**1. ЛЕВЕРИДЖ И ЕГО РОЛЬ В ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ**

Создание и функционирование любой коммерческой организации упрощенно представляют собой процесс инвестирования финансовых ресурсов на долгосрочной основе с целью извлечения прибыли. Теку­щая деятельность сопряжение риском, в частности производствен­ным и финансовым, который следует принимать во внимание в зави­симости оттого, с какой позиции характеризуется компания. Как легко видеть из баланса, эта характеристика может быть выполнена либо с позиции активов, которыми владеет и распоряжается предприятие, либо с позиции источников средств. В первом случае возникает понятие производственного риска, во втором — финансового риска. В данном задании рассмотрим категорию риска в контексте планирования зат­рат, связанных с текущей и отчасти с перспективной деятельностью фирмы.

***Производственный (или бизнес) риск*** —это риск, в большей степе­ни обусловленный отраслевыми особенностями бизнеса, т.е. структу­рой активов, в который фирма решила вложить свой капитал. Доста­точно очевидно, что производство основных продуктов питания, без которых не может прожить человек и спрос на которые сравнительно легко предсказуем, гораздо менее рисковый бизнес по сравнению с пошивом ультрамодной обуви, хотя, возможно, и не такой прибыль­ный. Производственный риск определяется многими факторами: ре­гиональные особенности, конъюнктура рынка, национальные тради­ции, инфраструктура и т.п. Можно привести множество примеров, характеризующих зависимость производственного риска от тех или иных условий; ограничимся одним из них. Очевидно, что при прочих равных условиях оценки риска вложения средств в организацию производства зонтиков от дождя в Великобритании и на Ближнем Востоке принципиально различаются ввиду неодинаковости климатичес­ких условий. Риск, обусловленный структурой источников, называется ***финан­совым.*** В этом случае речь уже не идет о том, куда вложены денеж­ные средства — в производство одежды или автомобилей, а о том, из каких источников получены средства и каково соотношение этих источников.

Как известно, источники средств предприятия могут быть классифицированы различными способами; в данном случае нас интересует прежде всего вопрос о том, как соотносятся между собой собственный и заемный капиталы. Ситуация, когда компания (равно как и любой индивидуум) не ограничивается собственным капиталом, а при­влекает средства внешних инвесторов, вполне объяснима: всегда вы­годно жить в долг, если этот долг обоснован и необременителен. Привлекая заемные средства, собственники компании и ее высший управленческий персонал получают возможность контролировать бо­лее крупные потоки денежных средств и реализовывать более амби­циозные инвестиционные проекты, несмотря на то, что доля собствен­ного капитала в общей сумме источников может быть относительной небольшой. Компания становится крупнее; владеть, управлять и ра­ботать в такой компании престижнее и выгоднее. Безусловно, при этом подразумевается наличие высокого уровня организации производ­ственной и финансовой деятельности, обеспечивающей эффективности использования привлеченных средств.

С позиции финансового риска компания, осуществляющая свою деятельность лишь за счет собственных средств, и компания, 90% совокупного капитала которой представляют собой банковские кредиты, диаметрально различаются. Необходимо отметить, что понятие финансового риска важно не только и не столько с позиции констатации сложившегося положения, оно гораздо важнее с позиции возможности и условий привлечения дополнительного капитала. Как было указано выше, эти условия могут существенно различаться для приведенных в качестве примера компаний.

Количественная оценка риска и факторов, его обусловивших, осу­ществляется на основе анализа вариабельности прибыли. В терминах финансов взаимосвязь между прибылью и стоимостной оценкой зат­рат активов или фондов, понесенных для получения данной прибы­ли, характеризуется с помощью показателя *«леверидж».* В букваль­ном понимании леверидж означает действие небольшой силы (рычага), с помощью которой можно перемещать довольно тяжелые предметы. В приложении к экономике он трактуется как некоторый фактор, небольшое изменение которого может привести к существенному изменению ряда результативных показателей.

Прежде всего отметим, что можно выделить несколько показателей прибыли, благодаря чему удается иденти­фицировать и количественно измерить влияние тех или иных факторов, в том числе и факторов, обусловливающих тот или иной вид рис­ка. Точно так же возможны различное представление расходов компа­нии и различная их группировка.

Термин «леверидж» представляет собой варваризм, т.е. прямое заимствование американского термина «lеvеrage», уже достаточно широко используемый в отечественной специальной литературе; отметим, что в Великобритании для той же цели применяется термин *«Gearing».* В некоторых монографиях используют термин «рычаг», что вряд ли следует признать удачным даже в лингвистическом смысле, поскольку в буквальном перево­де в английском рычагом является «*lever*», но никак не *«1еverege».*

Основным результативным показателем служит чистая прибыль компании, которая зависит от многих факторов, и потому возможны различные факторные разложения ее изменения. В частности, ее мож­но представить как разницу между выручкой и расходами двух ос­новных типов: производственного характера и финансового характера. Они не взаимозаменяемы, однако величиной и долей каждого из этих типов расходов можно управлять. Такое представление факторной структуры прибыли является исключительно важным в условиях рыночной экономики и свободы в финансировании коммер­ческой организации с помощью кредитов коммерческих банков, значительно различающихся по предлагаемым ими процентным ставкам.

C позиции финансового управления деятельностью коммер­ческой организации чистая прибыль зависит; во-первых, от того, на­сколько рационально использованы предоставленные предприятию финансовые ресурсы, те во что они вложены, и, во-вторых, от структуры источников средств.

Первый момент находит отражение в объеме и структуре основных и оборотных средств и эффективности их использования. Основными элементами себестоимости продукции являются переменные и постоянные расходы, причем соотношение между ними может быть различным и определяется технической и технологической политикой, выбранной на предприятии. Изменение структуры себестоимости может существенно повлиять на величину прибыли. Инвестирование в основные средства сопровождается увеличением постоянных расходов и, по крайней мере теоретически, уменьшением переменных расходов. Однако зависимость носит нелинейный характер, поэтому найти оптимальное сочетание постоянных и переменных расходов нелегко. Вот эта взаимосвязь и характеризуется категорией производ­ственного, или операционного, левериджа, уровень которого определяет, кроме того, величину ассоциируемого с компанией производ­ственного риска.

***Производственный леверидж*** количественно характеризуется соотношением между постоянными и переменными расходами в общей сумме и вариабельностью показателя «прибыль до вычета процен­тов и налогов». Именно этот показатель прибыли позволяет выделить и оценить влияние изменчивости операционного левериджа на финансовые результаты деятельности фирмы.

Если доля постоянных расходов велика, говорят, что компания имеет высокий уровень производственного левериджа. Для такой компании иногда даже незначительное изменение объемов производства может привести к существенному изменению прибыли, поскольку постоянные расходы компания вынуждена нести в любом случае, производится продукция или нет. Изменчивость прибыли до вычета процентов и налогов, обусловленная изменением операционного левериджа, количественно выражает производственный риск. Чем выше уровень производственного левериджа, тем выше производственный риск компании.

Можно привести различные примеры, показывающие роль производственного левериджа; в основном все эти примеры связаны с ресурсоемкими отраслями. В частности, в области нефтедобычи уровень постоянных расходов очень высок, поскольку вне зависимое от степени интенсивности использования скважины необходим определенный, и весьма немалый, минимум расходов на поддержание скважины. То же самое можно сказать о металлургической промышленности, железнодорожном и водном транспорте и т.п.

Отметим в этой связи, что необходимость в формулировании понятия производственного левериджа и разработке методов его оценки изначально возникла с появлением задачи формирования бюджетов крупных капиталовложений. Многие альтернативные проекты могут существенно различаться по структуре расходов, что и предопределяет необходимость расчета критического объема продаж. Кроме того, достаточно очевидно, что производственный леверидж как важнейшая характеристика технической и технологической сторон деятельности компании оказывает существенное влияние и на структуру источников средств.

Может сложиться впечатление, что контроль за уровнем производственного левериджа актуален лишь для коммерческих организаций, имеющих высокий уровень постоянных расходов. Это верно лишь отчасти, поскольку мировой опыт показывает, что в рыночной экономике совершенно обыденным является диверсификация производственной деятельности. Для примера приведем основные направления деятельности транснациональной компании *«Атеr Grоup»* со штаб-квартирой в Хельсинки. Эта компания занимается импортом и продажей автомобилей; производством спортивной продукции для гольфа, тенниса, американского футбола, баскетбола и бейсбола; производством бумаги; производством табачных изделий и др.Перечисленные направления достаточно разноплановы, в том числе и в отношении уровня постоянных расходов по дивизионам. Процесс диверсификации производственной деятельности является объективным, в той или иной степени он присущ (или будет присущ в недалеком будущем) и крупным отечественным компаниям.

Итак, сложившийся в компании уровень производственного левериджа — это характеристика потенциальной возможности влиять на прибыль до вычета процентов и налогов путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска.

Финансовый риск находит отражение в соотношении собственных и заемных средств как источников долгосрочного финансирова­ния, целесообразности и эффективности использования последних. Ис­пользование заемных средств связано для коммерческой организаций с определенными, порой значительными издержками. Каково долж­но быть оптимальное сочетание между собственными и привлечен­ными долгосрочными финансовыми ресурсами и как это повлияет на прибыль? Именно эта взаимосвязь характеризуется категорией *финан­сового левериджа.*

Количественно эта характеристика измеряется соотношением меж­ду заемным и собственным капиталом; уровень финансового леверид­жа прямо пропорционально влияет на степень финансового риска ком­пании и требуемую акционерами норму прибыли. Чем выше сумма процентов к выплате, являющихся, кстати, постоянными обязатель­ными расходами, тем меньше чистая прибыль. Таким образом, чем выше уровень финансового левериджа, тем выше финансовый риск компании.

Компания, имеющая значительную долю заемного капитала, на­зывается компанией с высоким уровнем финансового левериджа, или финансово зависимой компанией (*highly 1еуеred сотрапу)* компания, финансирующая свою деятельность только за счет собственных средств, называется финансово независимой *(ип1еvered сотрапу).*

Итак, сложившийся в компании уровень финансового левериджа — это характеристика потенциальной возможности влиять на чистую прибыль коммерческой организации путем изменения объема и структуры долгосрочных пассивов.

Исходным в рассмотренной схеме является производственный леверидж, влияние которого выявляется путем оценки взаимосвязи меж­ду совокупной выручкой коммерческой организации, ее прибылью до вычета процентов и налогов и расходами производственного харак­тера. К последним относятся совокупные расходы коммерческой орга­низации, уменьшенные на величину расходов по обслуживанию внешних долгов. Влияние финансового левериджа выявляется путем оценки взаимосвязи между чистой прибылью и величиной прибыли до (выплаты процентов и налогов.

Обобщающей категорией является *производственно-финансовый леверидж.* В отличие от двух других видов левериджа каким-либо простым количественным показателем, имеющим наглядную интерпретацию и пригодным для пространственных сопоставлений, он не выражается, а его влияние определяется путем оценки взаимосвязи трех показателей: выручки, расходов производственного и финансо­вого характера и чистой прибыли.

Рассмотренные виды левериджа и их влияние, опосредованное взаимосвязью описанных показателей, могут быть представлены путем перекомпоновки и детализации статей отчета о прибыли и убытках.

Из сделанных пояснений становится понят­но, почему такое большое внимание с позиции стратегического планирования уделяется операционному и финансовому левериджу — именно условно-постоянные расходы производственного и финансового характера в значительной степени определяют конечные финансовые результаты деятельности предприятия. Выбор более или менее капиталоемких направлений деятельности определяет уровень операционного левериджа; выбор оптимальной структуры источников средств связан с финансовым левериджем. Что касается взаимосвязи двух видов левериджа, то однозначную и безапелляционную ее характеристику вряд ли можно сделать; тем не менее достаточно распространенным является мнение, что они должны быть связаны обратно пропорциональной зависимостью — высокий уровень операционно­го левериджа в компании предполагает желательность относительно низкого уровня финансового левериджа и наоборот. Объяснение оче­видно как с позиции общего риска, так и с позиции совокупных по­стоянных расходов.

Выручка от реализации (за минусом НДС и акцизов)

-Переменные расходы на производство и сбыт продукции (не включая финансовые расходы)

-Условно-постоянные расходы (не включая финансовые расходы)

+Сальдо прочих доходов и расходов

=Прибыль до вычета процентов и налогов

-проценты к уплате (финансовые расходы)

=Налогооблагаемая прибыль

-Налог на прибыль и прочие обязательные платежи за прибыли

=Чистая прибыль

Влияние

производственного

левериджа

Влияние производственно- финансового

левериджа

Влияние

Финансового

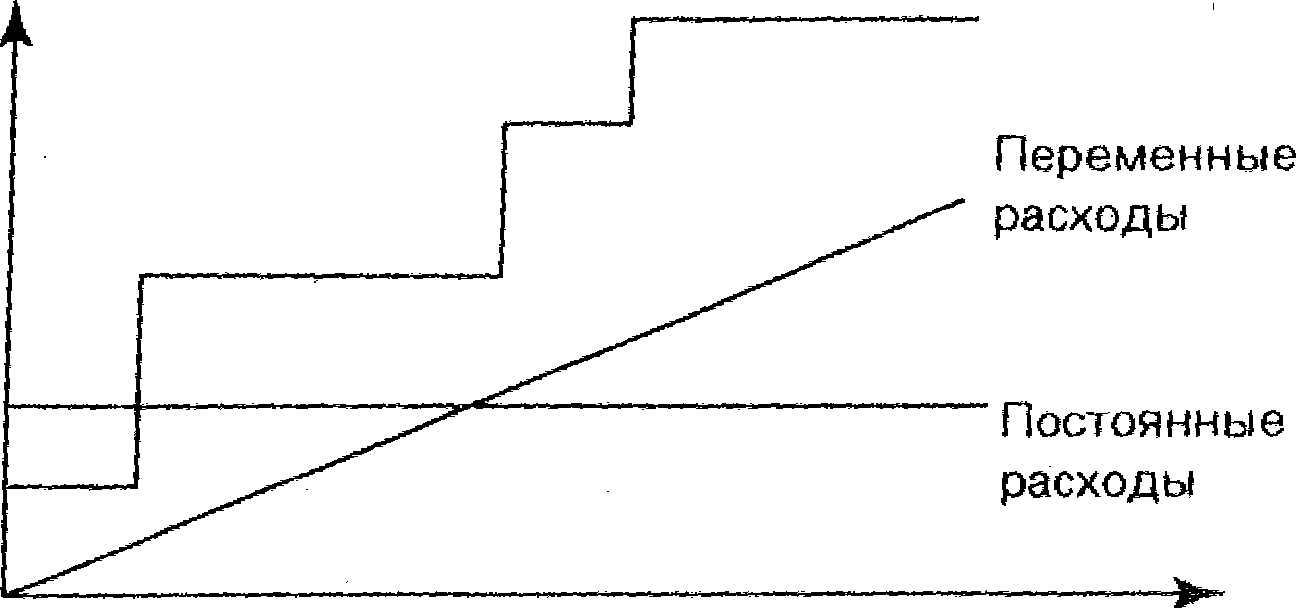
левериджа

**2. МЕТОД РАСЧЕТА КРИТИЧЕСКОГО ОБЪЕМА ПРОДАЖ**

Производственная деятельность коммерческой организации сопро­вождается расходами различного вида и относительной значимости. Согласно действующему плану счетов возможны два варианта учета затрат на производство и реализацию продукции. Первый, традици­онный для отечественной экономики, предусматривает исчисление себестоимости продукции путем группировки расходов на прямые и косвенные. Первые относятся на себестоимость непосредственно, вто­рые распределяются по видам продукции в зависимости от принятой на предприятии методики. Второй вариант, широко используемый в экономически развитых странах, предполагает иную группировку зат­рат — на переменные (производственные) и постоянные. Первые из­меняются пропорционально объему производства, вторые остаются стабильными при изменении объема производства. Такое подразделение расходов на переменные и постоянные является условным; бо­лее правильным является выделение постоянных, полупеременных и переменных расходов.

Расходы

Полупеременные расходы



Реализация (в ед.)

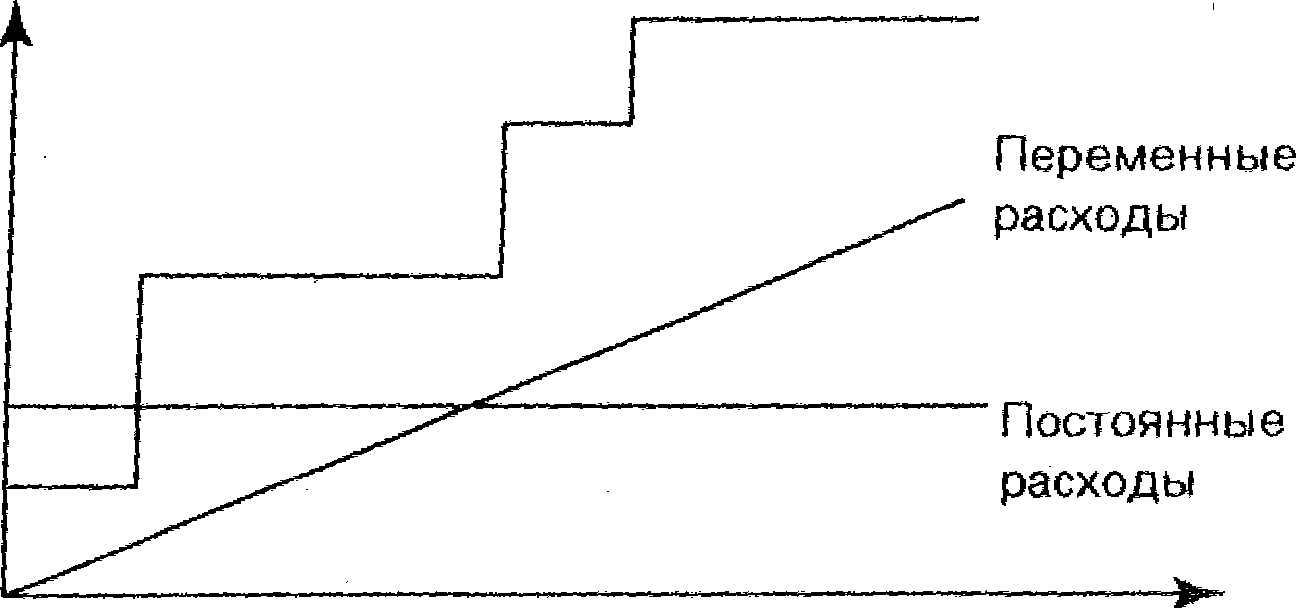
Виды расходов и их динамика

Приведенная классификация расходов также является условной, тем не менее она более реально отражает динамику различных их видов. К *постоянным* расходам относятся расходы, практически не зависящие от объемов производственной деятельности и являющиеся чаще всего контрактными (например, арендная плата). Для наглядности они представлены на схеме в виде прямой, параллельной оси абсцисс. *Полупеременные* расходы представляют собой расходы, меняющиеся скачкообразно, т.е. стабильные при варьировании объема выпуска в некотором интервале и меняющиеся при выходе объема производства за пределы данного интервала. В качестве примера можно привести расходы по реализации продукции (например, транспортные расходы). К *переменным* расходам относятся расходы, изменяющиеся практически прямо пропорционально изменению объема выпуска (например, расходы сырья и материалов). Для удобства и упрощения излагаемых в дальнейшем материалов постоянные и полупеременные расходы нередко объединяются и называются *условно-постоянными.*

*Метод критического объема продаж, или «мертвой точки»* (в терминологии И.Шера), в приложении к оценке и достижению приемлемого уровня левериджа заключается в определении для каждой конкретной ситуации объема выпуска, обеспечивающего безубыточную деятельность. В зависимости от того, производственный или финансовый леверидж оценивается, термин «безубыточная деятельность» имеет разную интерпретацию. В первом случае под безубыточной понимается деятельность, обеспечивающая валовой доход; отметим, (то здесь вовсе не гарантируется прибыль, поскольку теоретически, например при неблагоприятных условиях, весь валовой доход может быть использован на оплату процентов по ссудам и займам. При расходов на переменные и постоянные является условным; бо­лее правильным является выделение постоянных, полупеременных и переменных расходов.

Расходы

Полупеременные расходы



Реализация (в ед.)

Виды расходов и их динамика

Приведенная классификация расходов также является условной, тем не менее она более реально отражает динамику различных их видов. К *постоянным* расходам относятся расходы, практически не зависящие от объемов производственной деятельности и являющиеся чаще всего контрактными (например, арендная плата). Для наглядности они представлены на схеме в виде прямой, параллельной оси абсцисс. *Полупеременные* расходы представляют собой расходы, меняющиеся скачкообразно, т.е. стабильные при варьировании объема выпуска в некотором интервале и меняющиеся при выходе объема производства за пределы данного интервала. В качестве примера можно привести расходы по реализации продукции (например, транспортные расходы). К *переменным* расходам относятся расходы, изменяющиеся практически прямо пропорционально изменению объема выпуска (например, расходы сырья и материалов). Для удобства и упрощения излагаемых в дальнейшем материалов постоянные и полупеременные расходы нередко объединяются и называются *условно-постоянными.*

*Метод критического объема продаж, или «мертвой точки»* (в терминологии И.Шера), в приложении к оценке и достижению приемлемого уровня левериджа заключается в определении для каждой конкретной ситуации объема выпуска, обеспечивающего безубыточную деятельность. В зависимости от того, производственный или финансовый леверидж оценивается, термин «безубыточная деятельность» имеет разную интерпретацию. В первом случае под безубыточной понимается деятельность, обеспечивающая валовой доход; отметим, (то здесь вовсе не гарантируется прибыль, поскольку теоретически, например при неблагоприятных условиях, весь валовой доход может быть использован на оплату процентов по ссудам и займам. При анализе левериджа оценивается трансформация валового дохода в частую прибыль.

Модель зависимости рассматривается показателей может быть построена графически или аналитически. Графическое построение модели приведено ниже.

Выручка от

Область реализации

дохода

Себестоимость

И доход «Мертвая Полные расходы

точка»

Переменные расходы

Область

потерь Постоянные расходы График расчета “мертвой точки”

Приведенное графическое представление взаимосвязи выручки и расходов от объема выпуска продукции основано на предложении об их прямо пропорноциональной зависимости. Такое предложение весьма условно. Многочисленные исследования показали, что зависимость носит налинейной характер, поэтому график может быть трансформирован

следующим образом.

Себистоимость Полные

И доход расходы

Область

доходов

Выручка от

реализации

# Область

потерь

Постоянные

расходы

Графическое представление нелинейной зависимости показателей.

Данная зависимость показывает, что область дохода не является неограниченной — при достижении некоторого объема производства дальнейшее его расширение становится экономически неэффективным. С логической точки зрения такое поведение анализируемых показателей вполне реально и оправданно. Практическое построение кривых затруднено, поскольку требует тщательного разделения издержек по видам.

Аналитическое представление рассматриваемой модели основывается на следующей базовой формуле:

**S= V*С+ FС+GL***

где S *—* реализация в стоимостном выражении;

V*С-—* переменные производственные расходы;

F*С* — условно-постоянные производственные расходы;

GL*—*прибыль до вычета процентов и налогов.

Поскольку в основу анализа заложен принцип прямо пропорциональной зависимости показателей, имеем:

**VC = к \* S**

где K— коэффициент пропорциональности.

Используя формулу , а также условие, что критическим счи­тается объем реализации, при котором валовой доход равен нулю, имеем:

***S = k \* S +FC.***

Показатель S в этой формуле характеризует критический объем реализации в стоимостном выражении, поэтому, обозначив его S*т,* име­ем:

*SM =FС*

*I* — *К ,*

Формулу можно представить в более наглядном виде путем перехода к натуральным единицам измерения. Для этого введем следующие дополнительные обозначения:

Q — объем реализации в натуральном выражении;

*р* — цена единицы продукции;

*v* — переменные производственные расходы на единицу продукции;

*Q c —* критический объем продаж в натуральных единицах.

Преобразуя формулу , имеем:

*Q c = FC*

*P - V*

Знаменатель дроби в вышестоящей формуле *называется удельной маржиналь­ной прибылью (с= р - v)* и характеризует величину маржинальной при­были, приходящейся на единицу продукции. Можно привести и дру­гую интерпретацию этого показателя, кстати, широко распространен­ную в управленческом учете и финансовом менеджменте: он дает количественную оценку вклада единицы продукции в величину гене­рируемой маржинальной прибыли. Таким образом, экономический смысл критической точки предельно прост: она характеризует количе­ство единиц продукции, реализация которой обеспечит получение мар­жинальной прибыли, равной сумме условно-постоянных расходов.

Очевидно, что формула может быть легко трансформирована в формулу для определения объема реализации в натуральных едини­цах *(Q,),* обеспечивающего заданное значение прибыли до вычета про­центов и налогов *(GL):*

*Q i = FC + GL*

*p-v*

**3. ОЦЕНКА ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ЛЕВЕРИДЖА**

Производственный леверидж является весьма важной характери­стикой деятельности компании; в частности, его высокий уровень го­ворит о том, что даже незначительное изменение в объемах произ­водства может привести к существенной финансовой нестабильнос­ти. Имеется в виду, что при некоторых обстоятельствах небольшое падение выручки от реализации может иметь катастрофические по­следствия в плане получения прибыли. Иными словами, относитель­но больший уровень производственного левериджа влечет за собой и большую колеблемость прибыли. Известны три основные меры про­изводственного левериджа:

• доля постоянных производственных расходов в общей сумме рас­ходов, или, что равносильно, соотношение постоянных и перемен­ных расходов *(DOLd);*

*•* отношение чистой прибыли к постоянным производственным расходам *(DOLр);*

• отношение темпа изменения прибыли до вычета процентов и налогов к темпу изменения объема реализации в натуральных *едини­цах (D0Lr).*

*В* принципе данные показатели могут применяться как для динами­ческих, так и для межхозяйственных сопоставлений, однако основное их предназначение — контроль и анализ в динамике. При прочих равных *условиях рост в* динамике показателей *DOLr* и *DOLd* а также *снижение* показателя *DOLp* означают увеличение уровня производственного левериджа и повышение риска достижения заданного уровня прибыли.

Первые два показателя легко интерпретируются и не требуют ка­ких-то дополнительных пояснений. Несколько сложнее обстоит дело с показателем *DOLr.* Как следует из определения, показатель может быть рассчитан по формуле

*DOLr = TGI*

# TQ

где TGI -темп изменения прибыли до вычета процентов и налогов (в процентах);

TG -темп изменения объема реализации в натуральных единицах (в процен­тах).

Путем несложных преобразований формулы ее можно привес­ти к более простому в вычислительном плане виду. Для этого используем вышеприведенные обозначения и иное представление формулы *:*

р • Q *= v • Q+ FC* + QL  *или* с • Q = FC +GL.

Отсюда следует, что при изменении объема реализации в натураль­ных единицах, например, с Qo на Q1 соответствующее изменение GLсоставит:

^ GL *= GL1- GL0 =* с •Q- c\*Q *=* с\* Q

Поэтому:

DOL r = ^GL : GL= (c\* Q) : (c \* Q –FC) = c \* Q

^ Q : Q ^Q:Q GL

Экономический смысл показателя DOLr довольно прост — он показывает степень чувствительности прибыли до вычета процентов и налогов коммерческой организации к изменению объема производ­ства в натуральных единицах. А именно, для коммерческой организа­ции с высоким уровнем производственного левериджа незначитель­ное изменение объема производства может привести к существенно­му изменению прибыли до вычета процентов и налогов. Значение того показателя не является постоянным для данной коммерческой организации и зависит от базового уровня объема производства, от которого идет отсчет. В частности, наибольшие значения показатель *DOLr* имеет при изменении объема производства с уровней, несущественно превышающих критический объем продаж, в этом случае даже незначительное изменение объема производства приводит к существенному относительному изменению прибыли до вычета процентов и налогов; причина состоит в том, что базовое значение прибыли в этом случае близко к нулю.

Отметим, что пространственные сравнения уровней производственного левериджа возможны лишь для компаний, имеющих одинаковый базовый уровень выпуска продукции.

Более высокое значение этого показателя обычно характерно для компаний с относительно более высоким уровнем технической оснащенности. Точнее, чем выше уровень условно-постоянных расходов по отношению к уровню переменных расходов, тем выше уровень производственного левериджа. Таким образом, предприятие, повышающее технический уровень с целью снижения удельных переменных расходов, одновременно увеличивает уровень производственного левериджа.

Коммерческие организации с относительно более высоким уровнем производственного левериджа рассматриваются как более рисковые с позиции производственного риска. Под последним понимается риск неполучения прибыли до вычета процентов и налогов, т.е. возможность ситуации, когда предприятие не сможет покрыть свои расходы производственного характера.

В заключение можно отметим, что уровень производственного леверид­жа —достаточно инерционный показатель, его резкие изменения прак­тически крайне редки, поскольку часто связаны с радикальными изменениями в структуре материально-технической базы предприятия, ориентированной на специфику производственной деятельности. Сде­лав вложения во внеоборотные активы, предприятие оказывается в известной степени заложником выбранной ранее стратегии развития в том смысле, что постоянные расходы в размере амортизационных отчислений должны учитываться при исчислении финансовых резуль­татов, несмотря на то, пользуется ли успехом производимая им про­дукция. Если маржинальная прибыль невысока, предприятие должно попытаться прежде всего найти возможности ее увеличения, а не идти на сокращение условно-постоянных расходов, например путем про­дажи части внеоборотных активов. Безусловно, в реальной жизни возможны различные варианты, в том числе и связанные с изменени­ем состава и структуры основных средств, однако, если руководство уверено в выбранной стратегии развития своей компании, к действи­ям, затрагивающим материально-техническую базу предприятия, при­бегают лишь в самом крайнем случае.

Для подтверждения сказанного приведем пример действий, на пер­вый взгляд являющихся достаточно парадоксальными. В западной литературе описана ситуация, когда одна из крупных авиакомпаний устанавливала цену пассажирских билетов, едва превышающую сто­имость обеда во время полета. Логика этого подхода вполне объясни­ма. Компания пыталась завоевать свое место на данном рынке услуг; поскольку постоянные расходы (вложения в авиалайнеры, их эксплу­атация в соответствии с установленным графиком работы и др.) уже имели место и не могли быть снижены, компании важно было при­влечь 'пассажиров, предоставить им некоторые дополнительные ус­луги, чтобы в дальнейшем, естественно, вернуться к нормальному по­рядку цен. Безусловно, такое решение имело тактический характер.

**4. ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖА**

По аналогии с производственным левериджем уровень финансо­вого левериджа *{ОРЬ}* может измеряться несколькими показателями;

наибольшую известность получили два из них:

• соотношение заемного и собственного капитала *(DFLp)*

*•* отношение темпа изменения чистой прибыли к темпу измене­ния прибыли до вычета процентов и налогов *(DFLr).*

Первый показатель, имеющий достаточно простую интерпретацию чаще всего используется для характерис­тики компании, а также в сравнительном анализе, поскольку он не только легко вычисляется, но и обладает пространственно-временной сопоставимостью. Второй показатель более сложен в расчетах и ин­терпретации; его лучше применять в динамическом анализе. Относи­тельно изменения этих показателей для конкретной компании можно сделать вывод: при прочих равных условиях их рост в динамике не­благоприятен (в смысле увеличения финансового левериджа, т.е. по­вышения финансового риска).

Как следует из определения, значение *DFLr* может быть рассчита­но по формуле

DFLr = TNI

TGI

*TNI—* темп изменения чистой прибыли *(в* процентах);

где TGI— изменения прибыли до вычета процентов и налогов (в процентах).

Используя вышеприведенные обозначения и схему взаимосвязи доходов и левериджа, формулу (7) можно преобразовать в более удобный в вычислительном плане вид:

*DFLr = GL*

*GL-In*

Коэффициент *DFLr* имеет весьма наглядную интерпретацию — он показывает, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов превосходит налогооблагаемую прибыль. Нижней границей коэффи­циента является единица. Чем больше относительный объем привле­ченных предприятием заемных средств, тем больше выплачиваемая по ним сумма процентов, выше уровень финансового левериджа, бо­лее вариабельна чистая прибыль. Таким образом, повышение доли заемных финансовых ресурсов в общей сумме долгосрочных источ­ников средств, что по определению равносильно возрастанию уровня финансового левериджа, при прочих равных условиях приводит к боль­шей финансовой нестабильности, выражающейся в определенной непредсказуемости величины чистой прибыли. Поскольку выплата процентов в отличие, например, от выплаты дивидендов является обязательной, то при относительно высоком уровне финансового ле­вериджа даже незначительное снижение маржинальной прибыли может иметь весьма неприятные последствия по сравнению с ситуа­цией, когда уровень финансового левериджа невысок.

Как и в случае с затратами, взаимосвязь здесь имеет более слож­ный характер, а именно, эффект финансового левериджа состоит в том, что чем выше его значение, тем более нелинейный характер приобретает связь между чистой прибылью и прибылью до вычета процентов и налогов. Одно очевидно — незначительное изменение (возраста­ние или убывание) прибыли до вычета процентов и налогов в усло­виях высокого финансового левериджа может привести к значитель­ному изменению чистой прибыли.

Пространственные сравнения уровней финансового левериджа возможны лишь в том случае, если базовая величина валового дохода сравниваемых коммерческих организаций одинакова.

Из приведенных рассуждений понятно, почему понятие финан­сового риска тесно переплетается с категорией финансового леве­риджа. Финансовый риск — это риск, связанный с возможным не­достатком средств для выплаты процентов по долгосрочным ссудам и займам. Возрастание финансового левериджа сопровождается по­вышением степени рискованности данной коммерческой организа­ции. Это проявляется в том, что для двух организаций, имеющих оди­наковый объем производства, но разный уровень финансового леве­риджа, вариация чистой прибыли, обусловленная изменением объема производства, будет неодинакова — она будет больше у коммерчес­кой организации, имеющей более высокое значение уровня финансо­вого левериджа.