

УДК 336.781.2

С. В. Урванцева,
ст. викладач кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

СУТНІСТЬ ВАРТОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ

АНОТАЦІЯ. Розглянуто різні погляди на сутність вартості інвестиційного капіталу та визначено найбільш важливі аспекти використання дефініції вартість капіталу в управлінні фінансами.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: власний капітал, борговий капітал, вартість інвестиційного капіталу, процентна ставка.

АННОТАЦИЯ. Рассмотрены различные взгляды на суть стоимости инвестиционного капитала и определены наиболее важные аспекты использования дефиниции стоимость капитала в управлении финансами.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: собственный капитал, долговой капитал, стоимость инвестиционного капитала, процентная ставка.

ANNOTATION. Different views on the nature of the cost of investment capital and identifies the most important aspects of the definition cost of capital in financial management.

KEY WORDS: equity, debt capital, the cost of investment capital, the interest rate.

Постановка проблеми. Капітал як один з видів економічних ресурсів або факторів виробництва, має певну вартість, яка суттєво впливає на рівень поточних та інвестиційних витрат корпоративної групи. Підприємство працює ефективно, якщо дохідність проектів, що реалізуються, перевищує вартість залучених на ці цілі довгострокових (внутрішніх та зовнішніх) фінансових ресурсів, тільки в цьому разі створюється чиста приведена вартість (додаткова вартість), тобто збільшується капітал власників. Серед методів управління формуванням інвестиційного капіталу найбільш складними є проблеми мінімізації вартості капіталу та оптимізації його структури, що і визначає необхідність дослідження.

За таких умов метою статті є узагальнення наукових підходів до визначення сутності поняття «вартість інвестиційного капіта-

лу» та визначення найбільш важливих аспектів використання дефініції вартість капіталу в управлінні фінансами.

Виклад основного матеріалу. При дослідженні формування та використання інвестиційного капіталу, включаючи й проблеми управління його вартістю, автор спирався на праці відомих учених, таких як В. В. Бочаров, В. В. Ковалев, В. В. Коссов, И. В. Липсиц, В. П. Савчук, О. О. Терещенко та інші. Серед західних дослідників слід зазначити роботи Ю. Бригхема, Джеймс К. Ван Хорн та Джон М. Ваховича, Г. Марковица, Ченг Ф. Ли та Джозеф И. Финнерти, С. Росса, У. Шарпа.

Більшість економістів неоднозначно трактують поняття вартість капіталу (cost of capital). Так, Ченг Ф. Ли та Джозеф И. Финнерти визначають, що «оцінка витрат залучення капіталу, або вартість капіталу є важливим етапом процесу прийняття інвестиційних рішень. Головною метою фінансового менеджменту є максимізація вартості компанії, а одним з методів її досягнення — скорочення витрат, у тому числі по залученню капіталу.

З економічної точки зору, вартість капіталу одночасно є і оцінкою альтернативних витрат (opportunity cost). Дохідність, що вимагає інвестор відображує альтернативні витрати інвестування в цей проект, а не в інший, однаковий за рівнем ризику. Кожному джерелу інвестиційних фондів притаманний певний ризик, відповідно для його компенсації будуть вимагатися різні значення дохідності. Доцільно залучати інвестиційні ресурси при умові, що очікувана дохідність інвестицій буде вище за витрати по залученню коштів (у тому числі власних). Ключовим питанням інвестиційного аналізу є вибір інвестиційних проектів, які забезпечують компенсацію ризику та збільшують вартість власності акціонерів. Розрахунок вартості капіталу повинен відповідати цим потребам інвестиційного аналізу» [1, с. 295].

У свою чергу, С. Росс вважає, що «вартість капіталу в першу чергу залежить від методу використання коштів, а не від їх джерел» [2, с. 431]. Автор наголошує, що вартість інвестованого капіталу залежить від рівня ризику капітальних вкладень. Це є одним з ключових принципів фінансування приватних компаній. Сукупна вартість капіталу компанії буде відображати обов'язковий прибуток з її балансових активів.

На врахування ризику при визначенні вартості капіталу також акцентують увагу И. В. Липсиц та В. В. Коссов. Зазначається, що «дискусуючи про вартість капіталу, ми повинні розуміти, що во-

на представляє ціну вибору або альтернативну вартість використання. Це викликано тим, що капітал — це один з видів обмежених (економічних) ресурсів, тому, направляючи їх на фінансування одного типу комерційних операцій, ми робимо неможливим їх вкладення в інші види діяльності. Звідси витікає принципове положення: вкладення коштів є виправданим тільки в тих випадках, коли вони приносять дохід більший, ніж по альтернативним проектам з аналогічним рівнем ризику» [3, с. 227].

Джеймс К. Ван Хорн та Джон М. Вахович зазначають, що «вартість капіталу — це ставка дохідності, яка вимагається постачальниками капіталу, для різних типів фінансування бізнесу. Вартість капіталу компанії у цілому представляє середньозважене значення окремих ставок дохідності, що вимагаються постачальниками капіталу (вартостей або витрат по залученню капіталу) для різних інструментів фінансування інвестиційних проектів» [4, с. 528]. Для визначення величини вартості різних компонентів фінансування автори використовують розрахунки дохідності оскільки «витрати» фірми по залученню капіталу (тобто вартість) та «дохідність» постачальників капіталу, пояснюється як дві сторони однієї медалі. Також вводяться деякі обмеження, на використання загальної вартості капіталу фірми в якості критерія прийнятності інвестиційних рішень (або мінімальної ставки доходу, яка вимагається для прийняття проекту, — hurdle rate), а саме: поточні проекти компанії повинні мати однаковий рівень ризику, інвестиційні пропозиції повинні мати однаковий характер. Перевагою використання загальної ставки дохідності фірми, що вимагається, є її простота. Проекти можна оцінювати за даною єдиною ставкою, яка не змінюється, при умові, якщо не зміняться умови бізнесу, покладені в її розрахунок, та стан фінансового ринку.

В. П. Савчук також розглядає поняття вартості капіталу з точки зору доходного підходу, а саме: «дохід, який повинні принести інвестиції для того, щоб вони були виправдані з точки зору інвестора. Вартість капіталу виражається у вигляді відсоткової ставки від обсягу капіталу, вкладеного в бізнес, яку необхідно сплатити інвестору протягом року за використання його капіталу. Інвестором може бути кредитор, власник (акціонер) підприємства або само підприємство. В будь-якому випадку за використання капіталу необхідно заплатити, і мірою цієї плати виступає вартість капіталу» [5, с. 719].

На витратному підході оцінки вартості капіталу акцентує увагу В. В. Ковальов. Під вартістю капіталу визначається загальна сума коштів, яку необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу. Проте автор зазначає, що «в літературі можна зустріти інші назви поняття, що розглядається, а саме «ціна» капіталу, інколи — «цінність» капіталу. Всі згадані поняття є умовними та не позбавлені недоліків, оскільки найбільш доцільним було б казати про «собівартість» капіталу. Надаючи перевагу терміну «вартість капіталу», ми виходимо з наступних аргументів. Перш за все, найменування даного показника повинно відображати його витратну природу, оскільки це вимушені витрати. Термін «цінність» у більшій мірі носить відтінок дохідності, тому навряд чи доцільний для використання у цьому випадку» [6, с. 607]. Заслужують на увагу сформовані В. В. Ковальовим умовні правила, що дозволяють провести певні відмінності між ціною та вартістю, а саме: вартість — розрахунковий показник, а ціна — декларований; в будь — який конкретний момент часу ціна однозначна, а вартість — багатозначна, при цьому кількість оцінок вартості залежить від кількості професійних учасників ринку; з певною мірою умовності зазначається, що вартість первинна, а ціна вторинна, оскільки в умовах ринкової рівноваги ціна, по-перше, кількісно виражає притаманну активу внутрішню вартість, а, по-друге, стихійно встановлюється як середнє з оцінок вартостей, розрахованих інвесторами.

У словнику сучасної економічної теорії Макміллана надається наступне трактування поняття «вартість капіталу — це виміряна у відсотках вартість різних джерел капіталу, необхідного для фінансування капіталовкладень. Усі джерела капіталу мають вартість, яка може бути прямою, як наприклад, по кредиту, або альтернативною, як у нерозподіленого прибутку. Вартість капіталу компанії в будь-який момент часу представляє собою середньозважене значення вартості капіталу кожного типу» [7, с. 105]. Аналогічне визначення використовує автор російської економічної енциклопедії — В. В. Румянцева [8, с. 523].

Враховуючи дискусійність даного питання нами пропонується використовувати суб'єктний підхід при розгляді поняття «*вартість інвестиційного капіталу*» (рис. 1).

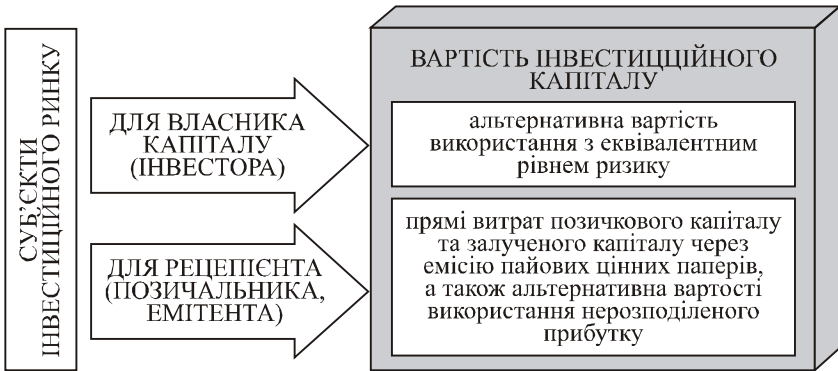


Рис. 1. Структурно-логічна схема поняття «вартість інвестиційного капіталу» (суб'єктний підхід)

У кількісному аспекті «*вартість інвестиційного капіталу*» — це рівень прибутку на який розраховує інвестор або загальна сума коштів, яку необхідно сплатити за залучення та використання певного обсягу довгострокових фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу.

На рівень вартості інвестиційного капіталу впливають наступні фактори:

- стадія економічного циклу в країні;
- співвідношення між попитом та пропозицією на капітал;
- рівень конкуренції на ринках продукції та капіталів;
- рівень інфляції;
- рівень оподаткування;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- рівень організації виробництва та праці на підприємстві;
- масштаби інвестиційної діяльності підприємства;
- інвестиційна привабливість підприємства та його кредитний рейтинг;
- рівень ризикованості інвестицій;
- джерела фінансування інвестицій та їх структура.

Ресурси, що інвестуються, як правило мають складну структуру і формуються через комбінацію різних складових (нерозподілений прибуток, прості та привілейовані акції, позичкові кошти тощо).

Виходячи з класифікації видів інвестиційного капіталу за фінансовими джерелами його формування виокремлюють вартість інвестиційного капіталу, сформовану з власних ресурсів, тобто вартість власного інвестиційного капіталу, з позичкових джерел — вартість позичкового інвестиційного капіталу, з сукупності інвестиційних ресурсів — середньозважену вартість інвестиційного капіталу.

Найбільш важливими аспекти використання дефініції вартість інвестиційного капіталу в управлінні фінансами є:

- по-перше, визначення фактичної вартості вже залученого капіталу може мати цінність для ретроспективного аналізу;

- по-друге, інструментом фінансового менеджменту є саме вартість нового капіталу, який підприємство тільки збирається залучити для фінансування інвестиційних можливостей, що з'явилися. На стадії обґрунтування фінансових рішень значення вартості капіталу необхідно для формування бюджету капіталовкладень;

- по-третє, показник вартість капіталу використовується як критерій для оцінки ефективності інвестицій стосовно конкретного інвестора (рівень вартості інвестиційного капіталу використовується як ставка дисконтування і повинна враховувати особливості формування різних видів інвестиційних ресурсів та зображувати реально існуючі можливості фінансування інвестиційних проектів);

- по-четверте, вартість капіталу (норма дисконту) дозволяють оцінити рівень ризику інвестора при вкладенні коштів;

- по-п'яте, вартість капіталу в розрізі окремих її елементів (власного та позичкового) використовується в процесі управління його структурою за допомогою коефіцієнту незалежності (відношення боргу до власного капіталу);

- у шосте, вартість капіталу впливає на рівень ринкової вартості компанії, оскільки характеризує норму рентабельності, яку повинно забезпечити підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість.

Висновок. Підсумовуючи результати проведеного дослідження можна зробити висновок, що з економічної точки зору вартість інвестиційного капіталу для інвестора — це альтернативна вартість використання з еквівалентним рівнем ризику, для реципієнта вартість капіталу складається з прямих витрат позичкового

капіталу та залученого капіталу через емісію пайових цінних паперів, а також альтернативної вартості використання нерозподіленого прибутку.

Слід зазначити, що специфіка функціонування інвестиційного капіталу зумовлює характерні риси його вартості, а саме: комплексність формування вартості, оскільки інвестиційний капітал виникає тільки у вигляді певної комбінації інвестиційних ресурсів; регулююча роль вартості у системі розподілу факторів виробництва; мінливість вартості інвестиційного капіталу, що викликана значною мобільністю самого капіталу.

Література

1. Ченг Ф. Ли та Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XVIII, 686 с.
2. Стивен Росс, Рэндольф Вестерфилд, Брэдфорд Джордан. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых знаний. 2001, 712 с.
3. Липсиц И. В., Коссов В. В. Экономический анализ реальных инвестиций: Учебник. — 2-е изд., доп. и перераб. — М.: Экономистъ, 2003., 347 с.
4. Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович (мл.) Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2001, 992 с.
5. Савчук В. П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент 3-е изд. — К.: Companion Group., 2008., 880 с.
6. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 768 с.
7. Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА — М, 2003. — 608 с.
8. Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия. — М.: ИНФРА — М, 2005. — VI, 724 с.
9. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3 т. / За ред. чл.-кор. НАН України А. І. Даниленка. — К.: Фенікс. 2008 (т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан та проблеми управління — 308 с.)

Статтю подано до редакції 28.04.11 р.