

**Петленко Ю.В.,**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

**Решетова Г.В.,**

аналітик-консультант Української  
фінансово-аналітичної корпорації

## УДОСКОНАЛЕННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОМПАНІЇ ЯК УМОВА ПІДВИЩЕННЯ ЇЇ КАПІТАЛІЗАЦІЇ

*Розглянуто теоретичні концепції формування ринкової капіталізації компанії та умов її підвищення за рахунок поліпшення структури капіталу. Визначено ключові джерела формування капіталу компанії та моделі його оцінки.*

*The article reviews the theoretical concepts of the company's market capitalization buildup and the main grounds for its growth by improving capital structure. The authors define the key sources of capital composition and its evaluation models.*

**Ключові слова:** ринкова капіталізація, структура капіталу, компанія.

В умовах глобалізації економіки оцінка рівня капіталізації компанії<sup>1</sup> набуває дедалі більшої ваги, що пояснюється необхідністю забезпечення виплат за інвестиційними зобов'язаннями і зростанням прибутковості для акціонерного капіталу. Цьому сприяє індикативна оцінка збільшення ринкової вартості акцій та облігацій компанії, що обертаються на фондовому ринку й характеризуються поняттям “ринкова капіталізація”.

Ринкова капіталізація — вартість компанії, що визначається фондовою біржею на підставі курсу акцій компанії на момент обчислення, що знаходяться в лістингу фондової біржі<sup>2</sup>. Лише частина реальної ринкової вартості компанії залежить від її внутрішньої вартості. Значний вплив на капіталізацію компанії здійснює також премія за очікування<sup>3</sup>.

Виходячи з того, що ціна акції відображає очікування інвестора щодо потенціалу розвитку окремої компанії та зростання прибутковості її вкладень, ринкова капіталізація свідчить про виробничі можливості компанії для реалізації сталих грошових потоків.

---

<sup>1</sup> У цій статті компанія розглядається як публічна компанія, що має певну частку власних акцій в обігу й об'єднує декілька підприємств.

<sup>2</sup> Положення про функціонування фондових бірж, схвалене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23.11.2005 № 683. — П. 1.1: [Електр. ресурс]. — <http://zakon.nau.ua/doc/?code=v0683312-05>.

<sup>3</sup> Кравченко О. Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації // Міжнародна економічна політика. — 2007. — № 7. — С. 153—175.

Зростання ринкової капіталізації відбувається внаслідок: 1) прискорення темпів приросту грошових потоків<sup>4</sup>; 2) зниження рівня ризиковості<sup>5</sup>; 3) оптимізації рівня боргового навантаження<sup>6</sup>.

Стійке зростання ринкової капіталізації та її максимізація — надзвичайно актуальна проблема ринкової економіки, яка досліджувалася в наукових працях різних шкіл і напрямів. Зокрема, Р. Брейлі та С. Маєрс<sup>7</sup>, а також Дж. Ван Хорн і Дж. Вахович<sup>8</sup> оцінюють вартість компанії як вартість окремого інвестиційного проекту і пропонують використовувати методи оцінки ефективності інвестицій; С. Росс<sup>9</sup> пропонує оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих грошових потоків, що також підтримують Т. Коупленд і А. Дамодаран<sup>10</sup>; Ю. Брігхем і Л. Гапенські<sup>11</sup> визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акції, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом і вартості облігації з урахуванням їхньої дохідності; У. Шарп і Дж. Бейлі<sup>12</sup> розглядають ринкову вартість компанії з позиції ризиковості капітальних інвестицій; Б. Зві й А. Кейн<sup>13</sup> найбільшу увагу приділяють саме відносному порівнянню показників ринкової вартості компанії.

Враховуючи відносну новизну проблеми оцінки ринкової вартості компанії для української фінансової школи, зауважимо, що переважна більшість учених<sup>14</sup> роблять спроби імплементації ринкових моделей до умов вітчизняної практики: дисконтованих грошових потоків, ринкової вартості цінних паперів, середньозваженої вартості капіталу.

Метою статті є узагальнення теоретичного та зарубіжного практичного досвіду щодо формування структури капіталу й методів оцінки ринкової капіталізації компанії.

<sup>4</sup> Росс С. и др. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. — 720 с.

<sup>5</sup> Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: В 2-х т. — СПб.: Экономическая школа, 1997.

<sup>6</sup> Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. — 11-е изд. — М.: ИД “Вильямс”, 2001. — 992 с.

<sup>7</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.

<sup>8</sup> Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Знач. праця.

<sup>9</sup> Росс С. и др. Знач. праця.

<sup>10</sup> Стоимость компании: оценка и управление / Под ред. Т. Коупленда. — М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 569 с.; Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1342 с.

<sup>11</sup> Бригхем Ю., Гапенски Л. Знач. праця.

<sup>12</sup> Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. — М.: Инфра-М, 2001. — 1028 с.

<sup>13</sup> Зви Б., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. — М.: ИД “Вильямс”, 2004. — С. 984.

<sup>14</sup> Див.: Козоріз М.А. Роль і функції капіталізації в забезпеченні економічного розвитку суб'єктів господарювання // Регіональна економіка. — 2007. — № 2. — С. 42—48; Кравченко О. Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації // Міжнародна економічна політика. — 2007. — № 7. — С. 153—175; Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.; Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: Підручник. — К.: Знання, 2006. — 439 с.

Результатом теоретичних досліджень є запропонована класифікація методів оцінки ринкової вартості компанії (рис. 1).

Визначення оптимальної структури капіталу полягає в зіставленні інвестиційних можливостей компанії з граничною вартістю її капіталу, що базується на середньозваженій вартості як показника витратності кожного з методів фінансування. Оцінка середньозваженої вартості капіталу компанії може проводитися декількома методами, застосування яких залежатиме від структури інструментів залучення додаткового капіталу компанії.

Виходячи з викладеного, можна зробити висновок, що в контексті підвищення капіталізації найоб'єктивнішим методом оцінки ринкової вартості компанії є метод, заснований на аналізі грошових потоків, оскільки він дає змогу визначити поточну інвестиційну привабливість компанії для акціонерів та інвесторів, а також можливість приросту її в майбутніх періодах. Отже, на ринкову вартість компанії впливають такі чинники:

- величина грошових потоків;
- темпи зростання грошових потоків компанії в майбутніх періодах;
- ризики й альтернативна вартість капіталу;
- величина інвестованого в компанію капіталу.

Для того щоб відповідати своєму визначенню, ставка дисконтування, яка застосовується до вільного грошового потоку, має відображати ціну залучення капіталу з усіх його джерел, зважену за відносним внеском кожного в сукупний капітал компанії. Така ставка одержала назву середньозваженої вартості капіталу (WACC). Альтернативні витрати будь-якої категорії інвесторів дорівнюють дохідності, яку очікують ці вкладники капіталу від інших інвестицій із еквівалентним ризиком. Витрати компанії на капітал визначаються як витрати інвесторів мінус будь-які податкові вигоди, отримані компанією (такі як податковий захист, обумовлений процентними платежами)<sup>15</sup>.

Середньозважена вартість капіталу компанії являє собою зважену середню дохідність кожного джерела фінансування<sup>16</sup>. Як джерело коштів для фінансування своїх інвестицій компанії залучають інвесторів у власний капітал (в акції), а також кредиторів. Одним із ключових моментів оцінки вартості компанії є визначення вартості окремих її складових<sup>17</sup>.

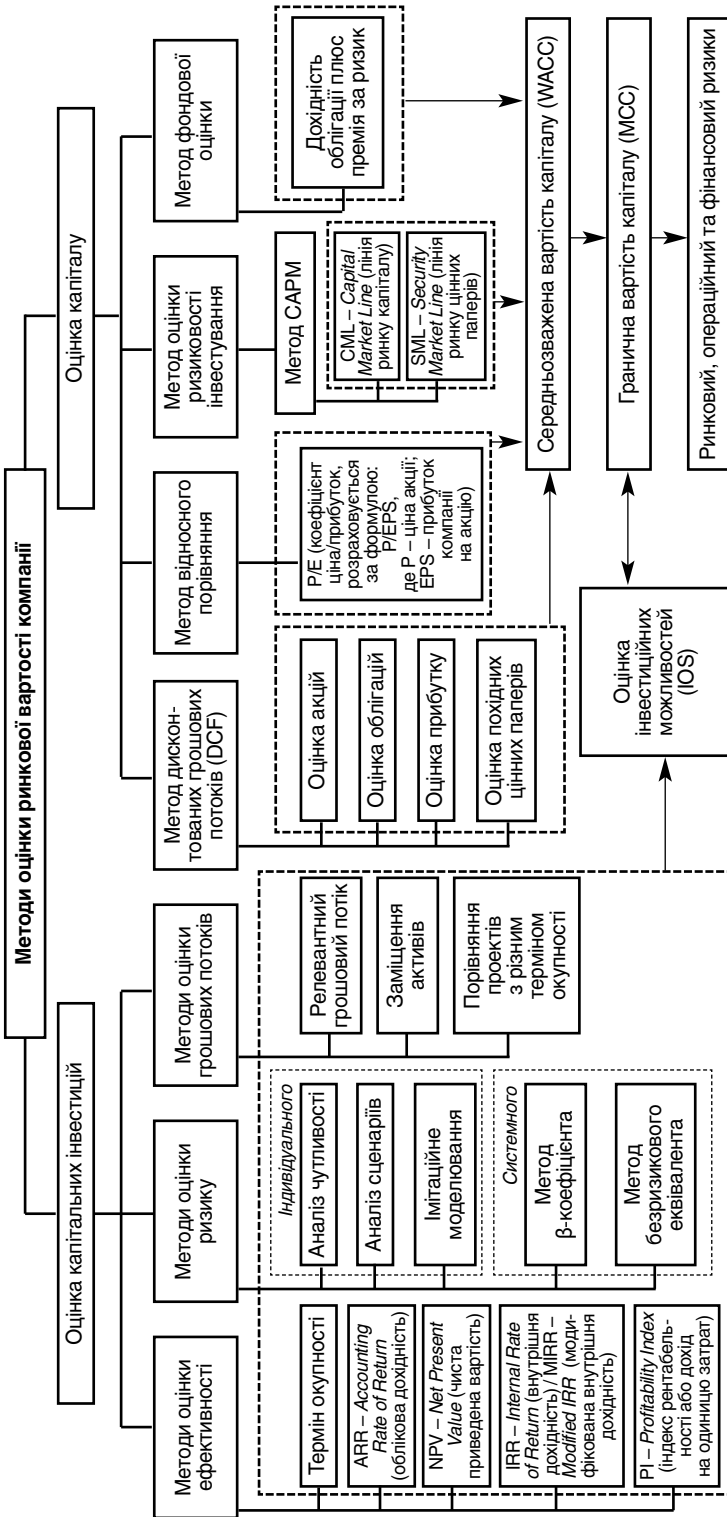
Ціна залучення (вартість) власного капіталу — це дохідність, яку інвестори очікують від інвестицій у власний капітал фірми. Найпоширенішими моделями оцінки вартості власного капіталу є модель Гордона, що полягає в розрахунку приросту дивідендних виплат, та модель оцінки капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model* — CAPM).

---

<sup>15</sup> Стоимость компании: оценка и управление / Под ред. Т. Коупленда. — М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 569 с.

<sup>16</sup> Equity asset valuation / Jerald E. Pinto ... [et al.]. — 2nd ed. p. cm. — (CFA Institute investment series; 27) Rev. ed. of: Equity asset valuation / John D. Stowe ... [et al.]. — С. 2007.

<sup>17</sup> Дамодаран А. Знач. праця.



Джерело: складено на основі: Брейли Р., Майерс С. Принципи корпоративних фінансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.; Бригхем Ю., Гапенски Л. Фінансовий менеджмент. Полный курс: В 2-х т. — СПб.: Экономическая школа, 1997; Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. — 11-е изд. — М.: ИД "Вильямс", 2001. — 992 с.; Герасименко Р.А., Блажан Т.Р. Особливості формування фінансових ресурсів акціонерних підприємств // Фінанси України. — 2004. — № 6. — С. 82—89; Дамодаран А. Інвестиційна оцінка. Інструменти та техніка оцінки любых активів: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1342 с.; Кравченко О. Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації // Міжнародна економічна політика. — 2007. — № 7. — С. 153—175; Откіна Е. "Младенцам" — кредиты, "зрелым" — IPO: [Електр. ресурс]. — <http://www.gaar.ru/biblio/soarfm/finmap/086.asp>.

Рис. 1. Класифікація методів оцінки ринкової вартості компанії

Згідно з моделлю Гордона:

$$R_e = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (1)$$

де  $R_e$  — вартість власного капіталу;

$D_1$  — заплановані на наступний період дивіденди;

$P_0$  — ціна акції.

Якщо постійна ставка приросту дивідендів компанії дорівнює  $g$ , то в цьому разі ціна акції становитиме:

$$P_0 = \frac{D_1}{R_e - g}. \quad (2)$$

Головною перевагою даного методу є його простота, хоча існує й ряд недоліків, зокрема:

1) метод може застосовуватися лише для компаній, що виплачують дивіденди. Наприклад, існують перешкоди в застосуванні моделі Гордона для українських емітентів через невиконання дивідендів або непублічність компанії;

2) оцінка вартості капіталу тісно пов'язана з оцінкою приросту ставок, тому незначне завищення значення  $g$  може спричинити істотне завищення вартості капіталу;

3) метод не враховує можливого ризику<sup>18</sup>.

На противагу методу приросту дивідендів у моделі CAPM застосовується коефіцієнт “бета”, що відображає ризик, який інвестиція додає до ринкового портфеля. Очікувана дохідність активу, що відображає вартість власного капіталу компанії, згідно з однофакторною моделлю є такою:

$$r_i = r_f + (r_M - r_f)\beta_i, \quad (3)$$

де  $r_i$  — очікувана дохідність активу;

$r_f$  — безризикова дохідність ринку;

$r_M$  — ринкова дохідність активу;

$\beta_i$  — коефіцієнт “бета”, який характеризує зміни дохідності активу відносно дохідності ринку цінних паперів.

Рівняння (3) відоме як “рівняння лінії ринку цінних паперів (SML)” і характеризує взаємозв'язок між ризиком  $i$ -го ринкового активу, що вимірюється коефіцієнтом  $\beta_i$ , та його дохідністю  $r_i$ . Зазначене рівняння є кількісним виразом систематичного ризику, необхідного для компанії, яка прагне до диверсифікації структури свого капіталу.

У зв'язку з цим розглянемо два методи оцінки впливу зміни структури капіталу на величину  $\beta$ .

Метод 1. Спочатку до формули оцінки довгострокових активів вводиться коефіцієнт  $\beta$  для визначення очікуваної дохідності акцій ( $r_{\text{акцій}}$ ):

$$r_{\text{акцій}} = r_f + \beta_{\text{акцій}}(r_M - r_f). \quad (4)$$

---

<sup>18</sup> Росс С. и др. Зазнач. праця.

Потім розраховується середньозважена величина очікуваних значень дохідності активів ( $r_{\text{активів}}$ ) з урахуванням оподаткування:

$$r_{\text{активів}} = r_{\text{боргу}} (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_{\text{акцій}} \frac{E}{V}, \quad (5)$$

де  $r_{\text{боргу}}$  — середня ставка за довгостроковими зобов'язаннями компанії, кредитами й позиками);

$T_c$  — ставка податку на прибуток компанії;

$D$  — ринкова вартість довгострокових зобов'язань компанії (кредити й позики);

$E$  — ринкова вартість акціонерного капіталу компанії;

$V = (D + E)$  — загальна ринкова вартість компанії.

Метод 2. Насамперед визначається середньозважена величина коефіцієнта  $\beta$  акцій і боргу з урахуванням оподаткування за формулою:

$$\beta_{\text{активів}} = (1 - T_c) \beta_{\text{боргу}} \frac{D}{V - T_c D} + \beta_{\text{акцій}} \frac{E}{V - T_c D}. \quad (6)$$

Після цього коефіцієнт  $\beta_{\text{активів}}$  вводять до формули оцінки довгострокових активів для обчислення очікуваної дохідності активів компанії:

$$r_{\text{активів}} = r_f + \beta_{\text{активів}} (r_M - r_f). \quad (7)$$

Модель CAPM вказує на те, що очікувана дохідність для будь-якого ризикового активу являє собою функцію трьох факторів, якими є: безризикова дохідність, середня дохідність на ринку цінних паперів, індекс волатильності даного активу<sup>19</sup>.

Вартість боргу компанії дорівнює приведеній вартості грошових потоків для кредиторів, дисконтованих за ставкою, яка відображає ризик даного грошового потоку<sup>20</sup>. Розраховуючи вартість боргу, не слід забувати про “ефект податкової економії” (податковий захист), оскільки дохідність активу має бути скоригована на діючу ставку оподаткування. Отже, одним із найважливіших факторів підвищення капіталізації компанії є визначення оптимальної структури її капіталу, що давало б можливість динамічного розвитку компанії та менших витрат на залучення більших обсягів коштів із додаткових джерел фінансування.

Р. Брейлі та С. Маєрс відносять вибір структури капіталу фірми до функцій маркетингу. Головним завданням фінансового менеджера автори вважають знаходження такого співвідношення цінних паперів, яке мало б найбільшу привабливість для інвестора, — комбінацію, що максимізує ринкову вартість компанії<sup>21</sup>.

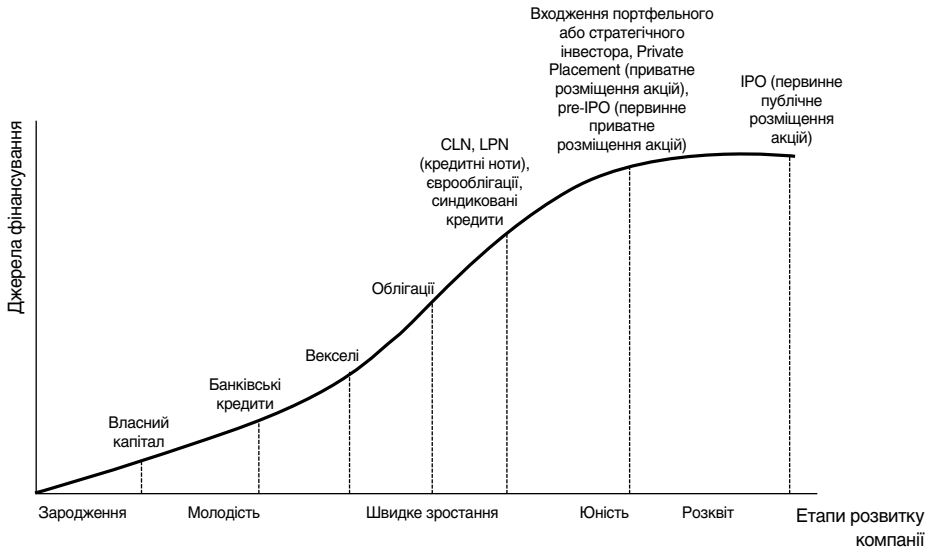
Структурою капіталу прийнято вважати співвідношення акціонерного та довгострокового боргового капіталу, що використовує компанія, оскільки визначення ґрунтується на обрахунку частки акцій та облігацій або кредитів. Протягом життєвого циклу компанії способи залучення і структура джерел внутрішнього та

<sup>19</sup> Бригхем Ю., Гапенски Л. Зазнач. праця.

<sup>20</sup> Стоимость компании: оценка и управление / Под ред. Т. Коупленда. — М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 569 с.

<sup>21</sup> Брейли Р., Майерс С. Зазнач. праця.

зовнішнього фінансування змінюються й ускладнюються, що зумовлено недостатністю ресурсів, наданих із певного джерела фінансування (рис. 2).



Джерело: складено за: Отёкіна Е. “Младенцам” — кредиты, “зрелым” — IPO: [Електр. ресурс]. — <http://www.gaap.ru/biblio/corpfm/finman/086.asp>.

Рис. 2. Відповідність джерел фінансування різним етапам розвитку компанії

Як видно з рис. 2, на певному етапі розвитку будь-якої компанії постає питання щодо залучення зовнішніх джерел фінансування. Найдоступнішим джерелом зовнішнього залучення коштів є боргове фінансування. Банківські кредити мають найбільшу гарантію, зручні в оформленні, що спонукає компанії широко їх використовувати. Векселі є невід’ємною складовою фінансування виробничого процесу, оскільки дають можливість компаніям користуватися комерційним кредитом, що, своєю чергою, пришвидшує обіг їхніх ресурсів, до того ж вважається досить дешевим способом фінансування. Вартість такого боргового папера, як вексель, напряму залежить від відносин із контрагентами компанії. Облігації, єврооблігації, синдіковані кредити передбачають складний механізм залучення коштів, що опосередковується процесом андеррайтингу, вартість якого залежить від фінансових посередників та інвесторів. Приватне та публічне розміщення акцій як спосіб залучення капіталу компанії є доволі дорогим, тому стає доступним лише для компаній, що досягли етапу зрілості (див. рис. 2).

Виходячи з того, що оптимальна структура капіталу залежить від зростання обсягу капіталу, залученого за низькими цінами, необхідно розглянути всі можливі варіанти фінансування за рахунок вищенаведених джерел. Найбільшу варіацію залучення капіталу має первинне публічне розміщення акцій, що залежить від інвесторів, котрі діють на майданчику фондової біржі, куди планує вийти компанія. Найменшим за обсягами залучення є банківський кредит, але треба звернути

увагу на відсутність витрат на емісію та наявність застави. Розподіл обсягів ресурсів, які можуть залучатися шляхом зовнішнього фінансування, підтверджує висновок щодо існування індивідуальних пріоритетних можливостей для кожної компанії при формуванні власної структури капіталу.

Оптимальна структура капіталу виражає таке співвідношення використання власного та залученого капіталу, за якого забезпечується найефективніший взаємозв'язок коефіцієнтів рентабельності власного та запозиченого капіталу, тобто максимізується ринкова вартість компанії. Для оптимізації капіталу компанії аналізується його склад у динаміці та оцінюються основні фактори, що визначають структуру капіталу. До них можна віднести: галузеві особливості діяльності компанії, стадію її життєвого циклу, кон'юнктуру ринку, рівень прибутковості діяльності.

Підбиваючи підсумок, доходимо такого висновку. Визначення оптимальної структури капіталу компанії є запорукою зростання її капіталізації, оскільки відображає збалансованість обсягів ресурсів та вартості їх залучення. Оптимізація капіталу являє собою комплексний процес оцінки діяльності компанії, що включає не лише аналіз джерел залучення коштів, а й можливості їх залучення з точки зору готовності ринку до фінансування компанії, а також поточної прибутковості діяльності компанії як базис для понесення втрат, пов'язаних із залученням додаткових ресурсів. Ключовим фактором обрання оптимальної структури капіталу є вартість фінансування. Кожна компанія має на меті залучення значних обсягів коштів за найнижчою можливою їхньою вартістю. Визначення адекватної середньозваженої вартості капіталу є основою оцінки оптимальної структури капіталу — одного із ключових факторів підвищення рентабельності діяльності компанії, а отже, збільшення її капіталізації як у поточному, так і в майбутньому періодах. У свою чергу, визначення середньозваженої вартості капіталу передбачає встановлення частки кожного із ресурсів, залучених компанією в ході її діяльності.

Запорукою підвищення капіталізації компанії є фінансування її операційної діяльності за рахунок таких джерел, що призводили б до зменшення середньозваженої вартості капіталу, яка, у свою чергу, дасть змогу збільшити ринкову вартість компанії в цілому. Слід також пам'ятати, що ринкова капіталізація є відображенням загального стану компанії й можливості отримання прибутку потенційним інвестором у майбутньому, тобто показником потенціалу зростання компанії.