

**Висновки.** Управління вартістю торговельною мережею на основі показника ЕВІТДА відповідає сучасним вимогам бізнесу в Україні. Такий підхід до управління вимагає відповідних стратегій для зростання роздрібного бізнесу. Запропоновані стратегії забезпечують реалізацію головної мети – зростання вартості. Таким чином, стратегії зростання вартості торговельної мережі, що розробляються, мають бути спрямовані на підвищення доходів та зниження витрат, що, у свою чергу, забезпечить збільшення величини показника ЕВІТДА – головного індикатора вартості мережі у сучасних умовах.

#### *Список літератури*

1. Зубков С. О. Управління вартістю торговельної мережі на основі моделі ЕВІТДА / С. О. Зубков, А. О. Колесник, А. М. Зюбан // Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг : зб. наук. праць. – Харків : ХДУХТ, 2011. – Вип. 1 (13).

2. Карпенко Ю. В. Методичні підходи до оцінки потенціалу торговельних підприємств / Ю. В. Карпенко // Економіка і регіон. – 2009. – № (20). – С. 126–131.

3. Котуранова Т. В. Управління ринковою вартістю торговельних підприємств : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 / Т. В. Котуранова. – Донецьк, 2009. – 20 с.

4. Цыбульская Э. И. Теоретические аспекты оценки рыночной стоимости предприятий торговли / Э. И. Цыбульская, О. А. Яловенко // БИЗНЕС-ИНФОРМ. – 2009. – № 5. – С. 63–65.

Отримано 30.03.2012. ХДУХТ, Харків.

© О.С. Зубков, А.О. Колесник, 2012.

УДК 658.14(477)

**І.В. Мілаш**, канд. екон. наук

**О.М. Филипенко**, канд. екон. наук

**Т.С. Мазепа**, канд. екон. наук

### **ЦІНА КАПІТАЛУ ЯК БАЗОВА КОНЦЕПЦІЯ ВИБОРУ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ОБОРОТНИХ АКТИВІВ ПІДПРИЄМСТВ ТОРГІВЛІ**

*Досліджено ціну капіталу як базову концепцію вибору джерела фінансування оборотних активів підприємств торгівлі з урахуванням чинника ризику.*

*Исследована цена капитала как базовая концепция выбора источника финансирования оборотных активов предприятий торговли с учетом фактора риска.*

*The cost of capital as base conception of choice of sourcing of circulating assets of trade enterprises is investigational taking into account a risk factor.*

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Концепція ціни капіталу є базовою в сучасній теорії фінансів. Ціна капіталу характеризує норму рентабельності інвестованого капіталу, яку має забезпечити підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість. Якщо підприємство бере участь в інвестиційному проекті, дохідність якого менша за ціну капіталу, ціна підприємства після завершення проекту зменшиться. Тобто ціна капіталу є ключовим моментом теорії та практики рішень інвестиційного характеру.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми вибору джерел фінансування оборотних активів підприємств висвітлено в працях відомих зарубіжних економістів: Л. Бернстайна, Р. Брейлі, Е. Бріггема, Д. Ван Хорна, Б. Джордана, С. Росса, Р. Холта та ін. Деякі аспекти цієї проблеми розкрито в дослідженнях російських авторів В. Ковальова, М. Колчина, Л. Павлової, Г. Поляка, Р. Попової, Т. Рубінштейна, П. Шуляка та ін. Серед вітчизняних авторів слід зазначити І. Бланка, С. Булгакову, Н. Власову, А. Поддєрьогіна та ін.

**Мета та завдання статті** полягають у дослідженні ціни капіталу як базової концепції виборуджерела фінансування оборотних активів підприємств торгівлі.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Залучення будь-якого джерела фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами: акціонерам треба виплачувати дивіденди, банкам – відсотки за позики, постачальникам-кредиторам – «сплачувати» різницю в цінах на товари, що поставляються, і послуги, що виникли в особливих умовах господарської поведінки, а також штрафи, пені за недотримання термінів розрахунків. Кредиторська заборгованість бюджетам і позабюджетним фондам оцінюється сумою штрафних санкцій за несвоєчасні платежі за податками і зборами.

Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу, в економічній літературі називається «ціною капіталу». В окремих джерелах зустрічається визначення «витрати на залучення капіталу» або «вартість капіталу». Найбільш точно відбивають зміст фінансових обчислень відносних річних витрат із обслуговування власного, пози-

кового і залученого капіталу визначення «питомі витрати фінансування» та «відносні витрати фінансування» [1]. Проте кожному терміну потрібен час для адаптації до вітчизняної практики фінансового управління.

Витрати фінансування виражають, на нашу думку, загальну сутність абсолютної суми витрат щодо використання фінансових ресурсів, незалежно від їх джерел і мети вкладень. У цьому значенні терміни «витрати на залучення капіталу» [1] чи «річні витрати з обслуговування заборгованості перед власниками й інвесторами» є недосить точними та місткими. У першому акцентується увага на зовнішньому джерелі фінансування – «залучення» капіталу, у другому ж – потрібне розшифрування «інвесторів».

«Відносні витрати фінансування» вживатимуться нами як синонім більш короткого і поширеного визначення «ціна капіталу».

Аналіз структури пасиву балансу, що характеризує джерела коштів, показує, що основними їх видами є внутрішні джерела (кошти власників або учасників у вигляді статутного капіталу, нерозподіленого прибутку і фондів власних коштів), позикові кошти (кредити і позики банків та інших інвесторів), тимчасово залучені кошти (кредитори). Причини їх утворення, а також величина і питома вага в загальній сумі джерел коштів можуть бути різними.

Статутний капітал формується як основа стартового капіталу, необхідного для створення підприємства. При цьому власники або учасники формують його, виходячи із власних фінансових можливостей і в розмірі, достатньому для його діяльності. Фонди власних коштів, які за змістом є відкладеним до розподілу прибутком, формуються або вимушено (резервний фонд), або усвідомлено – власники припускають, що розширення обсягів діяльності є вигіднішим розміщенням капіталу, ніж вилучення прибутку і направлення його на споживання. Тимчасово залучені кошти виникають на підприємстві в результаті тимчасового лагу між отриманням товарно-матеріальних цінностей і їх оплатою.

Ціна кожного із джерел коштів різна, тому ціну капіталу підприємства обчислюють за формулою середньої арифметичної зваженої. Основна складність полягає у визначенні вартості одиниці капіталу, отриманого із конкретного джерела коштів. Для деяких джерел її можна визначити легко (ціна банківського кредиту), за іншими джерелами це зробити важко, причому точне визначення є неможливим. Проте навіть приблизне знання ціни капіталу підприємства є дуже корисним як для порівняльного аналізу ефективності авансування коштів

у його діяльність, так і для здійснення інвестиційної політики підприємства.

Науковці одноставні в застосуванні методики визначення відносних витрат боргового фінансування, якщо йдеться про позики банку та облигації підприємства. Ціна першого елемента має розглядатися з урахуванням податку на прибуток. Тому ціна одиниці такого джерела коштів менша, ніж сплачуваний банку відсоток.

Витрати фінансування позикового капіталу – це не лише відсотки за кредит, але й інші витрати відповідно до умов кредитного договору. Для довгострокового кредиту це може бути орендна плата за фінансовим лізингом, для короткострокового – дисконт за векселями, відсотки за короткостроковими позиками.

Як відзначає Р. Холт, коли розглядається гранична вартість боргу, не потрібно вводити всі рівні відсотка, які підприємство сплачує за всі форми боргу у своїй структурі капіталу [1]. Слід знати лише відсоткову «ціну» найпривабливішої форми запозичення, доступної для підприємства. Іншими словами, оцінювати себе потрібно, виходячи із найкращої ставки відсотка на позиковий капітал, який доступний для покриття фінансових потреб підприємства. Цей рівень відсотка, помножений на плановий відсоток боргу в структурі капіталу підприємства, і є компонентом боргових витрат у вартості капіталу.

Ціна такого джерела коштів, як облигації підприємства, приблизно дорівнює величині сплачуваного відсотка. У деяких країнах відсотки за облигаціями також дозволено відносити на прибуток до оподаткування. Тому ціна даного джерела іноді уточнюється. Для знову запланованого випуску облигаційної позики, розраховуючи його ціну, необхідно враховувати вплив можливої різниці між ціною реалізації облигацій і їх номінальною вартістю.

На відміну від витрат фінансування позикового капіталу, абсолютні й відносні фінансові витрати із залучення кредиторської заборгованості не були достатньо висвітлені в сучасній теорії фінансів і вимагають ретельнішого опрацювання. Так, В. Ковальов називає залучення кредиторської заборгованості «відносно дешевим» джерелом фінансування [2], не наводячи аргументації положення.

В окремих джерелах ціна капіталу, залученого за рахунок подовження термінів розрахунку, асоціюється з спонтанним фінансуванням і виражається «ціною відмови від знижки» [3].

Підприємство може формувати капітал, використовуючи свої доходи або випуск акцій. За виключенням витрат на випуск акцій вартість акціонерного капіталу дорівнює сумі доходів, що залишилися. Вартість акціонерного капіталу підприємства дорівнює доходу, який

очікується власниками акцій як компенсації за використання їх капіталу. У цілому, існують два методи визначення доходів, очікуваних інвесторами акціонерного капіталу: дисконтування (облік) дивідендів і оцінка винагороди (премії) за ризик.

Виплата дивідендів – це грошові потоки, які отримує інвестор як відшкодування за використання його коштів. Навіть там, де фірми всі доходи залишають на реінвестування, власники акцій очікують у майбутньому виплати дивідендів. Ця позиція підтримується одним із висновків теорії підвищення цінності фірми: якщо фірма не передбачає привабливих можливостей інвестування, вона має почати повертати капітал інвесторам [4].

Моделі дисконтування дивідендів припускають, що ринкова вартість акцій визначається поточною вартістю майбутніх виплат дивідендів. Припущення, на якому ґрунтується метод дисконтування дивідендів: максимальна ціна, яку інвестори готові заплатити за акцію, – це поточна вартість майбутніх дивідендів, які вони отримають. Тобто це припущення відповідає точці зору фірми на вартість акціонерного капіталу: дивіденди є витратами на утримання акціонерів. Після того, як визначено співвідношення поточної вартості дивідендів і ціни акції, обчислюється вартість акціонерного капіталу. Методи дисконтування дивідендів розрізняються за складністю.

Найпростіша форма розглядає доходи фірми на акцію як майбутній дивіденд без урахування часу, який мине до виплати. Цей варіант протилежний відношенню ринкової ціни до чистого прибутку в розрахунку на одну акцію. У цьому методі дисконтування дивідендів багато переваг. Так, прогнозовані доходи майбутнього року, поділені на поточну ціну акції, що визначається на ефективному ринку, мають показувати неупереджену оцінку очікуваного ринкового доходу на інвестиції в фірму. Цей метод широко використовується дослідниками як первинна оцінка.

Складніші методи враховують час до того, як майбутні доходи повернуться інвестору, а також можливі зміни фінансового стану підприємства, що ігнорується в простій моделі.

Комплексний метод дисконтування дивідендів вимагає від дослідника прогнозування темпів зростання підприємства. Його припущення полягає в тому, що виплати дивідендів будуть зростати таким же темпом, що й сама фірма [1]. Тобто ціна акції відбиває приведену (поточну) вартість усіх майбутніх дивідендів. Цей метод є складнішим, оскільки включає прогноз дивідендів на майбутній рік. Він також намагається передбачити зростання дивідендів. Проте, незважаючи на простоту, метод має декілька недоліків: не може використовувати-

ся, якщо фірма не виплачує дивідендів; припускає, що темп зростання підприємства є постійним. Тут також не враховується чинник ризику. Проте цей метод має широку сферу застосування.

Існують складніші моделі дисконтування дивідендів, які вимагають прогнозування дивідендів на кілька років уперед. Інші моделі допускають різні темпи зростання в майбутні дискретні періоди. Зростаюча точність цих методів має розглядатися з тією ж часткою скептицизму, яка відноситься й до простих моделей.

Незважаючи на недоліки методів дисконтування дивідендів, вони є досить популярними. Простота і привабливість припущення, що ціни акцій дорівнюють поточній вартості майбутніх дивідендів, спокусливі. Проте деякі дослідники вважають за краще розглядати проблему з іншої точки зору, оцінюючи винагороди за ризик.

Премія за ризик – це дохід, необхідний інвестору понад той рівень, який можуть принести вкладення, що вільні від ризику [3]. В інших країнах існують інвестиції, які вважаються такими безпечними, що фактично не пов'язані з ризиком. Наприклад, це вкладення в державні цінні папери США. Теоретики фінансування вважають, що інвестори завжди знають, які доходи їм можуть забезпечити безризикові вкладення і що потрібен додатковий дохід, щоб змусити їх робити інші, а не тільки вільні від ризику інвестиції. Цей додатковий дохід відомий як премія за ризик. Якби дослідник міг визначити премію за ризик, необхідну для акціонерів підприємства, тоді вартість власного капіталу фірми була б визначена однозначно.

Теоретично, загальний дохід, необхідний інвестору, дорівнює сумі ставки доходу за вільними від ризику вкладенням і ризику вкладення.

Перший компонент цієї суми обчислюється за джерелами фінансової інформації про державні цінні папери або ставки депозитів. Складно визначити саме премію за ризик. Елементарний спосіб її визначення – здогадатися [5]. Оскільки цей метод не дуже науковий, розроблені й інші методи. Однією із найчастіше використовуваних є формула, відома як модель визначення ціни фіксованих активів. Ця модель визначає премію за ризик підприємства, співвідносячи його минулі доходи або доходи галузі, в якій воно діє, із поведінкою ринку в цілому.

Багато дослідників вивчали історію кон'юнктури ринку акцій. Для побудови CAPM (CapitalAssetPricingModel – модель оцінки фінансових активів) використовується статистична методика, що дозволяє отримати узагальнену оцінку поведінки різних галузей і підприємств у цілому на ринку. Для кожного співвідношення обчислюється змінна

величина, що називається «Бета», яка вимірює коефіцієнт коваріації між динамікою курсів акцій на фондовому ринку і динамікою курсів акцій підприємства.

Коваріація – це статистичний показник, що характеризує міру схожості в динаміці, амплітуді й напрямі змін двох даних величин.

Премія за ризик визначається на основі оцінки міри збігу тенденцій змін курсів акцій. Основне припущення полягає в тому, що інвестори вимагають вищий дохід від акцій, ніж від вільних від ризику вкладень, і цей вищий дохід дорівнює мірі небезпеки того, що падіння курсу акцій фірми може бути більшим, ніж у середньому на ринку [6].

Єдиною величиною, яку складно визначити є «Бета». Проте багато дослідників акцій визначили ці коефіцієнти. У разі, коли «Бета» не була розрахована і немає достатніх історичних даних, щоб її отримати, має бути проведене експертне оцінювання. Щоб це зробити, дослідники використовують такі правила [3]:

1. Підприємство, в якого ризик дорівнює середньому ризику за акціями на ринку, має значення «Бета», яке дорівнює 1. Це означає, що зміна вартості його акцій відповідає середнім умовам ринку.

2. Підприємство, в якого ризик менший середнього рівня ризику акцій на ринку, має значення «Бета» менше 1. Це означає, що вартість акцій змінюватиметься в напрямі ринкового, але не так значно.

3. Підприємство з більшим за середній рівень ризику на ринку, має значення «Бета» більше за 1. Це означає, що вартість акцій змінюватиметься в напрямі ринкового, але в більших розмірах.

Відповідно до цих принципів, фірма з дуже низьким рівнем ризику має і невелике значення «Бета», а фірма з високим рівнем ризику – більше 1. Розрахунок CAPM передбачає, що підприємства компенсують високий ризик високими доходами і, навпаки, що є наслідком ефекту від множення «Бета».

Навіть знаючи коефіцієнт «Бета» і рівень доходу за вільними від ризику вкладеннями, дослідник може опинитися в складній ситуації: яку цифру використати як оцінку ринкового доходу. Є два підходи до вирішення цієї проблеми: оцінка і використання даних про ринкову кон'юнктуру в минулому [4]. Жодне з них не є повністю задовільним, і часто відповідь визначається індивідуальною думкою.

CAPM широко використовується для визначення рівня доходу, необхідного інвесторам, і витрат підприємства для залучення капіталу шляхом продажу цінних паперів. Оскільки CAPM вимагає низки експертних допусків, отримані за її допомогою результати зазвичай більш точні, ніж результати, що отримуються на основі методу дисконтування дивідендів. Проте моделі дисконтування дивідендів можуть

також бути корисними. Існують ситуації, коли досліднику зручніше передбачити дивіденди і темп зростання підприємства, ніж намагатися визначити коефіцієнт «Бета» для фірми.

Привілейовані акції належать до акціонерного капіталу, незважаючи на те, що мають багато спільного з облігаціями. Привілейовані акції забезпечують їх власникам право власності на майно підприємства, не піддаючи їх ризику, який існує для власників звичайних акцій. Власники привілейованих акцій отримують дивіденди, що виражаються фіксованим відсотком від номінальної вартості акцій.

Залежно від мети оцінювання можна застосувати найпростіший або складніший підходи до визначення ціни капіталу за джерелом «привілейовані акції». Оцінка може бути неточною, якщо було декілька випусків акцій, у ході яких вони продавалися за різною ціною. У цьому випадку можна скористатися формулою середньої арифметичної зваженої. Якщо підприємство планує збільшити свій капітал за рахунок додаткового випуску привілейованих акцій, то ціна цього джерела коштів розраховується, проте отриману оцінку необхідно уточнити відносно величини витрат щодо організації випуску.

Відкладений до виплати прибуток нерідко може мати значну питому вагу в загальній сумі джерел власних коштів. Ціна цього джерела також може розраховуватися різними методами. Один із найпоширеніших підходів засновано на наступній ідеї. Голосуючи за реінвестування частини свого прибутку, акціонери неформально припускають, що для них вигіднішими є вилучення прибутку і вкладання його в інші ринкові активи. У певному розумінні така операція рівнозначна придбання ними нових акцій. Таким чином, ціна джерела коштів «відкладений до виплати прибуток» кількісно дорівнює ціні джерела коштів «звичайні акції».

У вітчизняній практиці можуть застосовуватися різні фінансові обчислення ціни капіталу за окремими джерелами. Наприклад, у разі пошуку нових джерел формування фінансових ресурсів треба обчислити ціну капіталу поелементно і точно. У разі визначення оптимальної структури активів треба усереднити ціну окремих джерел для отримання зваженої вартості капіталу.

Точність фінансових обчислень визначається не лише методикою або метою аналізу, але й достатністю інформації.

Унітарні підприємства, господарські товариства (окрім ВАТ), кооперативи, індивідуальні приватні підприємства під час визначення ціни капіталу не можуть застосувати методики оцінювання акціонерного капіталу. За умов перетворень, доки не досягається інформаційна



ефективність ринку, учасники не мають повного і вільного доступу до інформації і ціна акції не є кращою оцінкою її реальної вартості.

Якщо прибуток не використовується для виплати дивідендів, то фінансові обчислення ціни власного капіталу можуть бути засновані на показнику «чиста рентабельність власного капіталу». Якщо підприємства зазнають збитків, то розрахунки слід робити на методологічній базі теорії альтернативних витрат.

**Висновки.** Таким чином, залучення джерел фінансування пов'язане для торговельного підприємства з певними витратами, які пропонується назвати «витратами фінансування». Це абсолютна сума витрат із використання фінансових ресурсів, незалежно від їх джерел і мети вкладення. Виходячи з цього, «питомі витрати фінансування» і «відносні витрати фінансування» є точнішими за змістом фінансових обчислень, ніж термін «ціна капіталу».

Проблематичність оцінювання власних джерел капіталу в умовах недостатньої інформаційної ефективності ринку може бути частково подолана застосуванням показника «чиста рентабельність власного капіталу», оскільки унітарні підприємства, господарські товариства (окрім ВАТ), кооперативи, визначаючи витрати фінансування, не можуть застосовувати методики оцінки акціонерного капіталу.

#### *Список літератури*

1. Холт Р. Основы финансового менеджмента / Р. Холт. – М. : Дело, 1993. – 128 с.
2. Ковалев В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1997. – 512 с.
3. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами / Дж. Ван Хорн. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 791 с.
4. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент : в 2 т. Т. 1 / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – СПб. : Экономическая школа, 1998. – 497 с.
5. Крейнина М. Финансовое состояние предприятия. Методы оценки / М. Крейнина. – М. : ДИС, 1997. – 296 с.
6. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.

Отримано 30.03.2012. ХДУХТ, Харків.

© І.В. Мілаш, О.М. Филипченко, Т.С. Мазепа, 2012.