

др Здравка Петковић
др Чедомир Глигорић

МЕНАџЕРСКО РАЧУНОВОДСТВО (11)

УПРАВЉАЊЕ РЕЗУЛТАТОМ – ЛЕВЕРИѢ

Управљање резултатом – левериџ

- Приликом доношења управљачких одлука и израде планова, **менаџери су суочени са већим или мањим степеном ризика и неизвесности**. Наиме, нико од менаџера не може, са сигурношћу, тврдити да ли ће планирана стопа доприноса покрића бити и остварена, да ли ће бити остварен планирани нето добитак, да ли ће доћи до наглих промена на тржишту набавке и продаје, шта ће се дешавати са каматним стопама, да ли, можда, на врата куца нова економска криза, како ће непланирано смањење обима производње да се одрази на рентабилност пословања и др.
- **Мерење и квантификовање ризика који се односи на неизвесност остварења пословног и нето добитка предузећа врши се на бази метода званог левериџ (полуга, дејство полуге). Анализа левериџа је шири концепт у односу на анализу преломне тачке**. Осим што је усмерена на мерење ризика и неизвесности, уводи нове категорије периодичног резултата и расхода (пословни добитак, трошкови камата) и повезује их са елементима биланса стања, што није био случај код анализе преломне тачке.
- **Ризик представља меру сигурности да ће пословна очекивања предузећа бити и реализована. Њиме се описује степен извесности остварења планираних величина**.
- **Систематски ризик** настаје захваљујући деловању тржишта у целини и зависи од тога да ли на тржишту долази до раста и експанзије или до рецесије. С аспекта коњуктуре, раст смањује систематски ризик, а рецесија га повећава. Систематски ризик се везује за промену девизних курсева, политички ризик, промене каматних стопа, инфлаторна кретања и слично. **На систематски ризик менаџмент не може да утиче својим управљачким одлукама, већ мора да се прилагођава очекиваној неизвесности**.
- **Несистематски (јединствени) или специфични ризик** је ризик који је везан за само предузеће, а не за целокупно тржиште. Он може настати због тога што је менаџмент лоше проценио тражњу за својим производима. Такође, може настати по основу лоше антиципације конкуренције тј. погрешне процене слабости или јачине конкурентних предузећа. **Менаџмент предузећа може се борити против специфичног ризика, предлагањем диверсификације**.

Управљање резултатом – левериџ

- Са аспекта финансијског управљања, **ризик је везан за остваривање будућих резултата, тј. пословног и нето добитка**. Разликујемо две врсте ризика и то су:
 - Пословни ризик и
 - Финансијски ризик.
- **Пословни ризик** је везан за неизвесност у остварењу пословног добитка предузећа као приноса на укупно ангажовани капитал. До појаве овог ризика долази услед нееластичности фиксних трошкова производње на краткорочне промене у обиму активности.
- **Финансијски ризик** се везује за неизвесност остварења будућег нето добитка као приноса на сопствени капитал. Величина овог ризика опредељена је износом трошкова камата као фиксних расхода финансирања, који се не могу лако прилагодити променама пословног добитка.
- **Ако предузеће у свом пословању ангажује и фиксне трошкове и расходе по основу трошкова камата, оно се излаже двоструком ризику: и пословном и финансијском, а њихово комбиновано дејство се назива тоталним или укупним ризикум**. Тотални (укупни) ризик односи се на неизвесност остварења нето добитка због промена у обиму активности предузећа (обима производње и прихода од продаје производа и услуга).
- Квантификовање интензитета ризика базира се на израчунавању фактора левериџа. **Израчунавање фактора левериџа захтева да, у односу на преломну тачку, уведемо додатне претпоставке:**
 - Предузеће користи сопствени и позајмљени капитал и менаџер има информацију о вредности капитала;
 - Укупни фиксни трошкови раздвојени су на производне фиксне трошкове (фиксне трошкове пословања) и фиксне финансијске расходе (трошкове камата)
 - Предузеће је обвезник пореза на добит (20%).

Управљање резултатом – левериџ

- **Пословни левериџ** повезан је са степеном ризика остварења пословног добитка. Пословни добитак представља разлику (пословних) прихода и пословних расхода.
- Пословни расходи састоје се из варијабилних трошкова (производње) и фиксних трошкова пословања. **За интерне потребе менаџера, биланс успеха израђује се по методи трошкова продатих учинака.** Приликом анализе преломне тачке, пошли смо од претпоставке да су сви приходи пословни, па су, као и сада, једнаки укупним приходима.

Укупни (пословни) приходи
- Варијабилни трошкови
= *Маргинални добитак (Контрибуциони добитак)*
- Фиксни трошкови пословања
Пословни добитак

- $$\text{Ф. П. Л.} = \frac{\% \text{ПРОМЕНЕ ПОСЛОВНОГ ДОБИТКА}}{\% \text{ПРОМЕНЕ ОБИМА ПРОДАЈЕ}}$$
- $$\text{Ф. П. Л.} = \frac{\text{МАРГИНАЛНИ (КОНТРИБУЦИОНИ) ДОБИТАК}}{\text{ПОСЛОВНИ ДОБИТАК}}$$

Управљање резултатом – левериџ

- **Пример:**

- На основу информација о (планираној) продаји 100 комада производа по цени од 20 динара, при варијабилним трошковима у износу од 1.500 динара и фиксним трошковима (пословања) у вредности 200 динара, можемо саставити интерни биланс успеха за потребе утврђивања фактора пословног левериџа. Уводимо претпоставку да је предузеће обвезник плаћања пореза на добит (20%).

Укупни (пословни) приходи	2.000
- Варијабилни трошкови	1.500
= Маргинални добитак (Контрибуциони добитак)	500
- Фиксни трошкови пословања	200
Пословни добитак	300

- $$\text{Ф. П. Л.} = \frac{\text{МАРГИНАЛНИ (КОНТРИБУЦИОНИ) ДОБИТАК}}{\text{ПОСЛОВНИ ДОБИТАК}} = \frac{500}{300} = 1,67$$

- Уколико менаџмент предузећа одлучи да повећа обим продаје за 10%, онда ће, услед тога, доћи до повећања пословног добитка за 16,7%. Ако пак одлучи да смањи обим продаје за 20%, долази до смањења пословног добитка за 33,4%. У нашем примеру, фактор пословног левериџа је релативно низак. Међутим, када би фактор пословног левериџа био 5, то значи да би, на пример, смањење обима продаје за 10% довело до драстичног пада пословног добитка за 50%. Управо, овај случај показује суштину пословног ризика. Питање пословног ризика посебно је осетљиво код капитално интензивних предузећа (високи фиксни трошкови пословања) и у ситуацији када предузеће остварује обим продаје који је близу доњој граници рентабилности (преломне тачке).
- **На висину фактора пословног левериџа утичу следећи фактори:**
 1. висина продајне цене производа јер што је виша цена, мањи је пословни ризик;
 2. висина обима производње и продаје – што је обим активности већи, то је мањи пословни ризик;
 3. висина утрошака материјала, рада и њихових цена, јер мањи износ варијабилних трошкова води мањем ризику и фактору пословног левериџа;
 4. висине фиксних трошкова пословања, јер мањи фиксни трошкови пословања доводе до мањег пословног ризика.

Управљање резултатом – левериџ

- Проблем **финансијског ризика** не поставља се у предузећима која се финансирају искључиво сопственим капиталом. Међутим, такве ситуације су ретке јер сопствени капитал не може покрити целокупну вредност имовине предузећа
- **Степен финансијског ризика** опредељен је промена у висини финансијских расхода (трошкова камата). То значи да се финансијска „полуга” (левериџ) активира увек када предузеће један део имовине финансира позајмљеним капиталом.
- Менаџери теже да својим управљачким одлукама стопу приноса на укупни капитал подигну изнад цене позајмљеног капитала (каматне стопе). Стопа приноса на сопствени капитал је, у случају финансирања имовине и из позајмљеног капитала, одређена рентабилитетом укупних пословних средстава, али и разликом између стопе приноса на укупна средства и каматне стопе.
- Финансијски ризик мери се фактором **финансијског левериџа**. Он показује промене нето добитка које су последица промене пословног добитка.
- $$\text{Ф. Ф. Л.} = \frac{\% \text{ ПРОМЕНЕ НЕТО ДОБИТКА}}{\% \text{ ПРОМЕНЕ ПОСЛОВНОГ ДОБИТКА}}$$
- $$\text{Ф. Ф. Л.} = \frac{\text{ПОСЛОВНИ ДОБИТАК}}{\text{ДОБИТАК ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА}}$$
- **Суштина финансијског ризика мерено фактором финансијског левериџа огледа се у следећем:** уколико предузеће финансира део имовине позајмљеним капиталом, а вредност позајмљеног капитала чини значајан део укупног капитала и ако су фиксни расходи финансирања (трошкови камата) високи, онда постоји и већи ризик да предузеће у току обављања пословних активности неће бити у могућности да покрије трошкове камата из пословног добитка, односно добитка пре опорезивања.

Управљање резултатом – левериџ

- Пример:
- Пример остаје исти, али су уведене следеће претпоставке: укупна вредност капитала 3.000 динара и да менаџер доноси одлуку о структури капитала. Пред њиме су две алтернативе: прва, да целокупну имовину финансира само сопственим капиталом (алтернатива А) и друга, да имовина буде финансирана и сопственим и позајмљеним капиталом, у сразмери 1:1 (алтернатива Б). Трошкови камата износе 5%.; Порез на добит износи 20%.

<i>Алтернативе:</i>		<i>А</i>	<i>Б</i>
Приходи		2.000	2.000
- Варијабилни трошкови		1.500	1.500
= Маргинални добитак		500	500
- Фиксни трошкови пословања		200	200
Пословни добитак		300	300
- Трошкови камата (5% од 1.500)		/	75
Добит пре опорезивања		300	225
- Порез на добит (20%)		60	45
Нето добитак		240	180
РОА (принос на укупни капитал)		10%	10%
РОЕ (принос на соп. капитал)		8%	12%
Фактор финансијског левериџа		/	1,33

- $$\text{Ф. Ф. Л.} = \frac{\text{ПОСЛОВНИ ДОБИТАК}}{\text{ДОБИТАК ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА}} = \frac{300}{225} = 1,33$$
- Фактор финансијског левериџа износи 1,33 – значи да повећање пословног добитка за 10% изазива повећање добитка пре опорезивања за 13,3%, а важи и обрнуто. На овом месту важно је истаћи и следеће: порез на добит има пропорционално дејство, па, услед тога, фактор финансијског левериџа од 1,33 значи да се увећањем пословног добитка за 10%, повећава и нето добитак за 13,33%, а важи и обрнуто.
- Дејство финансијског левериџа зависи од 2 фактора:
 - разлике између стопе приноса на укупна пословна средства и каматне стопе и
 - финансијске структуре тј. односа позајмљеног и сопственог капитала.
- Што је већа разлика између стопе приноса на укупно ангажован капитал и каматне стопе, уз повећано учешће позајмљеног капитала у односу на сопствени капитал, већи је фактор финансијског левериџа али и финансијског ризика. Наиме, висок фактор финансијског левериџа значи већи утицај на стопу приноса на сопствени капитал. Међутим, ефекат може бити и негативан када због пада нето добитка каматна стопа постаје већа од стопе приноса на укупни капитал. Тада финансирање позајмљеним капиталом постаје изузетно скупо, а стопа приноса на сопствени капитал пада испод стопе приноса на укупни капитал.

Управљање резултатом – левериџ

- **Комбиновани левериџ** се односи на заједничко деловање пословног и финансијског левериџа. У питању је мера укупног (тоталног) ризика коме су изложена предузећа која осим фиксних трошкова пословања, позајмљују капитал од других правних лица, и, по том основу, плаћају фиксне расходе финансирања (трошкове камата). Дејства два фактора ризика мултипликују, делујући заједнички на рентабилност сопственог капитала
- $\Phi. К. Л = \Phi. П. Л. \times \Phi. Ф. Л.$
- $\Phi. К. Л = \Phi. П. Л. \times \Phi. Ф. Л. = 1,67 \times 1,33 = 2,22$
- Ако би предузеће „играло на карту” високог комбинованог ризика који, мерено фактором комбинованог левериџа износи, на пример 40, онда би повећање или пад обим продаје за само 1% довело до повећања или смањења нето добитка и стопе приноса на сопствени капитал у износу од 40%. У том случају, не можемо се отети утиску да је ситуација веома примамљива ако би, на пример, дошло до пораста обима активности од 5% који би гарантовао пораст нето добити и стопе приноса за читавих 200%. Али, исто тако, смањење обима активности за 5%, делује застрашујуће јер доводи до стрмоглавог пада нето добита и стопе приноса на сопствени капитал.
- 'Играње на карту' превисоког комбинованог ризика може довести до топљења сопственог капитала предузећа ако предузеће послује на нивоу активности који није претерано удаљен од доње границе рентабилности.
- Анализирајући све облике ризика и фактора левериџа може се констатовати да не постоји нека утврђена формула по којој би се креирала таква финансијска структура која би омогућила најбоље комбиновање односних врста ризика. Степен изложености ризика под великим је утицајем менаџмента, његовог субјективног осећаја, способности да управља ризицима на ефикасан начин и генералним ставом према ризику (да ли је аверзичан или неутралан према ризицима).