# **Лекция 7.СТРУКТУРА КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ**

## 7.1. Теории структуры капитала

*Структура капитала предприятия* представляет собой соотношение заемных и собственных источников средств, используемых для финансирования деятельности предприятия.

Важным понятием в теории структуры капитала является *стоимость фирмы,* под которой понимается сумма рыночных оценок акционерного и заемного капитала.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение собственных и заемных средств, при котором максимизируется рыночная стоимость фирмы.

Выделяется два теоретических подхода*,* оценивающих влияние изменения структуры источников финансирования на рыночную стоимость предприятия.

1. **Традиционный подход.**

Основные положения подхода:

1) Стоимость капитала предприятия зависит от его структуры.

2) С ростом доли заемного капитала, который является более дешевым источником финансирования по сравнению с собственным капиталом, средневзвешенная стоимость капитала снижается, следовательно, рыночная стоимость фирмы возрастает.

3) При значительном увеличении доли заемного капитала в структуре пассивов предприятия возрастает финансовый риск, связанный с возможностью неуплаты предприятием долга. В таких условиях кредиторы увеличивают цену своих кредитов для предприятия, что ведет к увеличению средневзвешенной стоимости капитала предприятия и уменьшению рыночной стоимости фирмы

4) Можно найти оптимальную структуру источников, при которой средневзвешенная стоимость капитала будет минимальной, а рыночная стоимость фирмы будет максимальной.

1. **Теория Модильяни-Миллера.**

Данная теория основана на ряде допущений:

* акции и облигации предприятия продаются на совершенном рынке капитала. На совершенном рынке капитала отсутствуют комиссионные, которые взимают за свои услуги финансовые посредники; частные инвесторы и корпоративные инвесторы могут получать займы под одинаковые проценты; информация равнодоступна всем участникам рынка;
* поведение инвесторов на рынке рационально. Под рациональным поведением инвесторов понимается выбор ими таких способов и форм вложения своего капитала, при которых минимизируется риск инвестирования и максимизируется доход на вложенный капитал;
* ставка процентов по займам является безрисковой.

Основные положения подхода:

1) стоимость и структура капитала независимы;

2) с ростом доли более дешевого заемного капитала стоимость капитала компании не изменяется, т.к. собственники будут требовать повышения своих доходов на акции для компенсации возрастающего финансового риска;

3) таким образом, стоимость и структуру капитала нельзя оптимизировать, т.к. общая стоимость капитала не зависит от структуры источников финансирования.

Для обоснования своих убеждений Модильяни и Миллер использовали арбитражное доказательство.

Арбитраж – это одновременная покупка и продажа активов по разным ценам. Арбитраж возможен:

а) когда один и тот же актив имеет разную цену на разных рынках;

б) имеются два близких по своим характеристикам актива, один из которых продается по завышенной, а другой по заниженной цене.

Авторы теории доказали, что если две компании отличаются структурой капитала и рыночной стоимостью, акционеры станут продавать акции более дорогостоящей компании и покупать акции менее дорогостоящей. Этот процесс завершится выравниванием рыночной стоимости этих компаний.

## 7.2. Факторы, определяющие структуру капитала

1. Отраслевые особенности предприятий.

Отраслевые особенности оказывают влияние на структуру активов предприятия и длительность его операционного цикла.

Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства и значительной долей внеоборотных активов, как правило, имеют более низкие показатели ликвидности и более низкий кредитный рейтинг. Поэтому такие предприятия вынуждены использовать, главным образом, собственный капитал.

Предприятия с небольшой продолжительностью операционного цикла имеют более высокие показатели оборачиваемости, чем предприятия с длительным циклом оборота, поэтому при прочих равных условиях такие предприятия имеют больше шансов получить кредит.

1. Конъюнктура финансового рынка.

В зависимости от спроса и предложения на денежном и финансовом рынке изменяется стоимость привлекаемого заемного капитала. Такое изменение приводит к изменению дифференциала эффекта финансового рычага, следовательно, и к изменению самого эффекта финансового рычага.

Таким образом, предприятие, привлекая заемные средства, должно обеспечить достаточную эффективность их использования, чтобы общая рентабельность активов предприятия не снижалась.

1. Уровень налогообложения.

Чем выше налог на прибыль, чем меньше налоговые льготы, тем более выгодно предприятию заемное финансирование, т.к. проценты по кредитам в определенном размере относятся на себестоимость, что снижает налогооблагаемую прибыль.

1. Отношение кредитов к предприятию.

Условия предоставления кредита конкретному предприятию могут отклоняться от средних, устанавливаемых банком. Причинами такого отклонения могут стать существенные изменения в финансовом состоянии предприятия, наличие особой договоренности на уровне руководства предприятия и банка и т.п..

1. Менталитет собственников и менеджеров предприятий.

Собственники и менеджеры предприятий могут проявлять большую или меньшую консервативность при установлении приемлемого для них финансового риска, генерируемого структурой пассивов предприятия. Неприятие высокого риска формирует консервативный подход к финансированию предприятия и наоборот.

1. Уровень рентабельности операционной деятельности.

Высокое значение показателя рентабельности операционной деятельности расценивается кредиторами и инвесторами предприятия положительно, поэтому высокорентабельное предприятие имеет больше шансов получить заемный капитал. Но замечено, что высокорентабельные предприятия часто имеют относительно низкую долю долгового финансирования. Это объясняется тем, что при высоком уровне рентабельности предприятие имеет возможность удовлетворять дополнительно возникающие потребности в капитале за счет накопленной прибыли.

1. Стратегические целевые установки предприятия в контексте его развития.

Предприятие может ориентироваться на поглощение других компаний. В этом случае при формировании структуры источников финансирования ему необходимо учитывать то влияние, которое окажет на структуру его капитала структура капитала поглощаемой компании.

## 7.3. Критерии оптимизации структуры капитала

Управление структурой капитала на предприятии сводится к двум основным моментам: 1) установление оптимального для данного предприятия соотношения собственного и заемного капитала; 2) обеспечение привлечения на предприятие необходимых объемов капитала соответствующих видов для достижения расчетных оптимальных показателей его структуры.

Установление оптимального для данного предприятия соотношения собственного и заемного капитала осуществляется на основе следующих критериев:

1. Уровень финансовой рентабельности.

Проводятся расчеты рентабельности собственного капитала для различных сочетаний собственных и заемных средств. Рассчитывается эффект финансового рычага в каждом случае. Оценивается приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое в каждом случае. Выбирается тот вариант, при котором уровень финансовой рентабельности собственного капитала будет максимальным.

2. Стоимость капитала.

Оценивается стоимость собственного и заемного капитала при различных условиях его привлечения. Проводятся многовариантные расчеты средневзвешенной стоимости капитала. Выбирается вариант, обеспечивающий наименьшую стоимость капитала.

3. Уровень финансовых рисков.

Подход основан на дифференцированном выборе источников финансирования различных элементов активов предприятия.