

**Шилова Т. О.**

*аспірантка кафедри економіки підприємства  
та організації підприємницької діяльності  
Одеського національного економічного університету*

**Shilova Tamara**

*PhD Student of the Department of Enterprise Economics  
and Entrepreneurship Organization  
Odessa National Economics University*

## ВПЛИВ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ НА ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ ТРАНСПОРТНО-ЛОГІСТИЧНОЇ ГАЛУЗІ

**Анотація.** Статтю присвячено дослідженню впливу структури капіталу на вартість підприємств транспортно-логістичної галузі. Подано характеристику основ базових концепцій структури капіталу: «теорії ММ», теорії компромісу, теорії податку на відсоток. Обґрунтовано відмінність між бухгалтерським і підприємницьким прибутком. Наочно продемонстровано, що бухгалтерський прибуток не є першорядним індикатором ефективності господарювання, аргументовано важливість зростання вартості підприємства в якості стратегічного пріоритету сучасної компанії. Проаналізовано п'ять стандартів вартості (справедлива ринкова, ринкова, інвестиційна, внутрішня, справедлива) і два основні підходи до їх визначення: континуаційний і ліквідаційний. Обґрунтовано вплив структури капіталу на вартість підприємства через управлінські рішення, пов'язані з ризик-менеджментом, податковими відносинами, конфліктами інтересів, інформаційної асиметрії тощо. Доведено, що основний вплив на вартість підприємства структура капіталу справляє через драйвери вартості, некоректний підбір яких може сприяти дисбалансу в ланцюжку генерування вартості. Запропоновано системний підхід до відбору драйверів з урахуванням специфіки галузі, ринку і конкретних мікроекономічних умов діяльності компанії.

**Ключові слова:** вартість підприємства, драйвер вартості, прибуток, ризик, ринкова вартість, справедлива вартість, структура капіталу.

**Вступ та постановка проблеми.** Сучасне підприємство не є «самотнім кораблем» в «океані» ринку. Воно функціонує як своєрідна система пов'язаних суден, реалізуючи конкретні цілі окремих зацікавлених сторін, очікування яких, на перший погляд, можуть здатися різними. Практика бізнесу показує, що цей дисонанс відчувається за будь-яких обставин. Зрештою, очікування як власників, так і кредиторів можуть бути подібними. Вони розраховують на високу ефективність, яка забезпечує вчасне та в повному обсязі погашення позички, а також виплату дивідендів. Ці очікування безпосередньо впливають на цілі, які переслідують економічні суб'єкти. Однак слід зазначити, що власники та кредитори – не єдині зацікавлені сторони, що висловлюють конкретні очікування щодо підприємств. До таких суб'єктів також належать клієнти, співробітники, місцеві громади, державна адміністрація (наприклад, податкові органи) тощо. У цій ситуації виникає дилема щодо того, чи можна чітко визначити мету підприємства. Інтереси зазначених категорій осіб не завжди сумісні, вони часто взаємовиключні. Наприклад: очікування високої заробітної плати (найманих працівників) призводить до зростання витрат та зниження прибутку, що, в свою чергу, не тільки зменшує вигоди для власників, але й скорочує бюджетний дохід від податку на прибуток. Ця сукупність очікувань часто призводить до постановки багатьох цілей або так званих «пучків цілей». Цілі, які найчастіше згадуються в літературі, включають: досягнення задовільного рівня прибутку, максимізацію продажів, виживання підприємства, утримання запланованої частки ринку, максимізацію винагороди правління, максимізацію вартості підприємства тощо.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** За останні кілька десятиліть проблема формування структури капіталу компанії була предметом численних теоретичних міркувань та емпіричних досліджень. Робота Модільяні

та Міллера [1] («теорія ММ») часто сприймається як початок міркувань щодо ролі та значення формування структури капіталу в контексті вартості підприємства. Пізніші роботи в основному були пов'язані з теорією ММ. Була порушена проблема важливості структури капіталу та його впливу на вартість підприємства, проаналізовано фактори, що формують структуру капіталу, та здійснено пошук оптимальної структури капіталу [2].

Класичні теорії структури капіталу розглядають проблему головним чином у аспекті взаємозв'язку частки власників та кредиторів у фінансуванні, не розрізняючи способів, за допомогою яких власники вносять капітал (шляхом утримання прибутку або додаткового зовнішнього фінансування). Провідна теорія заміщення в цьому відношенні (Теорія компромісу) враховує можливість пошуку відповідних відносин власного капіталу та позикового капіталу, що забезпечують найкращу вартість капіталу (WACC) та найвищу вартість підприємства, розрізняючи податкові пільги (теорія податку на відсотки), позитивний ефект фінансового важеля та витрати на банкрутство. Розширена версія теорії заміщення додатково враховує агентські витрати, пов'язані з суперечливими очікуваннями різних груп інтересів, що змінює точку рівноваги в розумінні оптимальної структури капіталу [3].

Серед вітчизняних науковців, що досліджували проблематику оптимізації структури капіталу підприємства з метою підвищення його вартості, варто назвати Н. Бичкову [4], Ю. Великого, Л. Тешеву [5], А. Вороніна [6] та інших.

**Метою** статті є визначення впливу структури капіталу на вартість підприємств транспортно-логістичної галузі.

**Результати дослідження.** Прибуток виконує на підприємстві три основні функції:

1) є остаточним тестом економічних показників бізнесу – вимірює його ефективність та надійність;

2) є винагородою за понесений економічний ризик: лише завдяки можливості досягти досить високих економічних вигод власники капіталу готові ризикувати втратити цей капітал; відсутність прибутку або його неадекватний рівень перешкоджає інвесторам інвестувати в дану фірму;

3) «залучає» капітал, необхідний для впровадження інновацій і майбутнього розвитку підприємства: всі підприємства, незалежно від своєї діяльності, повинні претендувати на рідкісний ресурс, яким є капітал.

Однак прибуток не є однозначною категорією. Бухгалтери розуміють прибуток інакше, ніж інвестори. Перші враховують прибуток у звітному періоді, який зазвичай становить один рік. Це досить короткий період у житті підприємства, який, як правило, не становить окремого економічного досвіду. Зазвичай, це період, що є недостатнім для інвестування, не кажучи вже про вигоди, пов'язані з цією інвестицією, що будуть проявлятися протягом усього періоду її реалізації. У багатьох випадках, на перших етапах життя інвестиції бухгалтерський прибуток є невеликим або навіть становить збиток. Лише тоді, коли виробнича потужність повністю освоєна, прибуток стає помітнішим. Більше того, бухгалтерський прибуток можна порівняно легко збільшити за короткі періоди за рахунок наступних періодів (наприклад, відклавши необхідні ремонтні роботи). Його розмір можна належним чином контролювати за допомогою системи бухгалтерських резервів (наприклад, створення резервів на майбутні витрати або під сумнівну дебіторську заборгованість, що призведе до зменшення бухгалтерського прибутку, тоді як відмова від цих резервів означатиме збільшення бухгалтерського прибутку).

За цих обставин бухгалтерський прибуток не може бути основним критерієм оцінки ефективності функціонування підприємства, так само як не може бути мірою досягнення мети компанії в умовах ринкової економіки. Це стосується як короткострокового, так і довгострокового періоду. Максимізація прибутку як мета підприємства не визначає, яким є найбільш сприятливий взаємозв'язок між поточним і майбутнім прибутками. Власники підприємства очікують винагороди за внесений капітал, адекватної понесеному ризику. Не кожен розмір бухгалтерського прибутку відповідає цим очікуванням. Прибуток після оподаткування, що створюється підприємством, не повинен бути нижчим за рівень, який забезпечує власникам (акціонерам) очікувану норму прибутку. Власники, які отримують вигоди, нижчі від очікуваної норми прибутку, зазнають економічних збитків, оскільки вони не отримують достатньої винагороди за понесений ризик. Економічна втрата може мати місце при позитивному бухгалтерському результаті. Вона становить різницю між очікуваним прибутком і фактичним результатом бухгалтерського обліку, досягнутим, коли останній є нижчим значенням. Якщо, з іншого боку, фактичний рівень бухгалтерського прибутку перевищує очікуваний рівень, то отримується економічний прибуток, який в іноземній літературі часто називають надлишком. Економічний прибуток є джерелом збільшення вартості підприємства та багатства його власників.

Отже, довгостроковою метою компанії є не бухгалтерський прибуток, а зростання вартості компанії. На відміну від зовнішнього вигляду, збільшення вартості є вигідним для всіх інтересантів, пов'язаних з підприємством. Це пояснюється тим, що додати вартість попри нехтування інтересів працівників, клієнтів або постачальників неможливо. Якщо працівники погано оплачуються або з ними погано поводжуються, вони звільняться в пошуках кращої праці. Компанії доведеться наймати

нових співробітників, нести додаткові витрати на рекрутинг і навчання, що збільшить операційні витрати та, відповідно, зменшить її вартість. Чим частіше проводиться заміна робітників, тим важче збільшити вартість. Не можна недооцінювати і споживачів, які мають великий вибір продуктів, товарів і послуг у ринковій економіці. Компанія, яка хотіла б надмірно збільшити ціни або знизити, може легко програти в конкурентній боротьбі. Тоді продажі впадуть, і про збільшення вартості можна буде тільки мріяти. Подібна ситуація трапляється і з постачальниками. Невиконання зобов'язань перед постачальниками часом може призвести до їх втрати. Підприємство втрачить авторитет, йому доведеться закуповувати необхідні матеріали за готівку, часто за вищими цінами. Отже, немає об'єктивної можливості збагатити власників на тривалій основі за рахунок працівників чи інших груп із середовища компанії.

Збільшення вартості компанії також створює додану вартість для соціуму. Економічна діяльність є найважливішим джерелом багатства суспільства. Підприємства, що процвітають та розвиваються, створюють нові робочі місця, генерують нові замовлення на матеріали та енергію, що є рушійною силою розвитку інших підприємств. Збільшення вартості підприємства, пов'язане з його розвитком, дає змогу узгодити суперечливі інтереси. Збільшення обсягів збуту спонукає до модернізації виробництва та технологій, завдяки чому зростає продуктивність праці, що створює основу для збільшення заробітної плати. Тільки менеджмент, орієнтований на збільшення вартості підприємства, дозволяє приймати кращі рішення та досягати більш сприятливих компромісів, незалежно від соціальних умов, у яких функціонує господарюючий суб'єкт. Вартість – це результат реалізації різними ланками підприємств конкретних часткових цілей, починаючи від споживчої вартості продукції та послуг і закінчуючи цінностями для співвласників.

Аналіз сутності вартості підприємства слід розпочати з вибору основних підходів до її визначення. Ці підходи є вартостями: балансовою, відтворювальною, ліквідаційною та вартістю як похідною від кратного прибутку компанії. Балансова вартість підприємства – це вартість активів та зобов'язань з балансу, оцінена відповідно до принципів, включених до стандартів бухгалтерського обліку. Насправді ця вартість може суттєво відрізнятися від ринкової. Різниця є результатом впливу кількох груп факторів, до яких належать:

- вплив інфляції, оскільки оцінка балансу здебільшого ігнорує інфляційні зміни, що відбуваються з дати придбання до дати оцінки, обчисленої для цілей балансу;

- фізичний та моральний знос активів, спричинений ступенем втрати корисної вартості активів внаслідок технічного зносу, збільшення дефектності, фізичної шкоди та ослаблення в результаті їх використання. З іншого боку, моральний знос повинен бути пов'язаний з поступовою втратою вартості активів, спричиненою технологічним прогресом;

- інші джерела (різниця в біржових курсах, різниця в оцінці запасів).

Відтворювальна вартість – це обсяг витрат, які довелось б здійснити для відновлення компанії. Ліквідаційна вартість відноситься до доходу, який можна отримати шляхом продажу підприємства. Вартість як похідна від кратного прибутку компанії стосується кратного отриманого прибутку.

Вартість підприємства також пов'язана з вигодами для інвесторів, які приносять капітал. Тому сутність вартості підприємства тісно корелює з суттю інвестування. На вар-

тість компанії впливають не її історичні фінансові результати, а ті, які будуть досягнуті в майбутньому. Отже, вартість підприємства випливає із суми доходу, який воно буде надавати інвесторам у майбутньому, а не з досягнутих історичних фінансових результатів або лише з ціни, яка може бути досягнута на ринку в даний момент.

В результаті роботи над концепцією вартості підприємства, було виділено п'ять так званих стандартів вартості:

1. Справедлива ринкова вартість, яка відображає ціну, за якою дане підприємство може стати предметом операції купівлі-продажу між бажаними сторонами, хоча жодна з них не діє під примусом, і кожна з них має інформацію, необхідну для прийняття раціональних рішень щодо умов операції.

2. Ринкова вартість, яка відображає найімовірнішу ціну, за якою компанія буде куплена й продана на достатньо конкурентному та відкритому ринку за всіх справедливих умов операцій, а покупець діє раціонально, без будь-яких конкретних стимулів, заснованих на достатній інформації.

3. Інвестиційна вартість відображає вартість для конкретного інвестора, що відповідає його індивідуальним вимогам та уподобанням, а отже, відрізняється від справедливої ринкової вартості та ринкової вартості, що є окремими від характеристик інвестора та стосуються гіпотетичного середнього кредитора.

4. Внутрішня вартість – відображає вартість, що безпосередньо впливає з фактичної здатності приносити дохід власникам, вона відрізняється від інвестиційної вартості тим, що базується на внутрішніх характеристиках, які є результатом внутрішніх властивостей активу.

5. Справедлива вартість означає захист для міноритарних інвесторів.

На додаток до вищезазначених стандартів визначення вартості підприємства, слід також виділити два основних підходи:

- континуаційний;
- ліквідаційний (рис. 1).

У разі континуаційного підходу вартість формується, виходячи з потенціалу та діяльності підприємства. З іншого боку, ліквідаційний підхід застосовується до вартості, яка є результатом чистого доходу підприємства, що припиняє свою діяльність. Існує три різновиди цього підходу:

– загальна вартість активів – становить фіксовану суму, що є результатом ціни, за якою всі активи можуть бути продані;

– вартість сукупності окремих чистих активів – застосовується до суми вартості всіх активів за вирахуванням необхідних зобов'язань та витрат на ліквідацію, що визначається на основі вартості всіх активів, яка є сумою цін, за якими всі вони можуть бути продані окремо;

вартість сукупності окремих чистих активів, що перебувають у примусовій ліквідації, – становить суму вартості всіх активів за вирахуванням необхідних зобов'язань та витрат на ліквідацію, визначену на основі додання вартості всіх активів, що впливає з ціни, за якою вони можуть бути продані окремо, припускаючи, що ліквідація повинна відбутися швидко і є неминучою.

Відправною точкою для раніше представлених концепцій вартості підприємства є універсальне визначення вартості підприємства, яке говорить, що фактична вартість підприємства базується на сумах, дисконтованих з відповідною нормою доходу, яке воно принесе в майбутньому інвесторам, незалежно від форми їх участі – і, отже, не тільки можливого доходу, який буде досягнутий внаслідок функціонування підприємства, а й внаслідок ліквідації, – проте це не прояв історичних фінансових результатів компанії, або лише ціна, яка може бути досягнутою на даний момент на ринку.

Структура капіталу є основною проблемою функціонування сучасного підприємства. Правильний вибір джерел фінансування та ефективне використання залученого капіталу є головними рішеннями учасників ринку. Вони вимагають розгляду у зв'язку, зокрема, з розвитком теорії ринку капіталу, проблемами ризику та ризик-менеджменту, ринковою оцінкою підприємства або основами інвестування. Важливо оцінити, наскільки зміни в структурі капіталу впливають на вибір інвесторів, і, таким чином, визначити ринкову вартість підприємства.

Вибір структури капіталу є головною проблемою прийняття рішень кожного підприємства. Широко представлені в літературі міркування щодо структури капіталу розглядають багато питань, пов'язаних з фінансовим ризиком, оцінкою вартості капіталу, податковими рішеннями, особливостями сучасних фінансових ринків, конфліктом інтересів та асиметрією інформації. Ці міркування виділяють не тільки фактори, що визначають вибір компанії, але й взаємозв'язок між структурою капіталу та вартістю: як з точки зору ринкової вартості, так і економічної вартості.

Особливості сучасних фінансових ринків, різний доступ до інформації, зумовленість прийняття правильних фінансових та інвестиційних рішень, додаткові елементи

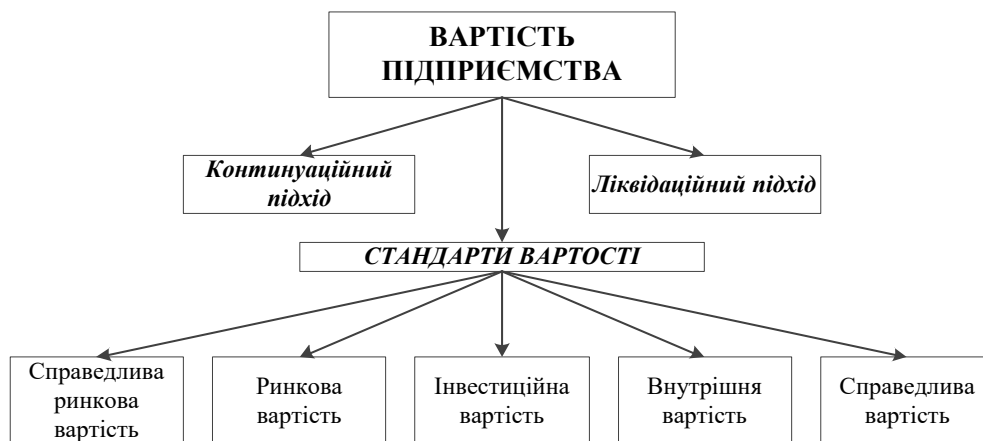


Рис. 1. Теоретичні підходи до сутності вартості підприємства

Джерело: власна розробка автора

ризиків та витрати на асиметрію інформації призвели до іншого підходу до можливості придбання капіталу на ринку, обмежуючи використання іноземного капіталу та прагнення зберегти резерви до отримання позичкового капіталу. Додаткові витрати на асиметрію інформації, фінансовий ризик, який інвестори оцінюють по-різному, стали основою для формування теорії ієрархії вибору джерел фінансування та відходу від класичного розуміння оптимальної структури капіталу. Згідно з цією теорією, підприємства спочатку використовують внутрішні джерела фінансування, потім використовують борговий капітал, а випуск нових акцій є останнім методом залучення капіталу. Підприємства не прагнуть оптимізувати структуру капіталу, використовуючи механізм важелів, а шукають джерела капіталу, які є найбільш доступними в даний момент. Важливо також ізолювати себе від фінансових ринків і мати можливість посилити контроль над активами з боку власника [7].

Кожен підхід до вибору структури капіталу та відносин внутрішнього та зовнішнього фінансування, а також власного та позикового фінансування, вказує на певний спектр можливостей та загроз, однак, із оцінкою умов діяльності компанії та майбутньої ситуації у фінансовій сфері. Остаточною перевіркою правильності зробленого вибору є ринкові оцінки, які визначають формування ринкової вартості та конкурентної позиції компанії на ринку [8].

Чинники, що визначають вибір структури капіталу, незалежно від способу розуміння оптимальної структури, можна оцінити у трьох системах: макроекономічній (включаючи глобальні фактори), галузевій і мікроекономічній. З точки зору процесу залучення капіталу, елементи макросередовища економічного, правового та політичного характеру можуть бути важливими. Чинники макросередовища не залежать від підприємства і породжують систематичний ризик, однак через їхній вплив на вартість капіталу вони повинні бути включені в процес прийняття фінансових рішень. Рішення, пов'язані з вибором структури капіталу, вимагають врахування сектору, в якому працює компанія. Це пов'язано, головним чином, зі структурою активів, характерною для даної діяльності. Підприємства з більшою часткою основних фондів у активах мають ширші переговорні можливості при фінансуванні своєї діяльності із зовнішнім капіталом, але вони менш гнучкі в роботі та гірше пристосовуються до мінливих умов навколишнього середовища. Важливо також враховувати, серед іншого: конкурентні сили сектору, можливості розвитку, структуру попиту та прибутковості.

Внутрішні фактори вибору структури капіталу слід розглядати індивідуально, враховуючи специфічні особливості реальної сфери та пов'язаний з цим операційний ризик. Цей ризик залежить від багатьох чинників, включаючи частку постійних витрат (операційний важіль), волатильність попиту, здатність коригувати ціну продажу до змін виробничих факторів або можливість розробляти нові продукти. Ці особливості впливають не тільки на структуру капітальних потреб, але й на можливість гнучкого пристосування діяльності до ринкової ситуації. Зазвичай обернений взаємозв'язок встановлюється між операційним ризиком і рівнем боргу, що пояснюється можливістю виконання умов для позитивного ефекту фінансового важеля. Використання іноземного капіталу завжди пов'язане з необхідністю враховувати наслідки змін ліквідності, прибутковості та рівня прийняття ризиків [9, с. 25].

Ризик фінансування компанії пов'язаний з процесом оптимізації структури капіталу з точки зору вибору таких співвідношень: власний капітал – позичковий капітал, що забезпечує баланс між рівнем очікуваного доходу та

сумою прийнятого ризику, врахованого власниками, кредиторами та потенційними інвесторами. В Це ситуація, коли ціна акцій та ринкова вартість підприємства є найвищими в даних ринкових умовах. Основна проблема полягає у визначенні межі прибутковості використання іноземного капіталу, враховуючи вже згаданий ефект фінансового важеля та поріг прибутковості іноземного капіталу [10, с. 4].

Вибір ризику – це складні фінансові та інвестиційні рішення для операторів ринку. Ризик інвестора визначає рівень вартості капіталу, а отже, можливість та напрямок розподілу капіталу на підприємстві [11, с. 13–14].

Вартість капіталу – це економічна категорія, яка дозволяє поєднувати інвестиційні рішення з доходами власників і вигодами кредиторів. Її можна розглядати у кількох площинах, беручи до уваги інтереси та вимоги постачальників капіталу (інвесторів), покупців капіталу та потенційних інвесторів, які шукають найбільш вигідні напрями розподілу своїх наявних грошей [12, с. 39–45]. З точки зору постачальників капіталу, вартість капіталу розуміється як очікувана норма прибутку при даному рівні ризику. На думку кредиторів, це, найчастіше, є необхідною нормою прибутковості в результаті оцінки ризику операцій, здійснених у конкретних ринкових умовах. На думку власників, це можна трактувати як мінімальну норму прибутку з очікуванням можливості участі у додатковій економічній та ринковій вартості.

Для тих, хто отримує капітал, вартість капіталу – це норма прибутку, яку очікують постачальники капіталу від їх участі у капіталі в підприємствах з різним ступенем ризику, які фінансуються за допомогою різних складових капіталу. З точки зору потенційних інвесторів, учасників ринку капіталу, вартість капіталу може трактуватися як очікувана норма прибутку, що забезпечує підтримку ринкової вартості підприємства. Однак для цього потрібно припустити, що інвестори на фінансовому ринку реагують на інформацію як про ризик структури капіталу, так і про правильність (ефективність) його використання не лише ретроспективно, але й перспективно (відповідно до теорії ефективного ринку).

Кожен з елементів капіталу підлягає різній оцінці, залежно від методу визначення вигод для постачальників капіталу, рівня передбачуваного ризику та податкових рішень. Вартість позичкового капіталу головним чином залежить від суми необхідних відсотків, їх розподілу в часі, ставки податку на прибуток та тривалості боргових відносин. Для визначення вартості власного капіталу найчастіше використовується модель оцінки капітальних активів (модель CAPM). Ця модель визначається як ринкова модель рівноваги з урахуванням: безризикової норми прибутковості, премії за ризик для фондового ринку та  $\beta$ -коефіцієнта, оціненого на основі регресійного аналізу між нормою прибутковості та ринковою нормою прибутку. Таким чином, коефіцієнт  $\beta$  відображає волатильність курсів акцій даного підприємства проти волатильності всього індексу ринку. Чим більша волатильність ціни акцій відносно ринкового індексу, тим більший ризик і, отже, вища бета-вартість. Кожна структура капіталу відповідає середньозваженій вартості капіталу (WACC), що використовується на практиці для оцінки підприємства та в концепції управління вартістю.

Концепція управління вартістю підприємства поєднує стратегічні рішення з оперативними рішеннями. Загальні прагнення компанії, аналітичні методи та процеси управління підпорядковані максимізації вартості компанії. Це робиться шляхом зосередження процесу прийняття рішень на основних чинниках, що формують вартість

[13, с. 87]. У компанії, яка реалізує концепцію збільшення вартості в управлінських процесах, таких як планування та вимірювання результатів, використовується точний і однозначний показник ефективності – вартість компанії. Його застосування забезпечує менеджмент інформацією, необхідною для ухвалення рішень та дій, що підвищують вартість підприємства.

Корпоративний менеджмент завдяки вартості дозволяє організувати та контролювати всі питання, пов'язані з формуванням вартості компанії, а також у галузі проєктування та впровадження механізмів впливу на цю категорію. Це також дозволяє перетворити всеохоплюючі цілі підвищення вартості у конкретну діяльність організації та мотивації співробітників до ухвалення правильних рішень з точки зору процесів створення вартості [14, с. 53].

Визначення драйверів вартості – це індивідуальний процес, який по-різному відбувається на кожному підприємстві. Корисність цих чинників в управлінні бізнесом зростає, коли їх групують за критерієм впливу на вартість [13, с. 98]. Єдиний сенс полягає у використанні окремого набору – системи носіїв вартості поряд з їх взаємодією. Зміна одного з факторів, що створюють вартість, може зруйнувати всю створену систему, оскільки вона не повинна супроводжуватися аналогічними змінами інших факторів, а отже, це може призвести до дисбалансу в системі носіїв, що створюють вартість. Отже, ідентифіковані

драйвери вартості потрібно час від часу перевіряти, щоби гнучко пристосувати процеси створення вартості на підприємстві до змін, які відбуваються всередині підприємства, особливо у його мікросередовищі.

**Висновки.** Вибір відповідного набору факторів, що створюють вартість, – драйверів вартості, – є основою для формування циклу створення вартості. Важливо, щоби кожен із виділених факторів, що генерують вартість, був представлений відповідним показником, який дозволить оцінити ступінь його реалізації. Правильно побудовані показники чинників формування вартості повинні складати основу систем оплати праці працівників на всіх рівнях в організаційній структурі підприємства. Одним із аспектів її оцінки є інноваційність організації як ефективність впровадження відповідних організаційних рішень, включаючи системи стимулювання працівників, які беруть участь у реалізації інноваційних проєктів. Вони є важливою ланкою в циклі створення вартості та зумовлюють безперервний процес процесів створення вартості на підприємстві.

В управлінні підприємством значну роль відіграє формування розміру кожного з чинників у наборі факторів вартості на очікуваному бажаному рівні. Не менш важливою процедурою є спостереження за змінами, що відбуваються на підприємстві та в його середовищі, щоби мати можливість систематично вносити сприятливі зміни до складу факторів, що формують вартість підприємства.

#### Список використаних джерел:

1. Modigliani F., Miller M. The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory of Investments. *American Economic Review*. 1958. Vol. XLVIII. No. 3. P. 261–297.
2. Myers S.C. Capital structure. *The Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. P. 575–592.
3. Jansen M., Meckling W. The Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 5. P. 305–360.
4. Бичкова Н.В. Оптимізація структури капіталу вітчизняних підприємств у контексті підвищення ефективності фінансової діяльності. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2013. Випуск 1(48). С. 16–23.
5. Великий Ю.М., Тешева Л.В., Височин З.В. Управління оптимізацією структури капіталу підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2018. Випуск 29. С. 68–72.
6. Воронін А.В. Системний підхід до управління вартістю підприємства. *Економіка і організація управління*. 2016. № 3(23). С. 148–155.
7. Jerzemowska M. Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych. Gdańsk, 1996. 123 p.
8. Damodaran A. Applied Corporate Finance. A User's Manual. New York, 2014. 656 p.
9. Gersbach H. The optimal capital structure of an economy. *Economics Working Paper*. 2002. No. 359. 33 p.
10. Andersen T.J. Risk management, capital structure and performance: a Real option perspective. *Global Business & Economics Anthology*. Copenhagen Business School. Frederiksberg, 2005. P. 187–199.
11. Zarządzanie ryzykiem. Red. K. Jajuga. Warszawa, 2018. 384 p.
12. Łukasik G. Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw. Katowice, 2010. 215 p.
13. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. McKinsey & Company. New York, 2000. 490 p.
14. Szablewski, A., Pniewski, K., Bartoszewicz B. Value Based Management, koncepcje, narzędzia, przykłady. Warszawa, 2008. 712 p.

#### References:

1. Modigliani F., Miller M. (1958) The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory of Investments. *American Economic Review*, Vol. XLVIII. no. 3. pp. 261–297.
2. Myers S.C. (1984) Capital structure. *The Journal of Finance*, vol. 39, pp. 575–592.
3. Jansen M., Meckling W. (1976) The Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 5, pp. 305–360.
4. Bychkova N.V. (2013) Optymizatsiia struktury kapitalu vitchyznianskykh pidpriemstv u konteksti pidvyshchennia efektyvnosti finansovoi diialnosti [Optimization of the capital structure of domestic enterprises in the context of increasing the efficiency of financial activities]. *Visnyk sotsialno-ekonomichnykh doslidzhen*, vol. 1(48), pp. 16–23.
5. Velykii Yu.M., Tiesheva L.V., Vysochin Z.V. (2018) Upravlinnia optymizatsiieiu struktury kapitalu pidpriemstva [Managing optimization of the enterprise capital structure]. *Prychornomorski ekonomichni studii*, vol. 29, pp. 68–72.
6. Voronin A.V. (2016) Systemnyi pidkhid do upravlinnia vartisti pidpriemstva [System approach to value based management]. *Ekonomika i orhanizatsiia upravlinnia*, no. 3(23), pp. 148–155.
7. Jerzemowska M. (1996) Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych. Gdańsk, 123 p.
8. Damodaran A. (2014) Applied Corporate Finance. A User's Manual. New York, 656 p.
9. Gersbach H. (2002) The optimal capital structure of an economy. *Economics Working Paper*, no. 359, 33 p.

10. Andersen T.J. (2005) Risk management, capital structure and performance: a Real option perspective. *Global Business & Economics Anthology*. Copenhagen Business School. Frederiksberg, pp. 187–199.
11. Zarządzanie ryzykiem. Red. K. Jajuga. Warszawa, 2018. 384 p.
12. Łukasik G. (2010) Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw. Katowice, 215 p.
13. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000) *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd Edition. McKinsey & Company. New York, 490 p.
14. Szablewski, A., Pniewski, K., Bartoszewicz B. (2008) *Value Based Management, koncepcje, narzędzia, przykłady*. Warszawa, 712 p.

### ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА НА СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ ТРАНСПОРТНО-ЛОГИСТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ

**Аннотация.** Статья посвящена исследованию влияния структуры капитала на стоимость предприятий транспортно-логистической отрасли. Представлена характеристика основ базовых концепций структуры капитала: «теория ММ», теория компромисса, теория налога на процент. Обосновано различие между бухгалтерской и предпринимательской прибылью. Наглядно продемонстрировано, что бухгалтерская прибыль не является первостепенным индикатором эффективности хозяйствования, аргументирована важность роста стоимости предприятия в качестве стратегического приоритета современной компании. Проанализированы пять стандартов стоимости (справедливая рыночная, рыночная, инвестиционная, внутренняя, справедливая) и два основных подхода к их определению: континуационный и ликвидационный. Обосновано влияние структуры капитала на стоимость предприятия через управленческие решения, связанные с риск-менеджментом, налоговыми отношениями, конфликтами интересов, информационной асимметрией и т.п. Доказано, что основное влияние на стоимость предприятия структура капитала оказывает через драйверы стоимости, некорректный подбор которых может способствовать дисбалансу в цепочке генерирования стоимости. Предложен системный подход к отбору драйверов с учетом специфики отрасли, рынка и конкретных микроэкономических условий деятельности компании.

**Ключевые слова:** драйвер стоимости, прибыль, риск, рыночная стоимость, справедливая стоимость, стоимость предприятия, структура капитала.

### CAPITAL STRUCTURE IMPACT ON THE VALUE OF ENTERPRISES IN THE TRANSPORT AND LOGISTICS INDUSTRY

**Summary.** The paper is devoted to the study of the capital structure impact on the value of enterprises in the transport and logistics industry. The urgency of this problem lies in the existence of an unresolved dilemma – what is the main goal of a modern enterprise: to maximize profits or company's value? The author carried out a theoretical and methodological analysis of the problem of elements of a firm's capital influence on various forms of its value. It is presented foundations' characteristic of the basic concepts of capital structure: «MM theory», theory of compromise, theory of interest tax. It is determined the essential differences in the «profit» category within the framework of the study; highlighted the main functions of profit in the context of its impact on the capital structure. It is substantiated the difference between accounting and entrepreneurial profit. It is clearly demonstrated that accounting profit is not the primary indicator of economic efficiency; it is argued the importance of the growth of enterprise value as a strategic priority of a modern company. It is analyzed the socio-economic consequences of increasing the value of an enterprise for society. The article presents a comparative characteristic of approaches to the company's value: balance sheet, reproduction, liquidation and derivative ones, identifies the key features of these types. It is analyzed five standards of value (fair market, market, investment, internal, fair) and two main approaches to their definition: continuation and liquidation. It is substantiated the influence of the capital structure on the enterprise value through management decisions related to risk management, tax relations, conflicts of interest, information asymmetry, etc. The author focuses on the importance of a risk-based approach to the choice of the capital structure. It is proven that the capital structure exerts the main influence on the enterprise value through value drivers, the incorrect selection of which can contribute to an imbalance in the value generation chain. It is proposed a systematic approach to the selection of drivers, considering the specifics of an industry, market and specific microeconomic conditions of the company.

**Key words:** capital structure, enterprise value, fair value, market value, profit; risk, value driver.