

ФИНАНСОВЫЕ СТРАТЕГИИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ ТЕКСТИЛЬНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Д.В.ПЯТНИЦКИЙ

(Ивановская государственная текстильная академия)

Активизация инвестиционной деятельности в текстильной промышленности невозможна без применения современных методик оценки инвестиционных проектов. Для определения их чистой текущей стоимости используют четыре метода: метод чистого операционного денежного потока; метод затрат собственного капитала (ERM); метод чистого денежного потока для инвесторов (Arditti-Levy); метод скорректированной текущей стоимости (СТС).

Все методы предполагают использование в расчетах ожидаемой доходности акций. Она используется либо непосредственно (второй метод), либо влияет на величину средневзвешенной стоимости привлечения капитала (первый и третий метод), либо с ее помощью находится требуемая доходность акций финансово-независимой корпорации (четвертый метод).

сумма долга; n – период рефинансирования долга; τ – ставка налога на прибыль).

Мы предполагаем, что эти факторы определяют величину ρ . Финансовая политика является самостоятельным фактором, определяющим доходность. Мы предполагаем, что выбор финансовой политики не влияет на ρ , поскольку состав акционеров остается постоянным. Можно допустить, что выбор финансовой политики изменит состав акционеров (одни инвесторы стремятся к большей дивидендной доходности, чем другие), что повлияет на величину ρ , но считаем такую возможность незначительной.

Для оценки влияния факторов на доходность акций r_s будем использовать следующую формулу оценки доходности акций:

$$r_s = \rho + \frac{(\rho - r)(1 + nr_d)(1 - \tau)(1 - \tau_s)}{1 + nr} L_f. \quad (1)$$

Из этой формулы следует, что ее величину при заданном значении ρ определяют такие параметры, как ставка процента по заемному капиталу, период рефинансирования, уровень финансового рычага (поскольку безрисковая ставка не зависит от деятельности предприятия, ее также можно считать заданной).

К оценке их влияния на доходность акций можно подойти двояко. Во-первых, можно применить метод элиминирования и изучить влияние каждого параметра в отдельности при неизменном уровне других параметров. Во-вторых, можно учесть, что ставка процента по заемному капиталу и уровень финансового рычага складываются под влиянием выбора периода n рефинансирования и привлечения конкретной величины D заемного капитала. Стои-

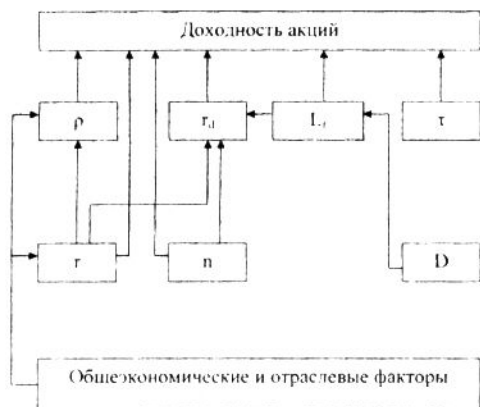


Рис. 1

Доходность акций определяется некоторым количеством общих и отраслевых факторов (рис.1, где ρ – ставка дисконтирования прибыли финансово-независимой корпорации, r – безрисковая ставка, r_d – цена долга, L_f – финансовый рычаг; D –

мость заимствования является, как правило, возрастающей функцией периода рефинансирования n и финансового рычага. Применение метода элиминирования позволяет лучше понять механизм действия периода рефинансирования и привлекаемой величины заемного капитала D на доходность акций.

Доходность акций при прочих равных условиях растет с увеличением цены долга и снижается при увеличении срока рефинансирования. Следует отметить, что предлагаемая модель (1) построена для облигаций инвестиционного рейтинга. Удлинение периода рефинансирования может

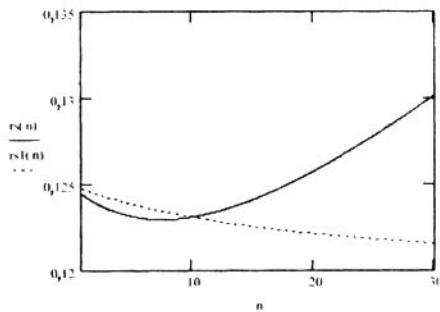


Рис. 2

При постоянной величине процентной ставки зависимость ожидаемой доходности от финансового рычага [1] всегда будет линейной (кривая MM' на рис. 3; вдоль осей отложены: по оси абсцисс – отношение заемных средств к акционерному капиталу, левверидж (кредитный рычаг), D/S ; по оси ординат – ожидаемая доходность обыкновенных акций, i_j). В реальном мире цена долга растет с ростом финансового рычага фирмы (или отдельного физического лица).

До опубликования работ [1] среди специалистов в области финансов существовало представление о том, что при прочих равных условиях доходность акций лишь в малой степени зависит от кредитного рычага корпорации, если величина этого рычага (левверидж) "не слишком велика" (кривая $ML'G$).

В [1] авторы полагали, что если кривая доходности $r = r(D/S)$ имеет одинаковый вид для всех заемщиков, то независимо от средней стоимости заемных средств и их

повысить ставку процента по заемному капиталу r_d настолько, что облигации получат спекулятивный рейтинг и доходность акций будет подчинена иным закономерностям.

Влияние двух указанных факторов приводит к тому, что существует период рефинансирования долга, при котором его цена r_d минимальна (рис. 2 – зависимость доходности акций от периода рефинансирования для случая, когда ставка процента по заемному капиталу r_d является функцией этого периода (сплошная линия) и когда она фиксируется (пунктирная линия)).

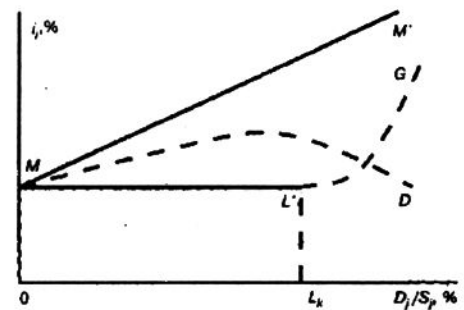


Рис. 3

связи с долговым рычагом средняя стоимость капитала, получаемого фирмой от всех источников финансирования, должна оставаться постоянной и не зависящей от этого отношения (если не учитывать влияния налогов). Растущая стоимость заемных средств при увеличении кредитного рычага (леввериджа) компенсируется соответствующим снижением доходности обыкновенных акций (по сравнению с той доходностью, которая была бы, если бы корпорация занимала бы по безрисковой ставке).

Если кривые доходности всех заемщиков одинаковы (однако соотношение между доходом по нелеввериджным и леввериджным акциям не остается строго пропорциональным), то с ростом процентной ставки r_d вместе с величиной финансового рычага доходность r_s будет увеличиваться с ростом отношения D/S , но темп ее роста замедлится (кривая MD) [1]. При переходе через некоторый предельный порог долгового отношения доходность леввериджных акций начнет падать.

Предположению, что рост доходности акций должен замедляться с повышением цены долга, который сопровождается увеличением финансового рычага при условии, что $X/V=r$ (налог на прибыль отсутствует), соответствует модель:

$$S = \frac{X}{q} - \frac{r_d D}{r_d} \quad (2)$$

Из этой модели следует, что доходность акций будет зависеть от финансового рычага так:

$$\pi/S = q + (q - r_d) \frac{D}{S} \quad (3)$$

Это возможно только в случае, когда $B=0$ и финансовый рычаг не зависит от цены долга.

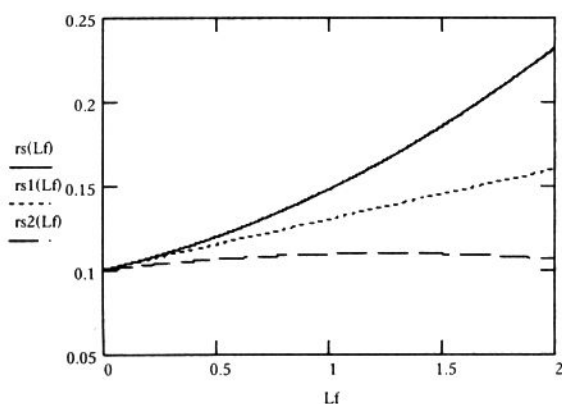


Рис. 4

Нами получен противоположный результат. Рост цены долга, сопровождающий увеличение финансового рычага, не ослабляет, а усиливает его повышательное влияние на доходность акций. Величина r_s с ростом цены заимствования r_d при увеличении финансового рычага повышается более сильно, чем при заимствовании по безрисковой ставке процента (рис.4, где сплошная линия — кривая доходности, со-

ответствующая предлагаемым моделям, точечная линия построена в предположении неограниченного займа по безрисковой ставке (ММ' на рис. 3), пунктирная линия соответствует кривой MD на рис. 3).

Этот результат полностью соответствует исходным положениям теории [1] и верен как для случая, когда имеются потери B , связанные с банкротством, так и тогда, когда фирма занимает по монополюно высоким безрисковым ставкам. Если потери, связанные с банкротством, имеются, то условие $X/V=r$ (налог на прибыль отсутствует) не может быть соблюдено. Если же эти потери отсутствуют, то вместе с ростом монополюно высокой цены долга увеличивается доля заемного капитала $\left(\frac{r_d D}{rV} > \frac{rD}{rV}\right)$, и, для того чтобы величина X/V не изменилась, необходимо, чтобы доходность акций повысилась сильнее, чем в случае заимствования по безрисковой ставке.

Полученный вывод имеет значение для практики финансового менеджмента предприятий текстильной промышленности. В результате роста цены долга при увеличении финансового рычага средневзвешенная стоимость привлечения капитала будет выше, чем традиционно считалось [2], и, как следствие, отбор инвестиционных проектов станет более жестким. Оптимальный уровень финансового рычага при этом снизится.

ЛИТЕРАТУРА

1. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ. — М.: Дело, 1999.
2. Бригхем Ю., Гапенски Я. Финансовый менеджмент. Полный курс: В двух томах/ Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1999.

Рекомендована кафедрой бухгалтерского учета и аудита. Поступила 29.12.04.