**Оптимальная целевая структура капитала**

Леонид Ефимович Бacoвcкий, доктор технических наук, профессор кафедры прикладной экономики Тульского государственного педагогического университета им. Л. Н. Толстого.

Теория структуры капитала Модильяни и Миллера, лауреатов Нобелевской премии по экономике, утверждает: наличие определенной доли заемного капитала полезно предприятию; чрезмерное использование заемного капитала вредно; для каждого предприятия существует своя оптимальная доля заемного капитала. Практический подход к определению целевой структуры капитала основывается на знании теории структуры капитала и использовании экспертных оценок.

Практический подход к определению целевой структуры капитала основывается на знании теории структуры капитала и использовании экспертных оценок.

Теория структуры капитала Модильяни и Миллера, лауреатов Нобелевской премии по экономике, первоначально предполагала, что стоимость любого предприятия определяется исключительно его будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры его капитала, от соотношения в нем собственных и заемных средств. Она основывалась на концепции идеальных рынков капитала. В дальнейшем учет влияния налога на прибыль согласно этой теории привел к выводу о том, что стоимость акций предприятия должна непрерывно возрастать по мере роста доли заемного капитала.

Введение в модель такого фактора, как издержки финансовых затруднений предприятия ввиду неблагоприятной структуры капитала, позволило установить, что экономия за счет снижения налоговых выплат обеспечивает повышение стоимости предприятия по мере увеличения доли займов в его капитале лишь до определенных пределов. Начиная с некоторого момента при увеличении доли заемного капитала стоимость предприятия начинает снижаться, поскольку экономия на налогах перекрывается ростом затрат вследствие слишком рисковой структуры источников средств — слишком большой долей заемных средств.

Модифицированная таким образом теория утверждает: наличие определенной доли заемного капитала полезно предприятию; чрезмерное использование заемного капитала вредно; для каждого предприятия существует своя оптимальная доля заемного капитала.

Компромиссные модели, основанные на добавлении в модели Модильяни — Миллера и Миллера учета ожидаемых издержек, связанных с финансовыми затруднениями, и агентских издержек, получили определенное подтверждение практикой и позволяют сделать следующие выводы.

Высокорисковым предприятиям, доходность капитала которых значительно колеблется, следует привлекать заемный капитал в меньших масштабах, чем низкорисковым. Предприятия с небольшим уровнем риска могут более активно привлекать заемный капитал до тех пор, пока ожидаемые затраты возможных финансовых затруднений не перекроют налоговые выгоды, связанные с привлечением средств.

Предприятия, владеющие материальными, реализуемыми на рынке активами, например недвижимостью, могут привлекать заемный капитал в большей степени, чем предприятия, стоимость которых определяется главным образом неосязаемыми активами, например патентами, тем более таким активом, как человеческий капитал, поскольку в случае финансовых затруднений они обесцениваются очень быстро.

Предприятия, уплачивающие высокие налоги на прибыль, не имеющие налоговых льгот, могут позволить себе большую кредиторскую задолженность, чем предприятия с низкими ставками налогов на прибыль.

Любое предприятие должно поддерживать такую целевую структуру капитала, которая позволяет сбалансировать издержки и выгоды финансового левериджа, поскольку именно подобная структура максимизирует стоимость предприятия.

Предприятия одной отрасли, близкие по масштабам деятельности, имеют схожие структуры капитала, определяются приблизительно одинаковым типом активов, производственного риска и доходности.

Влияние асимметричной информации

В 1984 г. С. Мэйерс сформулировал положения, известные теперь как теория асимметричной информации, которая позволяет объяснить отличия структуры капитала, наблюдаемой на практике, от структуры, определяемой компромиссными моделями. Теория предполагает, что различные группы и субъекты рынка могут обладать асимметричной, т.е. различной информацией о положении дел на предприятии в различные моменты времени, а потому их оценки ситуации различаются.

Пример. Предприятие имеет в обращении 100 000 обыкновенных акций по текущей цене 190 руб. Иными словами, рыночная оценка акционерного капитала предприятия составляет 19 000 000 руб. Но руководители предприятия лучше информированы о его перспективах, чемакционеры, и уверены, что реальная стоимость каждой акции равна 210 руб., т.е. собственный капитал должен быть оценен в 21 000 000 руб. Это возможно ввиду большей осведомленности менеджеров о делах предприятия по сравнению с акционерами.

Предприятие рассматривает новый проект, требующий финансирования в размере 10 000 000 руб. и имеющий расчетный NPV ( net present value), равный 500 000 руб. Проект не принимается во внимание инвесторами предприятия, поэтому 500 000 руб. NPV не входят в их рыночную оценку собственного капитала — 19 000 000 руб. Должно ли предприятие принять проект? Предположим, предприятие планирует выпустить новые акции, чтобы собрать 10 000 000 руб. для финансирования проекта. При этом возникает ряд возможностей.

1. Симметричная информация. Руководство предприятия обнародует свою информацию о реальной стоимости капитала предприятия. В этих условиях акции будут размещаться по цене 210 руб., поэтому предприятие должно выпустить 10 000 000 руб. / 210 руб. = 47 619 новых акций, чтобы профинансировать проект. Принятие проекта определит новую цену акций в размере 213, 38 руб.:

(Первоначальная рыночная стоимость + Привлеченные средства + NPV) / (Ранее выпущенные акции + Новые акции)

= (21 000 000 руб.+ 10 000 000 руб.+ 500 000 руб.) / (100 000 + 47 619) = 213, 38 руб.

Таким образом, и новые, и старые акционеры получат выгоду от реализации данного проекта, так как стоимость акций повысится для тех и других.

2. Асимметричная информация до выпуска акций. Теперь предположим, что руководство предприятия не информирует инвесторов об истинной стоимости акций. В этом случае новые акции будут размещаться по цене 190 руб. за акцию, поэтому будет необходимо выпустить 10 000 000 руб. / 198 руб. = 52 632 акции, чтобы собрать требуемую сумму в 10 000 000 руб. В этом случае новая цена при условии принятия проекта и последующего устранения асимметрии информации составит:

(21 000 000 руб. + 10 000 000 руб. + 500 000 руб.) / (100 000 + 52 632) = 206, 38 руб.

Но при отказе от проекта и соответственно продажи новых акций цена акций должна возрасти до 210 руб. после устранения информационной асимметрии, а осуществление проекта в таких условиях снижает стоимость акций до 206 руб. Это недопустимо. Выпуск новых акций по цене 190 руб. принес бы убыток в размере 3, 62 руб. на каждую акцию для старых акционеров фирмы и прибыль в размере 16, 38 руб. — для новых.

3. Финансирование проекта с использованием займов. Если предприятие сумеет профинансировать проект за счет заемных средств, а затем асимметрия информации будет устранена, то новая цена акции составит 215 руб.:

(Новая рыночная стоимость акций + NPV) / (Ранее выпущенные акции) = (21 000 000 + 500 000) / 100 000 = 215 руб.

Теория асимметричной информации позволяет сделать следующие выводы. Предприятия должны выпускать новые акции только в случаях:

если они имеют исключительно прибыльные проекты, которые не могут быть отсрочены или профинансированы за счет заемного капитала;

если менеджеры допускают, что акции завышены в цене.

Инвесторы, которые сознают асимметрию информации, склонны снижать цены на акции предприятий, когда те объявляют о намерении выпустить новые акции.

Значение теории структуры капитала. Компромиссные модели Модильяни — Миллера, Миллера, их последователей позволяют выявить специфические доходы и издержки, возникающие при использовании заемных средств: налоговые эффекты, издержки, связанные с финансовыми затруднениями. Теория асимметричной информации позволяет предугадать возможную выгоду поддержания более высокой доли акционерного капитала и более низкого уровня по сравнению с оптимальными величинами, определяемыми на основе моделей Модильяни — Миллера, Миллера и их последователей.

Экспертные оценки и факторы, влияющие на выбор целевой структуры капитала

Невозможно определить оптимальную структуру капитала, если не дополнить количественный анализ экспертными оценками. При этом необходимо учитывать различные факторы, причем в одной ситуации некоторый фактор может иметь существенное значение, тогда как роль другого фактора может быть невелика. Рассмотрим наиболее важные факторы, учитываемые при экспертной оценке.

Долгосрочная жизнеспособность. Менеджеры предприятий, которые обеспечивают жизненно важные услуги, такие, как энергоснабжение, транспорт, связь, несут ответственность за обеспечение непрерывной работы предприятий, поэтому они должны воздерживаться от использования заемного финансирования в такой степени, когда это ставит под угрозу долгосрочную жизнеспособность предприятия. Долгосрочная жизнеспособность может иметь приоритетное значение по сравнению с максимизацией цены акций и минимизацией цены капитала.

Интересы менеджеров. Инвесторы обычно имеют высокую степень диверсификации своих портфелей ценных бумаг. Поэтому инвестор может допустить некоторую возможность финансовых затруднений, так как потеря на одних акциях, вероятно, будет компенсирована непредвиденной прибылью на других акциях, входящих в его портфель. Менеджеры, как правило, опасаются возможности финансовых затруднений, поскольку их карьера, а следовательно, и приведенная стоимость будущих заработков, могут серьезно пострадать в случае возникновения на предприятии финансовых затруднений. Поэтому менеджеры могут быть более консервативны и осторожны в использованиизаемного финансирования, чем хотелось бы акционерам. Обычно менеджеры, хотя они и не признаются в этом, планируют структуру капитала несколько хуже той, которая максимизирует ожидаемую цену акций.

Отношение кредиторов и рейтинговых агентств. Часто существенное влияние на структуру капитала предприятий оказывают банки и рейтинговые агентства, поскольку предприятия обсуждают свою финансовую структуру с ними, их заключения имеют для предприятий важное значение. Даже если руководство предприятия так уверено в своих перспективах, что стремится использовать заемное финансирование сверх отраслевых норм, ее кредиторы могут не согласиться на такое увеличение заемного капитала.

Резервный заемный потенциал. Условия кредитных соглашений, заключаемых предприятиями, обычно предусматривают, что новый заем не может быть получен, если определенные коэффициенты не превышают минимальный уровень. Если предприятие устанавливает высокую целевую долю заемного капитала, его финансовая гибкость снижается — оно не может рассчитывать на постоянное использование нового заемного капитала.

Контроль. Если руководство предприятия обладает небольшим пакетом акций, контролирует только незначительное большинство голосов акционеров, для нового финансирования может быть выбран заемный капитал. Напротив, группа менеджеров, не заинтересованная в контроле над голосами, может решить использовать собственный капитал, а не заемный, если финансовое положение предприятия настолько слабо, что привлечение заемного капитала может вызвать угрозу невыполнения предприятием своих обязательств. Когда предприятие испытывает серьезные трудности, кредиторы могут взять фирму под свой контроль и сменить руководство. Но использование слишком малого заемного капитала приводит к низкой цене акций, и тогда возникает риск скупки акций новыми инвесторами, которые также могут сменить руководство. В общем, если руководство предприятия не контролирует большинство голосов, то влияние структуры капитала на проблему контроля, несомненно, следует принимать в расчет.

Структура активов. Предприятия, активы которых могут служить обеспечением займов, склонны к более интенсивному привлечению средств. Наоборот, если активы являются высокорисковыми, предприятие имеет меньшие возможности для привлечения заемных средств.

Темпы роста. Предприятия, заинтересованные в быстром росте, должны интенсивно использовать внешнее финансирование: при медленном росте можно финансироваться за счет нераспределенной прибыли, но быстрый рост требует привлечения внешних источников. Поскольку затраты по размещению акций выше по сравнению с размещением займов, постольку предприятия, сталкиваясь с необходимостью внешнего финансирования, в первую очередь прибегают к займам. Это приводит к тому, что быстрорастущие предприятия склонны в большей степени использовать заемный капитал, чем медленнорастущие.

Прибыльность. Часто предприятия с очень высокой доходностью на вложенный капитал предпочитают ограничиваться собственными источниками. Нередко высокоприбыльные предприятия просто не нуждаются в большом заемном финансировании — их высокая доходность обеспечивает возможность финансирования за счет нераспределенной прибыли.

Налоги. Выплаты по процентам уменьшают налогооблагаемую прибыль, поэтому чем выше ставка налога на прибыль, тем более выгодно для предприятия использование заемного финансирования.

Для решения задачи по определению целевой структуры капитала обычно используют компьютерную модель, которая позволяет проверять результаты изменения структуры капитала.Могут также использоваться специальные программы таких моделей, или такая модель может быть создана в среде электронных таблиц MS Excel. Модель генерирует прогнозные показатели на основе входных данных, вводимых финансовым менеджером. Каждый параметр может быть или фиксирован, или изменяться по годам.

Модель используют для составления прогнозных балансов и отчетов о прибылях и убытках на 3-5 лет вперед, а также для определения таких показателей, как необходимый объем внешнего финансирования, ROE, EPS, DPS, TIE, цена акций и WACC для будущих периодов.

Финансовый менеджер определяет значение входных данных, необходимых для моделирования, интерпретирует результаты и, наконец, устанавливает целевую структуру капитала. Следует иметь в виду, что оптимальная структура капитала варьирует по отраслям и размерам предприятий. Окончательное решение должно приниматься с учетом всех, рассмотренных выше, факторов.