

УДК 330.14:657.41

ЧИМШИТ С.І.^{1*}, ГРАБОВСЬКИЙ І.С.^{2*}, ПРИЛЄПОВА М.О.^{3*}

1* д.е.н., доц., завідувач кафедри фінансів, обліку та маркетингу, Придніпровська державна академія будівництва та архітектури, вул. Чернишевського, 24А, Дніпро, Дніпропетровська область, Україна, 49000, e-mail: chimshit@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-0861-2226

2* к.е.н., доц., доцент кафедри фінансів, обліку та маркетингу Придніпровської державної академії будівництва та архітектури, вул. Чернишевського, 24А, Дніпро, Дніпропетровська область, Україна, 49000, e-mail: GIS1@ukr.net, ORCID ID: 0000-0002-8862-0997

3* к.е.н., доц., кафедри фінансів, обліку та маркетингу Придніпровської державної академії будівництва та архітектури, вул. Чернишевського, 24А, Дніпро, Дніпропетровська область, Україна, 49000, e-mail: pryliiepova.maryna@pgasa.dp.ua, ORCID ID: 0000-0003-2329-4462

МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ТА ПРОБЛЕМИ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В ВІТЧИЗНЯНІЙ ПРАКТИЦІ

Мета. Визначення методичних аспектів та проблем оцінки вартості капіталу підприємства в вітчизняній практиці. **Методика.** В вітчизняній практиці існує багато аспектів пов'язаних з штучним завищенням або заниженням необхідних показників (доходів підприємства, витрат, податків, прибутку). **Результати.** Залучення та використання того чи іншого обсягу фінансових ресурсів підприємства пов'язане з відповідними витратами: акціонерам потрібно виплачувати дивіденди, банкам - відсотки за надані ними кредити і таке інше. Сума коштів, яку необхідно сплатити за використання залученого обсягу фінансових ресурсів називається вартістю капіталу. Вартість капіталу становить ціну, що підприємство платить за його залучення з різних джерел. Концепція вартості залученого підприємством капіталу формується на тому, що капітал як один із важливих чинників операційної діяльності має, як й інші його чинники, визначену вартість, яка формує рівень сукупних витрат підприємства. Ця концепція є однією з базових при управлінні прибутком у процесі фінансової діяльності. Можна виділити основні сфери використання показника вартості капіталу: 1. Вартість капіталу, що використовує підприємство в своїй діяльності є мінімальною необхідною нормою рентабельності операційної діяльності. Оскільки вартість капіталу характеризує додаткові витрати від фінансової діяльності за використання залученого капіталу для забезпечення випуску і реалізації продукції, цей показник є мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства. 2. Показник вартості використовується як критерій оцінки інвестиційного процесу. Вартість капіталу конкретного підприємства є дисконтною ставкою, за якою сума чистого грошового потоку приводиться до поточної вартості в процесі оцінки ефективності окремих реальних проектів. Крім того, він служить базою порівняння з внутрішньою ставкою прибутковості інвестиційного проекту. Якщо вона нижче, ніж показник вартості капіталу підприємства, такий інвестиційний проект має бути відхилений. 3. Вартість капіталу підприємства є базовим індикатором оцінки ефективності інвестицій. Оскільки критерій цієї ефективності задається самим підприємством, то при оцінці прибутковості окремих фінансових інструментів базою порівняння є показник вартості капіталу. Цей показник дозволяє оцінити не тільки реальну ринкову вартість або прибутковість окремих інструментів фінансового інвестування, але й сформулювати найбільш ефективні напрямки і види цього інвестування на попередній стадії формування інвестиційного портфеля, а також є мірою оцінки прибутковості сформованого інвестиційного портфеля в цілому. 4. Показник вартості капіталу за окремими його елементами використовується в процесі управління структурою капіталу. 5. Вартість капіталу є вимірником ринкової вартості підприємства. 6. Показник вартості капіталу є критерієм оцінки і розробки та реалізації стратегії фінансування активів підприємства. **Наукова новизна.** Важливість оцінки вартості капіталу в процесі здійснення фінансової діяльності визначає необхідність коректного розрахунку цього показника на всіх етапах розвитку підприємства. **Практична значимість.** Реальна практична діяльність підприємств (форма власності, механізм взаємодії з контрагентами, умови залучення фінансових ресурсів тощо) створюють передумови, коли розрахунок вартості залученого капіталу за класичними методиками не дає повну об'єктивну оцінку.

Ключові слова: вартість капіталу, власний капітал, запозичений капітал, оцінка вартості капіталу, фінансові ресурси, витрати, управлінський облік

Постановка проблеми

Визначення вартості залученого капіталу є важливою задачею як для інвестора, так і для позичальника. Вперше теоретико-методичні засади оцінки вартості капіталу та показник середньозваженої вартості капіталу підприємства (WACC) був введений в науково-практичний обіг Ф. Модільяні та М. Міллером в 1958 році. В подальшому практичні аспекти цього механізму були опрацьовані та отримали значне поширення. Однак реальна практична діяльність підприємств (форма власності, механізм взаємодії з контрагентами, умови залучення фінансових ресурсів тощо) створюють передумови, коли розрахунок вартості залученого капіталу за класичними методиками не дає реальну оцінку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

За визначенням класичної економічної теорії капітал представляє собою один із факторів виробництва. Капітал – це все що використовується для виробничо-господарської діяльності, але безпосередньо не споживається в процесі. Капітал не просто вартість, а самозростаюча вартість, або така, що здатна генерувати додану вартість.

З часом Адам Сміт запровадив поняття основного й оборотного капіталу [1]. Обидві форми капіталу використовуються в діяльності підприємства. Основний та оборотний капітал Сміт визначав так:

- Основний капітал переносить свою вартість на продукт виробництва по частинах за відносно великий час. Сюди відносять основні фонди підприємства.

- Оборотний капітал переносить свою вартість на вартість готового продукту повністю та відразу. Сюди, за думкою Сміта, слід відносити сировину.

Таким чином, оборотний капітал як і основний також трактувався як чинник виробництва, але такий що споживається в процесі створення готового продукту.

Загалом у класичній і неокласичній економічній школах під капіталом розуміють ресурси, які можуть бути використані у виробництві товарів або наданні послуг. Капітал розглядають як один з трьох факторів виробництва (два інших - земля і праця). Таким чином, капітал розглядається суто в

фізичній формі (реальний, виробничий): машини, обладнання, будівлі, споруди тощо.

З розвитком економічної думки «капітал» отримав інше трактування, більш узагальнене. Фактично це гроші, які підприємці вкладають в виробництво з метою отримання прибутку. Не дивлячись на це, такий підхід не суперечить раніше заявленим визначенням, а лише розвиває їх, оскільки має два принципівих пояснення.

По-перше:

- в переважній більшості сучасний підприємець, власник капіталу, зберігає його у грошовій формі або близькій до неї (депозити, цінні папери тощо);

- відповідно, за необхідності він вкладає не матеріальні цінності, а саме гроші, крім того так вигідніше, оскільки на грошові кошти можна придбати будь-який необхідний чинник виробництва з оптимальними якісними та кількісними параметрами;

- на ці гроші, звичайно, купуються всі необхідні чинники виробництва як матеріальні (обладнання, споруди, земля, сировина), так і нематеріальні (патенти, ліцензії тощо);

- навіть якщо були вкладені матеріальні цінності власник капіталу буде оцінювати ці вкладення у грошовій формі і, скоріш за все, забажає отримати винагороду також у грошовій формі.

По-друге: так чи інакше, але капітал має грошовий вимір. Тому навіть якщо засоби були залучені тим чи іншим шляхом у натуральній формі вони все рівно оцінюються в грошовому вимірі. Крім того, гроші розширюють поняття капіталу, оскільки в такому разі у складі оборотного капіталу враховуються ще і дебіторська заборгованість, і фінансові інвестиції, і наявні на рахунках грошові кошти (що теж важливо для забезпечення платоспроможності підприємства). Фактично без цього жодне підприємство не зможе повноцінно вести свою господарську діяльність. Крім того, дебіторська заборгованість може бути елементом системи цінності товару та прямо впливати на обсяги реалізації, а відповідно і на прибуток підприємства.

Тим не менш, в класичній політичній економії ідеологічно капітал трактується як сукупність чинників виробництва у вигляді вартості, здатної приносити прибуток (або збиток). В даному визначенні слід окреслити два ключові аспекти: капітал має вартісний

вимір; мова не йде безпосередньо про матеріальні цінності обладнання чи сировину. Таке визначення є більш абстрактним і в той же час більш універсальним та повним [2].

В свою чергу, теорія та практика фінансового менеджменту має дещо інший погляд на поняття «капітал» ніж класична політекономія. Під капіталом розуміють обсяги фінансових ресурсів, які використовує підприємство в своїй діяльності.

На перший погляд спостерігається протиріччя між економічною теорією та фінансовою наукою, оскільки формально, з точки зору економічної думки, капітал це все ж таки фізичні (матеріальні) чинники виробництва і тій чи іншій формі. Якщо використовувати термінологію бухгалтерського обліку, то можна зазначити, що з позиції політекономії капітал та його елементи класифікуються як активи. Якщо капітал розглядати з позиції фінансів як гроші, які підприємці вкладали в виробництво з метою отримання прибутку, то таким чином в бухгалтерському балансі вони будуть обліковуватися як пасиви.

В дійсності ж протиріччя не має, оскільки головний принцип теорії бухгалтерського обліку – це подвійний запис, отже бухгалтерській баланс підприємства загалом відображає наявний капітал підприємства, при цьому пасив показує джерела його походження, а активи напрямки вкладення, або в якій стадії кругообігу капітал перебуває. Інакше: пасив – звідки взяли, актив – куди вклали (або в якій формі).

Фактично в теорії та практиці фінансового менеджменту поняття «капітал» тотожне до поняття «фінансові ресурси», т.б. грошові кошти, що знаходяться в розпорядженні суб'єкта господарювання. В даному випадку ключове значення має слово «розпорядженні», що не означає володіння цими коштами, а лише тимчасова можливість використовувати у власних потребах. Відповідно до цього безпосередньо для підприємства капітал має декілька різних джерел і поділяється на три групи: власний капітал, запозичений та залучений або такий що надходить в порядку перерозподілу. Саме такими групами він представлений в бухгалтерському балансі. Кожна з цих груп також має декілька складових, які можна класифікувати за різними ознаками.

Формулювання цілей статті (постановка завдання)

Метою роботи є визначення методичних аспектів та проблем оцінки вартості капіталу підприємства в вітчизняній практиці.

Виклад основного матеріалу дослідження

В цій статті ми розглянемо пасивний розріз капіталу підприємства. Головна проблема, яка тут виникає з точки зору фінансового менеджменту – це оцінка ефективності залученого капіталу, доцільність обраних джерел та його структури з точки зору формування кінцевого господарського результату підприємства. Під кінцевим результатом підприємства будемо мати на увазі чистий прибуток при збереженні допустимого рівня фінансових ризиків (фінансова стійкість та платоспроможність).

Головні особливості поняття «ресурси» (матеріальні, трудові, фінансові тощо) – це:

1. ресурс обмежений;
2. у ресурсу є власник;
3. ресурс має свою вартість.

Використання того чи іншого ресурсу означає додаткові витрати, які необхідно понести для того, щоб компенсувати власнику його вартість. Навіть використовуючи для власних потреб, власник має розуміти вартість ресурсу.

Капітал можна розглядати як засоби виробництва, як чинники, як сукупність коштів, як певний ресурс, або інакше, але очевидно те, що капітал як фінансовий ресурс також має вартість. Капітал в тому чи іншому розумінні – це ресурс, а ресурс завжди має свою ціну.

Отже, всі три представлені вище групи капіталу підприємство використовує не просто так, а платить певну плату (ціну) за його використання.

Оцінка вартості капіталу є дуже важливою, як для самого підприємства, так і для власника капіталу. Власник капіталу, вкладаючи його в підприємство (або проект), має за мету збільшення вкладеного капіталу шляхом отримання прибутку. Він завжди має декілька альтернатив вкладень і вибирати буде виходячи з максимізації власної вигоди, або максимізації прибутку на вкладений капітал. При цьому в процесі прийняття рішення стосовно напрямків вкладення капіталу, власник буде враховувати ризики,

перш за все, ризики його збереження та повернення.

Якщо говорити про власний капітал підприємства, то слід зауважити, що на практиці існує певний психологічний поріг. Власник капіталу є власником підприємства, але для нього само підприємство, в переважній більшості, це лише засіб отримання прибутку та збільшення власного капіталу. Для себе він не ототожнює капітал і підприємство, для нього це дещо різні речі. Пріоритет номер один – це вкладений капітал та отриманий на нього прибуток. Для нього принципово не має різниці як отримувати додатковий прибуток на вкладений капітал, куди вкладати. Йому потрібен кінцевий результат. Ментально власник капіталу тяжіє до самого капіталу, а не до підприємства як такого. Він підсвідомо розділяє ці поняття. Через певний проміжок часу він може, наприклад, продати підприємство, або створити нове. Для нього це не принципово, якщо буде знайдено більш ефективний засіб отримання прибутку. Тому в своїй свідомості власник капіталу позичає своєму підприємству на тих самих умовах (платність та зворотність), що і інші запозичені кошти, опускаючи лише умову строковості.

В свою чергу, для самого підприємства плата за використання капіталу – це витрати за своєю суттю, фінансові витрати. Витрати, які призводять до вилучення з обігу та зменшення власних фінансових ресурсів підприємства. Для підприємства не принципово за що необхідно заплатити за використання сировини чи праці, або за використання фінансових ресурсів (наприклад, кредиту банку). Що перше, що друге, що третє призводить до одного і того ж – зменшення чистих власних коштів. Розуміння цього надалі допоможе нам визначити реальну вартість капіталу підприємства.

Оскільки для підприємства плата за використання капіталу – це певні витрати, підприємству важливо розуміти скільки коштує те чи інше джерело фінансових ресурсів. Чи доцільного його використовувати, чи можна знайти більш вигідні? Так само як і те, скільки коштує та чи інша сировина або обладнання, скільки коштує перевезення продукту тим чи іншим маршрутом, тощо. Вартість капіталу підприємства служить мірою прибутковості його операційної діяльності.

Крім того, для підприємства показник вартості капіталу виступає критерієм прийняття певних управлінських рішень, наприклад, відносно використання оренди (лізингу)/ придбання у власність виробничих основних засобів, або доцільності виробництва того чи іншого продукту, або виходу на нові ринки.

В свою чергу, для власника капіталу розуміння вартості капіталу дозволяє визначити чи доцільно йому вкладати кошти в тому чи іншому напрямку. Вартість капіталу служить базовим показником формування ефективності фінансового інвестування.

Для власника підприємства рівень вартості його капіталу є також показником рівня ринкової вартості підприємства. Будь-який власник підсвідомо тримає варіант продажу свого підприємства або своєї частки. Зниження загального рівня вартості капіталу призводить до відповідного зростання ринкової вартості підприємства і навпаки. Особливо оперативно ця залежність реально відображається на діяльності акціонерних компаній відкритого типу, ціна на акції яких підвищується або знижується при зниженні або збільшенні вартості їх капіталу [3].

Вартість капіталу для кредиторів у співставленні з його операційної рентабельністю опосередковано надають інформацію про надійність бізнес партнера, про його фінансову стійкість та платоспроможність.

Слід зауважити, що розглядати концепцію вартості капіталу можна з двох позицій:

- 1) з позиції інвестора або власника капіталу;
- 2) з позиції підприємства або позичальника.

Для власника капіталу (або потенційного інвестору) оцінка вартості означає його потенційний дохід або ставку прибутковості, яку капітал може принести з кращими альтернативними інвестиціями з еквівалентним ризиком. В свою чергу, для підприємства (або позичальника) оцінка вартості необхідна для оцінки витрат, формування кінцевого результату (прибутку/збитку) та оцінку ефективності використання ресурсу, в даному випадку фінансового.

Ці позиції будуть принципово розрізнятися. Інвестор оперує поняттями нульова ставка (або ставка без ризику), премія

за ризик, альтернативна вартість, очікуваний дохід тощо.

Позичальник оперує однією категорією – витрати.

В цій статті ми виберемо підхід в оцінці вартості капіталу або фінансових ресурсів з позиції позичальника або самого підприємства. *Вартість капіталу – це ціна, яку підприємство платить за його використання. Інакше, вартість капіталу – обсяги виплат власникам капіталу по відношенню до обсягів залученого капіталу. В класичному розумінні це відсотки за кредитом банку, відсотки за облігацією, дивіденди власникам акцій підприємства і таке інше.* Однак слід зауважити, що механізм формування ціни для кожної групи капіталу специфічний. Кожна група фінансових ресурсів має особисті властивості з приводу вартості, необхідності повернення, обов'язковості оплати за використання тощо.

Класична формула розрахунку вартості капіталу підприємства має такий вигляд:

$$WACC = \sum_{j=1}^n R_j * MV_j \quad (1)$$

де,

R_j - ціна j -го джерела коштів;

MV_j – питома вага j -го джерела.

Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу необхідно мати декілька показників. Сума власного та запозиченого капіталу не представляють складності, ці показники відображені в балансі підприємства. Складність представляє ціна того чи іншого джерела капіталу підприємства. Цей показник розраховується наступним чином:

$$R_j = \frac{IP_j}{AAC_j} \quad (2)$$

де,

IP_j – виплачені відсотки за j -м джерелом коштів;

AAC_j – середня сума j -го джерела коштів підприємства за визначений період.

Якщо розглядати, наприклад, кредит банку, то сума виплачених відсотків ділиться на середню суму залишку кредиту за поточний період. Якщо розглядати акціонерне товариство і власний капітал, то сума

дивідендів ділиться на суму акціонерного капіталу.

Формально на практиці, використовуючи загально прийняті форми звітності середньозважену вартість капіталу можна визначити наступним чином:

$$WACC = \frac{FE + d}{AAC} \quad (3)$$

де

FE – сума виплачених коштів за запозиченнями (ця сума вказується в звіті про фінансові результати в рядку «Фінансові витрати»);

d – сума виплачених дивідендів;

AAC – середнє значення капіталу підприємства (сума пасивів, або $E+D$).

Однак на практиці існують певні складнощі у визначенні показника IP_j .

Розглянемо кожну складову капіталу підприємства та визначимо принципи оцінки їх вартості.

Власний капітал підприємства. Класична фінансова теорія говорить про те, що вартість власного капіталу підприємства визначається обсягами дивідендів, що були виплачені власникам підприємства з отриманого в поточному періоді прибутку по відношенню до вкладеного капіталу. Т.б. якщо підприємство з прибутку звітного періоду виплатило 100 тис. гривень дивідендів, а власний капітал на момент виплати складає 1 млн. гривень (всього за першим розділом пасиву балансу), то в такому випадку вартість власного капіталу складе 10%.

Однак в сучасній вітчизняній практиці такий підхід в силу багатьох обставин не дає можливості визначити реальну вартість власного капіталу.

Розглянемо цю проблему більш детально. Власні фінансові ресурси підприємства формуються з трьох принципових джерел:

1. початкові вкладення (статутний капітал);
2. вторинні вкладення (нерозподілений прибуток, що був реінвестований);
3. реструктуризація активів (в тому числі амортизація).

Власник підприємства є повноправним та абсолютним власником результатів його діяльності, а отже і чистий прибуток повністю належить йому. Якщо власник забирає лише частину прибутку або повністю його залишає

в обігу підприємства, то він здійснює реінвестування або вторинне вкладення власного капіталу. В балансі підприємства в розділі «Власний капітал» таким чином відбувається збільшення статті «нерозподілений прибуток».

Важливо розуміти, що першоосною нерозподіленого прибутку є результат діяльності підприємства за певний проміжок часу, або чистий прибуток, що вказано в звіті про фінансові результати. Чистий прибуток за поточний період збільшує загальний нерозподілений прибуток (який формується за накопиченим), а чистий збиток навпаки. В структурі власного капіталу, що представлений в бухгалтерському балансі, також існують різні фонди, наприклад «Резервний фонд». Але треба розуміти, що джерело їх походження отриманий підприємством прибуток.

Таким чином, власний капітал формується або за рахунок початкових вкладень власників, або на основі отриманого результату в процесі функціонування підприємства. Але в вітчизняній практиці саме розмір отриманого чистого прибутку та відповідне збільшення нерозподіленого прибутку є штучним та не природнім, оскільки витрати підприємства в переважній більшості свідомо штучно завищуються самими ж власниками.

В вітчизняній практиці в складі сукупних витрат підприємства часто присутні непродуктивні витрати, т.б. такі витрати, що жодним чином не належать безпосередньо підприємству, ніяк не залежать від його діяльності і жодним чином не впливають на кінцевий результат (остання теза ключова):

1. Власник підприємства переносить частину своїх власних витрат на витрати підприємства. Наприклад, в штаті підприємства обліковуються і отримують заробітну плату (відповідно потім ця з/п списується на витрати підприємства) працівники, які фактично не виконують жодних корисних функцій для самого підприємства (шофер, домогосподарка, охоронник тощо), а виконують певні обов'язки безпосередньо для власника підприємства. Але власник не платить їм заробітну плату з власних доходів, він переносить ці витрати на підприємство.

2. Власник підприємства штучно збільшує витратну частину підприємства, отримуючи при цьому додатковий дохід.

Розповсюджена практика, коли власник маючи ті чи інші активи, за документами здає їх в оренду власному ж підприємству. Але часто виникають ситуації коли сам власник і використовує свій власний актив (наприклад, авто). В іншому випадку він не здавав би цей актив в оренду третім особам. З одного боку він збільшує свій власний дохід фактично не отримуючи дивідендів, а з іншого збільшує витрати підприємства та зменшує його прибуток. Витрати підприємства, таким чином, штучно збільшуються. Звичайно що і всі витрати на обслуговування цього активу також покладаються на само підприємство. При цьому інколи сам актив може не нести жодної користі для підприємства.

3. На практиці доволі часто власник підприємства обліковується як штатна одиниця на підприємстві та отримує заробітну плату. Але при цьому його заробітна плата неадекватно до ринку висока, при цьому власник майже не бере участі в оперативному управлінні підприємством. Є, наприклад, Генеральний директор або Виконуючий директор, на якого і покладено всі функції управління, а власник обліковується як Президент з відповідною заробітною платою. Якщо оцінювати з точки зору корисності такого працівника, то він абсолютно не потрібен підприємству за своїми функціями, тим більше за таку платню. Отже, такі витрати є непродуктивними. Якщо заробітна плата більш-менш відповідає ринковій та власник дійсно активно керує підприємством (що на практиці буває не завжди), тоді ці витрати можна назвати продуктивними і це є плата не за вкладений власний капітал, а за використаний трудовий та підприємницький ресурс. Крім того, слід відзначити, що штучно висока заробітна плата в прогресії збільшує нарахування на фонд оплати праці, а отже збільшує податкові виплати.

4. Для того, щоб мінімізувати податкові витрати (оскільки з дивідендів необхідно заплатити певні податки та збори), дивіденди виводяться іншим шляхом, наприклад, через ФОП, і фактично за документами це знову ж таки певні витрати для конкретного підприємства.

В усіх зазначених випадках є і інший аспект. Штучно збільшуючи витратну частину за рахунок непродуктивних витрат, підприємство, тим не менш, зменшує прибуток, а отже економить на податку на прибуток. Таким чином, всі непродуктивні

штучні витрати необхідно перемножити на коефіцієнт податку на прибуток. Але непродуктивні витрати за фондом заробітної плати збільшують суму непродуктивних витрат на суму ЄСВ.

В практиці досить часто зустрічаються випадки, коли за рахунок непродуктивних витрат власник отримує дохід навіть за умови

збитковості підприємства. Т.б., прибутку у підприємства не має, а дивіденди на вкладений капітал є, що з точки зору фінансової науки є нонсенсом. Більш того, підприємство отримає збитки саме через ці непродуктивні витрати. Нижче в таблиці наведений реальний приклад підприємства ТОВ ТД «Вега» (таблиця 1).

Таблиця 1

Бюджет компанії ТОВ ТД «Вега» за 2018 рік

	Всього за рік, грн.
Дохід	134 398 020
Вартість купівлі товарів	71 883 770
Маржинальний прибуток	62 514 250
Всього витрат	63 064 782
Витрати на збут	20 597 387
Маркетингові витрати	4 569 406
Адміністративні витрати	21 002 051
Утримання основних фондів	4 649 801
Інші операційні витрати	6 952 555
Фінансові витрати	3 354 158
СВК	1 939 424
Прибуток + / збиток -	-1 443 411
Прибуток + / збиток без витрат СВК	496 013

Як ми бачимо, на даному підприємстві в бюджет та систему обліку було введено окрему статтю «СВК», де обліковувалися всі витрати так чи інакше пов'язані з власником. Таким чином, ми бачимо, що за результатами року підприємство отримало збиток -1,4 млн. грн. Але при цьому власник за рахунок непродуктивних витрат вилучив з обігу 1,9 млн. грн. Отже, без витрат власника підприємство є прибутковим 0,5 млн. грн. Т.б. всі збитки підприємства причинені саме власником.

В даному випадку ми не розглядаємо ситуації, коли бізнес організований через офшорні компанії. Таким чином, прибуток мінімізується або за рахунок штучного заниження доходів, або за рахунок штучного збільшення витрат, а вся додана вартість «вимивається» з підприємства на користь третьої сторони, що перебуває за межами України. Але третя сторона юридично за документами належить тому ж самому

власнику. В такому випадку взагалі стає неможливим розрахунок вартості власного капіталу для конкретного підприємства. Для цього треба вести розрахунки за всім ланцюгом афілійованих юридичних осіб. Такий розрахунок може здійснити лише власник, стороннім особам це не можливо зробити.

Крім зазначених непродуктивних витрат слід брати до уваги вартість внутрішніх джерел фінансових ресурсів, а саме за рахунок реструктуризації активів. Для оцінки цього джерела ми повинні відштовхуватися від поняття обіговості активів різних форм. Реструктуризація активів дозволяє вивільняти кошти підприємства та спрямовувати їх у більш продуктивному напрямку. Реструктуризація активів може проводитися на основі природного циклу кругообігу активів і тоді це не впливає на вартість цього джерела власних фінансових ресурсів. А може проводитися прискореним циклом. В такому випадку частина вартості активів буде втрачатися і саме

втрачена частина і буде визначати вартість. Як правило, реструктуризація активів відбувається саме за прискореним циклом. Це призводить до недоотриманого прибутку або потенційно втраченого прибутку.

Будь-який актив має певну обіговість та ліквідність – швидкість перетворення активу у грошову форму з мінімальними втратами. Іншими словами, будь-який актив за чітко визначений проміжок часу може бути реалізований та перетворитися в грошову форму не втративши власної вартості (за інших рівних умов). Це природний цикл. Наприклад, за статистикою підприємства середній термін реалізації товару «Х» для підприємства складає 3 місяці. Припустимо, що при цьому товар не має строку придатності, не має впливу моди та не має сезонного тренду. В іншому випадку всі три аспекти значно ускладнюють процес управління товарними запасами. Якщо підприємство бажає скоротити цей час (наприклад, швидше продати той чи інший товар, раніше терміну продати отриманий від покупця вексель, реалізувати надлишкові запаси сировини тощо), воно має включити додаткові стимули. Це або додаткова знижка (втрата в ціні), або додаткові витрати (реклама, «доставка за наш рахунок», «встановлення та налагодка за наш рахунок», збільшений гарантійний строк тощо). Найбільш простий приклад: розпродаж продукції зі знижкою 15%, фактично ці 15% які будуть втрачені і є вартість даного джерела власних фінансових ресурсів. В іншому випадку, якщо це, наприклад, сезонний товар, його можна буде продати не раніше ніж через 7 місяців за своєю вартістю. Якщо підприємство хоче прискорити цей цикл, воно за це має заплатити.

Якщо підприємство бажає, наприклад, раніше отримати кошти за векселем, воно може його продати, але з дисконтом. Розмір дисконту і буде визначати вартість цього джерела. Якщо підприємство бажає прискорити обіг дебіторської заборгованості, воно має надати покупцю альтернативну вигоду, наприклад, знижка в ціні.

Отже, враховуючи вище зазначене, встановити реальну вартість власного капіталу дуже складно. Для цього необхідні впровадити певні зміни в системі первинного управлінського обліку, де створюються окремі субрахунки, за якими будуть обліковуватися всі ці витрати, а в звітах вони мають йти окремим рядком.

Як правило власники не вважають за необхідне ускладнювати таким чином облік, але така інформація корисна і для самого власника. Коли власник починав власний бізнес або вкладав кошти у певний проект перше, що його цікавило – скільки він має вкласти, та скільки він отримає. В будь-якому випадку власник капіталу має альтернативні варіанти вкладень, наприклад, банківський депозит з значно меншими ризиками. В такому випадку власник капіталу буде чітко представляти скільки він реально отримає прибутку на вкладений капітал і чи вартий цей проект/бізнес подальшого існування з точки зору його ефективності. Як показує практика, ці питання дуже цікавлять власників капіталу, але вони не мають можливостей відповісти на це принципове питання.

Розглянемо проблему оцінки вартості запозиченого капіталу. Запозичений капітал представлений також декількома джерелами: кредити банків, облігації, вексель, товарний кредит (відстрочка платежу) та сталі пасиви. Останнє джерело не коштує підприємству нічого. Але строк його використання максимум три тижні не дає можливості опиратися на це джерело навіть у середньостроковому періоді. Стосовно банківських кредитів, векселів та облігацій складнощі з розрахунком вартості запозиченого капіталу не виникає. Проблема складає лише товарний кредит.

На перший погляд розрахувати середньозважену загальну вартість запозиченого капіталу досить просто, необхідно поділити суму фінансових витрат, що наведена в Формі 2 «Звіт про фінансові результати» на середню суму короткострокових зобов'язань підприємства (третій розділ Пасиву Балансу підприємства).

Але в практиці існує скрита плата за використаний капітал, яка жодним чином не обліковується. Перш за все, це стосується відстрочки платежу, що надають підприємству його партнери. На практиці ціна за використання капіталу може бути зашита в вартість придбаних товарів чи послуг. Наприклад, якщо певний товар чи послуга купуються зі стандартною відстрочкою, що надає продавець 15 днів, то ціна складає 100 умовних грошових одиниць. Якщо ж підприємство бажає отримати відстрочку, наприклад, 60 днів, то ціна в такому випадку буде складати 101 умовна грошова одиниця. Таким чином, фактично 1 умовна грошова

одиниця або 1% на 45 днів це і є плата за використання товарного кредиту. У підприємства в такому разі виникають альтернативні варіанти: взяти кредит в банку (або використати відкриту кредитну лінію) чи взяти відстрочку платежу на визначених умовах. До речі, така поведінка продавця є вірною. Оскільки надаючи відстрочку на 60 днів він, фактично, залишається без фінансових ресурсів в необхідному обсягу. І якщо в цей проміжок часу у нього виникне дефіцит фінансових ресурсів, то продавець вимушений буде брати кредит та платити за його використання. В той час як його фінансові ресурси використовує третя сторона безкоштовно. Можна сказати, що це має бути обов'язкова практика. Але для того, щоб залучати покупців, продавець має закладати відсоток менший, ніж за банківським кредитом. Якщо б в зазначеному вище прикладі кредит банку коштував би 18% річних або 1,5% в місяць. В такому разі покупець мав би заплатити за використання фінансових ресурсів 2,25% на зазначений термін у 45 днів, що більше ніж за відстрочкою. Таким чином для покупця найбільш вигідний варіант купувати зі стандартної відстрочкою у 15 днів, якщо коштів не вистачає, то можна погодитися на збільшення ціни та отримати додаткову відстрочку. Кредитування банку в даному прикладі найменш вигідний варіант.

Однак тут існують певні аспекти в обліку операцій та подальших аналітичних розрахунках. Припустимо, що вартість обох джерел (відстрочка платежу та банківський кредит) однакова і складає 1% на визначений термін. У випадку якщо підприємство купило за більш високою ціною та отримало додаткову відстрочку ніяких витрат на залучений капітал не буде. Всі 101 ум.гр.од. буде віднесено на операційні витрати підприємства. У випадку якщо підприємство взяло кредит та оплатило поставку по факту, операційні витрати становитимуть 100 умовних грошових одиниць, а 1 ум.гр.од. вже буде враховуватися як фінансові витрати. Якщо брати кінцевий результат в вигляді чистого прибутку то він буде однаковий. Але якщо розраховувати показники операційної рентабельності, ЕВІТДА тощо, то другий варіант більш вигідний, оскільки результат від операційної діяльності буде вищим. Але при цьому в другому варіанті показники вартості запозиченого капіталу будуть вищі.

Для стимулювання оплати та обсягів продажів постачальники можуть створювати різні системи стимулювання за рахунок знижок чи бонусів: за терміновість оплати, за обсяги, за форму оплати тощо. В кожному окремому випадку слід розуміти як такі інструменти впливають на вартість залученого капіталу.

Висновки

Враховуючи все вище зазначене можна зробити наступні висновки:

1. Середньозважена вартість капіталу підприємства розраховується як відношення витрат пов'язаних з залученим капіталом до суми залученого капіталу.

2. Розрахунки середньозваженої вартості капіталу підприємства за класичним підходом є досить умовним. В вітчизняній практиці існує багато аспектів пов'язаних з штучним завищенням або заниженням необхідних показників (доходів підприємства, витрат, податків, прибутку).

3. Вартість власного капіталу – це обсяг коштів, який власник виймає з підприємства під будь-яким приводом. Найбільші викривлення в розрахунку середньозваженої вартості капіталу відбуваються саме при розрахунку вартості власного капіталу підприємства, оскільки власник штучно збільшує витратну частину підприємства за рахунок непродуктивних витрат.

4. Для того, щоб отримати реальну картину (в цьому має бути зацікавлений сам власник підприємства) необхідно внести певні зміни в систему управлінського обліку.

Зауважимо, що можливими викривленнями вартості запозиченого капіталу за рахунок товарного кредиту за певних обставин можна знехтувати. Але лише за умов, коли частка того чи іншого постачальника не перевищує 20%.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

1. Smith, Adam (1776). An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London: W. Strahan.
2. Самуэльсон П., Нордхаус В. Экономика. — М.: Вильямс, 2014. — 1360 с.
3. Volkart R. Unternehmensbewertung und Akquisitionen. - Zurich: Versns, 1999.
4. Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen. 10. Aufl.- Munchen: Vahlen, 1999.
5. Rosenbaum, Joshua. Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. — Hoboken, NJ : John Wiley & Sons, 2009.
6. Yee, Kenton K. Aggregation, Dividend Irrelevancy, and Earnings-Value Relations // Contemporary Accounting Research: journal. — 2000. — Vol. 22, no. 2. — P. 453—480.

ЧИМШИТ С.І.^{1*}, ГРАБОВСКИЙ И.С.^{2*}, ПРИЛЕПОВА М.О.^{3*}

1* д.э.н., доц., заведующий кафедры финансов, учета и маркетинга, Приднепровской государственной академии строительства и архитектуры, ул. Чернышевского, 24А, Днепро, Днепропетровская область, Украина, 49000, e-mail: chimshit@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-0861-2226

2* к.э.н., доц., доцент кафедры финансов, учета и маркетинга, Приднепровской государственной академии строительства и архитектуры, ул. Чернышевского, 24А, Днепро, Днепропетровская область, Украина, 49000, e-mail: GIS1@ukr.net, ORCID ID: 0000-0002-8862-0997

3* к.э.н., доц., доцент кафедры финансов, учета и маркетинга, Приднепровской государственной академии строительства и архитектуры, ул. Чернышевского, 24А, Днепро, Днепропетровская область, Украина, 49000, e-mail: prylierpova.maryna@pgasa.dp.ua, ORCID ID: 0000-0003-2329-4462

МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ И ПРОБЛЕМЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ В ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ПРАКТИКЕ

Цель. Определение методологических аспектов и проблем оценки стоимости капитала предприятия в отечественной практике. **Методология.** В отечественной практике существует множество аспектов, связанных с искусственно переоценкой или недооценкой необходимых показателей (доходы предприятия, расходы, налоги, прибыль). **Результаты.** Привлечение и использование того или иного объема финансовых ресурсов предприятия связано с соответствующими издержками: акционерам необходимо выплачивать дивиденды, банкам - проценты по предоставленным им кредитам и т. д. Сумма средств, которые должны быть оплачены за использование привлеченного количества финансовых ресурсов, называется стоимостью капитала. Стоимость капитала - это цена, которую компания платит за привлечение из различных источников. Концепция стоимости капитала, привлеченного предприятием, основана на том факте, что капитал, как один из важных факторов операционной деятельности, имеет, как и другие факторы, определенную стоимость, которая формирует уровень общих расходов предприятия. Эта концепция является одной из основных при управлении прибылью в процессе финансовой деятельности. Можно выделить основные области использования показателя капитальных затрат: 1. Стоимость капитала, используемого предприятием в своей деятельности, составляет минимально необходимую норму прибыли от операционной деятельности. Поскольку стоимость капитала характеризует дополнительные затраты на финансовую деятельность по использованию привлеченного капитала для обеспечения производства и реализации продукции, этот показатель является минимальным показателем формирования операционной прибыли предприятия. 2. Показатель стоимости используется в качестве критерия для оценки инвестиционного процесса. Стоимость капитала конкретного предприятия представляет собой ставку дисконтирования, при которой сумма чистого денежного потока уменьшается до текущей стоимости в процессе оценки эффективности отдельных реальных проектов. Кроме того, он служит основой для сравнения с внутренней нормой доходности инвестиционного проекта. Если он ниже, чем показатель стоимости капитала предприятия, такой инвестиционный проект следует отклонить. 3. Стоимость капитала предприятия является основным показателем оценки эффективности инвестиций. Поскольку критерий этой эффективности устанавливается самим предприятием, при оценке рентабельности отдельных финансовых инструментов основой сравнения является показатель стоимости капитала. Этот показатель позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость или доходность отдельных финансовых инструментов инвестирования, но и сформировать наиболее эффективные направления и виды этих инвестиций на предыдущем этапе формирования инвестиционного портфеля, а также является показателем оценки

Рентабельность сформированного инвестиционного портфеля в целом. 4. Показатель стоимости капитала по отдельным его элементам используется в процессе управления структурой капитала. 5. Стоимость капитала является мерой рыночной стоимости предприятия. 6. Показатель стоимости капитала является критерием для оценки, разработки и реализации стратегии финансирования активов предприятия. **Научная новизна.** Важность оценки стоимости капитала в процессе осуществления финансовой деятельности определяет необходимость корректного расчета этого показателя на всех этапах развития предприятия. **Практическая значимость.** Реальная практическая деятельность предприятий (форма собственности, механизм взаимодействия с контрагентами, условия привлечения финансовых ресурсов и т.п.) создают предпосылки, когда расчет стоимости привлеченного капитала по классическим методикам не дает полную объективную оценку.

Ключевые слова: стоимость капитала, собственный капитал, заимствованный капитал, оценка стоимости капитала, финансовые ресурсы, расходы, управленческий учет.

CHIMSHIT S.¹, HRABOVSKYI Y.², PRYLIEPOVA M.³

1* Doctor of Economics, Associate Professor, Head of the Department of Finance, Accounting and Marketing, Dnieper State Academy of Civil Engineering and Architecture, ul. Chernyshevsky, 24A, Dnipro, Dnipropetrovsk region, Ukraine, 49000, e-mail: chimshit@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-0861-2226

2 Ph.D., associate professor, Chair of Finance, Accounting and Marketing, Pridneprovsk State Academy of Civil Engineering and Architecture, ul. Chernyshevskogo, 24A, Dnipro, Dnipropetrovsk Region, Ukraine, 49000, e-mail: GIS1@ukr.net, ORCID ID: 0000-0002-8862-0997

3 Ph.D., associate professor of the Department of Finance, Accounting and Marketing, Dnieper State Academy of Civil Engineering and Architecture, ul. Chernyshevsky, 24A, Dnipro, Dnipropetrovsk region, Ukraine, 49000, e-mail: pryliiepova.maryna@pgasa.dp.ua, ORCID ID: 0000-0003-2329-4462

METHODICAL ASPECTS AND PROBLEMS OF DETERMINING THE VALUE OF ENTERPRISE'S CAPITAL IN DOMESTIC PRACTICE

Goal. Determination of methodological aspects and problems of assessing the cost of capital of an enterprise in domestic practice. **Methodology.** In domestic practice, there are many aspects associated with artificially overestimating or underestimating the necessary indicators (enterprise income, expenses, taxes, profits). **Results.** Attracting and using one or another volume of financial resources of an enterprise is associated with the corresponding costs: shareholders need to pay dividends, banks - interest on loans granted by them and so on. The amount of funds that must be paid for the use of the attracted amount of financial resources is called the cost of capital. The cost of capital is the price that the company pays for its attraction from various sources. The concept of the cost of capital raised by an enterprise is based on the fact that capital, as one of the important factors of operating activity, has, like its other factors, a certain cost, which forms the level of total expenses of the enterprise. This concept is one of the basic ones when managing profit in the process of financial activity. We can distinguish the main areas of use of the capital cost indicator: 1. The cost of capital used by the enterprise in its activities is the minimum required rate of return on operating activities. Since the cost of capital characterizes the additional costs of financial activities for the use of attracted capital to ensure the production and sale of products, this indicator is the minimum rate of formation of the operating profit of the enterprise. 2. The cost indicator is used as a criterion for evaluating the investment process. The cost of capital of a particular enterprise is a discount rate at which the amount of net cash flow is reduced to current value in the process of evaluating the effectiveness of individual real projects. In addition, it serves as a basis for comparison with the internal rate of return of the investment project. If it is lower than the indicator of the cost of capital of the enterprise, such an investment project should be rejected. 3. The cost of capital of the enterprise is a basic indicator of assessing the effectiveness of investments. Since the criterion for this efficiency is set by the enterprise itself, when evaluating the profitability of individual financial instruments, the basis of comparison is the indicator of the cost of capital. This indicator allows you to evaluate not only the real market value or profitability of individual financial investment instruments, but also to form the most effective directions and types of this investment at the previous stage of forming the investment portfolio, and also is a measure of assessing the profitability of the formed investment portfolio as a whole. 4. The indicator of the cost of capital for its individual elements is used in the process of managing the capital structure. 5. The cost of capital is a measure of the market value of an enterprise. 6. The cost of capital indicator is a criterion for evaluating and developing and implementing a strategy for financing the assets of an enterprise. **Scientific novelty.** The importance of assessing the cost of capital in the process of carrying out financial activities determines the need for the correct

calculation of this indicator at all stages of enterprise development. **Practical significance.** The real practical activities of enterprises (form of ownership, mechanism for interacting with counterparties, conditions for attracting financial resources, etc.) create prerequisites when calculating the cost of attracted capital by classical methods does not give a complete objective assessment.

Keywords: cost of capital, equity, obligations, estimation of cost of capital, financial resources, expenses, management accounting.

REFERENCES

1. Smith, Adam (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: W. Strahan.
2. Samuelson P., Nordhaus V. *Economics*. - M.: Williams, 2014. -- 1360 p.
3. Volkart R. *Unternehmensbewertung und Akquisitionen*. - Zurich: Versns, 1999.
4. Perridon L. *Finanzwirtschaft der Unternehmen*. 10. Aufl.- Munchen: Vahlen, 1999.
5. Rosenbaum, Joshua. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. — Hoboken, NJ : John Wiley & Sons, 2009.
6. Yee, Kenton K. Aggregation, Dividend Irrelevancy, and Earnings-Value Relations // *Contemporary Accounting Research: journal*. — 2000. — Vol. 22, no. 2. — P. 453—480.

Надійшла 19.10.2019 р.

Стаття рекомендована до друку: д.е.н., доцент, Дніпровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна Рекун І.І., д.т.н., професор, завідувач кафедри Менеджменту, управління проектами Придніпровської державної академії будівництва та архітектури В.Т. Вечеров