

СТРУКТУРА КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Любое предприятие нуждается в источниках средств, чтобы финансировать свою деятельность. За пользование авансированными в деятельность предприятия ресурсами оно уплачивает проценты, дивиденды, вознаграждения и т.д. Каждый источник средств имеет свою цену как сумму расходов. В качестве источников средств может выступать как собственный капитал, так и заемный. Заемные средства привлекаются предприятием для строго определенных целей: пополнения необходимого объема постоянной части оборотных активов, обеспечения формирования переменной части оборотных активов, формирования недостающего объема инвестиционных ресурсов (например, для нового строительства, реконструкции и т.д.), обеспечения социально-бытовых потребностей своих работников (для выдачи ссуд своим работникам), других временных потребностей (обычно на короткие сроки и в небольших объемах).

В рамках действующей системы налогообложения заемное финансирование дает важное преимущество: выплачиваемые предприятием проценты по задолженности вычитаются из налогооблагаемой прибыли, а дивиденды по акциям и нераспределенная прибыль — нет. С использованием заемного капитала связаны важные расходы. По мере увеличения задолженности увеличивается процент за кредит, увеличивается риск. Кроме того, часто соглашение о займе предписывает создавать резервный фонд на погашение долга, что ограничивает свободу действий менеджера. Эти факторы и другие подводят к проблеме определения оптимальной структуры капитала. Вопросы возможности и целесообразности управления структурой капитала давно обсуждаются учеными и практиками. Существуют два подхода к решению данной проблемы. Представители первого утверждают, что не существует оптимальной структуры капитала. Представители второго придерживаются противоположного мнения. Основоположниками первого считаются Миллер и Модильяни.

Ими сформулирована следующая теорема: *В мире, в котором не существуют корпоративных налогов, совокупная рыночная стоимость компании не зависит от структуры ее капитала. Совокупная рыночная стоимость равна потоку ожидаемых в будущем доходов от основной деятельности, дисконтированных по ставке, соответствующей группе риска, к которой принадлежит предприятие.* При обосновании своего подхода авторы ввели ряд ограничений: наличие эффективного рынка, отсутствие налогов, одинаковая величина процентных ставок для физических и юридических лиц и т.д. Введение в модель налогов открывает возможность существования налоговых щитов и получается, что, наращивая задолженность, предприятие может бесконечно повышать свою стоимость. Это вряд ли соответствует действительности. Миллер ввел в анализ не только корпоративные, но и личные налоги и показал, что и в этом случае структура капитала не оказывает влияния на рыночную стоимость компании. Однако в случае отдельной компании концепция единой стоимости кредитных ресурсов упрощает ситуацию. С увеличением уровня задолженности стоимость заемных средств увеличивает издержки банкротства (поскольку возрастает вероятность того, что предприятие не сможет отвечать по своим обязательствам) и юридические и контрактные расходы. Увеличение задолженности увеличивает стоимость компании (эффект налогового щита) и одновременно уменьшает ее (функция перспективы банкротства). Если обе эти функции действуют одновременно, то становится возможным существование оптимальной структуры капитала. Структуру капитала можно оптимизировать разными методами:

1) по критерию максимального уровня прогнозируемой финансовой рентабельности;

Обозначим СК — собственный капитал, а — уровень заемного капитала, ЗК — заемный капитал, процент за кредит с учетом риска — $t + k$ (ЗК) (k — премия за риск, зависит от уровня задолженности), налог на прибыль — d , коэффициент валовой рентабельности — R , тогда оптимизирующий критерий будет выглядеть следующим образом: $(R \cdot \text{СК} - a \cdot \text{СК} (t + k (\text{ЗК}))) (1 - d) \rightarrow \max$;

2) по критерию минимальной стоимости капитала.

Этот критерий основан на предварительной оценке стоимости заемного и собственного капитала при разных уровнях привлечения и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала. Обозначим z — уровень дивидендов, тогда минимизирующий критерий будет выглядеть следующим образом: $(1-a) \cdot СК \cdot (1-a) \cdot СК + a \cdot СК(t+k)(1-d) \cdot a \cdot СК \rightarrow \min$.