

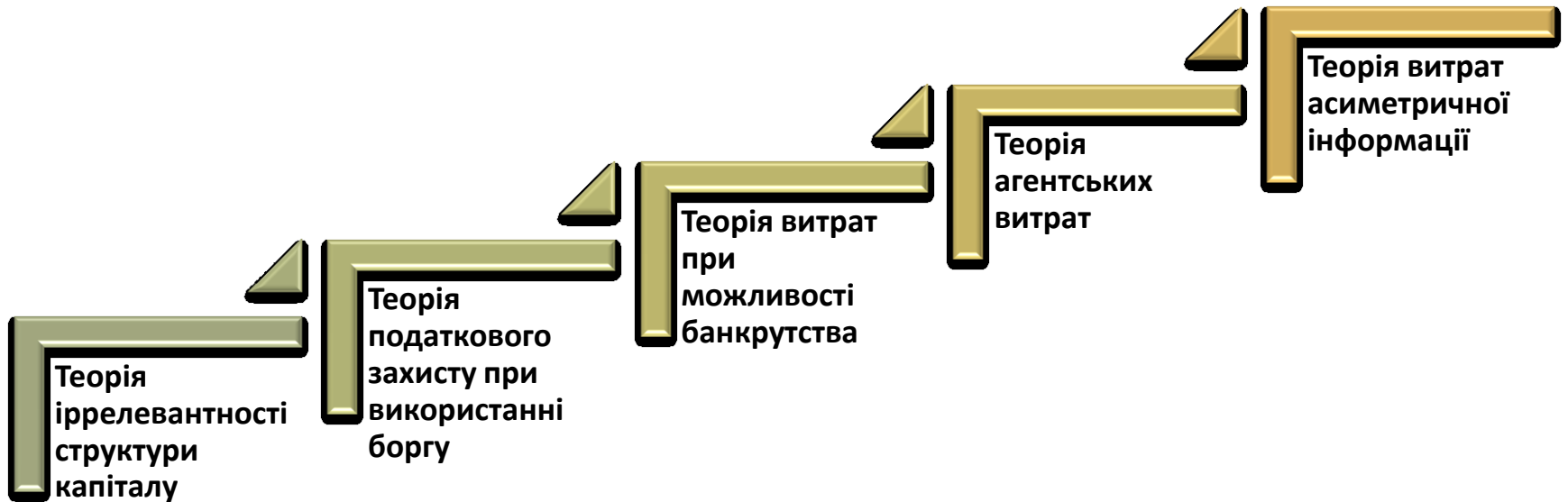
СТРУКТУРА КАПІТАЛУ

КФ: Модуль 3, тема 8

Значення структури капіталу

- Структура капіталу – це співвідношення між інструментами боргового і власного.
- Рішення відносно вибору інструментів фінансування (структури капіталу) впливає на рівень ризику і вартість компанії.
- Теорії структури капіталу аналізують вплив таких факторів, як оподаткування та ризик дефолту, на вартість компанії при зміні структури її капіталу.
- Основна проблема – визначення структури капіталу, що максимізує вартість

1. Теорії структури капіталу



2.Теорія байдужості: теорема 1 ММ

- Розвиток теорії структури капіталу починається з теорії іррелевантності (байдужості) вартості компанії до структури капіталу Міллера і Модильяні (ММ):

1-я теорема ММ

Ринкова вартість компанії не залежить від структури капіталу

- Виходячи з припущення, що не існує податків, витрат на фінансові труднощі та агентських витрат, вартість компанії оцінюється грошовими потоками, які вона може створити , незалежно від структури фінансування ($WACC = ROA$).
Оптимальної структури не існує

Теорія байдужості: теорема 2 ММ

2 - га теорема ММ :

Ціна (вартість) власного капіталу є лінійною функцією від співвідношення між борговим і власним капіталом (D/E)

Оскільки середньозважена вартість капіталу розглядається, як постійна величина, то із зростанням частки боргового капіталу, який є дешевшим, ціна власного капіталу зростає і залежить від структури фінансування:

$$R_e = ROA + (ROA - R_d) * (D/E)$$

Де :

$ROA = WACC$ - Ціна капіталу компанії

R_d - Ціна боргового капіталу

R_e – Ціна власного капіталу

Теорія байдужості ММ з урахуванням оподаткування

З урахуванням податку на прибуток ціна боргового капіталу зменшується, а вартість фірми зростає.
Оптимальна структура капіталу – 99,9% борговий капітал

	Без оподаткування	З оподаткуванням
Value of the Firm	$V_L = V_U$	$V_L = V_U + tD$
WACC	$WACC = R_d(D/V) + R_e(E/V)$	$WACC = R_d(1-t)(D/V) + R_e(E/V)$
Cost of Equity	$R_e = ROA + (ROA - R_d)(D/E)$	$R_e = ROA + (ROA)(1-t)(D/E)$

Теорія байдужості ММ з урахуванням фінансових проблем

- **Витрати можливого банкрутства пов'язанні з виникненням труднощів** виконання боргових зобов'язань.
- Ці витрати включають очікувану втрату вартості в результаті:
 - не ухвалення необхідних оптимальних рішень
 - нездатності укласти довгострокові контракти
 - втраті клієнтів.
- Очікувана вартість фінансових труднощів зростає разом із зростанням частки боргового фінансування в структурі капіталу.
 - Вона знижує вартість фірми, частково поглинаючи, вигоду від податкового щита по борговому капіталу.
 - Очікувана вартість фінансових втрат впливає на вартість боргу і власного капіталу.
- **Резюме:** Існує оптимальна структура капіталу, при якій вартість фірми максимальна, а ціна (вартість) залученого капіталу мінімальна.

Агентські витрати

- Агентські витрати – це витрати, обумовлені розмежуванням власності і управління.
- Види агентських витрат :
 - витрати на моніторинг (фінансова звітність, аудити, проведення рейтингів ЦП)
 - витрати стимулювання персоналу
 - Контроль за використанням майна в особистих цілях
- Чим краще корпоративне управління, тим нижчі агентські витрати.
- Агентські витрати збільшують ціну власного капіталу і знижують вартість фірми.
- Чим вища частка боргу у фінансуванні, тим краще компанія контролює використання капіталу і, отже, тим нижча вартість власного капіталу.

Витрати асиметричної інформації

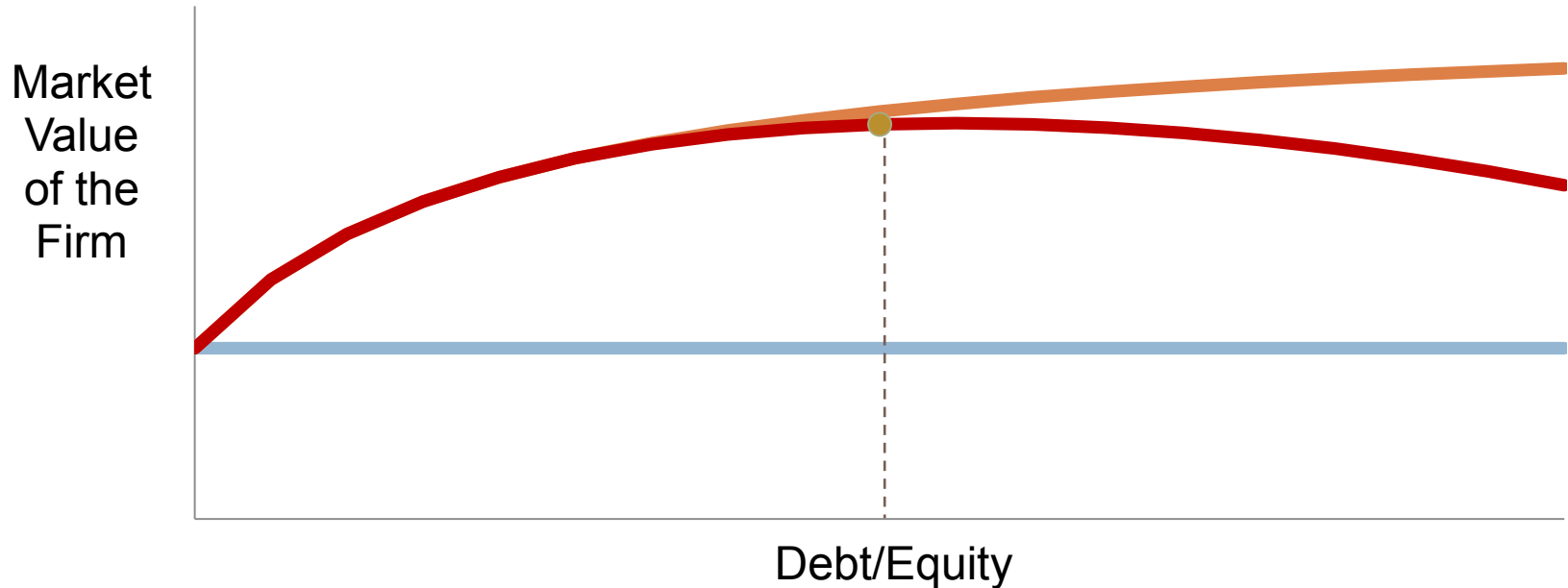
- ▣ **Теорія асиметричної інформації** стверджує:
 - ▣ коли відбувається відділення власності від управління, акціонери і менеджмент мають різну інформацію про компанію.
 - У корпорації менеджери мають більш повну інформацію, ніж інвестори.
 - Ступінь асиметричності інформації різна в залежності від компаній і галузей.
- ▣ **Теорія ієрархії:** менеджери, здійснюючи відбір джерел фінансування віддають перевагу тим, що передбачають менший обсяг розкриття інформації.

Оптимальна структура капіталу

- Не можна визначити однієї сталої оптимальної структури капіталу, в умовах постійної зміни економічних умов.
- Проте можна визначити оптимальну структуру капіталу для певних умов, враховуючи наступні фактори:
 - Бізнес-ризик компанії (чим більший підприємницький ризик, тим менша частка боргового капіталу має бути в оптимальній структурі капіталу).
 - Оподаткування компанії (якщо компанія не може використовувати податкові щит, то немає ніякої користі від боргу).
 - Ступінь, в якій активи Компанії відчутні (тим більш відчутним, тим більше оптимальна структура капіталу).
 - Рівень корпоративного управління (чим краще управління, корпорацією, тим нижча ціна капіталу і, отже, тим більше оптимальна структура капіталу).
 - Прозорість фінансової інформації (більше прозорості - нижче вартість (ціна) капіталу і, отже, тим більше оптимальна структура капіталу).



Теорія компромісу: вартість корпорації\



- Value of the unlevered firm
- Value of the levered firm without costs of financial distress
- Value of the firm: with taxes and costs of financial distress

Цільова структура капіталу

- Структура капіталу компанії може відрізнятися від його цільової (оптимальної) структури капіталу з-за наступних причин:
 - Ринкова вартість постійно змінюється.
 - Ринкові умови є сприятливими то для одних фінансових інструментів, то для інших
 - Зміни ринкових умов призводить до того, що цільова структура стає недоцільною або занадто дорого

Висновки

- Метою теорії структури капіталу є визначення фінансового важеля, який максимізує вартість компанії (або мінімізує середньозважену вартість капіталу).
- В теорії Модільяні і Міллера, розробленої без урахування податків, структура капіталу не має значення і не впливає на вартість компанії.
- Наявність оподаткування прибутку знижує ціну боргового капіталу і вартість капіталу компанії в цілому. Оптимальна структура в цьому випадку – це боргове фінансування.
- За теорією Модільяні і Міллера збільшення частки боргового капіталу збільшує ризик для постачальників власного капіталу і його ціну.
- Коли існують витрати банкрутства, високий коефіцієнт заборгованості збільшує ризик банкрутства.
- Збільшення боргу в структурі капіталу компанії скорочує чисті агентські витрати.

Висновки (продовження)

- Теорією асиметричної інформації запропонована *теорія ієрархії* джерел фінансування, згідно з якою пріоритетним є фінансування за рахунок нерозподіленого прибутку та боргового капіталу, а найменш бажаним – залучення нового власного капіталу.
- Згідно теорії *Компромісу структури капіталу*, при виборі структури капіталу, компанія здійснює балансування між податковими вигодами і витратами на фінансові труднощі. Оптимальна цільова структура капіталу – це структура при якій додаткові вигоди податкового щита точно компенсуються додатковими витратами фінансових труднощів.
- Компанія може визначити свою цільову структуру капіталу, але реальна структура капіталу може їй не відповідати
- Багато компаній намагаються відповідати певному кредитному рейтингу і це впливає на рівень витрат відповідно до рейтинговому класу
- При оцінці структури капіталу компанії необхідно враховувати структуру капіталу за довгий період часу, структуру капіталу конкурентів, які мають аналогічні бізнес - ризиків і фактори конкретної компанії, які можуть вплинути на її агентські витрати.