**Всероссийская государственная налоговая академия**

**Финансово-экономический факультет**

**РЕФЕРАТ**

**по «Финансовому менеджменту»**

**на тему: «Обзор основных теорий структуры капитала»**

Выполнила студентка

3 курса финансово-экономического факультета

заочного отделения

Лебедева А.В.

*фамилия, имя, отчество*

Преподаватель

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**

***фамилия, имя, отчество***

Москва - 2010

**Содержание**

Введение

1. Обоснование оптимальной структуры капитала. Теория структуры капитала

2. Традиционный подход

3. Теория Миллера-Модильяни

4. Компромисный подход

5. Сигнальные модели

Заключение

Список использованной литературы

**Введение**

В теории финансового менеджмента различают два понятия: «финансовая структура» и «капитализированная структура» предприятия. Под термином «финансовая структура» подразумевают способ финансирования деятельности предприятия в целом, т.е. структуры всех источников средств. Второй термин относится к более узкой части источников средств - долгосрочным пассивам (собственные источники средств и долгосрочные заёмный капитал).

Соотношение между собственными и заёмными источниками средств служит одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих степень риска инвестирования финансовых ресурсов в данное предприятие.

Одним из показателей, характеризующих степень финансового риска, является показатель покрытия расходов по обслуживанию заёмного долгосрочного капитала (*УПЗ*):

,

где *Dвпн* - доход до выплаты процентов и налогов

*Пзк* - процент за пользование заёмным капиталом.

Коэффициент *УПЗ* измеряется в долях от единицы и показывает, во сколько раз валовой доход предприятия превосходит сумму годовых процентов по долгосрочным ссудам и займам. Снижение этой величины свидетельствует о повышении степени финансового риска. Доля заёмного капитала, рискованная для одной отрасли, может не быть таковой для другой отрасли.

Возможность и целесообразность управления структурой капитала давно дебатируется среди учёных и практиков. Существует два основных подхода к этой проблеме:

***а) традиционный;***

***б) теория Модильяни - Миллера.***

Последователи первого подхода считают, что цена капитала зависит от структуры и существует «оптимальная структура капитала».

Поскольку цена заёмного капитала (*Сз*) в среднем ниже, чем цена собственного капитала (*Сс*), существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой цена авансированного капитала (*Сс*) имеет минимальное значение, а следовательно, цена предприятия будет максимальной.

Основоположники второго подхода - Модильяни и Миллер (1958 г.) утверждают обратное - цена капитала не зависит от его структуры, а следовательно, её нельзя оптимизировать. При обосновании этого подхода они вводят ряд ограничений: наличие эффективного рынка; отсутствие налогов; одинаковая величина процентных ставок для физических и юридических лиц; рациональное экономическое поведение; возможность идентификации предприятий с одинаковой степенью риска и др. В этих условиях, утверждают они, цена капитала всегда выравнивается путём перекачки капитала за счёт кредитов, предоставляемых компаниям физическими лицами.

**1. Обоснование оптимальной структуры капитала. Теория структуры капитала**

Оптимальная структура капитала подразумевает такое сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала *V.*

Поиск такого соотношения -- проблема, решаемая теорией структуры капитала.

***Теория структуры капитала базируется*** на сравнении затрат на привлечение

собственного и заемного капитала, и анализе влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку. Текущая рыночная оценка (актива, проекта или всего бизнеса) определяется как сумма дисконтированных чистых потоков, порождаемых вложенными средствами. ***Теория структуры капитала решает вопрос***:

влияет ли на текущую оценку, какие элементы капитала задействованы и в какой пропорции.

Если пропорции между элементами капитала важны (прежде всего соотношение собственного и заемного капитала), то какая пропорция обеспечит максимум текущей оценки вложенного капитала в отдельный актив, проект или корпорацию в целом.

Текущая оценка

У= = + *n ttt PV C k*1 /(1 ) *,*

где k -- средневзвешенная стоимость капитала (по различным элементам). Очевидно, что комбинация элементов капитала не окажет влияния на прогнозируемые на весь капитал денежные потоки Сt (их значение определяется спросом на выпускаемую продукцию, эффектом операционного рычага и т.п.). Комбинация элементов капитала может отразиться на значении средней стоимости капитала. Теория структуры капитала рассматривает это влияние.

Для обоснования оптимальной структуры капитала используются различные методы.

Наибольшую известность и применение в мировой практике получили ***статические модели***структуры капитала, обосновывающие существование оптимальной структуры, которая максимизирует текущую оценку, и рекомендующие принятие решений о выборе источников финансирования (собственные или заемные средства) строить исходя из оптимальной структуры капитала. Если оптимальная структура определена, то достижение этой пропорции в элементах капитала должно стать целью руководства, в этой пропорции.

Управление структурой капитала следует и увеличивать капитал.

В статическом подходе существуют две альтернативные теории структуры капитала, объясняющие влияние привлечения заемного капитала на стоимость используемого капитала и соответственно на текущую рыночную оценку активов корпорации (V*):****традиционная теория и теория Миллера -- Модильяни (теория ММ).***

В настоящее время наибольшее признание получила компромиссная теория структуры капитала (оптимальная структура находится как компромисс между налоговыми преимуществами привлечения заемного капитала и издержками банкротства), которая не позволяет конкретной корпорации рассчитать наилучшее сочетание собственного и заемного капитала, но формулирует общие рекомендации для принятия решений.

***Динамические модели***учитывают постоянный поток информации, который получает рынок по данной корпорации. Рассматривается большее число инструментов принятия решений. На основе имеющейся информации менеджеры устанавливают целевую структуру капитала, которая может не максимизировать рыночную оценку компании. Более того, управление источниками финансирования не сводится к установлению целевой структуры капитала, так как включает выбор между краткосрочными и долгосрочными источниками и управление собственными источниками (принятие решений по структуре собственного капитала).

Теория структуры капитала исходит из утверждения, что цена фирмы *V* (оценка всех активов и всего капитала) складывается в % из текущей рыночной цены, собственного капитала S (текущей оценки PV будущих денежных поступлений владельцам собственного капитала) и текущей рыночной цены заемного капитала (PV будущих поступлений владельцам заемного капитала): *V= S + D.* Коэффициент долгосрочной задолженности может рассчитываться как

1) доля заемного капитала в общем капитале корпорации по рыночной оценке D/V*;*

2) как соотношение собственного и заемного капитала по рыночной оценке D/S*.*

Так как балансовые оценки акционерного капитала часто не отражают истинную величину капитала, то использование их в принятии решений по структуре капитала некорректно.

**2. Традиционный подход**

До работ Миллера -- Модильяни по теории структуры капитала (до 1958 г.) был распространен подход, основанный на анализе финансовых решений. Практика показывала, что с ростом доли заемных средств до некоторого уровня стоимость собственного капитала не менялась, а затем увеличивалась возрастающими темпами.

Стоимость заемного капитала вне зависимости от его величины ниже стоимости собственного капитала из-за меньшего риска: kd < ks. При небольшом увеличении доли заемных средств стоимость заемного капитала неизменна или даже снижается (положительная оценка корпорации привлекает инвесторов, и больший заем обходится дешевле), что демонстрирует, а начиная с некоторого уровня D\*/ *V* стоимость заемного капитала растет с ростом доходности, требуемой владельцами заемного капитала.

Так как средневзвешенная стоимость капитала определяется из стоимости собственного и заемного капитала и их весов (*WAСС = kd D/V + ks* x *(V - D)/V)*, то с увеличением заемного капитала с более низкой стоимостью средневзвешенная стоимость *МАСС* до определенного уровня *DО\** снижается, а затем начинает расти с ростом стоимости заемного капитала.

Изменение стоимости капитала при увеличении коэффициента задолженности показано. Традиционный подход предполагает, что корпорация, привлекающая заемный капитал (до определенного уровня), рынком оценивается выше, чем фирма без заемных средств долгосрочного финансирования.

**3. Теория Миллера - Модильяни**

Теория Миллера - Модильянипервоначально была предложена в работе 1958 г*.,* затем уточнялась и модифицировалась.

Модельвлияния структуры капитала на цену фирмы при предположении отсутствия налогов -- **модель ММ 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 *ЕВIТ, ЕВIТ-const;*

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

V *= ЕВIТ / k ,*

где k: -- стоимость капитала фирмы.

Для упрощения предполагается, что прибыль постоянна по годам (темп роста прибыли g = 0). Действительно, при нулевых налогах ***ЕВIТ =Выплаты владельцам собственного и заемного капитала -- 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 kd < ks;

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 доказывается, 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 *(ЕВIТ))* и требуемой доходности акционерного капитала *(ks0)* при нулевом финансовом рычаге.

Популярно объясняя полученный по модели результат, Миллер приводил пример с дележом пирога, размер которого изменить нельзя, применяя различные способы его разрезания.

Формальное доказательство строится на рассмотрении арбитражных процессов (одновременной покупке и продаже идентичных по риску акций с различной ценой). 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. Эти арбитражные операции будут проходить и давать выигрыш инвестору до тех пор, пока цена на переоцененные акции не упадет, а цена на недооцененные соответственно не возрастет. В равновесии (при отсутствии возможности арбитражных операций) рыночные цены двух рассматриваемых фирм сравняются вне зависимости от структуры их капитала.

По модели ММ в равновесной ситуации инвестор не будет получать доход от покупки-продажи акций, так как стоимость акционерного капитала даже при незначительном росте долга будет расти как компенсация росту требуемой доходности акционеров из-за финансового риска.

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 (вклад, пай или акция означают для инвестора ограниченную ответственность). Другая ситуация складывается для инвестора, лично занимающего деньги, т.е. несущего неограниченную ответственность, или для фирмы, проводящей арбитражные операции. Привлечение заемного капитала для фирм и индивидуальных инвесторов имеет различную стоимость.

***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.

Таким образом, введение в модель ММ налогов меняет поведение инвестора.

Парадокс заключается в том, что 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 ММ можно сделать следующие выводы:

### \* При отсутствии налогов рыночная оценка фирмы не зависит от величины заемного капитала VD *= V0.* 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 VD = V*0 +tD.* Оптимальная структура капитала включает 100%-й заемный капитал.

### \* При введении в рассмотрение подоходных налогов Ts и Td, отличающихся для владельцев собственного и заемного капитала, с ростом долга цена фирмы растет. Зависимость цены от соотношения ставок подоходных налогов.

### \* В подходе ММ не учитывается агентский конфликт между менеджерами и владельцами собственного капитала, что выражается в нежелании брать менеджерами большую ответственность по привлечению капитала с фиксированным процентом.

### \* Не учитываются прямые и кос венные издержки банкротства, которых нет на совершенном рынке. Акционеры с ростом долга вынуждены учитывать финансовый риск и риск банкротства. Кроме того, что в первую очередь владельцы заемного капитала получают причитающиеся им денежные средства, во вторую очередь будут погашаться издержки, связанные с оценочными и судебными процедурами, с процессом поглощения другой фирмой или реализацией активов. На совершенных рынках капитала издержки банкротства равны нулю. Активы продаются по их рыночной оценке, определяемой возможными денежными потоками для новых владельцев. Однако реальный рынок капитала несовершенен, и в случае банкротства владельцы капитала несут убытки. Чем быстрее будет проходить процедура банкротства, тем большими окажутся прямые издержки.

### Полные издержки банкротства будут превышать прямые на величину неявных убытков, которые акционеры тоже почувствуют по скорости падения курса акций фирмы (утрата имиджа фирмы, потеря деловых контактов и возможных новых инвесторов).

### Привлечение заемного капитала может привести к финансовым затруднениям или даже к банкротству. Кроме прямых издержек банкротства (снижения ликвидационной стоимости активов из-за морального и физического износа по причине продолжительных тяжб между кредиторами корпорации, судебных издержек, оплаты услуг адвокатов и внешнего управляющего) существуют косвенные издержки, которые возникают еще до объявления корпорации банкротом, на стадии финансовых затруднений. К косвенным издержкам относят потери от неоптимальных управленческих решений и потери от изменения поведения контрагентов (покупателей, поставщиков, кредиторов). Неоптимальные управленческие решения могут выражаться в снижении качества продукции, неоптимальном использовании внеоборотных активов (работа на износ без текущего ремонта), заключении заведомо невыгодных для фирмы контрактов, продаже высоколиквидных активов в кратчайшие сроки и по низкой цене и т.п. При этом целью управляющих является продление функционирования корпорации на короткий промежуток времени для поиска нового места работы и увеличения личного дохода.

### Обычно при использовании только собственного капитала издержки, связанные с финансовыми затруднениями, невелики. С ростом заемного капитала увеличивается вероятность финансовых проблем и роста издержек, связанных с ними.

## 5. Компромиссный подход

## Оптимальная структура капитала по компромиссной модели определяется соотношением выгод от налогового щита (возможности включения платы за заемный капитал в себестоимость) и убытков от возможного банкротства.

## Введение в рассмотрение затрат по организации дополнительного привлечения заемного капитала и издержек возможного банкротства при большом финансовом рычаге меняет поведение кривых стоимости капитала при увеличении заемного финансирования. С ростом финансового рычага стоимость заемного и акционерного капитала растет.

## Оптимальная структура капитала фирмы достигается при низком финансовом рычаге, когда стоимость заемного капитала растет медленно, что снижает стоимость *WАСС,* но это не конкретное значение D*/V,* а некий интервал его значений, что дает финансовому менеджеру фирмы определенную свободу в формировании финансовых источников. Цена фирмы в компромиссном подходе превышает рыночную оценку "безрычаговой" фирмы, т.е. не использующей финансовый рычаг, на величину налоговой экономии за вычетом издержек банкротства (принимая во внимание разновременность чистых денежных потоков это превышение составит: PV экономии на налоговых платежах за рассматриваемый период времени - РV издержек банкротства.

## Издержки банкротства зависят от вероятности разорения и ликвидации компании и величины издержек, связанных с этим процессом. При небольших займах вероятность разорения низка и издержки банкротства также невелики. Преимущества в налогообложении приводят к росту рыночной оценки капитала компании. При большом финансовом рычаге вероятность банкротства увеличивается, и налоговые преимущества могут не покрывать растущих издержек банкротства. Есть еще один момент, который усугубляет предбанкротную ситуацию, он связан с возможностью оппортунистического поведения менеджеров и владельцев собственного капитала. В предбанкротной ситуации акционеры часто отказываются от цели максимизации рыночной оценки всего капитала и начинают действовать в своих интересах. Часто используемый способ спасения компании -- рискованная игра за счет владельцев заемного капитала.

## Названные действия акционеров (менеджеры часто принимают их) приводят к снижению рыночной оценки всего капитала компании V. Однако, используя рычаги операционного и финансового управления, владельцы собственного капитала могут распределить потери таким образом, что большая их часть ляжет на плечи кредиторов.

## В соответствии с компромиссным подходом корпорации следует устанавливать целевую структуру капитала так, чтобы предельная стоимость капитала и предельный эффект от финансового рычага были равны. Общая рекомендация по компромиссному подходу сводится к тому, что и 100%-й заемный капитал, и исключительно собственное финансирование являются неоптимальными стратегиями финансового управления.

## При выборе структуры капитала (обосновании целевой структуры капитала) следует руководствоваться следующими рекомендациями.

## 1. Чем выше риск получаемых результатов при принятии финансовых решений (высокие значения дисперсии прибыли и доходности), тем меньше должно быть значение финансового рычага. Для корпораций с большой неопределенностью спроса и, следовательно, с большой вариацией прибыли, вероятность ситуации нехватки финансовых средств больше при любом уровне финансового рычага по сравнению с низкорискованными корпорациями. Корпорации с низким операционным риском могут привлекать заемные средства в большем объеме до тех пор, пока ожидаемые издержки банкротства не перекроют налоговые преимущества привлечения заемных средств.

## 2. Корпорации, в структуре активов которых преобладают материальные активы, могут иметь более высокий финансовый рычаг по сравнению с корпорациями, где значительная доля активов представлена в виде патентов, торговой марки, различных прав пользования. Это связано с тем что угроза банкротства по-разному влияет на рыночную оценку материальных и нематериальных активов. При угрозе банкротства оценкой материальных активов является их ликвидационная стоимость продажи на рынке (целиком или частями), которая редко падает до нуля. Для ряда нематериальных активов угроза банкротства "зануляет" ликвидационную стоимость.

## 3. Для корпораций, имеющих льготы по уплате налога на прибыль, целевая структура капитала не играет роли. Например, вновь созданные малые предприятия, осуществляющие производство и переработку сельскохозяйственной продукции, производство продовольственных товаров, товаров народного потребления, строительных материалов, медицинских средств, с учетом условий, предусмотренных Законом "О налоге на прибыль в Российской Федерации", в первые два года освобождаются от налога на прибыль. Для корпораций, платящих налог на прибыль, следует формировать целевую структуру капитала и увеличивать капитал в соответствии с ней. Чем выше налоговая ставка, тем больше выгод получит корпорация от заемного финансирования (при условии, что вся сумма платежей будет вычитаться из налогооблагаемой прибыли). Финансовый рычаг следует увеличивать до тех пор, пока издержки банкротства и затраты на привлечение дополнительного заемного капитала не перекроют налоговые выгоды.

## В компромиссном подходе предполагается, что корпорации одной отрасли имеют схожую структуру капитала, поскольку однотипны активы, коммерческий риск (характер спроса, ценообразование на выпускаемую продукцию и потребляемые материалы, операционный рычаг), близки значения доходности деятельности и налоговые условия.

## Например, корпорации -- производители лекарственных средств имеют низкий финансовый рычаг (частично это связано с налоговыми льготами, а частично с неопределенностью спроса на новые лекарственные препараты и риском выявления их негативного влияния не сразу, а через несколько лет, когда их выпуск будет поставлен на полную мощность).

## Мелкие коммерческие предприятия, не пользующиеся налоговыми льготами, но и не располагающие возможностями эмиссии акций, имеют значительный финансовый рычаг (заемные средства привлекаются в виде долгосрочных банковских ссуд). Однако компромиссная модель не всегда может объяснить выбор компании. Причина заключается в недооценке рыночных сигналов.

## Как объяснить, что растущие компании с множеством инвестиционных возможностей выбирают низкие значения финансового рычага? Какую роль для таких компаний играет возможность поддержания легкого доступа к заемному капиталу?

**6. Сигнальные модели**

В моделях Миллера -- Модильяни предполагалось, что инвесторы и руководство корпорации имеют одинаковую информацию о перспективах корпорации, т.е. решения принимаются в условиях симметричности информации. Рынку известны денежные потоки, генерируемые активами компании, и он может правильно оценить ее капитал. В реальном мире руководство более информировано об инвестиционных возможностях и степени недооцененное или переоцененности акций. Рыночные цены не отражают всю информацию, информация не является общедоступной, и менеджеры могут давать сигналы рынку через принятие финансовых решений (выбор структуры капитала или дивидендной политики). Такая ситуация носит название асимметричности информации и учитывается в сигнальных моделях.

***Модель Росса 1977 г.***

В модели предполагается возможность финансовыми решениями менеджера повлиять на восприятие риска инвесторами. Реальный уровень риска денежных потоков может не меняться, но менеджеры, как монополисты на информацию о будущих денежных потоках, могут выбирать сигналы о перспективах развития. В модели Росса обосновывается выбор сигналов с точки зрения менеджеров (их благосостояния). Предполагается, что менеджеры получают вознаграждение по результатам работы, как определенную долю от рыночной оценки всей компании (рыночной оценки всех денежных потоков, генерируемых активами компании).

Модель Росса однопериодная.

***Сигнальная модель Майерса -- Майлуфа 1984 г.***

Сигнальная модель Майерса -- Майлуфа 1984 г. является самой известной моделью, рассматривающей инвестиционные и финансовые решения менеджеров в условиях асимметричности информации и описывающей сигналы на финансовом рынке. В модели Майерса -- Майлуфа предполагается, что менеджеры действуют в интересах акционеров, существовавших на момент принятия решений (в интересах так называемых старых акционеров). В модели показывается, что если инвесторы на рынке имеют ошибочную информацию об оценке компании, то финансирование хороших инвестиционных проектов с помощью эмиссии акций сделает эти проекты невыгодными для старых акционеров. Другие источники финансирования, цена которых меньше зависит от частной информации по компании (например, долговые обязательства) позволят принять положительное решение по проекту.

Рассмотрим корпорацию D в двух возможных ситуациях на текущий момент:

1) руководство считает, что корпорация имеет блестящее будущее и на текущий момент недооценена рынком;

2) руководство понимает все негативные условия дальнейшего функционирования корпорации, знает о приближающихся трудностях и считает текущую оценку завышенной (рынок еще не знает о будущем крахе). Имеется проект выпуска нового продукта, по которому требуется принять решение о структуре капитала (будет ли проект финансироваться только собственными средствами или следует привлечь заемный капитал).

На основе модели долга 1977 г. и модели структуры капитала при асимметричности информации 1984 г. С. Майерс сформулировал выводы, получившие название "теория порядка клевания" (pecking order theory), по выбору менеджерами источников финансирования. Майерс доказывает, что нераспределенная прибыль (внутренний источник) занимает предпочтительное место среди источников финансирования.

Далее следует заемный капитал, затем конвертируемые облигации. Внешний собственный капитал занимает последнее место, так как рассматривается на рынке как отрицательный сигнал. Оптимистичные менеджеры предпочитают эмитировать облигации, чтобы не продавать недооцененные акции. Пессимистичные менеджеры тоже выберут облигационный заем, чтобы не подать отрицательный сигнал рынку. Привлечение капитала через эмиссию акций будет крайним средством.

Для принятия решений по структуре капитала следует учитывать предыдущее развитие компании и текущую и прогнозируемую рентабельность деятельности. Компромиссная модель не может объяснить, почему при равенстве прочих факторов (одна отрасль, одна степень риска) компании с высокой рентабельностью выбирают низкие значения финансового рычага. Концепция выбора источников финансирования, построенная на сигнальной модели, позволяет объяснить этот парадокс. Высокорентабельные компании зарабатывают достаточно прибыли и не нуждаются в привлечении иных, менее предпочтительных источников финансирования.

Если работа менеджера ставится в зависимость от рыночной оценки капитала, то можно на основе сигнальных моделей сформулировать рекомендации по подаче рынку сигналов.

**Заключение**

В условиях рыночной экономики резко повышается значимость финансовых ресурсов, с помощью которых осуществляется формирование оптимальной структуры и наращивание производственного потенциала предприятия, а также финансирование текущей хозяйственной деятельности. От того, каким капиталом располагает субъект хозяйствования, насколько оптимальна его структура, насколько целесообразно он транспортируется в основные и оборотные средства, зависит финансовое благосостояние предприятия и результаты его деятельности.

В связи с вышесказанным огромно значение приобретает правильный и всесторонний учет капитала предприятия, формирующий информацию об отдельных составляющих капитала и их динамике. Данная информация необходима внутренним и внешним пользователям для целей финансового анализа, принятия деловых и управленческих решений.

Анализ хозяйственной деятельности должен начинаться и заканчиваться изучением состояния финансов на предприятии.

Анализ собственного капитала преследует следующие основные цели:

выявить основные источники формирования собственного капитала и определить последствия их изменений для финансовой устойчивости предприятия;

определить правовые, договорные и финансовые ограничения в распоряжении текущей и нераспределенной прибыли;

оценить приоритетность прав получения дивидендов;

выявить приоритетность прав собственников при ликвидации предприятия.

Анализ состава элементов собственного капитала позволяет выявить его основные функции:

- обеспечение непрерывности деятельности;

- гарантия защиты капитала, кредитов и возмещение убытков;

- участие в распределении полученной прибыли;

- участие в управлении предприятием.

Анализ источников формирования и размещения капитала имеет очень большое значение при изучении исходных условий функционирования предприятия и оценке его финансовой устойчивости.

**Список использованной литературы**

1. Ковалев В.В. Модели анализа и прогнозирование источников финансирования//Бухгалтерский учет №7. 2000 г.

2. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.О. и др. Методика финансового анализа. М.: Инфра. 2000.

3. Ефимова О. В. Анализ собственного капитала// Бухгалтерский учёт. - 1999. - № 1.- с. 95-101.

4. Каратуев А. Г. Финансовый менеджмент: Учебно-справочное пособие. - М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2001.

5. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента: Учеб. Пособие. -3-е изд., перераб. и доп. -М.: Финансы и статистика, 2002. -528 с.

6. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: Учебный курс.- К.: «Ника-Центр», Эльга - 2001. - 528 с.

7. Бланк И. А. Управление формированием капитала.- К.: «Ника-Центр», 2000. - 512 с.

8. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-Х т./ Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2001 г. Т.1. - 497 с.

9. Ковалёв В. В. Управление финансами: Учебное пособие. - М.: ФБК-ПРЕСС, 1998.- 160 с.

10. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика: учебное пособие. -М.: ИЧП “Издательство Министр”, 1998. - 264 с.

11. Финансовый менеджмент: теория и практика. Учебник/ Под ред. Е.С. Стояновой. -2-е изд., перераб и доп. -М.: Изд-во Перспектива, 1997. -574с.

12. Экономический анализ: Учебник для вузов / Под. ред. Л. Т. Гиляровской. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. -527 с **.**