

*Давидов О.І.,**к.е.н., доцент,**професор кафедри фінансів та кредиту,**Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна*

ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІД ЧАС ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Анотація. У статті розглянуто питання визначення вартості власного капіталу в контексті оцінки вартості підприємств. Досліджено власний капітал як складову частину загального капіталу підприємства. Розкрито зміст вартості власного капіталу. Проаналізовано методи і моделі визначення вартості власного капіталу. Виявлено можливості використання методів і моделей визначення вартості власного капіталу в українських економічних умовах. Установлено найбільш прийнятні методи і моделі визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємств.

Ключові слова: власний капітал, вартість власного капіталу, визначення вартості, метод, модель, оцінка, вартість підприємств.

Постанова проблеми. Інноваційне управління за критерієм зростання вартості підприємств здійснюється на основі її відповідної оцінки. Вимірювання вартості підприємств передбачає розуміння змісту вартісно-утворюючих процесів на мікрорівні сучасної економіки.

Капітал як головний фактор виробництва й інвестиційний ресурс суттєво впливає на формування вартості сучасних підприємств. Важливим елементом загального капіталу підприємства є власний капітал, який має свою вартість у процесі залучення для фінансування вартісно-орієнтованої діяльності суб'єкта господарювання. Вартість власного капіталу виступає частиною капітальних витрат на створення вартості підприємства. У такій ситуації оцінка вартості підприємства потребує адекватного визначення вартості власного капіталу. Для вирішення цієї проблеми необхідно більш глибоко дослідити сутність власного капіталу і зміст його вартості, детально проаналізувати наявні методи і моделі оцінки вартості власного капіталу, з'ясувати можливості їх застосування в українських економічних умовах, обґрунтувати найбільш прийнятні методи і моделі визначення вартості власного капіталу при оцінці вартості підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Власний капітал як складова частина загального капіталу підприємства досліджується в роботах Я.П. Іщенка [1], Л.В. Галайди [1], Л. Данілової [2], О. Мельника [2], С. Ногіної [3], С. Шумікіна [3], С. Костянина [3]. Методика визначення вартості власного капіталу розглядається такими вченими, як У. Шарп [4], Г. Александер [4], Дж. Бейли [4], Г. Арнольд [5], А. Дамодаран [6], В.В. Ковальов [7], А.М. Герасимович [8], В.В. Бондаренко [8], Т.В. Савчук [9], Р.А. Слав'юк [10], Н.М. Чиж [10], О. Терещенко [11], О.В. Ярошук [12]. Проблеми визначення вартості власного капіталу в контексті оцінки вартості підприємств аналізували Т. Коупленд [13], Т. Коллер [13], Дж. Муррін [13], В.Г. Андрійчук [14], Р.В. Андрійчук [14], О.В. Мозенков [15], В.В. Калюжний [15], О.В. Мілінчук [16], Ю.В. Петленко [17], Г.В. Решетова [18].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Економічною наукою до кінця не досліджено сутність власного капіталу і зміст його вартості, не розроблено досконалої методики вимірювання вартості власного капіталу, повною мірою не з'ясовано можливості використання методів і моделей визначення вартості цього капіталу в українських економічних умовах, остаточно не встановлено доцільність застосування тих чи інших методів і моделей визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємств.

Мета статті полягає в установленні найбільш прийнятних методів і моделей визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємства на основі детального аналізу можливостей їх використання в українських економічних умовах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Вихідним пунктом дослідження проблематики визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємства є розуміння сутності власного капіталу як складової частини загального капіталу, виявлення ролі цього капіталу у вартісно-утворюючих процесах на підприємстві.

Власний капітал – це сукупність коштів, які належать власникам підприємства, інвестуються ними у підприємство для отримання доходу на вкладений капітал, використовуються для формування активів суб'єкта господарювання і перебувають у розпорядженні підприємства протягом усього періоду функціонування.

Розуміння сутності власного капіталу пов'язано з балансовим рівнянням, згідно з яким активи підприємства дорівнюють сумі власного капіталу і зобов'язань підприємства. Отже, власний капітал є частиною в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань.

Формально власний капітал представлений у першому розділі пасиву балансу підприємства і включає в себе зареєстрований (пайовий) капітал, додатковий і резервний капітал, нерозподілений прибуток та інші компоненти. Відповідно, одна частина власного капіталу – інвестований (вкладений або сплачений) капітал – формується через емісію простих і привілейованих акцій або шляхом оплати внесків учасників на початку функціонування підприємства; друга ж частина власного капіталу накопичується у процесі господарської діяльності підприємства.

Власний капітал характеризує ступінь фінансової незалежності суб'єкта господарювання і впливу на нього власників, визначає рівень відповідальності підприємства і захисту прав кредиторів щодо даного підприємства як позичальника коштів, є способом забезпечення кредитоспроможності підприємства, використовується для фінансування довгострокових інвестицій і компенсації понесених збитків, виконує функцію розподілу фінансового результату і майна підприємства під час його ліквідації відповідно до частки окремих власників у капіталі. Таке функціональне призначення власного капіталу зумовлює його значну роль у формуванні вартості підприємств.

Вартість власного капіталу – це витрати на залучення власного капіталу для фінансування господарської діяльності підприємства, які виражені у відсотках до обсягу цього капіталу.

Вартість власного капіталу є узагальнюючим показником ціни залучення власних коштів. Цей показник, з одного боку, характеризує розмір плати підприємства за використання власних фінансових ресурсів. З іншого боку, вартість власного капіталу визначає рівень очікуваної дохідності постачальників власного капіталу від вкладень у дане підприємство. Причому в цьому разі мова йде про альтернативну вартість, яка виражає можливу дохідність вкладників власного капіталу від інших (альтернативних) інвестицій з еквівалентним ризиком.

Вартість власного капіталу формується з урахуванням особливостей його залучення для фінансування господарської діяльності підприємства, які полягають у такому:

1. Ризиковий характер залучення власного капіталу для фінансування господарської діяльності підприємств, що зумовлює збільшення вартості цього капіталу на величину премії за відповідні ризики.

2. Більш широкі можливості використання власного капіталу для забезпечення платоспроможності і фінансової стійкості підприємства у зв'язку з відсутністю необхідності зворотного повернення основної суми цього капіталу (під час використання власних коштів підприємство сплачує своїм власникам тільки дохід у вигляді дивідендів або в іншій формі).

3. Формування більш високої вартості власного капіталу порівняно з вартістю позикових коштів у зв'язку з включенням виплат власникам цього капіталу доходу у вигляді дивідендів або в іншій формі до складу оподаткованого прибутку (вказані виплати здійснюються за рахунок чистого прибутку підприємства і, відповідно, не зменшують базу оподаткування прибутку, тобто ефект «податкового щита», як у випадку з позиковим капіталом, не діє).

4. Відсутність формальної угоди між підприємством та його власниками з приводу дохідності вкладників власного капіталу від їх інвестицій у діяльність даного суб'єкта господарювання (за винятком залучення власного капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій). На відміну від цього очікувана дохідність вкладників позикового капіталу зумовлена відповідними договорами під час отримання підприємством банківських кредитів, випуску облігацій тощо.

Вартість власного капіталу розраховується для встановлення ставки дисконтування в рамках реалізації дохідного підходу до визначення вартості підприємств, а також вимірювання показника середньозваженої вартості капіталу. Останній показник використовується у низці відомих моделей 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).

Для визначення вартості власного капіталу використовуються різні методи і моделі: модель оцінки капітальних активів, модель зростання дивідендів, модель прибутку на акцію, модель арбітражного ціноутворення, метод поелементної оцінки вартості власного капіталу, кумулятивна модель оцінки премії за ризик, метод прямого розрахунку вартості власного капіталу та ін.

Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) передбачає розрахунок вартості власного капіталу за формулою:

$$k_e = k_f + (k_m - k_f) \beta, \quad (1)$$

де k_e – вартість власного капіталу;

k_f – безризикова ставка дохідності на ринку;

k_m – очікувана дохідність ринкового портфелю інвестицій (ринкова дохідність);

β – бета-коефіцієнт.

Безризикова ставка дохідності на ринку k_f у формулі (1) – це ставка дохідності інвестицій в активи з максимально мінімізованим у наявних ринкових умовах ризиком (його рівнем можна знехтувати і приймати такі інвестиції безризиковими). Безризиковою ставкою дохідності частіше всього рекомендується приймати дохідність за державними цінними паперами.

На думку Г. Арнольда, безризикова ставка виражає рентабельність, яка є достатньою для компенсації споживчого нетерпіння та інфляції [5, с. 220].

Очікувана дохідність ринкового портфелю інвестицій k_m у формулі (1) характеризує рівень дохідності максимально диверсифікованого портфелю інвестицій в умовах даного ринку. Для оцінювання поточної середньоринкової дохідності, як правило, використовують певний ринковий (фондовий) індекс.

Відповідно, вираз $k_m - k_f$ у формулі (1) характеризує величину перевищення середньоринкової дохідності інвестицій над дохідністю інвестицій у безризикові активи, тобто розмір ринкової премії за ризик.

Ринкова премія за ризик $k_m - k_f$ у формулі (1) коригується на відносну ризикованість інвестицій у конкретний актив за допомогою коефіцієнта β , який характеризує ступінь чутливості дохідності конкретного активу до змін на ринку. Коефіцієнт β визначає коваріацію між дохідністю конкретного активу і ринковою дохідністю (остання звичайно вимірюється ринковим індексом). Через β -коефіцієнт у моделі CAPM відображається рівень систематичного ризику інвестицій у конкретний актив.

Існує також низка модифікацій моделі CAPM. Зокрема, модель CAPM була вдосконалена Ю. Фамою і К. Френчем на основі додаткового врахування під час оцінки вартості власного капіталу (необхідної дохідності активу) різниці в дохідності акцій малих і великих компаній, різниці в дохідності акцій компаній із високим і низьким відношенням балансової вартості акцій до ринкової вартості. Модель цих науковців була доповнена М. Кархартом шляхом урахування моменту, під яким мається на увазі швидкість зміни ціни акцій за певний проміжок часу, тобто передбачається вплив даного показника на майбутню дохідність акцій.

Практичне застосування моделі CAPM та її модифікацій є можливим в умовах стабільної ринкової економіки, розвинутого фондового ринку, наявності доступної і достовірної інформації для розрахунку дохідності ринкового портфелю інвестицій k_m , коефіцієнта β і додаткових параметрів у модифікаційних моделях. Відсутність таких умов в українській економіці зумовлює проблематичність використання моделі CAPM для оцінки вартості власного капіталу.

У рамках моделі зростання дивідендів (моделі Гордона) дивіденд розглядається як єдиний вид доходу, який виплачується або може бути виплачений у майбутньому в результаті вкладень в акції будь-якого акціонерного підприємства. Відповідно, ринкова ціна акцій визначається дисконтованою за ставкою необхідної дохідності купівлею очікуваних дивідендів. Згідно із цією моделлю, вартість власного капіталу (ВБК) розраховується за формулою:

$$ВБК = \frac{D_n}{P_o} + g, \quad (2)$$

де D_n – прогнозна величина дивідендів у наступному періоді;

P_o – ринкова ціна акції;

q – прогнозований темп щорічного зростання дивідендів.

Достовірність визначення вартості власного капіталу, згідно з моделлю зростання дивідендів, тісно пов'язана з точністю оцінки показника g у формулі (2), значення якого суттєво впливає на шукану величину вартості власного капіталу.

Необхідною умовою застосування моделі зростання дивідендів для оцінки вартості власного капіталу є систематичний характер виплати акціонерними підприємствами дивідендів, розмір яких у майбутньому має стабільно зростати.

У зв'язку із досить складним фінансовим становищем більшість вітчизняних підприємств на протязі багатьох років не виплачують дивідендів, не мають послідовної дивідендної політики і реінвестують майже весь прибуток у розвиток своєї фінансово-господарської діяльності чи не розподіляють цей прибуток.

Значна кількість українських підприємств через збитковий характер діяльності взагалі не має фінансової бази для виплати дивідендів. Незважаючи на тенденцію до зниження в останні роки, питома вага вітчизняних підприємств, які одержали збиток, у загальній кількості підприємств досі залишається високою. Значення цього показника становило: у 2013 р. – 34,1%, у 2014 р. – 33,7%, у 2015 р. – 26,3% [19, с. 476].

У низці випадків виплата дивідендів акціонерними товариствами слабо корелює з фінансово-економічним станом самих товариств і зумовлена іншими факторами, наприклад політичними факторами (особливо на підприємствах нафтогазового комплексу), прагненням створити іноді видимість зовнішнього благополуччя напередодні нової емісії акцій тощо.

Моделю зростання дивідендів передбачає адекватність оцінки ринком акцій підприємства, тобто у сформованій ціні акції відображається вся доступна інформація про ці фінансові інструменти, тому рівень ціни визначає вимоги щодо доходності акцій. Дане припущення фактично сформульовано для досконалих та ефективних ринків. Однак таке припущення не є достатньо обґрунтованим навіть щодо фондових ринків економічно розвинених країн.

На справедливу думку У. Шарпа, Г. Александера і Дж. Бейлі, основні ринки цінних паперів на практиці є слабоефективними [4, с. 109].

В умовах недостатнього рівня розвитку вітчизняного фондового ринку вищезазначене припущення є тим більш необґрунтованим, що робить неможливим висування вимог щодо доходності, спираючись на ціни акцій.

Суттєвий недолік дивідендних моделей оцінки власного капіталу полягає також у тому, що рівень виплачуваних дивідендів не є єдиним очікуванням інвесторів, яких цікавить загальна величина чистого прибутку підприємства, а не тільки його частина у формі дивідендних виплат. Окрім того, розглянута методика не враховує можливих ризиків під час оцінки вартості власного капіталу.

Вищевказані обставини роблять недоцільним практичне застосування моделі зростання дивідендів для оцінки вартості власного капіталу у вітчизняних економічних умовах.

Згідно з моделлю прибутку на акцію, вартість власного капіталу визначається на основі величини прибутку на акцію, а не сум очікуваних дивідендів. Під час оцінки ефективності вкладень в акції підприємств багато інвесторів орієнтуються на показник прибутку на акцію, значення якого відображає

реальний дохід акціонерів незалежно від того, чи виплачується він у вигляді дивідендів зараз, чи використовується для створення додаткових вигід інвесторів у майбутньому. Відповідно до даної моделі, вартість власного капіталу (k_e) розраховується за допомогою формули:

$$k_e = \frac{P}{N}, \quad (3)$$

де P – величина прибутку на акцію;

N – ринкова ціна акції.

У рамках цієї моделі під час визначення показника прибутку на акцію зазвичай береться до уваги тільки чистий прибуток підприємства. Вважається, що саме обсяг чистого прибутку незалежно від пропорції його розподілу впливає на ринкову вартість акцій і доходи їх власників [10, с. 128].

Незважаючи на порівняну простоту розрахунків під час використання моделі прибутку на акцію, суттєвою проблемою її застосування є складність точної оцінки ринкової ціни акцій в умовах низького рівня розвитку вітчизняного фондового ринку. Крім того, ця модель розповсюджується тільки на підприємства з акціонерною формою власності.

Моделю арбітражного ціноутворення, розроблена С. Россом, є багатофакторною моделлю, яка описує залежність вартості власного капіталу (необхідного рівня доходності активу) від низки факторів з урахуванням чутливості доходності активу до цих факторів. Моделю арбітражного ціноутворення базується переважно на припущенні про можливість збільшення інвестором доходності свого портфеля без збільшення ризику шляхом формування арбітражного портфелю.

Арбітраж – це отримання безризикового прибутку через механізм використання різних цін на однакові активи (цінні папери або інші активи). Як спосіб здійснення інвестиційної тактики арбітраж полягає у продажу активу за відносно високою ціною й одночасній купівлі такого ж активу за відносно низькою ціною. Арбітражна діяльність передбачає наявність ефективних ринків цінних паперів та інших ринків, на яких інвестори прагнуть отримати за кожної можливості безризикові арбітражні доходи. Моделю арбітражного ціноутворення можна представити так:

$$k_e = k_f + b_1\lambda_1 + b_2\lambda_2 + \dots + b_i\lambda_i, \quad (4)$$

де $\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_i$ – ризикові премії по i -му фактору;

b_1, b_2, \dots, b_i – коефіцієнти чутливості доходності активу до i -го фактору.

Моделю арбітражного ціноутворення не отримала широкого розповсюдження, оскільки її реалізація супроводжується суттєвими труднощами під час відбору та визначення параметрів цієї моделі навіть в умовах розвинених ринків економічно передових країн.

Трансформаційний характер національної економіки, остаточно несформованість ринкових відносин в Україні, низький рівень розвитку вітчизняного ринку цінних паперів фактично роблять неможливим застосування моделі арбітражного ціноутворення для визначення вартості власного капіталу підприємства в українських реаліях.

Метод поелементної оцінки вартості власного капіталу включає оцінку вартості функціонуючого (наявного, уже сформованого) власного капіталу, вартості додатково залученого власного капіталу у формі простих та привілейованих акцій, вартості власного капіталу у вигляді нерозподіленого прибутку.

Вартість функціонуючого власного капіталу ($ВВК_f$) визначається за формулою:

$$BBK_{\phi} = \frac{ЧП}{BK_{\phi}} \cdot 100, \quad (5)$$

де $ЧП$ – величина чистого прибутку, виплаченого власникам підприємства;

BK_{ϕ} – сума функціонуючого власного капіталу.

Вартість додаткового капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій (BBK_{np}), обчислюється так:

$$BBK_{np} = \frac{D_{np}}{BK_{np} \cdot (1 - BE_{np})} \cdot 100, \quad (6)$$

де D_{np} – сума дивідендів за привілейованими акціями згідно із зобов'язаннями емітента;

BK_{np} – сума власного капіталу, який залучається за рахунок емісії привілейованих акцій;

BE_{np} – витрати на емісію привілейованих акцій, виражені десятковим дробом у відношенні до суми емісії.

Вартість додаткового капіталу, який залучається за рахунок емісії простих акцій (BBK_{na}), розраховується за формулою:

$$BBK_{na} = \frac{K_{na} \cdot D_{na} \cdot TD_n}{BK_{na} \cdot (1 - BE_{na})} \cdot 100, \quad (7)$$

де K_{na} – кількість додатково емітованих простих акцій;

D_{na} – сума дивідендів, виплачених на одну просту акцію у звітному періоді;

TD_n – плановий темп приросту виплат дивідендів за простими акціями, виражений десятковим дробом;

BK_{na} – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії простих акцій;

BE_{na} – витрати на емісію простих акцій, виражені десятковим дробом у відношенні до суми емісії.

Нерозподілений прибуток являє собою її капіталізовану частину, яка цілеспрямовано реінвестується в розвиток діяльності підприємства. Для власників це відкладений до виплати прибуток.

Вартість капіталу, який залучається за рахунок нерозподіленого прибутку, зазвичай приймається на рівні вартості функціонуючого власного капіталу або прирівнюється до вартості простих акцій без поправки на емісійні витрати.

З урахуванням оцінки вартості окремих елементів власного капіталу і питомої ваги кожного із цих елементів у загальній сумі власного капіталу визначається середньозважена вартість власного капіталу підприємства.

Однак поелементна оцінка вартості власного капіталу характеризує переважно загальний рівень доходності для власників конкретного підприємства і не відображає необхідною мірою альтернативну вартість власного капіталу. Крім того, використання даної методики розрахунку вартості власного капіталу передбачає врахування дивідендних виплат під час оцінки вартості окремих складників власного капіталу, тому розглянутому методу також притаманні недоліки дивідендних моделей оцінки вартості власного капіталу.

Кумулятивна модель оцінки премії за ризик ґрунтується на очікуваннях інвестора компенсації взятого на себе всього ризику інвестування. Відповідно, чим більший ризик вкладень, тим вищою має бути доходність на власний капітал (вартість власного капіталу). Розрахунок вартості власного капіталу згідно з кумулятивною моделлю здійснюється шляхом додавання до безризикової ставки доходності інвестицій усіх складників ризику інвестування:

$$k_e = k_f + k_1 + k_2 + \dots + k_i, \quad (8)$$

де k_e – вартість власного капіталу;

k_f – безризикова ставка доходності інвестицій;

k_1, k_2, \dots, k_i – премія за i -ті види ризику.

Кумулятивний метод ще називають експертним, оскільки його використання пов'язане не з розрахунком відповідних параметрів, а з їх підбором на основі професійного судження оцінювача (експерта).

Зокрема, О. Терещенко пропонує визначати ставку вартості власного капіталу як суму двох компонентів [11, с. 149]: 1) відсоткової ставки з мінімальним ризиком (рекомендується розраховувати виходячи із середньої по ринку доходності за депозитними вкладеннями); 2) кумулятивної надбавки за специфічні ризики, які характерні для підприємства. При цьому можуть передбачатися надбавки: за неточність прогнозування очікуваних грошових потоків (1–3%); за ризик структури капіталу (0–2%); за високий рівень поточної заборгованості (0–2%); за ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції (2–4%); за специфічні галузеві ризики (0–2%); за інфляційні ризики (залежно від прогнозних темпів інфляції).

О.В. Мілінчук розраховує ціну залучення власного капіталу (за даними Національного банку України) шляхом сумування таких складників, як: середньоринкова ставка доходності за депозитними вкладеннями (у національній валюті) – 11,9%; надбавка за ризик вкладень у підприємство – 4%; надбавка за галузевий ризик – 1% [16, с. 88].

Для забезпечення достовірності оцінки вартості власного капіталу, згідно з кумулятивною моделлю, слід розробити загальноприйнятні національні рекомендації (стандарт) щодо визначення премій за окремі складники ризику, а також підвищити рівень обґрунтованості цих премій.

У сучасних умовах кумулятивна модель оцінки вартості власного капіталу вітчизняних підприємств може бути впроваджена на основі використання вихідних даних для розрахунку ставки капіталізації, які визначаються відповідно до «Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу», затвердженого Наказом Фонду державного майна України від 23.01.2004 № 105 у редакції Наказу цього Фонду від 23.03.2016 № 577, Наказу Фонду державного майна України «Щодо затвердження вихідних даних для розрахунку ставки капіталізації» від 24.05.2016 № 1033. Згідно із цими нормативними документами, умовний безризиковий складник ставки капіталізації визначається шляхом опрацювання інформації Національного банку України про відсоткові ставки за новими депозитами резидентів (окрім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки в іноземній валюті в річному обчисленні за місяцями календарного року та встановлюється Фондом державного майна України на рівні 6,3%. Також ураховуються такі премії за ризики у разі їх наявності [20; 21]:

1) премія за галузевий ризик, розмір якої визначається на підставі опрацювання наявної річної статистичної інформації про основні фінансово-економічні показники підприємств України шляхом розрахунку сукупного галузевого рейтингу за видами економічної діяльності (від 1% до 2,2% за видами економічної діяльності);

2) премія за ризик фінансового стану, величина якої визначається залежно від результатів розрахунку основних фінансових показників підприємства (коефіцієнту покриття, коефіцієнту платоспроможності (автономії) та коефіцієнту забезпеченості власними оборотними засобами) та узагальнення результатів розрахунку цих коефіцієнтів за бальною шкалою шляхом їх порівняння з нормативними значеннями (розмір даної премії становить від 1% до 5%);

3) премія за додатковий ризик інвестування у діяльність акціонерного товариства, яка розраховується на підставі фінансової звітності акціонерного товариства за формами №№ 1 та 2, складеними на останню звітну дату, показника фондоємності та його порівняння з величиною галузевого показника фондоємності (для певного виду економічної діяльності). Розмір цієї премії встановлюється залежно від отриманої величини порівняльного коефіцієнта фондоємності та знаходиться у діапазоні від 0% до 5%;

4) премія за ризик розміру акціонерного товариства. Ця премія визначається залежно від величини порівняльного коефіцієнта, який розраховується як співвідношення сукупної балансової вартості активів акціонерного товариства згідно з даними його фінансової звітності (форма № 1) на останню звітну дату до середньогалузевого показника сукупної вартості активів підприємства, що встановлюється Фондом державного майна України. Розмір премії за ризик розміру акціонерного товариства встановлюється залежно від величини порівняльного коефіцієнта та коливається від 0% до 6,5%;

5) премія за ризик прогнозування грошового потоку, яка визначається на підставі аналізу додатних або від'ємних величин показника фінансового результату від операційної діяльності відповідно до фінансової звітності (форма № 2) за кожний із двох попередніх до дати оцінки повних календарних років та за останній до дати оцінки звітний період. Розмір цієї премії дорівнює сумі балів, розрахунок якої проводиться за правилом: за кожний випадок від'ємної величини показника фінансового результату від операційної діяльності акціонерного товариства присвоюється один бал;

6) премія за ризик, що враховує рівень зносу основних засобів, нематеріальних активів. Розрахунок цієї премії передбачає порівняння середньогалузевого коефіцієнта зносу основних засобів, нематеріальних активів із коефіцієнтом зносу зазначених активів акціонерного товариства шляхом визначення порівняльного коефіцієнта як співвідношення зазначених коефіцієнтів. Розмір премії за ризик, що враховує рівень зносу основних засобів, нематеріальних активів, визначається на підставі порівняльного коефіцієнта та коливається від 0% до 6%.

Метод прямого розрахунку вартості власного капіталу передбачає визначення вартості власного капіталу рівнем дохідності на власний капітал, який складається на відповідному мікроринку і задовольняє інвесторів під час здійснення ними вкладень на цьому мікроринку з урахуванням специфіки цілей інвестування, можливостей та індивідуальних схильностей таких інвесторів.

Серед можливих варіантів визначення вартості власного капіталу розглядаються норма дохідності (рентабельності) власного (акціонерного) капіталу, середньогалузева норма дохідності (рентабельності) власного (акціонерного) капіталу [22, с. 119]. Ці показники можуть використовуватися в рамках методу прямого розрахунку вартості власного капіталу.

Використання методу прямого розрахунку вартості власного капіталу є можливим в українських економічних умовах і дає змогу отримати оцінку вартості власного капіталу як альтернативної вартості з урахуванням специфіки інвестування на галузевих мікроринках.

Таким чином, розрахунок вартості власного капіталу в українських економічних умовах має здійснюватися за допомогою кумулятивної моделі оцінки премії за ризик і методу прямого розрахунку вартості власного капіталу, завдяки чому стає

можливим адекватне вимірювання середньозваженої вартості інвестованого капіталу в частині визначення витрат на власний капітал під час оцінки вартості підприємств.

Висновки. Специфіка власного капіталу як складника загального капіталу підприємства зумовлена особливостями його інвестування і використання, роллю у формуванні активів суб'єкта господарювання.

Витрати на залучення власного капіталу для фінансування господарської діяльності підприємства відображається у вартості цього капіталу. Вартість власного капіталу формується з урахуванням особливостей його залучення для фінансування господарської діяльності підприємства.

Сучасною наукою та практикою пропонується значна кількість методів і моделей визначення вартості власного капіталу підприємства. Однак застосування більшості з них в українських економічних реаліях є проблематичним. Із практичної точки зору найбільш прийнятними методами і моделями визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємств в економічних умовах України є кумулятивна модель оцінки премії за ризик і метод прямого розрахунку вартості власного капіталу.

Достовірність оцінки вартості власного капіталу, згідно з кумулятивною моделлю, може бути забезпечена шляхом розроблення загальноприйнятних національних рекомендацій (стандартів) щодо визначення премій за окремі складники ризику, а також підвищення рівня обґрунтованості цих премій.

Застосування методу прямого розрахунку вартості власного капіталу дає змогу отримати оцінку вартості власного капіталу як альтернативної вартості з урахуванням специфіки інвестування на галузевих мікроринках.

Використання кумулятивної моделі оцінки премії за ризик і методу прямого розрахунку вартості власного капіталу створює надійну базу для адекватного вимірювання середньозваженої вартості інвестованого капіталу в частині визначення витрат на власний капітал під час оцінки вартості підприємств.

Подальші дослідження пов'язані з упровадженням кумулятивної моделі оцінки премії за ризик і методу прямого розрахунку вартості власного капіталу в теорії та практиці оцінки вартості підприємств.

Література:

1. Іщенко Я.П. Теоретичні основи формування власного капіталу підприємства / Я.П. Іщенко, Л.В. Галайда // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – 2015. – Вип. 15. – Ч. 1. – С. 146–148.
2. Данилова Л. Власний капітал підприємства і проблеми його формування / Л. Данилова, О. Мельник // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2012. – Вип. 138. – С. 26–27.
3. Ногіна С. Аналіз структури і функцій власного капіталу підприємства / С. Ногіна, С. Шумікін, С. Костянін // Економічний аналіз. – 2012. – Вип. 10. – Ч. 3. – С. 346–349.
4. Шарп У. Інвестиції / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
5. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд; пер. с англ.; под науч. ред. О.Б. Максимовой. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
7. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев; 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Велби; Проспект, 2008. – 1024 с.

8. Герасимович А.М. Оцінка вартості капіталу / А.М. Герасимович, В.В. Бондаренко // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки». – 2008. – № 3. – С. 254–257.
9. Савчук Т.В. Особливості розрахунку вартості власного капіталу публічних акціонерних товариств, акції яких не мають ринкової оцінки / Т.В. Савчук // Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу. – 2011. – № 1. – С. 117–125.
10. Слав'юк Р.А. Управління структуруванням власного капіталу акціонерних товариств : [монографія] / Р.А. Слав'юк, Н.М. Чиж. – К. : УБС НБУ, 2009. – 358 с.
11. Терещенко О. Ставка дисконтування: проблеми розрахунку та шляхи їх вирішення / О. Терещенко // Світ фінансів. – 2006. – Вип. 4. – С. 144–150.
12. Ярошук О.В. Концепції визначення вартості власного капіталу акціонерного товариства / О.В. Ярошук // Економічний аналіз. – 2013. – Т. 14. – № 3. – С. 236–240.
13. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; пер. с англ. ; 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
14. Андрійчук В.Г. Аналіз методології визначення вартості підприємства в межах дохідного підходу / В.Г. Андрійчук, Р.В. Андрійчук // Економіка АПК. – 2012. – № 9. – С. 40–47.
15. Мозенков О.В. Ринкова вартість компаній у системі захисту корпоративних прав держави / О.В. Мозенков, В.В. Калужний // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 82–98.
16. 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.
17. Петленко Ю.В. Удосконалення структури капіталу компанії як умова підвищення її капіталізації / Ю.В. Петленко, Г.В. Решетова // Фінанси України. – 2012. – № 3. – С. 102–109.
18. Решетова Г.В. Фактори максимізації вартості компанії в умовах граничних ринків капіталу / Г.В. Решетова // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. – 2014. – Вип. 1. – С. 326–335.
19. Статистичний щорічник України за 2015 рік / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : / <http://www.ukrstat.gov.ua>.
20. Порядок визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу : Наказ Фонду державного майна України № 105 від 23.01.2004 (у редакції Наказу Фонду державного майна України № 577 від 23.03.2016 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0546-16>.
21. Щодо затвердження вихідних даних для розрахунку ставки капіталізації : Наказ Фонду державного майна України № 1033 від 24.05.2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://document.ua/shodo-zatverdzhennja-vihidnih-danih-dlja-rozrahunku-stavki-k-doc273194.html>.
22. Корягін М.В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку : [монографія] / М.В. Корягін. – Львів : Інтерсервіс, 2012. – 261 с.

Давыдов А.И. Определение стоимости собственного капитала при оценке стоимости предприятий

Аннотация. В статье рассмотрены вопросы определения стоимости собственного капитала в контексте оценки стоимости предприятий. Исследован собственный капитал как составляющая общего капитала предприятия. Раскрыто содержание стоимости собственного капитала. Проанализированы методы и модели определения стоимости собственного капитала. Выявлены возможности использования методов и моделей определения стоимости собственного капитала в украинских экономических условиях. Установлены наиболее приемлемые методы и модели определения стоимости собственного капитала при оценке стоимости предприятий.

Ключевые слова: собственный капитал, стоимость собственного капитала, определение стоимости, метод, модель, оценка, стоимость предприятий.

Davydov O.I. Identification of equity cost of capital while estimating value of enterprises

Summary. The article deals with the issues of identification of the equity cost of capital in the context of estimating value of enterprises. It is researched equity capital as a component of the total capital of an enterprise. There is described the essence of the equity cost of capital. Methods and models of identification of the equity cost of capital are analysed. There are determined possible ways of using the methods and models, which identify the equity cost of capital in Ukrainian economic environment. The most appropriate methods and models identifying the equity cost of capital while estimating value of enterprises are selected.

Keywords: equity, equity cost of capital, identification of value, method, model, estimation, enterprise value.