

Теория Миллера- Модильяни

Подготовили:
студентки 3 курса
экономического ф-та
группы М1126 (ПМ)
Поронник Елена
Жарикова Полина

Теория Миллера
- Модильяни

предложена

В 1958 г.

В модели предполагается:

1) отсутствие налогов на прибыль фирмы и подоходного налогообложения владельцев акций и облигаций;

2) стабильное развитие и отсутствие роста прибыли (выручка от реализации за вычетом постоянных и переменных затрат, в том числе амортизации, торговых, административных и общих расходов равна операционной прибыли EBIT, EBIT-const;

3) цена фирмы (как цена любого актива) на бесконечном временном промежутке определяется капитализацией

операционной прибыли

$$V = EBIT / k ,$$

где k : - стоимость капитала фирмы.

Для упрощения предполагается, что прибыль постоянна по годам (темп роста прибыли $g = 0$). Действительно, при нулевых налогах $EBIT = \text{Выплаты владельцам собственного и заемного капитала} - \text{Налоги}$) отражает все поступления владельцам капитала;

4) совершенство рынка капитала, что выражается в отсутствии издержек по покупке-продаже ценных бумаг и различий в ставках процентов (для всех инвесторов существуют единые условия займа и инвестирования);

5) заемный капитал менее рискованный (с точки зрения рыночного систематического риска), чем акционерный, и $k_d < k_s$;

6) собственный капитал (S) равен акционерному, т.е. вся чистая прибыль распределяется на дивиденды, а замена изношенного оборудования осуществляется за счет амортизационных отчислений.

В модели ММ доказывається, что цена фирмы (рыночная оценка капитала V) не зависит от величины заемных средств и может рассчитываться по величине операционной прибыли (до уплаты процентов и налогов ($EBIT$)) и требуемой доходности акционерного капитала (k_s0) при нулевом финансовом рычаге.



Независимость цены фирмы от структуры капитала объясняется невозможностью в равновесной ситуации существования фирм, идентичных по степени риска и размеру операционной прибыли, но с неравной рыночной ценой. Наличие на рынке переоцененных акций (акций фирмы с более высокой ценой) побудит инвесторов, знающих условие равновесия (переоцененные акции не будут расти в цене) продавать их, вкладывая средства в акции недооцененных фирм (с низкой ценой фирмы), и получать таким образом арбитражный доход.



Подход Миллера - Модильяни строится для совершенного рынка и может рассматриваться как парадокс для реальной экономики. Действительно, на размер пирога не влияют способы его разрезания, но реальный "корпоративный пирог" (операционная прибыль фирмы как денежный поток на акционерный и заемный капитал) состоит не из двух, а из трех частей: акции, облигации и налоговые выплаты, и в пользу налоговых выплат урезается только акционерная доля пирога.

В модели отождествляются внутрифирменный финансовый рычаг и личный. Это отождествление возможно, если не учитывается возможность банкротства. Личный риск инвестора, вкладывающего капитал в фирму, использующую финансовый рычаг, ограничен размерами вклада, при банкротстве фирмы инвестор, кроме своего вложения, ничего не потеряет

Модель Миллера -- Модильяни с налогами на прибыль фирмы - модель ММ 1963 г.

В модели ММ с учетом налогов утверждается, что фирма, использующая финансовый рычаг, рыночно оценивается более высоко, так как выплата процентов по заемному капиталу представляет собой затраты, предполагающие налоговые льготы. С учетом налоговых льгот стоимость заемного капитала будет ниже, и чем больше доля заемного капитала в общем капитале фирмы, тем средневзвешенная стоимость капитала будет меньше. Таким образом, с учетом налога на прибыль финансовый рычаг будет оказывать понижающее влияние на стоимость капитала фирмы и повышающее влияние на рыночную оценку фирмы.

ПАРАДОКС:

на совершенном рынке при уплате налогов на прибыль и существовании налогового щита цена фирмы V максимизируется при 100%-м заемном капитале (100%-й заемный капитал даже теоретически невозможен, и речь идет о максимизации заемного капитала до возможного уровня). Сравнить влияние финансового рычага на стоимость капитала фирмы и ее рыночную оценку в безналоговой ситуации и с учетом налогов позволяет.

*Модель Миллера 1976 г. с налогом на
прибыль фирмы и подоходным
налогообложением владельцев
капитала.*

**Введение
подоходного налогообложения
владельцев капитала (акционеров
и держателей облигаций)
может изменить поведение инвестора,
так как уменьшаются реальные
чистые денежные потоки, получаемые
ими.**



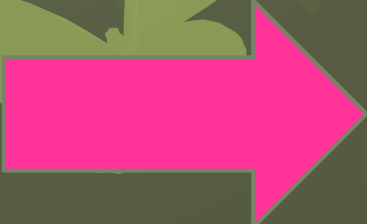
*Акционеры могут иметь определенные льготы по
 подоходному налогу':*

**1)налоговая ставка на дивиденды может отличаться от
налоговой ставки на прирост капитала, для ряда стран
подоходным налогом не облагается прирост капитала;**

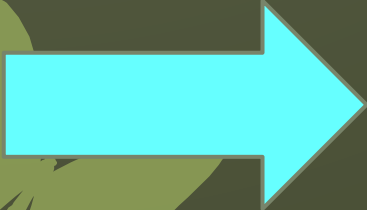
**2)подоходный налог для акционеров в целом может
оказаться меньше, чем для владельцев заемного капитала
(например, в США), что делает положение акционеров
в определенном смысле более выгодным;**

**3) срок получения дохода по акции и соответственно срок
уплаты налога можно варьировать.**


Таким образом, в целом по моделям Модильяни - Миллера можно сделать следующие выводы:



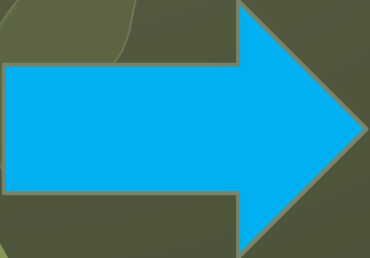
При отсутствии налогов рыночная оценка фирмы не зависит от величины заемного капитала $V_D = V_O$. Оптимальная структура капитала отсутствует.



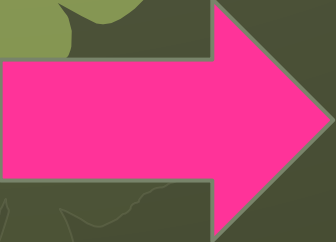
При наличии налога на прибыль и отсутствии подоходных налогов или при одинаковом подоходном налогообложении владельцев собственного и заемного капитала, рыночная оценка фирмы, использующей заемное финансирование, превышает оценку фирмы с нулевым финансовым рычагом на величину экономии на налоге на прибыль $V_D = V_O + tD$. Оптимальная структура капитала включает 100% заемный капитал.



В подходе Модильяни - Миллера не учитывается агентский конфликт между менеджерами и владельцами собственного капитала, что выражается в нежелании брать менеджерами большую ответственность по привлечению капитала с фиксированным процентом.



При введении в рассмотрение подоходных налогов T_s и T_d , отличающихся для владельцев собственного и заемного капитала, с ростом долга цена фирмы растет.



Не учитываются прямые и косвенные издержки банкротства, которых нет на совершенном рынке.