands», рассмотрим его изменение ЭФР в 2014 году с учетом инфляции.

Таблица 1 – Финансовые показатели предприятия «RG Brands» в 2014 году

Показатели	2014-12-31
Среднегодовая сумма капитала(тыс. тг)	52768835
В том числе:	
Заёмного(тыс. тг)	21 380 488
Собственного (тыс. тг)	31 388 347
Прибыль до налогообложения(тыс. тг)	9 081 462
Общая рентабельность совокупного капитала,%	17
Затраты по привлечению заемных средств(тыс. тг)	1943652
Ставка за кредит%	9
Налог на прибыль%	20
Уровень инфляции в 2014 году%	7,4

Примечание: составлена автором на основе финансовой отчетности предприятия «RG Brands» [11]

Эффект финансового рычага с учетом инфляции составляет:

$$\text{ЭФР} = (0,17 - 0,09 / 1,074)(1 - 0,2) * 21\,380\,488 / 31\,388\,347 + (0,074 * 21\,380\,488) / (1,074 * 31\,388\,347) * 100\% = 9,39\%$$

Эффект финансового рычага без учёта инфляции составляет:

$$\text{ЭФР} = (0,17 - 0,09) * (1 - 0,2) * (21\,380\,488 / 31\,388\,347) * 100\% = 4,352\%$$

Таким образом, прирост ЭФР за счет инфляции составил:

$$9,39\% - 4,352\% = 5,038\%$$

Инфляция создает две дополнительно составляющие ЭФР:

увеличение доходности собственного капитала за счет неиндексации процентов по займам:

$$\frac{(СП \times И)ЗК(1 - Кн)}{СК(1 + И)} = (0,09 * 0,074) * 21\,380\,488 * (1 - 0,2) / 31\,388\,347 * 1,074 = 0,338\%$$

рост рентабельности собственного капитала за счет неиндексации самих заемных средств:

$$\frac{И \times ЗК}{СК(1 + И)} * 100\% = 0,074 * 21\,380\,488 / 31\,388\,347 * 1,074 = 4,7\%$$

т.е. прирост ЭФР = 0,338% + 4,7% = 5,038%

Отсюда следует, что в условиях инфляционной среды даже при отрицательной величине дифференциала $[ROA - СП(1 + И)] < 0$ эффект финансового рычага может быть положительным за счет неиндексации долговых обязательств, что создает дополнительный доход от применения заемных средств и увеличивает сумму собственного капитала.

Таким образом, в условиях инфляции эффект финансового рычага зависит от следующих факторов: разницы между ставкой доходности всего инвестированного капитала и ставкой ссудного процента; уровня налогообложения; суммы долговых обязательств; темпов инфляции.

4.2 Скорректированная формула американской концепции финансового рычага

Вышеприведенная американская концепция существует два недостатка.

Во-первых, Помимо процентов по банковским кредитам, к обязательным платежам, относимым организацией на уменьшение прибыли после налогообложения, относятся:

- дивиденды по привилегированным акциям и проценты по облигациям;
- налоговые платежи, уплачиваемые за счет прибыли после налогообложения (плата за сверхнормативные выбросы отходов и т.д.);
- штрафные санкции, подлежащие внесению в бюджет и внебюджетные фонды и понесенные за нарушение исполнения договоров и т.д. [12]

Учет этих платежей также необходим при расчете эффекта финансового левириджа.

При анализе эффекта финансового левириджа желательно произвести дополнительный расчет, используя данные аналитического баланса, не исключая кредиторскую задолженность. При этом, как правило, возникает одновременное увеличение и дифференциала, и плеча финансового рычага. Однако при принятии управленческих решений по поводу политики заимствования ориентироваться нужно прежде всего на аналитический баланс, исключая кредиторскую задолженность. Тем не менее, достаточно полезно сопоставить результаты расчетов и выявить риск, лежащий на переменной части пассива – кредиторской задолженности.

Во-вторых, не учитывается влияние ставки налога на прибыль. В этом случае сравнение финансового риска предприятия в двух разных периодах становится затруднительным, если произошло изменение ставки налога на прибыль.

Принимая во внимание все вышесказанное, можно сделать вывод, что ЭФР должен учитывать все вышеизложенные факторы, то есть он должен отражать взаимосвязь валового дохода и прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. Для этого результирующий ЭФР следует рассчитывать путем умножения ЭФР, рассчитанного по первому варианту и ЭФР по второму варианту. Данное утверждение справедливо, так как при использовании первого варианта мы увидим, как изменится прибыль до налогообложения, а при использовании второго – как изменится прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия. Математически эту взаимосвязь можно выразить следующим образом [13]:

$$\begin{aligned} \text{ЭФР} &= \frac{\text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ} - \frac{\text{ПРОЦЕНТ}}{\text{ЗА КРЕДИТ}}} * \frac{\left(\text{НРЭИ} - \frac{\text{ПРОЦЕНТ}}{\text{ЗА КРЕДИТ}} \right) (1 - T)}{\left(\text{НРЭИ} - \frac{\text{ПРОЦЕНТ}}{\text{ЗА КРЕДИТ}} \right) (1 - T) - E} = \\ &= \frac{\text{НРЭИ}}{\left(\text{НРЭИ} - \frac{\text{ПРОЦЕНТ}}{\text{ЗА КРЕДИТ}} \right) (1 - T) - E} * (1 - T) \end{aligned} \quad (7)$$

где НРЭИ – прибыль до выплаты налогов и процентов или валовой доход;

НРЭИ – ПРОЦЕНТ ЗА КРЕДИТ – прибыль до выплаты налогов (отличается от ЕВІТ на сумму выплаченных процентов);

T – ставка налога на прибыль (в долях единицы);

E – сумма обязательных платежей из прибыли после налогообложения [13].

Используя финансовую отчетность предприятия «Yili», в соответствии с вышеприведенной формулой, рассмотрим его изменение ЭФР в 2014 году.

Таблица 2 – Финансовые показатели предприятия «Yili» в 2014 году

№	Показатели	2014-12-31
1	Собственный капитал, ед. юань	19,307,661,042
2	Заемный капитал, ед. юань	19,910,952,073
3	Прибыль до налогообложения и выплаты процентов (ЕВІТ), ед. юань	4,604,218,016
4	Финансовые издержки(сумма процентов за кредит, I), ед. юань	301,556,282
5	Прибыль до налогообложения (ЕВТ), ед. юань	4,302,661,734
6	Сумма налога на прибыль, ед. юань (15%)	646,969,836
7	Дивиденды по привилегированным акциям, ед. юань	18,383,738
8	Чистая прибыль, ед. юань	3,637,308,160

Примечание: составлена автором на основе финансовой отчетности предприятия «Yili» [14]

В соответствии с вышеприведенной формулой:
 $\text{ЭФР} = 4,604,218,016 / [4,302,661,734 * (1 - 0,15) - 18,383,738] * (1 - 0,15) = 1,075$

В соответствии с формулой американской концепции:

$$\text{ЭФР} = 4,604,218,016 / 4,302,661,734 = 1,070$$

$$\text{Т.е. прирост ЭФР} = 1,075 - 1,070 = 0,005$$

Из вышеприведенной формулы видно, что налог на прибыль снижает уровень риска. Например, если бы ставка налога на прибыль равнялась 100%, то финансовый риск отсутствовал бы. На первый взгляд это парадоксальный вывод, но он легко объясним – чем больше ставка налога на прибыль, тем в большей мере уменьшение прибыли отражается на поступлениях в бюджет в виде налога на прибыль и в меньшей степени на прибыль, остающуюся в распоряжении

предприятия. Более того, чем больше налог на прибыль, тем меньше прибыли остается у предприятия и тем меньше предприятие принимает обязательств по выплатам за счет чистой прибыли. Если же такая вполне разумная политика отсутствует (то есть предприятие не регулирует свои обязательные платежи в зависимости от получаемой прибыли), то повышение ставки налога на прибыль влечет за собой повышение финансового риска предприятия.

Используя данный подход, мы получим показатель, характеризующий финансовый риск предприятия в полной мере.

Получается, что в китайских условиях, когда имеется множество обязательных платежей за счет чистой прибыли, целесообразно использовать модифицированную формулу ЭФР.

Заключение

Для финансового менеджера, принимающего решения о структуре капитала, важно оценить преимущества и недостатки финансового рычага. Существуют два подхода к оценке финансового рычага. Первый подход (европейский) акцентирует внимание на росте доходности собственного капитала по сравнению с доходностью активов при привлечении заемного капитала. Второй подход (американский) заключается в уровне влияния финансового рычага на чистую прибыль: насколько чувствительна чистая прибыль к изменению операционной прибыли. Получаемая оценка выражается в процентном изменении чистой прибыли.

Первая концепция расчета эффекта позволяет определить безопасную величину и условия кредита, вторая концепция позволяет определить степень финансового риска, и используется для расчета совокупного риска предприятия.

Практически, из за уровня развития фондовой биржи и себестоимости финансирования (долевого и долгового) в Казахстане применяется европейская концепция, а в Китае американская концепция.

Однако, теоретические формулы не полностью соответствуют практической ситуации двух стран, поэтому в основу европейской концепции добавлен фактор инфляции, а в американскую концепцию добавлены факторы: ставка налога на прибыль и сумма обязательных платежей из прибыли после налогообложения. Но в этих скорректированных формулах существуют некоторые недостатки. Например, скорректированная формула европейской концепции не учитывает, что сумма собственного капитала проиндексирована на уровне инфляции. Скорректированная формула американской концепции не показывает безопасную величину и условия формирования рациональной структуры собственных и заемных средств предприятия.

Литература

- 1 Григорьева Т.И. Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз. – 2-е изд. – М.: ЮРАЙТ, 2013. – 138 с.
- 2 Сапарова Б.С. Финансовый менеджмент: учебное пособие; под редакцией У. Баймуратова – Алматы: Экономика, 2008. – 48 с.
- 3 Алиева Б.М. Финансовый менеджмент: учебное пособие. – Алматы: «ЛЕМ Баспасы», 2012. – 224 с.
- 4 Кадерова Н.Н. Корпоративные финансы: учебное пособие. – Алматы: Экономика, 2008 – 375 с.
- 5 Михель Э.Э. Корпоративные финансы: учебное пособие. – Алматы: Казахский экономический университет. 2009 – 400 с.
- 6 Купешова Б.К. Практика по финансовому менеджменту: для студентов экономических специальностей КазНУ им. аль – Фараби, Высшая школа экономики и бизнеса, кафедра финансов. – Алматы: ВШЭиБ, 2012. – 75 с.
- 7 Ковалев В.В. Основы финансового менеджмента: учебно-практическое пособие. – М.: Проспект, 2007. – 553 с.
- 8 Осербайулы С.О. Финансовый менеджмент. Теория и практика. – Алматы, 2013. – 145 с.
- 9 Структура капитала листинговых предприятий: [Электрон. ресурс]. – [http://www.baidu.com.cn/上市公司资本结构与融资行为实证研究](http://www.baidu.com.cn/) (дата обращения: 03.02.2016).
- 10 Статистическое бюро: [Электрон. ресурс]. – <https://www.statbureau.org/ru/kazakhstan/inflation> (дата обращения: 05.02.2016).
- 11 Казахстанская Фондовая Биржа: [Электрон. ресурс]. – <http://www.kase.kz/> – (дата обращения: 05.02.2016).
- 12 Булгакова Е. В. Финансовый левиредж и его значение в управлении финансовой деятельностью предприятия// Успехи современного естествознания. – 2010. – № 11/2010. – С. 56-59.
- 13 Хохлова Е.В. Определение эффективного уровня финансового рычага при развитии производства предприятия // Российское предпринимательство. – 2010. – № 11 (172). – С. 32-38.
- 14 Шанхайская Фондовая Биржа: [Электрон. ресурс]. – <http://www.sse.com.cn/> (дата обращения: 05.02.2016).

References

- 1 Grigor'eva T.I. Finansovyy analiz dlja menedzherov: ocenka, prognoz. – 2-e izd. – Moskva, JuRAJT, 2013 g. – 138 s.
- 2 Saparova B.S. Finansovyy menedzhment: uchebnoe posobie; pod redakciej U. Bajmuratova. – Almaty: Jekonomika, 2008. – 48 s.
- 3 Alieva B.M. Finansovyy menedzhment: uchebnoe posobie. – Almaty: «LEM Baspasy» 2012. – 224 s.
- 4 Kaderova N.N. Korporativnye finansy: uchebnoe posobie. – Almaty: Jekonomika, 2008 – 375 s.
- 5 Mihel' Je.Je. Korporativnye finansy: uchebnoe posobie – Almaty: Kazahskij jekonomicheskij universitet. 2009. – 400 s.
- 6 Kupeshova B.K. Praktika po finansovomu menedzhmentu: dlja studentov jekonomicheskikh special'nostej KazNU im. al' – Farabi, Vysshaja shkola jekonomiki i biznesa, kafedra finansov. – Almaty: VShJeiB, 2012. – 75s.

- 7 Kovalev V.V. Osnovy finansovogo menedzhmenta: uchebno-prakticheskoe posobie. – M.: Prospekt, 2007. – 553 s.
- 8 Oserbajuly S.O. Finansovyy menedzhment. Teorija i praktika, Almaty, 2013 – 145 s.
- 9 Struktura kapitala listingovyh predpriyatij: [Jelektron. resurs]. – <http://www.baidu.com.cn/上市公司资本结构与融资行为实证研究> (data obrashhenija: 03.02.2016).
- 10 Statisticheskoe bjuro: [Jelektron. resurs]. – <https://www.statbureau.org/ru/kazakhstan/inflation> (data obrashhenija: 05.02.2016).
- 11 Kazhstanskaja Fondovaja Birzha: [Jelektron. resurs]. – <http://www.kase.kz/> – (data obrashhenija: 05.02.2016).
- 12 Bulgakova E. V. Finansovyy leveridzh i ego znachenie v upravlenii finansovoj dejatel'nost'ju predpriyatija // Uspehi sovremennogo estestvoznaniya. – 2010. – № 11/2010. – s. 56-59.
- 13 Hohlova E.V. Opredelenie jeffektivnogo urovnja finansovogo rychaga pri razvitii proizvodstva predpriyatija // Rossijskoe predprinimatel'stvo. – 2010. – № 11 (172). – s. 32-38.
- 14 Shanhajskaja Fondovaja Birzha: [Jelektron. resurs]. – <http://www.sse.com.cn/> (data obrashhenija: 05.02.2016).