

ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԳՈՐԾԱՌՈՒՅԹՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՄՈՏԵՑՈՒՄՆԵՐԸ

Ցանկացած արտադրական կազմակերպություն իր գործունեության ընթացքում իրականացնում է ֆինանսական միջոցների ներգրավում արտադրական գործընթացներում, իսկ այդ միջոցների օգտագործման կառավարումը, կապված ներդրումների աճի, հետ բնութագրվում է արտադրական և ֆինանսական լծակների ներուժի օգտագործման մակարդակով: Այդ լծակների, որպես տնտեսական գործոնների, չնչին փոփոխությունը կարող է հսկայական փոփոխություն առաջացնել կազմակերպության արտադրա-ֆինանսական գործունեության արդյունքում:

Արտադրական լծակը բնութագրվում է կայուն և փոփոխուն ծախսերի օպտիմալ հարաբերակցությամբ: և կարող է իր ներուժով ազդել շահույթի վրա՝ արտադրանքի ինքնարժեքի կառուցվածքի և արտադրության ծավալների փոփոխության հաշվին: Ներդրումային գործառույթներին բնորոշ են մաս ֆինանսական լծակի՝ սեփական և փոխառու կապիտալի օպտիմալ հարաբերակցության ձևավորումը, որով պայմանավորվում է մաս փոխառու կապիտալի օգտագործման արդյունավետությունը: Գործնականում հարց է ծագում թե ինչպիսին պետք է լինի այդ լծակների ներուժը և ինչպես կարող են դրանք ազդել շահույթի փոփոխության վրա: Դրա համար անհրաժեշտ է փաստացի տվյալների վերլուծության արդյունքում բացահայտել արտադրական լծակի օգտագործման փոփոխությունը, որը միաժամանակ արտահայտում է համախառն շահույթի զգայնությունը և կախված է արտադրության ծավալի և արտադրական ծախսերի փոփոխությունից: Ուսումնասիրությունից պարզվեց, որ եթե ընկերության արտադրական լծակի մակարդակը բարձր է, նշանակում է մեծ է մաս մրա արտադրական ռիսկը, այսինքն ընկերությունում ստեղծվել է այնպիսի մի իրավիճակ, երբ հնարավոր չէ հասույթի տվյալ ծավալի հաշվին փոխհատուցել ամբողջ արտադրական ծախսերը: Քանի որ, այդ դեպքում

արտադրության շահութաբերությունը գտնվում է նվազագույն մակարդակում:
Ասածը հիմնավորենք հետևյալ աղյուսակների տվյալներով:

Ցուցանիշները	Տարբերակներ		
	Ա	Բ	Գ
Միավոր արտադրանքի գինը, (դրամ)	500	500	500
Տեսակարար փոփոխում ծախսերը, (դրամ)	200	180	170
Կայուն ծախսերը, (մլն դրամ)	280.0	320.0	360.0

Աղյուսակ 2

Արտադրական լծակի հաշվարկի տվյալները

Տարբերակներ	Արտադրանքի քանակը հազար հատ	Հասույթը մլն դրամ	Ընդհանուր ծախսերը մլն դրամ	Համախառն շահույթը մլն դրամ
Ա	1400.0	700.0	560.0	140.0
	1800.0	900.0	640.0	260.0
	2000.0	1000.0	680.0	320.0
Բ	1400.0	700.0	572.0	128.0
	1800.0	900.0	644.0	256.0
	2000.0	1.000.0	680.0	320.0
Գ	1400.0	700.0	598.0	102.0
	1800.0	900.0	666.0	234.0
	2000.0	1000.0	700.0	300.0

Արտադրանքի թողարկման յուրաքանչյուր տարբերակի ծավալը կազմում է

$$\begin{aligned} \text{«Ա» } 933000 \text{ հատ} &= \frac{280.0}{500 - 200}; & \text{«Բ» } 1000000 \text{ հատ} &= \frac{320.0}{500 - 180}; \end{aligned}$$

$$\text{«Գ» } 1090900 \text{ հատ} = \frac{360}{500 - 170}$$

Արտադրանքի քանակը 1800.0 հազ հատից մինչև 2000.0 հազ.հատ
թողարկելու դեպքում արտադրական լծակի (ԱԼ) մակարդակը ըստ բերված

տարբերակների կազմում է.

$$\text{«Ա» Ա}_L = \frac{(320-260) / 260}{(2000-1800) / 1800} = \frac{23\%}{11.1\%} = 2.07$$

$$\text{«Բ» Ա}_L = \frac{(300-256) / 256}{(2000-1800) / 1800} = \frac{25\%}{11.1\%} = 2.25$$

$$\text{«Գ» Ա}_L = \frac{(300-234) / 234}{(2000-1800) / 1800} = \frac{28.2\%}{11.1\%} = 2.54$$

Արտադրական լծակի տնտեսական էությունը տվյալ դեպքում կայանում է նրանում, որ եթե արտադրանքի քանակը ավելացվի 11% (1800-2000), այդ դեպքում համախառն շահույթը կավելանա «Ա» տարբերակի դեպքում մինչև 20.7%-ով, «Բ»-ի դեպքում 22.5% -ով և «Գ»-ի դեպքում 25.4%:

Այժմ վերլուծենք ֆինանսական լծակի այն մակարդակը, որով պայմանավորվում է ֆինանսական ռիսկը կապված կապիտալի տարբեր կառուցվածքի, սեփական կապիտալի շահութաբերության և արտադրանքի քանակի փոփոխության հետ: Այդ առումով բերենք ֆինանսական լծակի վերլուծության հետևյալ տվյալները:

Աղյուսակ 3

Ցուցանիշները	Չափի միավոր	Փոխառու կապիտալի բաժինը ընդհանուր կապիտալում		
		0%	25%	50%
Սեփական կապիտալը	մլն.դրամ	1010.0	758.0	550.0
Փոխառու կապիտալը	մլն.դրամ	-	252.0	550.0
Ընդհանուր կապիտալը	մլն.դրամ	1010.0	1010.0	1010.0
Վճարում փոխառու կապիտալի համար	%	-	15	20
Տոկոսավճարի գումարը	մլն.դրամ	-	38.0	110.0

Ֆինանսական լծակի մակարդակի հաշվարկման համար ներկայացնենք հետևյալ աղյուսակը (4)

Ցուցանիշ-ները	Չափի միավոր	Կապիտալի կառուցվածքը								
		0%			25%		50%			
Համախառն շահույթը	մլն. դրամ	140.0	260.0	320.0	140.0	260.0	320.0	140.0	260.0	320.0
Վճարված տոկոսների գումարը	մլն. դրամ	-	-	-	38.0	38.0	38.0	110.0	110.0	110.0
Հարկման ենթակա շահույթը	մլն. դրամ	140.0	260.0	320.0	102.0	222.0	282.0	30.0	150.0	210.0
Շահութա-հարկը (20%)	մլն. դրամ	28.0	52.0	64.0	20.4	44.4	56.4	6.0	30.0	42.0
Զուտ շահույթը	մլն. դրամ	112.0	208.0	256.0	81.6	177.6	225.6	24.0	120.0	168.0
Սեփական կապիտալի զուտ շահութաբե-րությունը	%	11.1	20.6	25.3	10.8	23.4	29.8	4.4	21.8	30.5
Ֆինանսա-կան լծակի մակարդակը		186 1= — 186	-	1.0	1.17	-	1.03	2.69	-	1.14
Համախառն շահույթի աճը	%	186	-	123.1	186	-	123	186	-	123
Զուտ շահույթի աճը	%	186	-	123	217	-	127	500	-	140
Սեփական կապիտալի շահութաբե-րության քափո		x	14.2%= = 25.3- 11.1	x	x	19.0%= = 29.8- 10.8	X	x	26.1%= =30.5- 4.4	x

Ֆինանսական լծակի մակարդակը համեմատաբար բարձր է, երբ փոխառու կապիտալի բաժինը հասնում է մինչև 50%, որի դեպքում սեփական կապիտալի շահութաբերությունը կազմում է 30.5%:

Առաջին տարբերակով, երբ ընկերությունը լրիվ ֆինանսավորվում է իր սեփական միջոցներով, ֆինանսական լծակի մակարդակը կազմում է մեկ միավոր, այդ դեպքում ֆինանսական լծակի ներուժը բացակայում է, այսինքն՝ զուտ շահույթի ծավալը պայմանավորվում է միայն համախառն շահույթի փոփոխությունով:

Երկրորդ տարբերակի դեպքում՝ ֆինանսական լծակի մակարդակը աճում է փոխառու կապիտալի տեսակարար կշռի բարձրացման հետ մեկտեղ: Այդ դեպքում բարձրանում է սեփական կապիտալի աճի թափը (14.2%): Երբ ֆինանսական լծակի մակարդակը հասնում է ամենաբարձր աստիճանի (2.69), այդ դեպքում զուտ շահույթը աճում է ամենաբարձր տեմպով:

Արտադրանքի քանակը 11% -ով բարձրացնելու դեպքում համախառն շահույթը աճում «Ա» տարբերակով՝ 23.1 %, «Բ» - 25.0%, «Գ» - 28.2%, այդ դեպքում զուտ շահույթը ըստ տարբերակների համապատասխանաբար աճում է 17.4%, 29.4% և 53.2% -ով:

Այսպիսով, հետազոտությունների արդյունքում հայտնի դարձավ, որ ընկերության ներդրումային գործընթացի իրականացման հիմնական նախադրյալները համարվում են ոչ միայն արտադրական և ֆինանսական լծակների օգտագործումը, այլև դրանց ներուժի ձևավորման պարամետրերի կառուցվածքը և դրանց զուգակցումը, որոնք վերաբերվում են ինչպես նյութական ծախսումներին, այնպես էլ կապիտալի կառուցվածքի և գնի փոփոխության հարաբերակցության օպտիմալ մակարդակի ձևավորմանը: Նշենք, որ ներգրաված կապիտալի բաղադրամասերի կառուցվածքով է պայմանավորված նաև արտադրանքի միավորի գինը, որի հաշվարկման համար անհրաժեշտ է որոշել.

- երկարատև ֆինանսավորման համար օգտագործվող կապիտալի ձևավորման աղբյուրների արժեքը և նոր փոխառու կապիտալի գինը,

- ներգրավող կապիտալի յուրաքանչյուր աղբյուրի տեսակարար կշիռը,

- կապիտալի միջին կշռված արժեքը և արտադրության անվնասության կետը:

Բաժնետիրական ընկերությունների ներդրումային գործառնությունների արդյունավետության հիմնավորման համար անհրաժեշտ է որոշել արտոնյալ և հասարակ բաժնետոմսերի արժեքը (Աա,Աա):

$$Աա = \Gamma_a / (Ագ - Բգ),$$
 որտեղ Γ_a - արտոնյալ բաժնետոմսերի շահաբաժինը, $Ագ$ - արտոնյալ բաժնետոմսերի շուկայական գինը, $Բգ$ - բաժնետոմսերի բաց թողման գինը: Օրինակ, արտոնյալ բաժնետոմսերը

տարեկան կարող են ապահովել հազ.դրամ դիվիդենդ, բաժնետոմսերը կվաճառվեն 55 հազ.դրամով, բաց թողման գինը 3 հազ. դրամ, այստեղից

$$U_a = 5000 / (55000 - 3000) = 0.096 \text{ կամ } 9.6\%$$

Հասարակ բաժնետոմսերի արժեքը որոշելու դեպքում պետք է հաշվի առնել նաև դիվիդենդների աճի տեմպերը հաջորդ տարում: Օրինակ ընկերությունը վճարում է տարեկան 1500 դրամ դիվիդենդ, որի տարեկան աճը սահմանված է 8%-ի չափով, բաժնետոմսի ընթացիկ գինը՝ 16.0 հազ.դրամ: Այստեղից սովորական բաժնետոմսերի արժեքը կկազմի՝

$$U_a = [1.5(1.08) / 16.0] + 0.08 = 18.1\%$$

Բերված օրինակից երևում է, որ ընկերության բաժնետոմսերի արժեքի տարբեր մակարդակի ու կառուցվածքի փոփոխությունները կարող են ֆինանսական տարբեր հնարավորություններ ստեղծել ներդրումային գործընթացների արդյունավետության բարձրացման գործընթացում:

Այդ առումով անհրաժեշտ է նկատի ունենալ ոչ միայն բաժնետոմսերի, այլև ամբողջ ավանսավորված կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության ազդեցությունը ներդրումային միջոցների ձևավորման վրա:

Կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որպես ֆինանսական լծակի ներուժի արտահայտություն, իրենից ներկայացնում է սեփական կապիտալի և պարտքային պարտավորությունների այնպիսի զուգակցում, որը առավելագույնի է հասցնում ընկերության կապիտալի ընդհանուր արժեքը: Հետևապես հարց է ծագում, թե կապիտալի կառուցվածքի ո՞ր փոփոխությունն է բերում ընկերության արժեքի փոփոխության: Այդ հարցին պատասխանելու համար կապիտալի կառուցվածքի նկատմամբ պետք է ունենալ հետևյալ մոտեցումներ:

1. Հաճախ ընկերությունը արտադրա - ֆինանսական գործընթացների կազմակերպման նպատակով փոխում է իր կապիտալի կառուցվածքը ի- հաշիվ այլ աղբյուրների ներգրավման:

2. Եթե ընկերությունը բացարձակորեն ֆինանսավորվում է միայն հասարակ բաժնետոմսերով, ապա դրանք կարող են փոխարինվել փոխառությունների որոշակի քանակով: Այդ դեպքում պետք է նկատի ունենալ ընկերության կազմալուծման և եկամտաբերության դրույքի փոփոխության ռիսկերը:

3. Եթե ընկերությունը բացարձակորեն ֆինանսավորվում է բաժնետերերի կապիտալով, ապա կարող է ստեղծվել մի այնպիսի իրավիճակ, որի դեպքում կղաղարի ընկերության գործունեությունը, քանի որ պարտքային պարտավորությունը կարող է մեծացնել կազմալուծման ռիսկը:

Այս մոտեցումների առկայության պայմաններում կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման հարցի լուծումը պահանջում է նկատի ունենալ նաև փոխառու կապիտալի օգտագործման հետևյալ առավելությունները.

1. Փոխառու կապիտալն ունի օգտագործման որոշակի նախապատվություն, որը արտահայտվում է ֆինանսական լծակի գործունեության արդյունքով, եթե մեծանում է ֆինանսական լծակի մակարդակը կամ փոխառու և սեփական կապիտալի հարաբերակցությունը, ապա դա, ազդում է բաժնետոմսի այն շահույթի վրա, որը դիվիդենդի ձևով բաշխվում է հասարակ բաժնետոմսերի տերերին:

2. Փոխառու կապիտալի օգտագործման համար տրված տոկոսավճարը միշտ էլ կրճատում է հարկման ենթակա շահույթի ծավալը, իսկ եթե դիվիդենդների վճարումը կայուն չէ ու ենթարկվում է փոփոխության, ապա այն չվճարելու ճանապարհով հնարավոր է դառնում ներգրավել փոխառու կապիտալի որոշակի գումար:

3. Գործնականորեն կապիտալի կառուցվածքը կամ ֆինանսական լծակի մակարդակը կարող է լինել օպտիմալ նաև այն դեպքում, երբ լրացուցիչ փոխառությունների բաց թողման արդյունքում սեփական կապիտալի արժեքը չի մեծանում: