

ОЦЕНКА СОВОКУПНОГО РИСКА ФИРМЫ В УСЛОВИЯХ РАЗВИТИЯ ПРОИЗВОДСТВА

Разинкова В.П. канд. экон. наук, Бубенко И.В. канд. экон. наук,
Дитиненко С.А.

(г. Харьков, Украина)

The technique of an estimation is given in conditions of development of manufacture of firm.

Предпринимательская деятельность фирмы связана с двумя категориями рычагов — операционным и финансовым. Первый обусловлен спецификой бизнеса данной фирмы, второй — склонностью фирмы поддерживать определенный кредитный рейтинг и избегать поглощения. При прочих равных условиях большему деловому риску должен отвечать меньший финансовый риск.

Действие операционного рычага зависит от удельного веса постоянных затрат в общей сумме и предопределяет степень гибкости предприятия; способно обеспечить нормальную массу, норму и динамику прибыли в условиях неустойчивого спроса и цены на готовую продукцию, цен сырья и энергии, неадекватности себестоимости и цены реализации.

Действие финансового рычага связано со склонностью к займу средств, которая обусловлена ограничениями со стороны регулирующих органов, устава данной фирмы или желания ее менеджеров поддерживать высокий уровень заемных средств из-за неустойчивости финансовых условий кредитования (особенно при колебаниях рентабельности активов).

Тесная связь операционного и финансового рычагов обуславливает неразрывную связь предпринимательского и финансового рисков. Операционный рычаг воздействует своей силой на нетто-результат эксплуатации инвестиций (прибыль до уплаты процентов за кредит и налогов), а финансовый рычаг — на сумму чистой прибыли фирмы, уровень чистой рентабельности его собственных средств и величину чистой прибыли в расчете на каждую обыкновенную акцию. Возрастание процентов за кредит при

наращивании эффекта финансового рычага утяжеляет постоянные затраты фирмы и оказывает повышенное воздействие на силу операционного рычага. При этом растет не только финансовый, но и деловой риск, и, несмотря на обещания солидного дивиденда, может упасть курсовая стоимость акций предприятия. Первостепенная задача финансового менеджера в такой ситуации — снизить силу воздействия финансового рычага. Таким образом, финансовым рычагом жертвуют ради снижения делового риска.

Трудно говорить о главенстве операционного и финансового рычагов. Чем больше сила воздействия операционного рычага (или чем больше постоянные затраты), тем более чувствителен нетто-результат эксплуатации инвестиций к изменениям объема продаж и выручки от реализации; чем выше уровень эффекта финансового рычага, тем более чувствительна чистая прибыль на акцию к изменениям нетто-результата эксплуатации инвестиций. Поэтому по мере одновременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов все менее значительные изменения физического объема реализации и выручки приводят ко все более масштабным изменениям чистой прибыли на акцию.

Таким образом, имеется сопряженный эффект операционного и финансового рычагов.

Уровень			
сопряженного		Сила	Сила
эффекта	=	воздействия	X
операционного и		операционного	финансового
финансового		рычага	рычага
рычагов			

Исходя из этого соотношения уровень совокупного риска предприятия показывает, на сколько процентов изменяется чистая прибыль на акцию при изменении объема продаж (выручки от реализации) на один процент. Однако на чистую прибыль влияют, во-первых, размер, структура и эффективность использования ресурсов фирмы, во-вторых, структура источников средств. Определив оптимальную для фирмы структуру капитала, можно рассчитать минимальный уровень дохода, который фирма должна обеспечить для своего функционирования и развития, а также обеспечения достаточного дохода инвесторам (акционерам).

Для структуры капитала немалое значение имеют рыночные

условия (положение на рынке ценных бумаг и др.) и субъективное отношение менеджеров к риску, желание избежать его или идти на использование значительных сумм займа. Поэтому использование преимуществ от кредитования или мобилизация собственных средств (выпуск новых акций, нераспределенной прибыли), предпочтение тех или иных действий в соответствии с действующим налоговым законодательством формируют структуру капитала как следствие взаимодействия многих факторов.

Взаимосвязь между структурой капитала, необходимой нормой прибыли (уровнем дохода) и размером мобилизации средств является фундаментальной в деятельности какой-либо фирмы.

Определить эту взаимосвязь можно благодаря методике анализа лeverиджа (рычагов). Категорией лeverиджа в финансовом менеджменте характеризуется процесс управления активами, направленный на рост прибыли.

Существует два вида лeverиджа, происхождение которых изображено на рис. 1. Структура прибыли зависит от затрат двух типов — производственных и финансовых, которые хотя и не взаимосвязаны, но их размером и долей можно управлять.

Операционный лeverидж	Доход от реализации (за минусом НДС и акцизов) — затраты на производство реализованной продукции + сальдо доходов и затрат от прочей реализации и вне реализационных операций	Комбинированный лeverидж
	= Валовой доход (доход до выплаты процентов и налогов)	
Финансовый лeverидж	— Проценты по долгосрочным обязательствам и займам = налогооблагаемая прибыль — налог на прибыль и другие обязательные выплаты из прибыли = чистая прибыль	

Рис. 1. Взаимосвязь доходов и лeverиджа

Следует заметить, что сочетание мощного операционного рычага с мощным финансовым рычагом может оказаться

губительным для предприятия, так как деловой и финансовый риски взаимно умножаются, мультиплицируя неблагоприятные эффекты. Взаимодействие операционного и финансового рычагов усугубляется негативным воздействием сокращающейся выручки от реализации на величину нетто-результата эксплуатации инвестиций и чистой прибыли.

В фирмах, которые проводят активную технико-технологическую политику, интенсивно используют оборудование (с инвестированием в основные средства производства), наблюдается рост постоянных затрат на единицу переменных затрат, то есть высокий уровень производственного или операционного левериджа. Этот показатель характеризует потенциальную возможность влияния на валовой доход путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска (продажи) продукции.

В категориях бизнеса высокий уровень операционного левериджа означает, что относительно небольшие изменения объема реализации могут привести к значительным изменениям в валовом доходе.

Экономический смысл показателя операционного левериджа ($Y_{опл}$) означает степень чувствительности валового дохода фирмы к изменению объема производства. Если уровень постоянных затрат кампании высок и не опускается в период спроса на продукцию, то деловой риск кампании увеличивается. Для небольших фирм, особенно специализирующихся на одном виде продукции, характерна высокая степень делового риска.

Категорией финансового левериджа характеризуется изменение соотношения собственных и заемных средств как источников долгосрочного финансирования, целесообразность и эффективность их использования, потенциальная возможность влияния на чистую прибыль фирмы путем изменения объема и структуры долгосрочных пассивов. Финансовый леверидж отражает взаимосвязь между доходом по валу при долгосрочных займах, выплатами процентов и налогов из прибыли, а также чистой прибылью.

Обобщенная взаимосвязь выручки, затрат производственного и финансового характера и чистой прибыли характеризуется категорией комбинированного (операционно-финансового) левериджа.

Количественная оценка левериджа выполняется специальным

методом критического объема продаж, суть которого заключается в определении для каждой конкретной ситуации объема выпуска, обеспечивающего безубыточную деятельность.

В случае операционного леввериджа под безубыточностью подразумевается деятельность, обеспечивающая валовой доход (прибыли может не быть).

Критическим считается объем реализации $O_{кр}$, при котором валовой доход равняется нулю. В стоимостном измерении имеем:

$$O_{кр} = \frac{FC}{1-K},$$

где FC — условно-постоянные производственные затраты;

K — коэффициент пропорциональности переменных затрат, относящихся к реализации в стоимостном измерении (предполагается прямо пропорциональным).

В натуральных единицах измерения критический объем продукции равен:

$$O_{кр} = \frac{FC}{P-Y},$$

где P — цена единицы продукции;

Y — переменные производственные затраты на единицу продукции.

Критический объем реализации достигается в том случае, когда маржинальный доход C ($C=P-Y$) в своей сумме равен сумме условно-постоянных затрат.

Объем продукции в натуральных единицах, обеспечивающий заданный валовой доход (GI), равен:

$$O_1 = \frac{FC + GI}{P - Y}.$$

Уровень операционнолеввериджа ($Y_{ол}$) равен:

$$Y_{ол} = TGI : TQ,$$

где TGI — темп изменения валового дохода, %;

TQ — темп изменения объема реализации в натуральных единицах, %.

Значение $Y_{ол}$ не является постоянным для определенной фирмы и зависит от базового уровня производства, от которого идет расчет.

Наибольшие значения $Y_{ол}$ имеет в случаях, когда изменения объема производства происходят с уровнями, незначительно

превышающих критический объем продаж. Чем выше $Y_{ол}$, тем выше деловой риск, тем больше размах валового дохода.

Область дохода не является ограниченной, то есть при достижении некоторого объема производства дальнейшее его расширение становится экономически неэффективным, так как объем переменных затрат растет пропорционально объему производства. Эта зависимость может быть и нелинейной.

Степень делового (производственного) риска характеризуется значением критического объема продаж. Все фирмы должны контролировать $Y_{ол}$, то есть долю постоянных издержек, влияя тем самым на деловой риск.

Операционный левеидж относится к использованию основного капитала. Финансовый левеидж ($Y_{фл}$) имеет отношение к использованию ценных бумаг с фиксированным доходом. Операционный левеидж влияет на прибыль до выплаты процентов и налогов, если прибыль доступна акционерам — (покупателям обыкновенных акций). Финансовый левеидж помогает тогда, когда уже нельзя использовать операционный левеидж, влияя на прибыль на одну акцию вследствие изменения уровня продаж. Для финансовых руководителей задача заключается в том, чтобы выбрать ($Y_{фл}$), который максимизирует цены на привилегированные акции и облигации фирмы, то есть фиксированные финансовые затраты так, чтобы влиять на ожидаемую прибыль фирмы в расчете на одну обычную акцию.

Чем больше долговых обязательств продает фирма, тем выше отношение задолженности к активам, а также выше ставка процента по задолженности. Последняя должна соотноситься со ставками процентов по коммерческим займам в своем территориальном округе.

При анализе финансового левеиджа оценивается возможность получения прибыли (из валового дохода.) Относительное изменение чистой прибыли при изменении валового дохода измеряется показателем уровня финансового левеиджа ($Y_{фл}$):

$$Y_{Ф'} = \frac{TNI}{TGI} \quad \text{или} \quad Y_{Ф'} = \frac{GI}{GI - In}$$

где TNI — темп изменения чистой прибыли, %;

In — процент за кредит.

Критической отметкой безубыточности является ситуация, когда налогооблагаемая прибыль равна валовому доходу. Повышение доли заемных средств в общей сумме долгосрочных источников средств при прочих равных условиях приводит к большей плате по ним процентов, к росту уровня финансового левериджа.

Финансовый риск связан с возможностью недостатка средств для уплаты процентов по долгосрочным обязательствам и займам. Повышение $Y_{фл}$ сопровождается ростом риска данной фирмы. То есть при одинаковых объемах производства, но разных уровнях финансового левериджа, чем выше значение $Y_{фл}$, обусловленное изменение объема производства, тем больше чувствительность чистой прибыли при почти незначительных изменениях (рост или уменьшение) валового дохода.

Размером финансового риска, или финансовой критической точкой, является валовой доход, минимально необходимый для покрытия процентов за пользование долгосрочным заемным капиталом. При росте финансового левериджа растет и финансовый риск.

Возможна оценка и общего риска деятельности фирмы на рынке товаров и капитала, который связан с возможной нехваткой средств для покрытия текущих затрат и обслуживания внешней задолженности. Для этого необходимо рассчитывать уровень комбинированного (производственно-финансового) левериджа с помощью показателя:

$$Y_o = Y_{mo} * Y_{\Phi o} = \frac{cQ}{GI - I_n}$$

Задача снижения совокупного риска предприятия сводится в самом общем случае к выбору одного из трех вариантов:

высокий уровень эффекта финансового рычага в сочетании со слабой силой воздействия операционного рычага;

низкий уровень эффекта финансового рычага в сочетании с сильным операционным рычагом;

умеренные уровни эффектов финансового и операционного рычагов.

Оптимальной структурой капитала всегда есть равновесие между риском и доходностью, то есть максимум курсовой стоимости акции при достаточной безопасности инвесторов.