

УДК 658.155.2

С.В. Кулюкін, Українська академія банківської справи

ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ ТА ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ВІД ВИПУСКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті всебічно досліджено проблеми вдосконалення управління фінансами акціонерних товариств на основі обґрунтування нових методів визначення вартості капіталу від випуску цінних паперів.

Ключові слова: акціонерне товариство, капітал товариства, цінні папери, оцінка вартості акціонерного капіталу.

Визначення вартості акціонерного капіталу характеризується двома важливими і взаємопов'язаними аспектами. Емітентів, перш за все, цікавить визначення фінансової вартості капіталу, яка обумовлена поточною вартістю очікуваних грошових потоків. Інвесторів цікавить не номінальна вартість, а ринкова, оскільки її динаміка формує попит на цінні папери даного емітента.

Ринкова вартість капіталу відображає рівень доходу, який підприємство може заплатити своїм акціонерам, а тому в першу чергу формує ринкову ціну на акції. В економічній літературі виділяють два основні принципи визначення вартості капіталу. Перший полягає в тому, щоб очікуваний прибуток включав, як премію, певний показник ризику грошових потоків. Другий принцип передбачає погодженість у застосуванні дисконтної ставки до грошових потоків, що оцінюються [2, с.176].

Основними методами визначення вартості акціонерного капіталу є капітальне бюджетування, шляхом якого визначається середньозважена величина очікуваного доходу по інвестиціях (WARR), та визначення скоригованої поточної вартості капіталу.

Середньозважений показник очікуваних доходів визначається за формулою:

$$WARR = (1 - p) \cdot Q_i + (1 - Q) \cdot k, \quad (1)$$

де p – гранична податкова ставка;

i – доход, очікуваний всіма інвесторами;

k – доход, очікуваний акціонерами;

Q – частина інвестицій, що фінансується за рахунок кредиторів;

$(1 - Q)$ – частина інвестицій, що фінансується за рахунок оплаченого капіталу акціонерів.

Необхідність розподілу всього капіталу на дві складові пояснюється тим, що для них існують різні умови дисконтування і оподаткування.

Для практичного застосування другого методу скоригована поточна вартість капіталу визначається за формулою:

$$TB = \sum_{t=1}^m \frac{G_t - I_t}{(1 + N_o)^t} + \frac{p \cdot I}{(1 + i)^t}, \quad (2)$$

де TB – теперішня вартість грошових потоків;

t – кількість років, за які проводяться розрахунки;

G_t – грошові потоки від операцій після сплати податків у періоді t ;

I_t – нові інвестиції в періоді t ;

I – відсотки по боргу, що не оподатковується;

p – гранична податкова ставка в періоді t ;

i – дисконтна ставка по неоподатковуваним відсоткам.

Переваги другого методу полягають у тому, що він враховує можливість надання додаткових пільг, зокрема по оподаткуванню. Відповідно до застосування цього методу грошові потоки від операцій після сплати податків дисконтуються на відповідну ставку без ризику. Таким чином оцінюється загальна вартість капіталу підприємства. Але нас більше цікавить оцінка вартості акціонерного капіталу. Це можна зробити на основі прямого обчислення залишкової частини грошових потоків підприємства за формулою:

$$ВП = \sum_{t=1}^m \frac{G_t^e - A_t - I_t}{(1 + k)^t}, \quad (3)$$

де $ВП$ – поточна вартість грошових потоків по оплаченому акціонерному капіталу;

G_t^e – операційні грошові потоки після сплати податків по оплаченому капіталу за період t ;

A_t – чиста сума амортизації боргу, що виплачується інвестором у періоді t ;

I_t – чиста сума інвестицій у періоді t ;

k – очікуваний доход на сплачений капітал, %.

Визначення загальної вартості капіталу дозволяє перейти до розгляду питання про його структуру. В економічній літературі стосовно структури капіталу виділяють теорії:

1) модель М. Міллера та Ф. Модільяні (теорія ММ);

2) теорія Г. Дональдсона;

3) поправки до теорії ММ Е.І. Альтмана;

4) теорія асиметричної інформації (С. Майєр) [2, 3].

Під оптимальною структурою капіталу слід розуміти співвідношення між основними джерелами його формування, головними серед яких є короткострокові і довгострокові борги підприємства, оплачений капітал від продажу акцій і нерозподілений прибуток, що дозволяє забезпечити високі і сталі прибутки. Це дуже важливо для реалізації стратегії фінансового менеджменту, оскільки структура капіталу забезпечує певний рівень фінансового леверіджу, тобто співвідношення власних і залучених коштів підприємства.

При організації менеджменту акціонерного капіталу слід зважити на те, що рівень фінансового

леверіджу має певні межі. Так, зростання боргу може призвести до зростання відсоткових платежів, збільшення витрат, пов'язаних з поверненням кредитів і погашенням облігацій. В результаті надмірності витрат ліквідність підприємства може знизитися.

Сучасний етап становлення та розвитку українських підприємств характеризується значним збільшенням у структурі їх капіталів саме акціонерного, що можна вважати позитивним явищем. При цьому слід зазначити, що це переважно саме акціонерний капітал, оскільки інші види цінних паперів підприємств практично відсутні.

Основний вплив на обсяги і структуру акціонерного капіталу здійснюють емісії цінних паперів. Головне завдання будь-якої емісії цінних паперів, окрім формування статутних фондів, полягає у залученні до власного капіталу певної суми коштів з метою їх подальшого інвестування відповідно до мети діяльності підприємства. На першому етапі проведення емісії вартість капіталу визначається орієнтовно, виходячи із суми капіталу, необхідного для створення статутного фонду або здійснення певних інвестиційних проектів. У подальшому в зв'язку зі зміною ринкової кон'юнктури і ринкової ціни цінних паперів вартість капіталу підприємства буде суттєво змінюватися. Чим вищою буде ринкова вартість цінних паперів підприємства, тим, відповідно, буде вагомішою і вартість капіталу підприємства. Класичною і більш простою формулою визначення реальної вартості капіталу підприємства від випуску цінних паперів є:

$$BK = \frac{D(K)}{PB \cdot ((100 - B) / 100)} \cdot 100, \quad (4)$$

де BK – вартість капіталу від випуску цінних паперів;

$D(K)$ – розмір дивіденду (купонна ставка на одну облігацію) на одну акцію;

PB – ринкова вартість цінного паперу;

B – витрати на випуск цінних паперів (у відношенні до їх вартості), %.

Наприклад, річні дивіденди на одну акцію складають 200 грн. Витрати на випуск акцій складають 3 %. Ринкова ціна акцій співпадає з номінальною вартістю і дорівнює 1000 грн. Тоді вартість капіталу складе:

$$\frac{200}{1000 \cdot (1 - 0,03)} \cdot 100 = 20,62 \%$$

Це означає, що навіть з урахуванням витрат на випуск акцій та при відсутності курсової різниці вартість капіталу буде на 0,62 % вищою, ніж просте врахування його номінальної вартості. Цей приклад, ілюструючи методику визначення вартості капіталу, ще раз доводить доцільність залучення акціонерного капіталу.

На практиці все буває значно складніше і підприємство може випускати різні види цінних паперів з різними ставками доходів і дивідендів. У цьому випадку питома вага кожного джерела залучення коштів суттєво відрізнятиметься від реальної балансової вартості. Тому виникає

необхідність у розрахунках середнього значення вартості капіталу підприємства (K). Цей показник можна розрахувати за формулою:

$$K = K_o \cdot \left(\frac{100 - N}{100} \right) \cdot \left(\frac{D}{D + P + M} \right) + K_n \cdot \left(\frac{P}{D + P + M} \right) + K_a \cdot \left(\frac{M}{D + P + M} \right), \quad (5)$$

де K_o – вартість капіталу від облігацій;

K_n – вартість капіталу від привілейованих акцій;

K_a – вартість капіталу від звичайних акцій;

D – вартість облігацій;

P – вартість привілейованих акцій;

M – вартість звичайних акцій;

N – податкова ставка.

Важливе практичне значення має визначення доцільності фінансування підприємством своїх інвестицій або за рахунок емісії акцій, або облігацій. Для цього використовують поняття фінансового леверіджу, який розраховується за формулою:

$$P_\phi = \frac{I_{\phi a}}{I_{\phi n}}, \quad (6)$$

де P_ϕ – рівень фінансового ліверіджу (коефіцієнт);

$I_{\phi a}$ – індекс приросту (зниження) доходів на акцію (облігацію), %;

$I_{\phi n}$ – індекс зміни валового прибутку підприємства до сплати податків, %.

Чим вища заборгованість підприємства, яка визначається відношенням залученого капіталу до всього капіталу, тим вищим буде рівень фінансового леверіджу. Фінансування підприємства за рахунок випуску облігацій може бути більш ризикованим, ніж за рахунок акцій, оскільки збільшує фіксовані виплати. Але така відповідь не може бути однозначною, оскільки рівні виплат залежать від рівнів податків. Чим вищі податки, тим доцільніше здійснювати фінансування за рахунок облігацій. Якщо рівень податків знижується, то доцільнішим стає випуск акцій.

На практиці з метою забезпечення ефективного фінансового леверіджу підприємства здійснюють конвертацію цінних паперів одних видів у інші: акцій в облігації чи навпаки. Тому формування структури залученого капіталу підприємства може здійснюватися різними шляхами, поєднуючи випуск різних видів цінних паперів: акцій, облігацій, ощадних сертифікатів тощо.

Світовий досвід показав, що оптимальною у структурі всього капіталу є частка залученого капіталу, яка складає близько 50 % [2, с. 183-184]. До цього рівня вартість капіталу підприємства збільшується без настання особливих ризиків для емітентів і для інвесторів. При перевищенні співвідношення власних і залучених коштів вартість капіталу підприємства продовжує зростати, але у зв'язку з підвищенням фінансових ризиків доходи на одну акцію і відповідно, ринкова ціна акцій, починають знижуватися. Графічно це представлено на рис. 1.

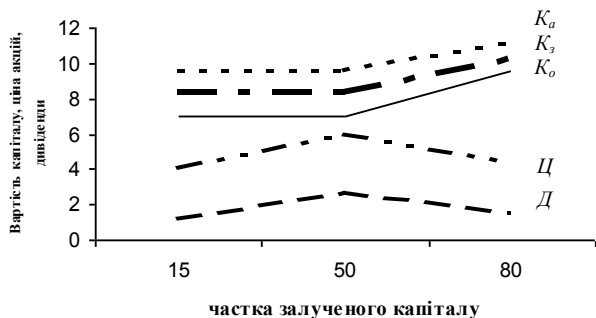


Рис. 1. Вплив співвідношення залучених і власних коштів на вартість капіталу, дивіденди і ціну акцій

Умовні позначення:

- K_a – вартість капіталу за рахунок акцій;
- K_o – вартість капіталу за рахунок облігацій;
- $K_з$ – загальна вартість капіталу;
- $Ц$ – ринкова ціна акцій;
- $Д$ – дивіденди.

Одним із важливих методів менеджменту акціонерного капіталу підприємства є його дивідендна політика. Дивіденди можуть сплачуватися грошима або акціями. Доцільність того чи іншого виду виплат визначає керівництво підприємства, а рішення приймається загальними зборами акціонерів. Виплата дивідендів акціями проводиться, як правило, в тому випадку, коли стає відомо, що за результатами фінансового року дивіденди будуть незначними. У

цьому випадку акціонери не будуть особливо заперечувати проти такої виплати, тим більше, що в такій ситуації частина податків не буде перераховуватися до бюджету, а спрямовуватиметься на придбання додаткових акцій.

Виплата дивідендів акціями дозволяє збільшити загальну суму номіналу акцій та акціонерний капітал підприємства і зменшити суму нерозподілених прибутків у балансі підприємства.

Розглянемо приклад. Акціонерне товариство випустило 80 тисяч простих акцій номінальною вартістю 25 грн. Ринкова ціна акцій складає 40 грн. За результатами фінансового року дивіденди нараховані у розмірі 20 % річних, тобто підприємство повинно сплатити 400 тис. грн. дивідендів. Збори акціонерів прийняли рішення сплатити дивіденди додатковими акціями за ринковим курсом, тобто акціонери отримують 10 тис. акцій. Після здійснення такої процедури в балансі підприємства відбудуться певні зміни, які відображено у табл. 1, але загальна сума власного капіталу залишиться без зміни.

Різновидом виплати дивідендів акціями є подрібнення акцій, коли підприємство замість діючих акцій випускає нові з меншою номінальною вартістю і замінює ними раніше випущені. Якщо подрібнення складає 2:1, то це означає, що кожен акціонер отримує у два рази більше акцій, але номінальна вартість кожної акції буде у два рази нижчою.

Таблиця 1

Зміни в балансі акціонерного товариства до і після сплати дивідендів акціями, тис. грн.

Показники	Власний капітал	
	перед сплатою дивідендів	після сплати дивідендів
1. Вартість 80 тис. акцій за номіналом	2000	2000
2. Вартість 20 тис. акцій за номіналом	—	500
3. Акціонерний капітал від реалізації акцій понад номінальну вартість	—	300
4. Нерозподілені прибутки	1200	400
5. Всього власного капіталу	3200	3200

Подрібнення акцій зменшує номінальну вартість однієї акції, але загальна сума акціонерного капіталу не змінюється. З точки зору акціонерів, таке подрібнення буває, як правило, вигідним, оскільки, незважаючи на зниження номінальної вартості, ринкова ціна акцій практично не змінюється. З точки зору емітентів, вигода полягає у тому, що акції даного підприємства розповсюджуються значно ширше, стає важче придбати контрольний пакет акцій, а також з'являються можливості освоїти нові ринки інвестицій.

Специфічний характер мають зміни вартості капіталу у зв'язку з інфляційними процесами, їх вплив, не дивлячись на те, що це негативний процес, може позитивно відобразитися на певних напрямках виробничої та фінансової діяльності підприємства. Це може статися у тому випадку, коли акціонерний

капітал може швидко обернутися і забезпечувати певні прибутки. Тоді можуть бути збережені інтереси емітентів і акціонерів.

Розглянемо приклад доцільності емісії цінних паперів підприємством для здійснення реконструкції (табл. 2). Протягом п'яти років підприємство випускає цінні папери на суму 560 млн. грн. Рівень інфляції знижується з 10 % на перший рік до 60 % – на п'ятий. Щорічна норма прибутку на залучений капітал дорівнює 20 %. Щорічні виплати дивідендів – 10 %. Тоді, за зазначених вище умов і з урахуванням усіх факторів підприємство протягом п'яти років матиме у своєму розпорядженні 676,94 млн. грн., що на 12,6 % більше, ніж було потрібно за річними розрахунками для здійснення реконструкції.

Розрахунки доцільності емісій цінних паперів для здійснення реконструкції підприємства

Роки	Обсяг емісії	Рівень інфляції, %	Обсяг емісії з урахуванням інфляції, млрд. грн.	Норма прибутку, %	Прибуток за рік з урахуванням податку, млрд. грн.	Виплати за дивідендами, млн. грн.	Реальна вартість капіталу, який використовує підприємство, млрд. грн., (4+6-7)
1	40,0	10,0	44,0	20	6,16	0,62	49,54
2	70,0	9,0	76,3	20	10,68	1,07	85,91
3	120,0	8,0	129,6	20	18,14	1,81	145,93
4	150,0	7,0	160,5	20	22,47	2,25	180,72
5	180,0	6,0	190,8	20	26,71	2,67	214,84
Всього	560	-	601,2	-	84,16	8,42	676,94

У розглянутому прикладі реального збільшення капіталу підприємства не відбулося – він залишився у розмірі 560 млн. грн., але його вартість збільшилася на 75,74 млн. грн., які слід вважати інфляційним приростом (премією), який отримало підприємство за

рахунок забезпечення високої швидкості обороту капіталу.

Таким чином, проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що оцінка вартості акціонерного капіталу є важливою складовою вдосконалення управління фінансами акціонерних товариств.

Список літератури

1. Науменкова С.В., Глазун О.И. Использование методов количественного прогнозирования в процессе финансового планирования деятельности предприятия // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1 (12). – С. 32-36.
2. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси. – К.: Основи, 1993. – 383 с.
3. Пігуль Н.Г. Особливості формування дивідендної політики вітчизняних акціонерних товариств // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 2 (13). – С. 15-18.

Summary

This article scrutinizes the problems of joint-stock companies' finance via grounding new methods of cost of capital calculation from securities emission.