



СТРУКТУРА КАПИТАЛА



Структура капитала предприятия формируется под воздействием:

- **темпов роста предприятия.**

Чем выше и устойчивее темпы роста оборота предприятия и стабильность его продаж, тем сильнее его склонность к использованию заемных средств. Предприятие, ориентированное на увеличение оборотов, как правило, делает ставку не на внутреннее, а на внешнее финансирование, поскольку при прочих равных условиях издержки по привлечению банковского кредита ниже, чем на эмиссию акций;

- **тяжести налогового бремени.**

В таких условиях проявляется склонность предприятий к долговому финансированию по причине уменьшения налоговой базы за счет хотя бы части процентов по заемным средствам;

- **состава и структуры активов предприятия.**

Наличие у предприятия высоколиквидных активов и имущества универсального применения, которые по своей природе могут служить подходящим обеспечением кредитов, упрощает получение заемных средств;

- **уровня и динамики доходности предприятия.**

Предприятия с высокой доходностью на вложенный капитал, с одной стороны, могут гораздо легче привлечь инвесторов, с другой — предпочитают ограничиваться использованием собственных средств по причине достаточности нераспределенной прибыли.

- Помимо этого, на структуру капитала влияют коммерческий риск, с которым имеет дело фирма, структура конкуренции в отрасли, состояние контроля со стороны акционеров и руководителей, отношение кредиторов к отрасли и предприятию (фирме).

С учетом этих факторов ведущим принципом в выборе соотношения между собственным и заемным капиталом организации должна быть такая финансовая политика, которая приведет к максимизации стоимости акции (прибыли на акцию) и максимизации стоимости компании в целом. Только такое финансирование отвечает долговременным целям развития предприятия.

Стоимость предприятия становится максимальной, когда средневзвешенная стоимость капитала (ССК) сведена к минимуму. Это связано с тем, что ССК — это по сути процентная (учетная) ставка, принятая в операциях, связанных с движением денежной наличности организации (компании) в целом. Поскольку стоимость и процентная (учетная) ставка движутся в противоположных направлениях, минимизация средневзвешенной стоимости капитала неизбежно приведет к максимизации объема движения денежной наличности организации, что требует внимательного управления ее финансовыми рисками.

Следовательно, некое конкретное (желаемое) соотношение заемного и собственного капитала будет представлять собой **оптимальную структуру капитала**, если капитал организации, сформированный таким образом, будет обеспечивать максимальную ее стоимость при минимальном значении показателя ССК ($WACC$) и минимальном уровне финансовых рисков. Именно эти условия и являются основными критериями оптимизации структуры капитала компании.

Понятие «оптимальная структура капитала» свойственно для **традиционного подхода к проблеме управления структурой капитала**.

Представители этого подхода считают, что цена капитала зависит от его структуры. Аргументы основаны на определении цены фирмы через отношение суммы денежных средств на обслуживание собственного и привлеченного со стороны капитала к средневзвешенной цене последнего. В свою очередь, средневзвешенная цена капитала фирмы зависит от цены ее составляющих. При изменении структуры капитала меняется цена каждого источника финансирования, при этом темпы изменения различны. Поскольку цена заемного капитала в среднем ниже, чем цена собственного капитала, то, очевидно, что существует некая оптимальная структура капитала, при которой взвешенная цена капитала будет минимальной, а цена предприятия (фирмы) — максимальной.

Сторонниками **второго подхода к проблеме управления структурой капитала** являются лауреаты Нобелевской премии Франко Модильяни и Мертон Миллер, которые в своих работах, впервые опубликованных в 1958 г., сделали вывод о независимости стоимости фирмы и общей стоимости капитала от структуры источников финансирования в условиях идеального рынка капитала.

- Об этом говорит **первая теорема Модильяни—Миллера: стоимость компании не зависит от структуры капитала компании.**

Действительно, если не принимать во внимание неэффективность рынка, налоги, издержки банкротства, нерациональность экономического поведения участников и другие несовершенства, то идеального (оптимального) соотношения не существует. В этих обстоятельствах структура капитала компании не играет роли.

Далее Модильяни и Миллер смягчили свои первоначальные ограничения, исследовав то, что происходит с компанией, когда меняется отношение заемных средств к акционерному капиталу, и на этой основе сделали вывод, что определяет стоимость акционерного капитала.

- **Вторая теорема Модильяни—Миллера: стоимость акционерного капитала компании является прямой линейной функцией структуры капитала** и зависит главным образом от трех факторов: требуемого процента прибыли на активы компании (экономической рентабельности), стоимости заемных средств и от соотношения заемного капитала к собственному.

Далее были приняты во внимание налоги ((налог на прибыль корпораций), и это позволило выявить определенные преимущества заемного финансирования, проявляющиеся в том, что проценты за использование заемных средств подлежат вычету из общей суммы облагаемого налогом дохода, что создает тем самым условия уменьшения налога. И чем выше налог на доходы, тем выгоднее заемное финансирование, и наоборот.

- **Первая теорема Модильяни—Миллера** с учетом фактора налогообложения выражается в следующем:

$$V_L = V_U + T_c X D$$

где V_L — стоимость компании, где действует финансовый леверидж;
 V_U — стоимость компании, не имеющей долга;
 T_c — ставка корпоративного налога;
 D — размер долга.

Вторая теорема Модильяни—Миллера с учетом налогов выражается следующей формулой:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \times D/E \times (1 - T_c)$$

где R_E — стоимость акционерного капитала;
 R_A — стоимость капитала компании, не имеющей долга;
 R_D — стоимость долга;
 D/E — отношение долга к акционерному капиталу;
 T_c — ставка корпоративного налога.

- **Пример.** Компания имеет средневзвешенную стоимость капитала (без учета налогов) в 12%. Получить заем она может по ставке 8% годовых. Если компания сформирует заданную структуру капитала, состоящую на 80% из акционерного и на 20% из заемного капитала, то какой при этом будет стоимость акционерного капитала? Какова будет стоимость капитала, если заданная структура состоит на 50% из акционерного капитала?

Рассчитаем средневзвешенную стоимость капитала для этих случаев.

В соответствии со второй теоремой Модильяни—Миллера стоимость акционерного (собственного) капитала, R_E без учета налогообложения равна:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \times D/E = 12\% + (12\% - 8\%) \times 0,25 = 13\% .$$

Во втором случае стоимость акционерного капитала без учета налогообложения равна:

$$R_E = 12\% + (12\% - 8\%) \times 1 = 16\% .$$

Теперь можно рассчитать $WACC$ для двух случаев при ставке налогообложения 0%:

$$WACC(CCK) = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D = 0,8 \times 13\% + 0,2 \times 8\% = 12\% ;$$

$$WACC(CCK) = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D = 0,5 \times 16\% + 0,5 \times 8\% = 12\% ,$$

где $V = E + D$ — величина совокупного капитала компании.

Как видно из расчетов, средневзвешенная стоимость капитала в обоих случаях действительно одинакова.

- Теория структуры капитала не дает нам полного ответа на вопрос об оптимальной структуре капитала. Она позволяет лишь осознать многие преимущества заемного финансирования по сравнению с финансированием из собственных источников.
- Между тем существует так называемый эффект банкротства — при возрастании доли заемного финансирования увеличивается премия за риск в виде дополнительных гарантий, требуемых кредиторами, и соответственно возникает ряд дополнительных затрат, т. е. стоимость капитала начинает расти. Следовательно, об оптимальной структуре капитала можно говорить тогда, когда сэкономленные на налогах денежные средства компенсируют издержки банкротства. Кроме затрат, связанных с финансовыми затруднениями, в реальности существуют транзакционные издержки предприятий. К тому же информация и доступ к кредитным ресурсам не могут быть одинаковыми для частных лиц и корпораций.
- Таким образом, оптимальная структура капитала конкретного предприятия зависит от многих факторов, комбинация которых приводит к тому, что оно ((предприятие) далеко не всегда стремится использовать преимущества заемного финансирования, а предпочитает прибегать к другим источникам увеличения их капитала.

- **Пример.** Рассмотрим процесс оптимизации капитала предприятия исходя из критерия минимизации средневзвешенной стоимости капитала.
- Согласно данной методике, описанной И. А. Бланком, привлечение дополнительного капитала как за счет собственных источников, так и за счет заемных, имеет свои пределы и обычно связано с возрастанием ССК предприятия.
-
-
-

- Как видно из табл., минимальная ССК в рассматриваемом примере достигается при соотношении собственного и заемного капитала в пропорции 60 : 40.

Именно при такой структуре капитала при прочих равных условиях реальная рыночная цена предприятия будет максимальной.

- Рассмотрим еще один пример, в котором будем оптимизировать структуру капитала по критерию максимизации уровня доходности собственного капитала.

- **Пример.**

Предприятие располагает собственным капиталом в размере 60 млн. руб. и предполагает увеличить объем продаж за счет привлечения заемных средств. Рентабельность активов равна 20%.

Минимальная процентная ставка за кредит— 15%. Ставка налога на прибыль составляет 20%.

Требуется установить, при какой структуре капитала будет достигнут наибольший уровень рентабельности собственного капитала.

Варианты расчетов представим в табл.

- Как видно из данных табл. , наивысший уровень ЭФР (5,3%) и соответственно наивысший уровень рентабельности собственного капитала был получен в варианте 4, что определяет соотношение заемного и собственного капитала в пропорции 50 : 50.

- Эффект финансового рычага сведен к нулю в варианте 7 при соотношении заемных и собственных средств в пропорции 5 : 2.

В этом случае дифференциал финансового рычага равен нулю, вследствие чего использование заемных средств не дает эффекта.

- Опытные финансовые менеджеры США полагают, что доля заемных средств в капитале организаций не должна превышать 40%, т. е. пропорция заемного и собственного капитала должна быть 40 : 60, что соответствует коэффициенту задолженности 0,67. При таком значении данного показателя фондовый рынок максимально оценивает курсовую стоимость компании.
- Структура и цена капитала большинства российских компаний значительно отличаются от зарубежных аналогов.
- Цена собственного капитала на Западе высока, а в России — низкая, однако собственных источников предприятиям в России не хватает не только на инвестиционную, но и на текущую деятельность.
- Из заемных источников финансирования на Западе преобладают долго и среднесрочные кредиты, облигационные займы. При этом цена этих источников доступна нормально работающему предприятию, тогда как в России банковские кредиты из-за их высокой цены недоступны большинству предприятий, а облигационные займы не получили широкого распространения по многим причинам.
- Увеличение доли заемных средств в финансировании инвестиционной деятельности предприятий должно стать неотъемлемой частью процесса совершенствования структуры их капитала.

Модели структуры капитала

Эффект финансового рычага, определяется как приращение к чистой рентабельности собственных средств, получаемое за счет использования кредита:

$$\bullet \text{ЭФР} = (1 - T) * (RA - p) * ЗК : СК,$$

- Где: ЭФР – сила воздействия финансового рычага (прирост коэффициента рентабельности СК)%,
- T – ставка налога на прибыль,
- RA – экономическая рентабельность активов, %
- p – ср. расчетная ставка за кредит,
- ЗК – заемный капитал,
- СК – собственный капитал предприятия.

Эта формула позволяет определить безопасный для предприятия объем заемных средств, наиболее выгодные условия кредитования и приемлемую ставку ссудного процента.

- Операционно – финансовый рычаг:

$$\mathbf{ЭОФР = ЭОР * ЭФР,}$$

Где: ЭОР – операционный рычаг,
ЭФР – финансовый рычаг.

Показывает общий риск для данного предприятия, связанный с возможным недостатком средств для покрытия текущих расходов и расходов по обслуживанию внешних источников средств.

- **Финансовые ресурсы**
корпорации – это совокупность собственных денежных средств и поступлений заемных и привлеченных средств, предназначенных для выполнения финансовых обязательств, финансирования текущих затрат и затрат, связанных с расширением капитала.