

УДК 336.645.1

**СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ СТРАТЕГИЙ КОРПОРАЦИЙ  
В ТЕКСТИЛЬНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

*Д.В.ПЯТНИЦКИЙ*

(Ивановская государственная текстильная академия)

В настоящей статье под финансовой стратегией текстильного предприятия понимается стремление корпорации поддерживать на целевом уровне финансовый или операционно-финансовый рычаг и отношение к периоду рефинансирования долга.

Для краткости стратегию, предполагающую поддержание на целевом уровне финансового рычага, назовем политикой

постоянного финансового рычага, а стратегию, предусматривающую сохранение на определенном уровне финансово-операционного рычага, обозначим как политику постоянного финансово-операционного рычага.

Краткая характеристика проанализированных нами финансовых стратегий корпорации представлена в табл. 1.

Т а б л и ц а 1

Стратегия		Характеристика
Поддержание на постоянном уровне финансового рычага	n=1	Фирма ежегодно регулирует сумму долга таким образом, что финансовый рычаг ( $L_f=D/S$ ) остается постоянным
	$1 < n < \infty$	Фирма регулирует сумму долга с периодичностью n лет таким образом, что финансовый рычаг ( $L_f=D/S$ ) остается постоянным
	n=∞	Фирма фиксирует сумму долга
Поддержание на постоянном уровне финансово-операционного рычага	n=1	Фирма ежегодно регулирует сумму долга таким образом, что финансово-операционный рычаг ( $L_{for}=[(r_d/r)D+FC/r]/S$ ) не изменяется
	$1 < n < \infty$	Фирма регулирует сумму долга с периодичностью n лет таким образом, что финансово-операционный рычаг не изменяется
	n=∞	Предполагается, что величины долга и постоянных расходов не меняются

В литературе по финансовому менеджменту хорошо изучено влияние финансового рычага на основные индикаторы деятельности фирмы. Вместе с тем влияние операционного рычага изучено еще недостаточно. В основе операционного анализа лежит разделение расходов на переменные и постоянные в целях изучения взаимосвязей между ними. Такое разделение оказалось очень плодотворным в анализе краткосрочных решений, выборе наиболее предпочтительной цены на продукцию, а также технологии ее выпуска. В анализе

долгосрочных решений, связанных с финансированием инвестиций, разделение текущих расходов на постоянные и переменные еще не используется достаточно широко.

Особенностью процентных платежей является то, что они выплачиваются ежегодно в фиксированных суммах, независимо от объема выпуска или прибыли. Такая же особенность характерна и для постоянных расходов.

Между постоянными расходами и процентами по облигациям есть различия, свя-

занные с тем, что проценты выплачиваются единовременно в известных суммах, а постоянные расходы зависят от ряда факторов, определяющих выпуск продукции; фирма несет их в течение всего года, величина этих расходов является, строго говоря, случайной.

В дальнейшем мы абстрагируемся от тех особенностей постоянных расходов, которые отличают их от процентных выплат. Из этого предположения вытекает, что так же, как и проценты по облигациям, постоянные расходы должны выделяться и дисконтироваться по безрисковой ставке процента.

На величину операционного рычага влияют в первую очередь отраслевые факторы. Чем выше капиталоемкость отрасли, чем интенсивнее обновляется в отрасли продукция под влиянием НТП, тем выше должен быть операционный рычаг. Для небольших фирм характерен высокий уровень операционного рычага. Выбирая технологию, фирма может влиять на уровень операционного рычага.

Финансовый и операционный рычаги тесно связаны друг с другом. Их совокуп-

ный уровень может быть измерен показателем  $L_{for}$ :

$$L_{for} = \frac{\frac{FC}{r} + \frac{r_d}{r} D}{S},$$

где FC – постоянные расходы;  $r_d$  – цена долга;  $r$  – безрисковая ставка процента;  $D$  – величина долга;  $S$  – стоимость акций корпорации.

Выбор формы показателя операционного рычага зависит от целей его использования. Если необходимо изучить взаимосвязи постоянных расходов с прибылью, то используют показатель "сила воздействия операционного рычага" (валовая маржа/прибыль). Если же исследуются взаимосвязи с курсовой стоимостью и доходностью акций, то операционный рычаг лучше измерить как отношение капитализированной суммы постоянных расходов к стоимости фирмы.

Для анализа влияния финансовых стратегий корпорации на стоимость ее акций были построены такие модели:

$$S_0 = \frac{X(1-\tau)(1-k)}{q-g} + \frac{q^*(1-\tau)}{q-g} L_f S_0 - \frac{r_d(1-\tau)(1+nq) + q - r}{(1+nr)(q-g)} L_f S_0, \quad (1)$$

$$S_0 = \frac{X_{fc}(1-\tau)(1-k)}{q_{fc}-g} + \frac{q_{fc}^*(1-\tau)}{q_{fc}-g} L_{for} S_0 - \frac{r_d(1-\tau)(1+nq) + q_{fc} - r}{(1+nr)(q_{fc}-g)} \frac{r}{r_d} L_{for} S_0, \quad (2)$$

где  $X$  – валовая прибыль фирмы или доход до вычета налогов и процентов по займам;  $X_{fc}$  – валовая маржа, рассчитанная как разность между выручкой и переменными расходами;  $\tau$  – ставка налога на прибыль;  $k$  – коэффициент дивидендных выплат;  $L_f$  – финансовый рычаг, рассчитанный как отношение  $D/S$ ;  $L_{for}$  – операционно-финансовый рычаг;  $n$  – период рефинансирования долга;  $r$  – ставка дисконтирования чистой прибыли;  $r_{fc}$  – ставка дисконтирования валовой маржи;  $r^*$  – минимально допустимая доходность проекта (стоимость привлечения капитала);  $r_{fc}^*$  – минимальная доходность проекта, рассчитанная

по валовой марже;  $g$  – темп прироста заемного капитала и прибыли.

Модель (1) характеризует политику постоянного финансового, а модель (2) – постоянного финансово-операционного рычага.

Для простоты будем предполагать, что доходы фирмы не меняются со временем: ( $g=0$ ).

Зависимость стоимости акций фирмы  $S$  от периода рефинансирования  $n$  в предположении, что ставка процента по заемному капиталу  $r$  безрисковая, показана на рис.1 (пунктирная линия соответствует политике постоянного финансово-операционного

рычага, а сплошная линия – политике неизменного финансового рычага;  $\rho_{fc}=0,1$ ;  $\tau=0,4$ ;  $X_{fc}=100$ ;  $FC=30$ ;  $r=0,05$ ;  $D=100$ .

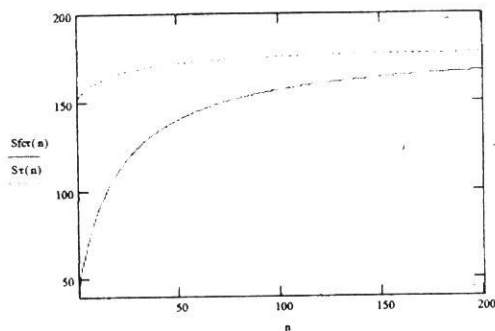


Рис. 1

Как показано на рис.1, чем больше срок рефинансирования, тем выше стоимость фирмы ( $dS/dn > 0$ ). Следовательно, если ставка процента по займу безрисковая, то следует выбрать максимальный срок рефинансирования. Заметим, что политика постоянного финансового рычага дает более высокие оценки стоимости акций фирмы  $S$  по сравнению с политикой постоянного финансово-операционного рычага для всех сроков рефинансирования  $n$ . При очень больших сроках рефинансирования  $n$  стоимость акций фирмы  $S$  для обоих вариантов финансовой стратегии одинакова.

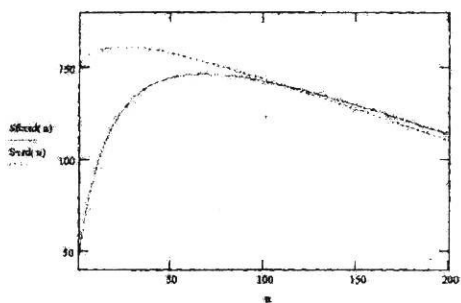


Рис. 2

Процентная ставка по привлекаемому долгу  $r_d$ , как правило, растет с увеличением периода рефинансирования долга  $n$ . В итоге прямого ( $n \rightarrow S$ ) и косвенного ( $n \rightarrow r_d \rightarrow S$ ) влияния получаем зависимость стоимости акций корпорации  $S$  от периода рефинансирования  $n$ , показанную на рис.2 ( $\rho_{fc}=0,1$ ;  $\tau=0,4$ ;  $X_{fc}=100$ ;  $FC=30$ ;  $r=0,05$ ;  $D=100$ ;  $r_d=r+0,003n$ ).

Как показано на рис.2, рост  $r_d$  вследствие увеличения  $n$  рано или поздно приведет к снижению стоимости акций корпора-

ции  $S$ . Существует, следовательно, оптимальный период рефинансирования. Наличие не учтенных в модели эмиссионных издержек делает функцию  $S(n)$  еще более выпуклой вверх. Повышение риска операций текущей деятельности ( $\rho$  и  $\rho_{fc}$ ), ставки налогообложения  $\tau$  увеличивает оптимальный период рефинансирования  $n^*$  при неизменной величине привлекаемого заемного капитала  $D$ .

Функция  $S(n)$  для политики постоянного финансово-операционного рычага значительно более выпукла вверх по сравнению с функцией  $S(n)$  для политики постоянного финансового рычага и оптимальный период рефинансирования  $n^*$  для нее выше (рис.2). При больших значениях  $n$  оценка стоимости акций  $S$  при политике постоянного финансово-операционного рычага может быть выше (но не обязательно) соответствующей оценки для политики постоянного финансового рычага.

У финансового и операционного рычагов много общего, когда ставка процента по долгу безрисковая. При повышении ставки процента по долгу в связи с увеличением финансового рычага различие в природе финансового и операционного рычагов увеличивается (табл. 2 – сравнительный анализ финансового и операционного рычагов).

Объединение финансового и операционного рычагов в одно целое является в практическом (нормативном) плане достаточно искусственным делом и имеет скорее теоретический, чем практический интерес. Финансовый и операционный рычаги имеют различную природу, а финансово-операционный рычаг достаточно трудно поддерживать на постоянном уровне.

Казалось бы, политика постоянного финансово-операционного рычага вносит большую стабильность по сравнению с политикой постоянного финансового рычага и поэтому нормативно следует рекомендовать именно ее. В реальном мире корпорации, на первый взгляд, ей и следуют, снижая (повышая) целевой уровень финансового рычага при росте (уменьшении) постоянных расходов. Однако следует признать, что политика постоянного финансо-

вого рычага позволяет более гибко учесть изменение условий, скажем, при возрастании доли постоянных расходов в валовой

марже по сравнению с политикой постоянного финансово-операционного рычага.

Т а б л и ц а 2

Признак сравнения	Финансовый рычаг	Операционный рычаг
Методика расчета	D/S	(FC/r)/S
Возможности воздействия на уровень рычага	Большие	Слабые
Характер управления	Рычагом достаточно трудно управлять непосредственно	Рычагом практически невозможно управлять непосредственно
Причина изменения	Привлечение заемного капитала	Текущая и инвестиционная деятельность
Риск получения доходов, связанных с рычагом	Риск потерять всю сумму вложенного капитала	Риск потерять текущие доходы
Плата за повышенный риск	Осуществляется в форме повышения обещанной процентной ставки	Отсутствует
Источник выплат, связанных с рычагом	Валовая маржа или чистая прибыль	Валовая маржа
Службы, регулирующие уровень рычага	Финансовый отдел	Отсутствуют
Движение информации, необходимое для поддержания рычага на постоянном уровне	Финансовый отдел должен получать информацию о существенном изменении постоянных расходов	—
Взаимосвязь с выпуском продукции	Проценты по долгу не зависят от выпуска продукции	Постоянные расходы не зависят от выпуска продукции
Связь параметров, определяющих уровень рычага	Знаменатель зависит от числителя	Знаменатель зависит от числителя

Новое оптимальное значение финансового рычага в связи с изменением доли постоянных расходов не обязательно должно оставить финансово-операционный рычаг неизменным. Тем не менее, эмпирически установлено, что финансово-операционный рычаг по отраслям промышленности колеблется менее значительно, чем финан-

совый рычаг, поэтому предположение о его постоянстве оправдано в позитивном анализе.

Рекомендована кафедрой бухгалтерского учета и аудита. Поступила 31.03.05.