

РОЗДІЛ 4

ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ

УДК 658.14:005.585

Давидов О. І.

Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

ОЦІНКА ВИТРАТ НА КАПІТАЛ ПІД ЧАС ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

У статті розглянуто питання оцінки витрат на капітал у процесі визначення вартості підприємств. Досліджено витрати на капітал і методику їх оцінки. Розкрито економічну сутність вартості капіталу в контексті визначення витрат на капітал. Обґрунтовано доцільність використання показника середньозваженої вартості капіталу під час оцінювання вартості сукупного капіталу підприємства. Встановлено найбільш прийнятні варіанти розрахунку загальної величини капіталу та його складових під час оцінювання витрат на капітал.

Ключові слова: капітал, власний капітал, позиковий капітал, витрати на капітал, оцінка, вартість капіталу, середньозважена вартість капіталу, вартість підприємств.

Постановка проблеми. Успішна реалізація концепції управління підприємствами з метою зростання їх вартості передбачає адекватну оцінку вартості підприємств на основі розуміння логіки процесів її створення на мікрорівні сучасної економіки.

Оцінка вартості підприємств спрямована на вимірювання їх цінності. На формування цінності підприємств суттєво впливають основні фактори виробництва, які забезпечують господарську діяльність підприємств, такі як капітал, земля, праця. У системі цих факторів провідна роль належить капіталу, оскільки він об'єднує всі ці фактори в єдиний виробничий комплекс. Як головний фактор виробництва та інвестиційний ресурс капітал виступає важливою детермінантою створення вартості сучасних підприємств.

Залучення капіталу для фінансування вартісно-орієнтованої діяльності підприємств пов'язано з певними витратами, які потребують відповідної оцінки під час визначення вартості підприємств. Для здійснення оцінки витрат на капітал необхідно усвідомити їх сутність, більш глибоко дослідити проблематику вимірювання витрат на капітал, обґрунтувати методику обчислення таких витрат в процесі визначення вартості підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічні аспекти оцінки витрат на капітал досліджували такі науковці, як Г. Арнольд, І.А. Бланк, В.В. Бондаренко, А.М. Герасимович, А. Дамодаран, р.І. Заворотній, Н.Б. Кащенко, В.В. Ковальов, О.О. Лемішко, Л.В. Петришинець, Н.Н. Пойда-Носик, Л.П. Тимофеев, Г.Л. Чміль. Проблеми оцінки витрат на капітал в процесі визначення вартості підприємств аналізували В.Г. Андрійчук, р.В. Андрійчук, А.Г. Загородній, В.В. Калюжний, Ю.С. Камарицький, Т. Коллер, Т. Коупленд, О.В. Мілінчук, О.В. Мозенков, Дж. Муррін, О.П. Осетрова, І.Й. Яремко.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Аналіз праць вчених з розглянутої проблематики свідчить про те, що теоретичні та методологічні аспекти оцінки витрат на капітал в процесі визначення вартості підприємств досліджені недостатньо. Нині не існує досконалої методики оцінки витрат на капітал. В економічній літературі спостерігається багатовекторність поглядів науковців на розуміння економічної сут-

ності вартості капіталу. Залишаються дискусійними питання доцільності використання показника середньозваженої вартості капіталу під час оцінювання вартості сукупного капіталу, а також застосування тих або інших способів визначення загальної величини капіталу та його складових.

Мета статті полягає у теоретико-методологічному обґрунтуванні оцінки витрат на капітал під час визначення вартості підприємств в процесі побудови вартісно-орієнтованої системи управління на мікроекономічному рівні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Капітал є сукупністю грошових коштів із власних і позикових джерел фінансування, що вкладені в діяльність підприємства для досягнення визначених цілей постачальників цих коштів та самого суб'єкта господарювання (в цьому контексті – збільшення вартості підприємства).

Платний характер залучення підприємством капіталу обумовлює формування відповідних витрат. Витрати на капітал (або капітальні витрати) характеризують абсолютну величину витрат підприємства на капітал в процесі його залучення в господарський обіг. Тобто витрати на капітал є узагальнюючим показником ціни залучення капіталу у формі власних і позикових коштів.

Витрати на капітал (B_k) можуть бути визначені за такою формулою:

$$B_k = W_k \times K, \quad (1)$$

де W_k – вартість капіталу (у відсотках до величини цього капіталу); K – величина капіталу, грошових одиниць.

Таким чином, для оцінки витрат на капітал необхідно визначити вартість капіталу та його величину.

Стосовно розрахунку вартості капіталу Г. Арнольд вказував на те, що у світі невизначеностей необхідно здійснювати управлінські вчинки, які дають реальні результати. При цьому слід враховувати можливі суб'єктивні помилки та неточності, а не гнатися за шаблонною точністю розрахунків. Може йтися лише про оцінку границь прийнятної діпазону вартості [1, с. 251].

Вихідним пунктом розуміння проблем визначення вартості капіталу і шляхів їх вирішення є розкриття економічної сутності цього поняття.

Вартість капіталу трактується в економічній літературі з різних позицій. Можна виділити такі підходи науковців до визначення економічної сутності вартості капіталу: підхід з позицій підприємства, яке залучає капітал; підхід з точки зору інвесторів – вкладників капіталу; комбінований підхід з позицій підприємства та інвесторів (табл. 1).

Відмінності у наукових трактовках економічної сутності вартості капіталу обумовлені дуалістичною природою цієї економічної категорії, специфікою розуміння вченими значимості капіталу з позицій окремих економічних суб'єктів, а саме підприємства та інвесторів.

З точки зору підприємства вартість капіталу відображає витратний (не ціннісний) характер капіталу, тобто є платою за використання підприємством коштів, які залучаються з ринку капіталів у процесі здійснення ним господарської діяльності.

З позицій інвесторів, що є вкладниками капіталу, поняття «вартість капіталу» набуває цін-

нісний відтінок та виражає рівень дохідності, очікуваний ними від вкладень капіталу в підприємство. При цьому йдеться про альтернативну вартість у вигляді очікуваної інвесторами дохідності від можливої реалізації альтернативних варіантів інвестування коштів із еквівалентним ризиком. Фактично в цьому випадку слід говорити про відносний рівень упущеної інвесторами вигоди, що виражається у формуванні ставки необхідної дохідності вкладень.

Під час розгляду економічної сутності вартості капіталу з позицій інвесторів виявляється також ринковий характер розглянутої категорії, оскільки формування альтернативної вартості здійснюється на ринку, а не на рівні самого підприємства як об'єкта вкладень. Щодо цього р.Г. Ібрагімов справедливо вказував на необхідність врахування в оцінці вартості капіталу вимог ринку до дохідності інвестицій з відповідним ризиком, а не індивідуальних домовленостей окремих суб'єктів [15, с. 69].

Таблиця 1

Підходи науковців до визначення економічної сутності вартості капіталу

Автор і джерело	Визначення економічної сутності вартості капіталу
I. ПІДХІД З ПОЗИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА, ЯКЕ ЗАЛУЧАЄ КАПІТАЛ	
В.В. Глущенко, А.В. Кравець [2, с. 50]	Під вартістю капіталу розуміється те, у скільки обходиться підприємству весь капітал, що використовується. У широкому розумінні вартість капіталу – це розмір фінансової відповідальності, яку бере на себе підприємство за використання у своїй діяльності власного і позикового капіталу.
О.В. Замазій [3, с. 114]	З економічних позицій вартість капіталу відображає суму, яку необхідно сплатити за залучення одиниці капіталу з відповідного джерела.
Л.П. Тимофєєнко [4, с. 377]	Вартість капіталу – це грошова сума, яку потрібно сплатити за отримання майнових прав у конкретних умовах місця і часу.
М.А. Коваленко, І.І. Нагорна [5, с. 33]	Вартість капіталу – сума витрат на його формування.
А.О. Черкасова [6]	Вартість капіталу – це виражена у відсотках величина, що визначається співвідношенням коштів, фактично сплачених підприємством за використання капіталу його власникам, до загального обсягу залучених ресурсів з даного джерела формування капіталу.
II. ПІДХІД З ТОЧКИ ЗОРУ ІНВЕТОРІВ – ВКЛАДНИКІВ КАПІТАЛУ	
А. Гершун, М. Горський [7, с. 269]	Вартістю капіталу є норма прибутку, яку інвестор очікує отримати на свою інвестицію з урахуванням ризиків, пов'язаних з нею.
Дж.К. Ван Хорн, Дж.М. Вахович [8, с. 663]	Вартість капіталу – це ставка дохідності для різних типів фінансування бізнесу, яку вимагають постачальники капіталу.
Дж.К. Шим, Дж.Г. Сігел [9, с. 124, 169]	Вартість капіталу розглядається як мінімальна норма прибутку, запитувана інвесторами. Вартість капіталу визначається як норма прибутку, яку компанія пропонує за свої цінні папери для підтримання їх ринкової вартості.
Р.В. Колб, р. Дж. Родригес [10, с. 219]	Середньозваженою вартістю капіталу є загальна необхідна дохідність за активами компанії.
III. КОМБІНОВАНИЙ ПІДХІД З ПОЗИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА ТА ІНВЕТОРІВ	
В.В. Ковальов [11, с. 826–827]	Вартість капіталу кількісно виражається у сформованих в компанії відносних річних витратах з обслуговування заборгованості перед власниками та інвесторами. Водночас концепція вартості капіталу не зводиться лише до обчислення відносної величини грошових виплат, які треба перерахувати власникам, котрі надали фінансові ресурси, але й характеризує той рівень рентабельності (дохідності) інвестованого капіталу, який повинно забезпечувати підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість.
І.А. Бланк [12, с. 245]	Показник рівня вартості капіталу має різний економічний сенс для окремих суб'єктів господарювання: для інвесторів і кредиторів це норма дохідності на наданий в користування капітал, яку вони вимагають; для суб'єктів господарювання, які формують капітал з метою виробничого або інвестиційного його використання, рівень вартості капіталу характеризує питомі витрати із залучення та обслуговування використаних фінансових коштів, тобто ціну, яку вони платять за використання капіталу.
Н.Н. Пойда-Носик, Л.В. Петришинець [13, с. 118]	Загалом вартість капіталу підприємства як узагальнюючий показник ціни всіх ресурсів розглядається з таких позицій: 1) для підприємства, що залучає кошти (як власні, так і позикові), це, зокрема, плата за користування фінансовими ресурсами, тобто рівень витрат фінансування; 2) для інвестора це рівень дохідності, очікуваний ним від вкладення капіталу в дане підприємство; 3) в разі залучення позикових коштів це мінімальний рівень рентабельності, який має забезпечити підприємство для беззбиткової діяльності.
Н.Б. Кащена, Г.Л. Чміль [14, с. 40]	Вартість капіталу – витрати на обслуговування фінансових ресурсів, залучених з внутрішніх і зовнішніх джерел, рівень яких визначається вираженням у відсотках співвідношення суми дивідендів і відсотків, які очікують отримати власники капіталу, вкладеного у фінансування господарської діяльності підприємства, та загального обсягу залученого капіталу.

Джерело: складено автором

Водночас слід відзначити, що сутнісні характеристики вартості капіталу з позицій підприємства й інвесторів не можуть розглядатися окремо, тісно переплітаються, взаємно доповнюють один одного та утворюють єдиний зміст поняття «вартість капіталу».

Вартість капіталу, з одного боку, характеризує не тільки відносний розмір витрат підприємства на капітал під час його залучення в господарську діяльність, але й потрібний рівень рентабельності (дохідності) інвестованого капіталу, який повинно забезпечити підприємство. З іншого боку, очікувана інвесторами дохідність від надання ними коштів даному підприємству визначає необхідну величину відносних витрат підприємства під час залучення капіталу з ринку.

У зв'язку з цим найбільш повно економічна сутність вартості капіталу може бути розкрита в рамках реалізації комбінованого підходу до її визначення (з позицій підприємства та інвесторів).

З урахуванням проведених досліджень під вартістю капіталу слід розуміти відносний розмір ринкових витрат підприємства на капітал під час його залучення для фінансування господарської діяльності, який відповідає рівню альтернативної вартості у вигляді очікуваної інвесторами дохідності від вкладень капіталу в дане підприємство з урахуванням альтернативних варіантів інвестування.

В запропонованому визначенні вартості капіталу слід акцентувати увагу на таких важливих моментах:

1) вартість капіталу є відносним показником, що вимірюється у відсотках до загальної величини капіталу, тобто вартість капіталу – це відсоткова ставка

2) вартість капіталу – це не фактична або номінальна ціна залучення капіталу конкретним підприємством, а альтернативна вартість, яка формується на основі очікувань інвесторів цього підприємства від альтернативних можливостей вкладення капіталу за незмінного рівня ризику

3) вартість капіталу є ринковою категорією, тобто ця вартість встановлюється на ринку капіталів залежно від попиту та пропозиції на даний капітал.

Підприємство залучає фінансові ресурси з різних джерел, що обумовлює неоднорідність капіталу, його ділення залежно від джерел формування на власний і позиковий, створення структури капіталу підприємства. Відповідно, сукупна вартість капіталу формується на основі вартостей основних його складових, а саме власного і позикового капіталів.

Формування вартості власного і позикового капіталів характеризується певною специфікою в процесі їх залучення для фінансування діяльності підприємства.

Передусім слід відзначити, що вартість власного і позикового капіталів має різний рівень формалізації у відносинах їх вкладників і підприємства.

Під час залучення власного капіталу відсутня формальна угода між підприємством та його власниками щодо необхідного рівня дохідності вкладників власного капіталу від їх інвестицій в господарську діяльність підприємства (за винятком використання власних коштів, які залучені шляхом випуску привілейованих акцій), тобто величина вартості власного капіталу фактично не формалізована.

На відміну від цього, вартість позикового капіталу переважно визначена відповідними догово-

рами в процесі залучення підприємством елементів такого капіталу, а саме банківських кредитів, облігаційних позик тощо. Хоча слід відзначити, що в цьому випадку йдеться про явні, експліцитні витрати підприємства на ті або інші елементи позикового капіталу. Приховані, імпліцитні витрати на позиковий капітал не охоплюються цими формальними угодами (зокрема, зменшення відсоткових ставок під час отримання підприємствами кредитів від материнських компаній та інших пов'язаних осіб порівняно з ринковими відсотковими ставками може компенсуватися такими підприємствами шляхом надання цим кредиторам інших робіт і послуг за заниженими цінами).

Вартість власного і позикового капіталів не є однаковою в процесі їх залучення для фінансування господарської діяльності підприємства, що обумовлено головним чином відмінностями між власним і позиковим капіталом за рівнем ризику для інвесторів – вкладників цих капіталів, а також за можливістю використання ефекту так званого податкового щита (Tax Shield).

Порівняно з позиковим капіталом залучення підприємством власного капіталу має більш ризиковий характер для його вкладників у зв'язку з тим, що претензії основних постачальників даного капіталу – власників підприємства – на отримання частини прибутку і майна у разі ліквідації підприємства задовольняються в останню чергу (після відшкодування зобов'язань перед кредиторами, працівниками та ін.), що збільшує вартість власного капіталу на розмір премії за ризик. На противагу цьому, рівень ризику для власників позикового капіталу від надання його підприємству є нижчим, ніж для вкладників власного капіталу, оскільки кредитори мають першочергове право на отримання частини прибутку і майна під час ліквідації підприємства.

Залучення позикового капіталу пов'язано з формуванням ефекту «податкового щита» шляхом отримання підприємством податкової економії в результаті виключення витрат на обслуговування даного капіталу з бази оподаткування прибутку. Дія «податкового щита» обумовлює зменшення реальної вартості позикового капіталу. По відношенню до власного капіталу ефект «податкового щита» не діє (виплати дивідендів та інших форм доходу власникам цього капіталу здійснюються за рахунок чистого прибутку підприємства і не зменшують базу оподаткування прибутку). Відповідно, вказана обставина також робить власний капітал більш дорогим джерелом фінансових ресурсів для підприємства, ніж позиковий капітал.

Таким чином, відмінні особливості залучення елементів загального капіталу під час здійснення господарської діяльності обумовлюють формування, як правило, більш високої вартості власного капіталу порівняно з вартістю позикового капіталу.

Сучасні підприємства у процесі фінансування своєї господарської діяльності зазвичай використовують як власний, так і позиковий капітал. Ці складові загального капіталу підприємства, як було показано раніше, мають різну вартість. Співвідношення між власним та позиковим капіталом в його структурі для окремих підприємств також не є однаковим. Тому під час оцінювання вартості всього капіталу підприємства необхідно враховувати не тільки вартість власного і позикового капіталу, але й частку кожного з цих видів капіталу в загальній його величині.

Вартість капіталу фірми, на справедливую думку А. Дамодарана, повинна відображати вартість джерел фінансування пропорційно ступеню їх використання у фінансовій комбінації в процесі фінансування підприємством своїх операцій [16, с. 273].

Оцінка вартості сукупного капіталу підприємства повинна здійснюватися шляхом визначення середньозваженої величини вартостей окремих складових цього капіталу, де як ваги приймаються частки власного та позикового капіталу в загальній його величині.

Вартістю капіталу є середньозважена вартість різноманітних компонентів фінансування, які використовуються фірмою для забезпечення фінансових потреб [16, с. 273].

У зв'язку з цим слід визнати недостатньо обґрунтованою позицію окремих вчених, які заперечують важливість визначення середньозваженої вартості капіталу. На їхню думку, оцінка цієї вартості стала об'єктом масштабних, переважно надмірно теоретизованих досліджень, що частково пояснюється можливістю здійснення більш-менш прийняттого аналізу переважно відносно великих компаній відкритого типу з порівняно стабільними темпами росту і незмінною базовою вартістю [17, с. 63; 18, с. 139].

Під час оцінювання середньозваженої вартості капіталу необхідно врахувати дію «податкового щита» під час залучення позикового капіталу. «Податковий щит» характеризує розмір економії на податкових платежах підприємства в результаті включення до складу витрат для цілей оподаткування прибутку витрат, пов'язаних з нарахуванням відсотків за борговими зобов'язаннями в процесі фінансово-господарської діяльності підприємства як платника податку на прибуток. Тому реальна вартість позикового капіталу для підприємства зменшується на розмір «податкового щита», який обчислюється як виражений у відсотках добуток вартості позикового капіталу на ставку податку на прибуток у вигляді коефіцієнта.

Показник середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC) з урахуванням дії «податкового щита» розраховується таким чином:

$$WACC = k_e \times W_e + k_d \times (1-S) \times W_d, \quad (2)$$

де k_e – вартість власного капіталу; k_d – вартість позикового капіталу; W_e – частка власного капіталу в сукупному капіталі підприємства; W_d – частка позикового капіталу в сукупному капіталі підприємства; S – ставка податку на прибуток підприємства, яка виражена коефіцієнтом.

Величина в WACC означає середню ціну залучення підприємством власного і позикового капіталу, яка зважена на частки цих видів капіталу у структурі сукупного капіталу суб'єкта господарювання.

Показник характеризує відносний рівень загальної суми регулярних витрат на підтримання наявної структури капіталу, авансованого в діяльність компанії (у відсотках до загального обсягу залучених коштів) [11, с. 837].

Через те, що власний і позиковий капітал також складаються з ряду елементів, які мають різну вартість, то у формулі (2) і можуть розглядатися як середньозважені величини вартостей складових відповідних видів капіталу.

Загалом значення показника WACC, відповідно до формули (2), визначається переважно величиною вартості власного та позикового капіталу,

а також співвідношенням цих видів капіталу, тобто структурою капіталу підприємства.

Щодо взаємозв'язку показника середньозваженої вартості капіталу та вартості підприємства В.В. Ковальов акцентував увагу на безперечності такого твердження: за інших рівних умов зниження WACC сприяє підвищенню цінності фірми, під якою розуміється її ринкова вартість [11, с. 838].

Під час оцінювання вартості підприємств показник середньозваженої вартості капіталу використовується для встановлення ставки дисконтування під час застосування дохідного підходу до визначення вартості підприємств, а також у відомих моделях оцінки вартості підприємств: моделі економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA), моделі доданої вартості потоку грошових коштів (Cash Value Added, CVA), моделі акціонерної доданої вартості (Shareholders Value Added, SVA).

Показник WACC набуває все більшого розповсюдження в міжнародній практиці оцінки. Так, зокрема, в 1976 році менше 10% досліджених британських компаній використовували цей показник, а через два десятиріччя ситуація значно змінилася: згідно з даними досліджень (2000 рік) – 96 британських компаній, більшість з них вже користувалася показником WACC (зокрема, 61% великих і 63% середніх підприємств) [1, с. 238–239].

Водночас, на справедливую думку В.В. Ковальова, не слід заціклюватися на обчисленні точних оцінок вартості джерел фінансування. Ця міфічна точність в принципі недосяжна. Треба передусім розуміти сутність джерел фінансування на якісному рівні та вмійти оцінювати їх порівнянню значимість, взаємозв'язок, можливу динаміку. По відношенню до показника WACC точність не тільки недосяжна, але й навряд чи доречна, оскільки цей показник використовується передусім для прийняття рішень стратегічного характеру [11, с. 836–837].

Оцінка витрат на капітал у процесі визначення вартості підприємств, згідно з формулою (1), передбачає вимірювання загальної величини капіталу, який залучається для фінансування діяльності підприємства. Встановлення значення цього показника є важливим також для визначення часток власного і позикового капіталів в структурі капіталу підприємства під час розрахунку WACC відповідно до формули (2).

Оцінка капіталу підприємства може бути балансовою або ринковою. Ринкова оцінка капіталу у вітчизняних умовах є досить проблематичною у зв'язку з нестабільним станом національної економіки, недостатнім рівнем розвитку ринку цінних паперів, практичною відсутністю доступної та достовірної інформації для здійснення цієї оцінки.

Під час оцінювання капіталу в рамках визначення витрат на цей капітал важливим є те, що вона виконується по відношенню до власних і позикових коштів, які залучаються підприємством для фінансування своєї діяльності на платній основі. Тому однією з основних методологічних проблем оцінки капіталу підприємства є встановлення обсягу безкоштовно залучених підприємством коштів з подальшим їх виключенням із загальної величини капіталу. Ця проблематика стосується окремих елементів позикового капіталу, використання яких не пов'язано з відсотковими або іншими витратами з боку підприємства.

Проблема визначення безкоштовних складових позикового капіталу та їх врахування під час оцінювання капіталу підприємства досить широко висвітлюється в економічній літературі. Так, О.В. Мозенков і В.В. Калюжний відносять до вищевказаних складових такі види короткострокових заборгованостей, як, зокрема, кредиторська, податкова заборгованість перед бюджетом, нарахування. Ці види заборгованостей не викликають відсоткових витрат, а тому їх зазвичай не враховують у складі інвестованого капіталу [19, с. 86]. О.В. Терещенко рекомендує не враховувати під час визначення WACC позиковий капітал в частині забезпечення наступних витрат і платежів, поточних зобов'язань за розрахунками тощо, на які не нараховуються відсотки (та інші платежі) за їх користування [20, с. 146].

Збільшення точності оцінки безкоштовних елементів позикового капіталу можливе за детального аналізу складу поточної кредиторської заборгованості, змісту відповідних зобов'язань підприємства, більш глибокого дослідження цих позикових джерел фінансування на предмет встановлення платного або безкоштовного характеру їх використання в процесі діяльності підприємства.

Науковцями пропонуються різноманітні варіанти оцінки загальної величини капіталу підприємства. Так, зокрема, О.В. Мозенков і В.В. Калюжний вважають, що величина інвестованого капіталу повинна розраховуватися на основі сукупних активів шляхом їх зменшення на суму: 1) грошей та їх еквівалентів, оскільки ці кошти не є операційним активом та не використовуються під час отримання прибутку; 2) короткострокових і довгострокових інвестицій (вони не беруть участь у формуванні операційного прибутку і є фінансовими, а не операційними активами); 3) безвідсоткових поточних зобов'язань [19, с. 86].

Однак доцільність зменшення сукупних активів під час оцінювання капіталу не тільки на безвідсоткові поточні зобов'язання, але й на суму грошей та їх еквівалентів, короткострокових та довгострокових інвестицій викликає великий сумнів. Це обумовлено тим, що, по-перше, дані елементи є різнорідними за своєю сутністю: гроші та їх еквіваленти, короткострокові та довгострокові інвестиції характеризують компоненти вже сформованих активів в результаті інвестування капіталу в діяльність підприємства, а безвідсоткові поточні зобов'язання є одним із джерел фінансування тих або інших активів підприємства та відображаються в пасиві балансу підприємства. По-друге, капітал підприємства в контексті оцінки витрат на його залучення розглядається з точки зору джерел формування, що обумовлює необхідність оцінки капіталу через встановлення обсягу залучених коштів саме на стадії фінансування активів підприємства. Тому оцінку капіталу шляхом зменшення сукупних активів підприємства на вже сформовані активи у вигляді грошей та їх еквівалентів, короткострокових та довгострокових інвестицій, навряд чи можна вважати обґрунтованою.

Водночас заслуговує уваги підхід О.В. Мілінчук, яка пропонує розраховувати суму інвестованого капіталу на основі балансу підприємства шляхом віднімання із суми активів підприємства на кінець періоду таких компонентів пасивів балансу підприємства:

1) забезпечення наступних виплат і платежів на кінець періоду (відстрочені податкові зобов'язання, інші довгострокові зобов'язання,

довгострокові забезпечення, цільове фінансування)

2) поточна кредиторська заборгованість на кінець періоду (поточна кредиторська заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями; товарами, роботами, послугами; розрахунками з бюджетом; розрахунками зі страхування; розрахунками з оплати праці)

3) інші зобов'язання, на які не нараховуються відсотки за їх використання на кінець періоду (поточні забезпечення, інші поточні зобов'язання) [21, с. 87–88].

В розглянутому підході в складі інших зобов'язань, на які не нараховуються відсотки за їх використання на кінець періоду, доцільно врахувати також доходи майбутніх періодів. Ці доходи можуть залучатися суб'єктом господарювання на безкоштовній основі для фінансування своєї діяльності, тому на їх величину повинна зменшуватися сума активів підприємства в процесі оцінювання капіталу.

Застосування цього підходу дає змогу найбільш повно врахувати безкоштовні елементи позикового капіталу, які віднімаються із суми активів підприємства під час оцінювання загальної величини його капіталу. Тому такий підхід слід визнати найбільш прийнятним для оцінки капіталу під час розрахунку витрат на цей капітал в процесі визначення вартості підприємств.

Необхідність розрахунку часток власного та позикового капіталів в структурі капіталу під час оцінювання WACC потребує визначення сум відповідних капіталів. Сума власного капіталу виражається підсумковою величиною першого розділу пасивів балансу підприємства на кінець звітного періоду. Сума позикового капіталу буде визначатися різницею між загальною сумою капіталу, яка розрахована згідно з вищезгаданим підходом, і сумою власного капіталу.

Висновки. Витрати на капітал є абсолютним, узагальнюючим показником ціни залучення підприємством капіталу у формі власних і позикових коштів. Оцінка витрат на капітал пов'язана з необхідністю визначення вартості і величини капіталу.

Економічна сутність вартості капіталу найбільш повно розкривається в рамках реалізації комбінованого підходу до її розуміння з позицій підприємства та інвесторів. Вартість капіталу характеризує відносний розмір ринкових витрат підприємства на капітал під час його залучення для фінансування господарської діяльності, який відповідає рівню альтернативної вартості у вигляді очікуваної інвесторами дохідності від вкладень капіталу в дане підприємство з урахуванням альтернативних варіантів інвестування. Вартість капіталу є альтернативною вартістю, яка виражається ринковою відсотковою ставкою витрат підприємства на капітал під час його залучення в процесі господарської діяльності.

Специфіка залучення підприємством капіталу з різних джерел обумовлює, як правило, формування більш високої вартості власного капіталу порівняно з вартістю позикового капіталу. Під час оцінювання вартості всього капіталу підприємства необхідно враховувати вартість власного і позикового капіталу та частку кожного з цих видів капіталу в загальній його величині шляхом застосування показника середньозваженої вартості капіталу.

В рамках визначення витрат на капітал оцінку загальної його величини доцільно здійснювати шляхом зменшення суми активів підприємства на

суму забезпечення наступних виплат і платежів, поточної кредиторської заборгованості та інших безкоштовних зобов'язань підприємства. Суми власного і позикового капіталу визначаються, відповідно, підсумковою величиною першого розділу пасивів балансу підприємства та різницею між загальною сумою капіталу та сумою власного капіталу.

Подальші дослідження пов'язані з теоретико-методологічним обґрунтуванням оцінки ціннісних результатів використання капіталу в процесі формування вартості підприємств, побудовою моделі визначення вартості підприємств на основі оцінок витрат на капітал і ціннісних результатів його використання у вартісно-орієнтованій діяльності суб'єктів господарювання.

Список використаних джерел:

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: [пособие по финансовым рынкам, решениям и методам] / Г. Арнольд; пер. с англ.; науч. ред. О.Б. Максимова. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
2. Глуценко В.В. Оптимізація структури капіталу акціонерних товариств на основі багатокритеріального підходу як напрям удосконалення фінансово-кредитного механізму їх розвитку / В.В. Глуценко, А.В. Кравець // Вісник Національного університету «Львівська політехніка»: збірник наукових праць / відп. ред. Й.М. Петрович. – № 725. Проблеми економіки та управління. – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2012. – С. 49–56.
3. Замазій О.В. Оптимальна структура капіталу підприємства як чинник його конкурентоспроможності / О.В. Замазій // Економіка і регіон. – 2013. – № 3. – С. 110–116.
4. Тимофєєнко Л.П. Вартість капіталу та принципи її оцінювання / Л.П. Тимофєєнко // Вісник Львівської комерційної академії: збірник наукових праць / [ред. кол.: Г.І. Башнянин, В.В. Апопій, О.Д. Вовчак та ін.]. – Вип. 36. – Львів: Видавництво Львівської комерційної академії, 2011. – С. 377–380 (Серія: Економічна).
5. Коваленко М.А. Методологічні основи оцінки вартості інтелектуального капіталу підприємства і плати за його використання / М.А. Коваленко, І.І. Нагорна // Вісник Хмельницького національного університету. Серія: Економічні науки. – 2012. – № 1. – С. 33–37.
6. Черкасова А.О. Застосування сучасних методичних підходів до оцінки вартості капіталу акціонерного товариства / А.О. Черкасова // Ефективна економіка. – 2012. – № 4. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1234>.
7. Гершун А. Технології сбалансованого управління / А. Гершун, М. Горський. – М.: ООО «МАГ КОНСАЛТИНГ», ЗАО «Олимп – Бизнес», 2005. – 415 с.
8. Ван Хорн Дж.К. Основы финансового менеджмента / Дж.К. Ван Хорн, Дж.М. Вахович; пер. с англ. – 12-е изд. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 1232 с.
9. Шим Дж.К. Финансовый менеджмент / Дж.К. Шим, Дж.Г. Сигел; пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1996. – 400 с.
10. Колб Р.В. Финансовый менеджмент: [учебник] / р.В. Колб, р. Дж. Родригес; пер. 2-го англ. изд.; предисл. к русск. изд. Е.Л. Драчевой]. – М.: Финпресс. – 2001. – 496 с.
11. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК «Велби»; изд-во «Проспект». – 2008. – 1024 с.
12. Бланк И.А. Управление активами и капиталом предприятия / И.А. Бланк – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 448 с. – («Энциклопедия финансового менеджера»; Вып. 2).
13. Пойда-Носик Н.Н. Управление стоимостью и структурой капитала предприятия как элемент финансовой безопасности / Н.Н. Пойда-Носик, Л.В. Петришинец // Финансы Украины. – 2010. – № 6. – С. 117–124.
14. Качена Н.Б. Концептуальні основи оцінки вартості капіталу підприємств роздрібної торгівлі / Н.Б. Качена, Г.Л. Чміль // Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг. – 2012. – Вип. 2. – С. 38–45. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/esprstp_2012_2_8.
15. Ибрагимов Р.Г. Влияние рыночного долгового финансирования на стоимость капитала и ценность компании / р.Г. Ибрагимов // Российский журнал менеджмента. – 2007. – Т. 5. – № 1. – С. 67–84.
16. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс. – 2004. – 1342 с.
17. Капітал підприємства: формування та реалізація: [монографія] / [А.Г. Загородній, О.Є. Кузьмін, І.Й. Яремко]. – Львів: ЗУКЦ, ПП НВФ «Біарп». – 2011. – 224 с.
18. Яремко І.Й. Теоретичні і прикладні засади формування вартості машинобудівних підприємств: [монографія] / І.Й. Яремко. – Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка». – 2008. – 260 с.
19. Мозенков О.В. Ринкова вартість компанії у системі захисту корпоративних прав держави / О.В. Мозенков, В.В. Каложний // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 82–98.
20. Терещенко О.В. Ставка дисконтування: проблеми розрахунку та шляхи їх вирішення / О.В. Терещенко // Світ фінансів. – 2006. – Вип. 4. – С. 144–150.
21. Мілінчук О.В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники / О.В. Мілінчук // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – 2016. – № 1. – С. 86–96.

Давыдов А. И.

Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина

ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Резюме

В статье рассмотрены вопросы оценки затрат на капитал в процессе определения стоимости предприятий. Исследованы затраты на капитал и методика их оценки. Раскрыта экономическая сущность стоимости капитала в контексте определения затрат на капитал. Обоснована целесообразность использования показателя средневзвешенной стоимости капитала при оценке стоимости совокупного капитала предприятия. Установлены наиболее приемлемые варианты расчета общей величины капитала и его составляющих при оценке затрат на капитал.

Ключевые слова: капитал, собственный капитал, заемный капитал, затраты на капитал, оценка, стоимость капитала, средневзвешенная стоимость капитала, стоимость предприятий.

Davydov O. I.

V.N. Karazin Kharkiv National University

CAPITAL COST ESTIMATE IN DETERMINING THE VALUE OF ENTERPRISES

Summary

In the article, there are considered problems of the estimate of capital cost in the process of determining the value of enterprises. There are researched capital cost and methods of its estimation. It is described the economic essence of the cost of capital in the context of determining capital costs. There are given reasons for the use of the average weighted cost of capital while estimating the cost of enterprise total capital. There are defined the most acceptable options of calculations of total capital and its components when estimating costs for capital.

Key words: capital, equity, loan capital, capital cost, estimate, cost of capital, weighted average cost of capital, value of enterprises.

УДК 358.3

Євтушенко Н. О.

Державний університет телекомунікацій

ВПЛИВ КОНФЛІКТІВ НА РЕЗУЛЬТАТИВНІСТЬ КОНСАЛТИНГОВОЇ ВЗАЄМОДІЇ

У статті досліджено теоретичні питання формування поняття «конфлікт», проаналізовано його змістовну складову, а також з'ясовано природу походження. Встановлено основні причини виявлення конфліктів в діяльності консалтингової компанії у процесі вирішення проблемних ситуацій. Визначено особливості конфліктів, коли вони або сприяють підвищенню результативності діяльності консалтингової компанії, або знижують особисту задоволеність її людського капіталу, а також викликають процеси розбалансованості. Запропоновано різні варіанти зменшення впливу конфліктів на результативність консалтингової взаємодії.

Ключові слова: консалтинг, взаємодія, конфлікт, управління, лояльність людського капіталу, консалтингова компанія, консалтингова взаємодія, підприємство, результативність.

Постановка проблеми. Функціонування будь-якого підприємства пов'язано з процесами безперервної взаємодії, яку прийнято розглядати між внутрішніми підрозділами підприємства щодо створення та реалізації продуктів або послуг, а також між підприємствами у зовнішньому середовищі з позиції їх конкурентоспроможності. Консалтингова компанія не є винятком. Породження конфліктних ситуацій у процесі консалтингової взаємодії є об'єктивним явищем, яке з часом трансформується в ризики, що призводить до фінансових втрат та скорочення бажаного прибутку. Тому розгляд питань щодо впливу конфліктів на результативність консалтингової компанії у процесі консалтингової взаємодії є актуальним.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Консалтинг є досить поширеним в багатьох країнах світу завдяки можливості використовувати специфічний інтелектуальний ресурс консультантів. Дослідження питань стану та розвитку консалтингу знайшли своє відображення в працях таких зарубіжних та вітчизняних науковців, як В. Алешникова, П. Блок, В. Верба, О. Кленін, М. Кубр, А. Посадський, А. Пригожин, В. Рапорт, Т. Решетняк.

Питання, пов'язані з конфліктними ситуаціями, розглядалися вченими з давніх-давен. Істотний внесок у вивчення і аналіз конфліктів зробили іноземні психологи, зокрема Зигмунд Фрейд. Теорію розповсюджених внутрішньоособистісних та міжособистісних конфліктів розглядали такі видатні вчені, як А. Адлер, Е. Еріксон, К. Левін, А. Маслоу, К. Роджерс, Е. Фромм. Дослідженню теоретичних і практичних проблем, які пов'язані з попередженням та мінімізацією негативних наслідків конфліктів на підприємствах,

присвячені праці М. Альберта, Ф.М. Бородкіна, І. Ващенко, р. Джеффрі, П. Діна, Т. Дуткевіча, М. Заставлю, Н. Ковша, М.Х. Мескон, Хе Сунга, Ф. Хедоурьте та інших вчених.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. У процесі взаємодії суб'єктів господарювання основним завданням консалтингової компанії є ефективне управління нею та діяльністю підприємства-замовника послуг для реалізації стратегій розвитку та підтримання стійких конкурентних позицій на ринку. Конфлікти створюють суттєві загрози щодо розвитку. Тому питання стосовно впливу конфліктів на результативність консалтингових компаній у процесі взаємодії потребують подальшого дослідження.

Мета статті полягає у формуванні власного погляду на конфлікти як суттєву загрозу ефективної діяльності підприємства, виявленні причин виникнення та наслідків впливу конфліктів на результативність у процесі консалтингової взаємодії, обґрунтуванні ролі корпоративної культури та лояльності у підвищенні результативності консалтингової взаємодії.

Виклад основного матеріалу дослідження. У сучасній науковій думці залишається недостатньо розкритим термінологічний апарат стосовно поняття консалтингової взаємодії. Тому за базове пропонується прийняти авторське визначення: консалтингова взаємодія – це професійний комунікативний процес між суб'єктами економічних відносин щодо вирішення проблемних ситуацій підприємств-замовників консалтингових послуг відповідно до підвищення їх потенційних можливостей у сфері управління, функціонування та розвитку [1]. При цьому основним каналом консалтингової взаємодії пропонується визначати