

Подшивалова Мария Владимировна

канд. экон. наук, доцент

ФГАОУ ВО «Южно-Уральский
государственный университет (НИУ)»
г. Челябинск, Челябинская область

Плеханова Ирина Сергеевна

экономист

ООО Агрофирма «Ариант»
г. Челябинск, Челябинская область

Подшивалов Дмитрий Викторович

канд. экон. наук, доцент

ФГАОУ ВО «Южно-Уральский
государственный университет (НИУ)»
г. Челябинск, Челябинская область

ЭВОЛЮЦИЯ КОМПРОМИССНОЙ МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Аннотация: в статье приведен обзор основных этапов становления компромиссной теории от зарождения теоремы Модильяни-Миллера до исследований Майерса. Показаны недостатки и преимущества каждого метода оптимизации капитала.

Ключевые слова: финансовый рычаг, структура капитала, компромиссная теория.

Несмотря на то, что теорема Модильяни-Миллера внесла существенный вклад в теорию управления структурой капитала, в реальных условиях ее применения явно ограничено. Это обусловлено рядом допущений модели:

1) информационная эффективность финансовых рынков – участники имеют одинаковый доступ ко всей существующей информации. Однако реальные финансовые рынки – это рынки с достаточным уровнем информационной асимметрии;

2) отсутствие агентских издержек – в большинстве корпораций присутствуют агентские конфликты не только между менеджерами и акционерами, но и между акционерами и кредиторами компании [2].

Развитие теории структуры капитала привело к постепенному отказу от ограничений модели Модильяни-Миллера (рис. 1) [3]. В частности, исследование данной проблемы пошло по пути поиска баланса между преимуществами долга и его затратами. А. Краус и Р. Литценбергер (Kraus A., Litzenberger R., 1973 [8]) изучили как выгоды налогового щита, так и потенциальные потери, связанные с увеличением риска структуры финансирования, а именно издержки банкротства [4]. Как известно, рост заемного финансирования снижает финансовую устойчивость компании. Данные предположения развивали в своих работах М. Бреннан и Э. Шварц (Brennan M., Schwartz E., 1978, 1984 [6; 7]).

Стюарт Майерс стал следующий исследователем в рамках данного направления, и впервые ввел в оборот термин «trade-off theory» – «теория компромисса» [4]. Компромиссная теория структуры капитала была разработана посредством отказа от предпосылки совершенного рынка капитала, выраженного в учете корпоративного налога и издержек финансовой неустойчивости и банкротства [3].

Согласно компромиссной теории оптимальный уровень долговой нагрузки является результатом компромисса между издержками и выгодами заемного капитала. Этот уровень соответствует ситуации, когда максимальна разница между выгодами налогового щита и приведенной стоимостью издержек финансовых затруднений [4]. Таким образом, основными факторами, определяющими структуру капитала компаний, являются размер налогового щита и вероятность банкротства.

Издержки финансовых затруднений или издержки банкротства – это транзакционные издержки ликвидации и реорганизации, они включают юридические и административные издержки банкротства, а также другие более трудно оцениваемые издержки (агентские издержки, издержки недобросовестного поведения, издержки контроля, издержки, связанные с неблагоприятными условиями

заключаемых договоров), которые могут негативно повлиять на стоимость фирмы, даже если формального невыполнения обязательств не происходит [4].

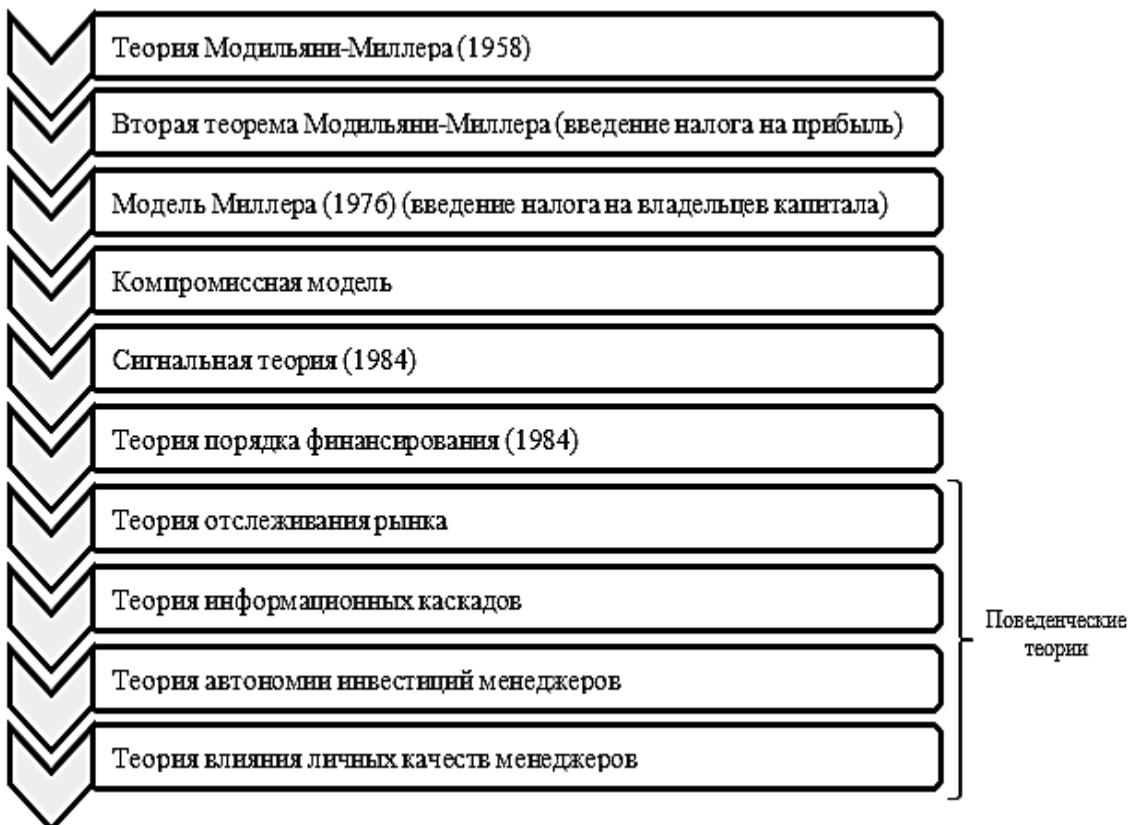


Рис. 1. Развитие теорий структуры капитала

Условно в составе издержек банкротства выделяются прямые и косвенные издержки. Прямые издержки связаны с самой процедурой банкротства компании. Косвенные издержки связаны со стадией начала финансовых трудностей у компании еще до момента объявления банкротства. К ним относят потери от снижения эффективных финансовых решений, от изменения поведения кредиторов, покупателей, поставщиков и иных контрагентов. Так, с ростом угрозы банкротства компании ее кредиторы могут либо снизить объем предоставляемого заемного капитала, либо потребовать более высокого уровня дохода, чтобы компенсировать возросший риск невозврата заемных средств [1].

Согласно теории компромисса издержки финансовых затруднений и стоимость фирмы имеют обратную зависимость. Чем выше прямые и косвенные издержки банкротства, тем ниже стоимость компании. При этом эффект налогового щита и рыночная стоимость фирмы прямо пропорциональны, ведь

снижение налоговых платежей обуславливает рост стоимости компании по мере увеличения доли заемного капитала в финансировании. Однако на определенном этапе стоимость фирмы падает по мере нарастания долга в структуре финансирования. Это происходит из-за того, что компания увеличивает издержки финансовых затруднений, которые уже не перекрываются выгодами налогового щита. Тем самым, рост вероятности банкротства означает увеличение стоимости заемного и собственного капитала, а это при прочих равных условиях, приводит к снижению стоимости фирмы [4].

Согласно теории Майерса рыночная стоимость рычаговой фирмы превышает рыночную стоимость безрычаговой компании на объем налогового щита за вычетом издержек банкротства.

На рисунке 2 представлена графическая модель компромиссной теории. Как видно, горизонтальная линия – это стоимость фирмы (V) при отсутствии долга (V_0). Эффект налогового щита способствует тому, что фирма стремится нарастить долг. При этом, чем выше уровень заемного финансирования, тем выше текущая стоимость налогового щита. Эта зависимость имеет линейный характер $PV_{TS} = \tau \times D$ при условии бесконечного периода работы на фиксированном заемном капитале с неизменной ставкой заимствования. Наклонная прямая $V_0 + PV_{TS}$ соответствует модели Модильяни-Миллера с учетом налогов. Однако с ростом финансового рычага растут издержки финансовых затруднений (PV_{FD}), и они увеличиваются нелинейно, поскольку вероятность банкротства растет быстрее, чем финансовый рычаг [4].

При совсем небольших уровнях финансового левереджа негативного влияния затрат финансовых затруднений ($PV_{FD} = 0$ в левой части графика) нет. При умеренных уровнях долга вероятность финансовых трудностей незначительна и преимущества в налогообложении доминируют. В некоторой точке вероятность возникновения финансовых проблем при дополнительных займах начинает быстро расти, а издержки финансовых трудностей существенно снижают стоимость фирмы. В той точке, в которой приведенная стоимость долговых

налоговых щитов уравновешивается издержками финансовых трудностей, стоимость фирмы достигает максимума [4].

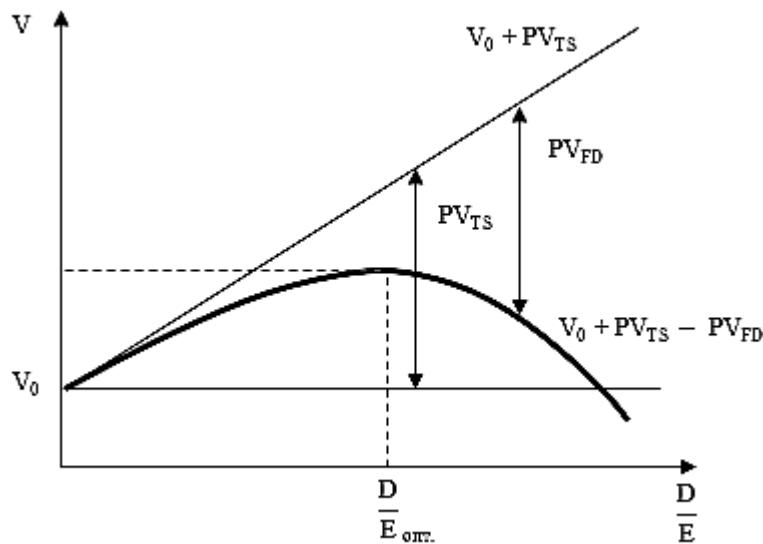


Рис. 2. Графическая интерпретация теории компромисса

Компромиссная модель позволяет сформулировать ряд важных выводов и рекомендаций относительно структуры капитала:

1. Компаниям с нестабильными показателями операционной деятельности, такими как прибыль, выручка и CFC целесообразно работать на меньшем финансовом рычаге.
2. Компаниям с высоким уровнем подразумеваемых обязательств (гарантии, обеспечение и т. п.) следует избегать высокой долговой нагрузки.
3. Чем выше удельный вес ликвидных активов в структуре капитала компании, тем больший финансовый рычаг она может себе позволить [5].

Основным недостатком компромиссной модели надо признать сложность оценки такого вида затрат как издержки финансовых затруднений, особенно их косвенная часть. Не существует исследований и четкой эмпирической базы, которая давала бы основание для определения их конкретного уровня в зависимости от стоимости компании. Кроме этого, компромиссная теория не объясняет, почему аналогичные компании одной отрасли имеют различные структуры капитала [3].

Дальнейшее развитие теорий структуры капитала было связано с отказом от предпосылки отсутствия агентских издержек и появлением целого направления агентских теорий, которые рассматривали, как два типа конфликтов интересов, возникающих между акционерами и менеджерами и между кредиторами компании и ее акционерами, влияют на выбор долговой нагрузки.

Список литературы

1. Брусов П.Н. Существует ли оптимальная структура капитала в известной «теории компромисса»? [Текст] / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова // Финансы и кредит. – 2013. – №30. – С. 20–43.
2. Задорожная А.Н. В поисках оптимальной структуры капитала компаний [Текст] / А.Н. Задорожная // Финансы и кредит. – 2014. – №5. – С. 42–49.
3. Митенкова Е.Н. Выбор структуры капитала компаний в рамках теорий структуры капитала [Текст] / Е.Н. Митенкова // Экономика и управление народным хозяйством. – 2015. – №4. – С. 22–27.
4. Русанова Е.Г. Развитие теории структуры капитала после Модильяни и Миллера [Текст] / Е.Г. Русанова // Финансы и кредит. – 2011. – №9. – С. 60–67.
5. Теплова Т.В. Работа на заемном капитале. Оптимум долговой нагрузки компаний: от теоретических концепций к практическим модельным обоснованиям (часть 1) [Текст] / Т.В. Теплова // Управление корпоративными финансами. – 2013. – №4. – С. 248–259.
6. Brennan M. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure [Текст] / M. Brennan, E. Schwartz // Journal of business. – 1978. – V. 51. – №1. – P. 103–114.
7. Brennan M. Optimal financial policy and firm valuation [Текст] / M. Brennan, E. Schwartz // The Journal of Finance. – 1984. – V. 39. – №3. – P. 593–607.
8. Kraus A. A state-preference model of optimal financial leverage [Текст] / A. Kraus, R. Litzenberger // The Journal of finance. – 1973. – V. 28. – №4. – P. 911–922.