

Теория Модильяни-Миллера в определении оптимальной структуры капитала

Леонов С.В. Коваленко

«Промышленное производство находится в зависимости от целого ряда факторов, состояния техники, рабочей силы, рынка капитала и т. п. Между всеми этими факторами должно существовать определенное равновесие, но в каждой данной комбинации производственных факторов всегда есть слабейший элемент, сдерживающий развитие всех остальных. В данное время для промышленности таким слабейшим элементом является капитал...»
 Это было написано академиком А. М. Гинзбургом в 1925 году. Эти слова можно было бы повторить сегодня. *Оптимизация структуры капитала является главной задачей финансового менеджера руководителя на любом предприятии. Рациональная структура капитала позволяет максимизировать цену акций фирмы.*

Как определить наилучшую (оптимальную) структуру капитала? Для ответа на этот вопрос необходимо сначала выяснить, что представляет собой оптимальная структура капитала. *Оптимальной будет структура, минимизирующая стоимость капитала и следовательно максимизирующая благосостояние (богатство) владельцев фирмы и цену их акций.* Зная действующий уровень левериджа необходимо найти такое сочетание доходности и риска, которое максимизирует цену акций фирмы. Решить эту задачу помогает так называемая теория структуры капитала, в основе которой лежит ММ-теория или теория Модильяни-Миллера.

Доказательство выводов ММ было основано на использовании техники арбитража. Арбитражем называется процесс купли-продажи, возникающий в случае появления на рынке одинаковых активов с разными ценами. При этом процесс купли увеличивает цену актива, процесс продажи — снижает ее. Арбитраж продолжается до тех пор пока цены на одинаковые активы не становятся равными, т.е. пока не исчезнет возможность получать прибыль от счет операций купли-продажи. *Рассмотрев подробнее действие механизма, выравнивающего цены акций различных фирм можно сделать вывод: ценность фирмы, использующей финансовый леверидж, равна ценности фирмы, не использующей финансовый леверидж.* Выбор финансовой структуры капитала не оказывает влияния на ценность фирмы.

Благосостояние акционеров можно увеличить, лишь максимизируя сегодняшнюю ценность потока будущих доходов компании. Именно на этих проблемах должен концентрировать свое внимание финансовый менеджер, решения о выборе структуры капитала являются вторичными. Этот вывод получил название теории Модильяни-Миллера или просто ММ-теория.

Выводы Модильяни-Миллера верны при выполнении следующих условий:

- 1) Совершенный рынок капитала, то есть рынок, на котором отсутствуют трансакционные затраты и не существует барьеров для индивидуальных инвесторов при получении кредита;
- 2) Индивидуальный инвестор может получить кредит по той же ставке процента, что и корпорация;
- 3) Инвесторы имеют одинаковый доступ к информации и одинаковые ожидания;
- 4) Отсутствуют налоги;
- 5) Отсутствует риск банкротства.

При соблюдении этих допущений верно и второе положение ММ-теории, которое выводит зависимость стоимости собственного капитала от уровня финансового левериджа.

В процессе дальнейшего развития теория ММ учитывала ряд факторов (условий), которыми авторы пренебрегли в традиционном подходе.

Так, в следующих работах Модильяни и Миллера были изучены вопросы влияния налоговых эффектов и риска, связанного с вероятностью банкротства предприятия на ценность компании и стоимость капитала.

Вывод, сделанный при изучении влияния налогов, заключается в следующем. При отсутствии риска банкротства ценность компании растет с увеличением финансового левериджа. *Максимальная ценность компании достигается при 100% финансировании инвестиций заемным капиталом.*

В последующих работах ММ была представлена теория выбора структуры капитала с учетом риска банкротства. В модель был введен показатель, оценивающий сегодняшнюю ценность потерь, связанных с вероятностью банкротства предприятия в результате роста доли заемного финансирования.

Оптимальная структура капитала в конечном счете определяется выбором между положительным эффектом налогов и отрицательным эффектом риска банкротства.