

РИЗИКИ І ВИТРАТИ НА ЗАЛУЧЕННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ В ПЕРІОД ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ КРИЗИ

© 2016 ПАВЛОВСЬКИЙ С. В.

УДК 658

Павловський С. В. Ризики і витрати на залучення підприємствами інвестиційного капіталу в період фінансово-економічної кризи

Метою пропонованої статті є розкриття комплексу чинників, що впливають на ціну залучення капіталу підприємствами, що знаходяться в кризі, та обґрунтування рекомендацій щодо можливостей мобілізації інвестиційного капіталу суб'єктами господарювання, які функціонують на ринках, що розвиваються у період фінансово-економічної кризи. Досліджено роль ставки витрат на залучення капіталу у визначенні санаційної спроможності та прийнятті фінансово-інвестиційних рішень на підприємствах, що знаходяться у фінансовій кризі. Обґрунтовано, що ставка витрат на капітал є критерієм прийняття стратегічних фінансових рішень як на фінансово стабільних підприємствах, так і на тих, що знаходяться в кризі. Висвітлено основні фактори, що впливають на витрати на залучення капіталу підприємств у період фінансової кризи. Доведено, що більшість індикаторів, які визначають ставку витрат на капітал підприємств за використання традиційних методів їх розрахунку у часи фінансової кризи, є дещо викривленими. Доведено необхідність урахування у процесі визначення витрат на капітал надбавки за ризик банкрутства. Окреслено шляхи вирішення проблем, пов'язаних із оцінкою витрат на залучення фінансових ресурсів підприємствами, що знаходяться в кризі або ж функціонують в умовах кризового середовища.

Ключові слова: фінансова криза, витрати на залучення власного капіталу, премія за ризик, систематичний ризик, надбавка за ризик банкрутства, модель оцінки доходності капітальних активів.

Табл.: 1. **Формул:** 2. **Бібл.:** 11.

Павловський Сергій Володимирович – здобувач, кафедра корпоративних фінансів і контролінгу, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03680, Україна)

E-mail: psv0201@gmail.com

УДК 658

UDC 658

Павловский С. В. Риски и затраты на привлечение предприятиями инвестиционного капитала в период финансового кризиса

Целью предлагаемой статьи является раскрытие комплекса факторов, влияющих на цену привлечения капитала предприятиями, находящимися в кризисе, и обоснование рекомендаций относительно возможностей мобилизации инвестиционного капитала субъектами хозяйствования, функционирующих на развивающихся рынках в период финансово-экономического кризиса. Исследована роль ставки затрат на привлечение капитала в определении санационной способности и принятии финансово-инвестиционных решений на предприятиях, находящихся в финансовом кризисе. Обосновано, что ставка расходов на капитал является критерием принятия стратегических финансовых решений как на финансово стабильных предприятиях, так и на тех, которые находятся в кризисе. Освещены основные факторы, влияющие на затраты на привлечение капитала предприятий в период финансового кризиса. Доказано, что большинство индикаторов, которые определяют ставку расходов на капитал предприятий при использовании традиционных методов их расчета во времена финансового кризиса, являются несколько искаженными. Доказана необходимость учета в процессе определения затрат на капитал надбавки за риск банкрутства. Определены пути решения проблем, связанных с оценкой затрат на привлечение финансовых ресурсов предприятиями, находящимися в кризисе или функционирующих в условиях кризисной среды.

Ключевые слова: финансовый кризис, расходы на привлечение собственного капитала, премия за риск, систематический риск, надбавка за риск банкрутства, модель оценки доходности капитальных активов.

Табл.: 1. **Формул:** 2. **Библ.:** 11.

Павловский Сергей Владимирович – соискатель, кафедра корпоративных финансов и контроллинга, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03680, Украина)

E-mail: psv0201@gmail.com

Pavlovsky S. V. Risks and Costs to Attract Investment Capital by Enterprises during Financial Crisis

The proposed article is aimed at disclosing the complex of factors, which influence the price of attracting capital by enterprises in crisis, and substantiating the recommendations concerning the possibilities to mobilize investment capital by economic entities operating in emerging markets during the global financial-economic crisis. Role of rate of expenditure on attracting capital in determining the treatment capacity as well as adopting financial-investment decisions at enterprises in financial crisis has been examined. It has been substantiated that rate of expenditure on capital is a criterion for strategic financial decisions at both financially stable enterprises and those that are in crisis. The main factors influencing the costs of attracting capital by enterprises during financial crisis have been highlighted. It has been proven that most of the indicators, which determine the rate of expenditure on capital of enterprises when using traditional methods of calculating them in times of financial crisis, are somewhat distorted. The need to take into consideration bankruptcy risk premium in the process of determining expenditure on capital has been proven. Ways of solving problems, related to assessment of costs for attracting financial resources by enterprises in crisis or functioning in the conditions of crisis environment, have been determined.

Keywords: financial crisis, cost of attracting equity, risk premium, systematic risk, bankruptcy risk premium, assessment model of capital assets profitability.

Tabl.: 1. **Formulae:** 2. **Bibl.:** 11.

Pavlovsky Sergii V. – Applicant, Department of Corporate Finance and Controlling, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)

E-mail: psv0201@gmail.com

Період фінансової кризи можна інтерпретувати як екстремальну ситуацію, у якій підприємство здійснює свою фінансово-господарську діяльність. Причому екстремальність має місце, як у разі наявності ознак зовнішньої щодо підприємства кризи, так і за внутрішньої фінансової кризи. Зрозуміло, що чин-

ник кризи визначальним чином впливає на прийняття фінансових рішень як менеджментом конкретного підприємства, так і сторонами, з якими воно підтримує фінансові відносини. У цьому контексті слід розрізнити економічну та фінансову кризу. Зовнішня економічна криза означає, що економіка країни або тих регіонів,

де знаходяться ринки збуту продукції чи постачання факторів виробництва для підприємства, знаходяться у кризовому стані. Відтак, підприємство зазнає підвищених операційних ризиків. Зовнішня фінансова криза означає, що ринки капіталів, з яких фактично чи гіпотетично підприємство може отримати фінансування, знаходяться у кризі. За внутрішньої фінансово-економічної кризи керівництво підприємства не здатне контролювати фінансово-економічні відносини із зовнішнім та внутрішнім середовищем. Як наслідок, операційні та фінансові ризики трансформуються у збиткову діяльність та неплатоспроможність підприємства. Незалежно від того, яка природа кризи, джерело виникнення чи вид, її наявність суттєво впливає на ціну залучення капіталу, зокрема, на витрати, пов'язані із залученням інвестиційного капіталу. Проблема полягає в тому, що у разі ігнорування чинника витрат на капітал (або у разі необ'єктивного їх визначення) може мати місце невірна оцінка санаційної спроможності та інвестиційної привабливості компанії, а відтак – помилкова алокація капіталу. Це, своєю чергою, може зумовити фінансову кризу або відхилення антикризового плану.

Незважаючи на те, що в сучасній глобалізованій економіці ставка витрат на капітал стає ключовим критерієм алокації капіталу та прийняття рішень щодо фінансування, алгоритм її визначення залишається однією з не вирішених проблем фінансової науки. Значний поступ у дослідженні прагматички визначення ставки витрат на капітал здійснено окремими вітчизняними та зарубіжними економістами, зокрема А. Дамодараном, В. Гляйснером, Д. Ернстом, Т. Коуплендом, Т. Коллером, Дж. Му-рином, О. Терещенком. Водночас, питання впливу витрат на капітал на прийняття рішень щодо його алокації у кризовій ситуації залишаються недостатньо вивченими. Подальшого дослідження потребують питання впливу операційних ризиків та ризиків банкрутства на ставку витрат у разі залучення інвестиційного капіталу на ринках, що розвиваються.

Метою пропонованої статті є з'ясування комплексу чинників, що впливають на ціну залучення капіталу підприємствами, які знаходяться в кризі, та обґрунтування рекомендацій щодо можливостей мобілізації інвестиційного капіталу суб'єктами господарювання, які функціонують на ринках, що розвиваються у період фінансово-економічної кризи.

Під інвестиційним капіталом слід розуміти капітал, що мобілізується підприємствами в результаті емісії корпоративних прав, тобто на основі збільшення статутного (zareєстрованого капіталу) або ж інших позицій власного капіталу. До цієї ж категорії ми відносимо капітал, що мобілізується за використання різних форм мезонінного фінансування. У контексті оцінювання витрат на капітал досить часто можна зустріти хибну тезу, що ціна залучення власного капіталу більшості підприємств дорівнює нульовому значенню. Інші дослідники асоціюють витрати на залучення капіталу виключно з дивідендними виплатами. На відміну від залучення позикового капіталу, коли процентна ставка за його користування чітко визначена в кредитній угоді, між власни-

ками корпоративних прав та підприємством-емітентом не укладається угода, в якій би чітко обумовлювався розмір винагороди власників. Втім, ця винагорода має бути достатньою, щоб стимулювати інвесторів до придбання корпоративних прав підприємства або ж до інших, мезонінних форм вкладенні капіталу. У разі кризової ситуації мова йде перш за все про залучення інвестиційних ресурсів для реалізації заходів у рамках плану санації. З точки зору раціонального інвестора, норма рентабельності за антикризовими проектами має компенсувати підвищені ризики інвестування коштів у відповідну компанію.

Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки витрат на інвестиційний (власний) капітал у науково-практичних джерелах розглядаються такі [1, с. 168]:

1) модель оцінки капітальних активів (CAPM), за якої слід скористатися інформацією щодо значення β -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої дохідності на ринку;

2) суб'єктивні оцінки: відсотки за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного підприємства (галузі);

3) використання показника оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію;

4) модель приросту дивідендів, згідно з якою ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік до курсу акцій, скоригованого на величину приросту дивідендів.

5) на базі інформації щодо ринкової вартості компанії та прогнозів чистих грошових потоків компанії: ставка витрат на капітал розраховується як відношення прогнозованої величини чистих грошових потоків до ринкової вартості підприємства.

За останнього з наведених підходів (який набуває все більшого поширення) мова йде про так звану імпліцитну ставку витрат на капітал. Переваги підходу полягають у тому, що за його використання можна врахувати короткострокові тренди щодо ризиків та доходності. Недоліки пов'язані з відсутністю об'єктивної інформації щодо актуальної ринкової вартості активів (окремих підприємств) і можливими похибками у процесі прогнозування грошових потоків. Для підприємств, що знаходяться в кризі цей підхід є неприйнятним з огляду на відсутність об'єктивної інформації щодо їх ринкової вартості.

Як у вітчизняній, так і у світовій практиці переважним методом розрахунку ціни залучення власного капіталу є модель оцінки доходності капітальних активів (CAPM = Capital Asset Pricing Model). Незважаючи на численні недоліки, CAPM є найбільш адекватним способом розрахунку витрат на капітал також щодо підприємств, які знаходяться в кризі (чи функціонують у кризовому макросередовищі). Загальний алгоритм розрахунку так званої рівноважної рентабельності за CAPM(Re) має такий вигляд:

$$CAPM(Re) = rf + (RM - rf) \cdot \beta = rf + MRP \cdot \beta, \quad (1)$$

де rf – безризикова ставка доходності (*Risk-Free Rate*);
 RM – середня доходність по ринку капіталів;
 MRP – середня премія за ризик на ринку капіталів;
 β – фактор, що характеризує систематичний ризик вкладень у аналізоване підприємство.

Наведений вище алгоритм дозволяє розрахувати рівень доходності власного капіталу, який очікуватиме інвестор, вкладаючи кошти у підприємство, з урахуванням альтернативної доходності та ризиків. Модель ураховує три рівня ризиків: ризик країни, в якій здійснюється інвестиція, середній рівень ризику на ринку капіталів у відповідній країні та ризик на рівні компанії, в яку вкладаються кошти. У період світової фінансової кризи (2008–2009 рр.), боргової кризи (2011–2013 рр.), глобальної кризи, зумовленої загостренням військових конфліктів та кризою на сировинних ринках (починаючи з 2014 р.), параметри, що формують витрати підприємств на інвестиційний капітал, характеризуються значним рівнем невизначеності та волатильності. За такої ситуації інвестори проявляють надзвичайну обережність у питаннях вкладення капіталу. З іншого боку, ускладнюється процедура обчислення окремих параметрів зазначеної вище моделі.

Перший компонент, який необхідно з'ясувати для використання CAPM, є безризикова ставка, або базова ставка відсотка. За визначенням А. Дамодарана, актив є безризиковим, якщо ми точно знаємо, який рівень доходності отримаємо, вкладаючи кошти у заданий актив: фактичний дохід буде дорівнювати очікуваному [2, с. 202]. Тут можливі два варіанти: використання локальної або глобальної безризикової ставки. Слід урахувати, що в разі локальної безризикової ставки у моделі CAPM доцільно використовувати глобальну ставку премії за ризик на ринку капіталів. Якщо ж береться глобальна безризикова ставка доходності, то в алгоритмі розрахунку ціни залучення власного капіталу рекомендується застосовувати глобальну ставку премії за ризик (MRP), яку потім слід скоригувати на спеціальну надбавку, що характеризує додаткові ризики інвестування в конкретну країну (*country risk premium, CRP*). У разі використання глобальної безризикової ставки для локального ринку забезпечується виконання такого критерію безризиковості вкладень, як відсутність кореляційної залежності з доходністю інших фінансових інструментів, що відносяться до відповідного локального ринку [3].

Зазначимо, що вибір безризикової ставки доходності здійснюється фінансовим аналітиком (контролером, консультантом чи оцінщиком) самостійно, виходячи з його особистих преференцій та оцінок. Відмінності у значенні безризикових ставок, які використовуються аналітиками в межах однієї країни, зумовлені різною строковістю державних облігацій, що служать базою для розрахунків, періодом, за який ураховуються дані, та рядом інших факторів. Так, згідно з дослідженнями компанії KPMG, базова процентна ставка в Єврозоні за останні п'ять років знизилася з 3,5 до 1,9 відсотка [4]. Водночас, відповідно до розрахунків, передбачених стандартами Німецького інституту аудиту (IDW RS HFA), із середини 2015 р. безризикова ставка відсотка для цілей оцінки

вартості бізнесу становила 1,5%, а середня ставка витрат на капітал – 6% [5].

Досліджуючи структуру компонентів, що визначають ставку витрат на капітал, слід урахувати, що вона залежить від рівня розвитку ринку капіталів та обраної урядом політики щодо подолання фінансової кризи. У країнах з розвиненими ринками одним із засобів подолання кризових явищ є політика дешевих грошей, у рамках якої центральні банки вдаються до зниження базових процентних ставок. Відтак, у структурі ставки витрат на капітал знижується частка безризикової процентної ставки і збільшується величина премії за ризик. На відміну від цього, у країнах з ринками, що розвиваються, як відповідь на фінансову кризу (наприклад, в Україні) уряди підвищують процентні ставки (політика дорогих грошей). Таким чином, у структурі ставок витрат на капітал у цих країнах значна питома вага припадає на безризикову процентну ставку та на премію за ризик країни. З огляду на цю обставину, підприємства мають обмежений вплив на величину витрат на капітал.

Другим компонентом, необхідним для визначення очікуваної ставки витрат на інвестиційний капітал за CAPM, є ринкова премія за ризик (MRP). Ринкова премія за ризик показує, яку премію в середньому вимагають інвестори, вкладаючи кошти на заданому ринку капіталів і характеризує середню премію за ризик вкладень коштів на ринку, до якого відноситься підприємство. Цей компонент розраховується як різниця між середньою доходністю по ринку в цілому та безризиковою процентною ставкою. У міжнародній практиці здебільшого використовується показник історичної премії за ризик, що передбачає розрахунок середньоарифметичної (чи середньогометричної) різниці між доходністю по ринку капіталів та безризиковою процентною ставкою за тривалий період. Такий підхід забезпечує адекватну оцінку середньої премії за ризик на розвинутих ринках (як у США чи у Західній Європі), де тривалий час функціонують високоліквідні, диверсифіковані фондові ринки. Відповідно до аналітичних матеріалів KPMG, у Єврозоні протягом останніх десяти років ринкова премія за ризик поступово піднімалася з 4,7 до 6,1 відсотка. Станом на початок 2016 р. ринкова премія за ризик у найбільш економічно розвинених країнах приймалася на рівні 5,5–7,0% (без урахування податків на доходи фізичних осіб). У Німеччині, наприклад, ринкова премія за ризик коливається в межах від 6,0% до 7,0% – перед сплатою податку на доходи фізичних осіб та від 4,5% до 5,5% – після сплати податку на доходи фізичних осіб [6]. З урахуванням безризикової процентної ставки (на рівні 1,5–3,5%) середня ставка витрат на власний капітал у розвинених країнах, що входять до Єврозони, знаходилася в діапазоні 6,5–8,5%. Відповідно до досліджень KPMG, за останні десять років зазначена ставка знизилася приблизно на 2% (з 10,1% у 2005 р. до 8,4% у 2015 р.) [4]. Зниження відбулося перш за все у результаті зменшення базової процентної ставки. Незначне підвищення ринкової премії за ризик та бета-фактора не змогло компенсувати понижуючого ефекту безризикової ставки. В Україні має місце повністю протилежна

ситуація: низькі кредитні рейтинги країни зумовлюють високий рівень локальної безризикової ставки, яка, своєю чергою, здійснює тиск на всі інші ставки.

У різних науково-практичних джерелах можна зустріти диференційовані значення премії за ризик. Різниця в оцінках зумовлена: різними методами розрахунків показників історичної премії: середньоарифметичні чи середньгеометричні значення; відмінностями в часовому горизонті, за який враховується інформація; різними підходами до визначення безризикової ставки доходності; особливостями систем оподаткування. Так, Коупленд Т., Коллер Т. і Муррін К. вважають, що для економічно розвинених країн, інтегрованих у глобальну економіку, слід використовувати єдину уніфіковану премію за ризик, яка діє у США і складає 4,5–5% [7, с. 411]. За розрахунками А. Дамодарана, на початок 2016 р. премія за ризик на розвинених ринках (ERP) має складати близько 5,16% [8]. Суттєвою перевагою використання методу розрахунку історичної премії за ризик є те, що за цього підходу можна визначити орієнтовний «стабільний коридор», у межах якого коливаються відповідні ставки. Водночас, для таких країн, як Україна, цей метод є неприйнятним через надзвичайний рівень волатильності макрофінансових показників та відсутність нормальної функціонуючого фондового ринку.

Для країн з нерозвиненим фондовим ринком, зокрема для України, визначити середню норму доходності є досить складним завданням. Як зазначалося, інформація, що генерується українським фондовим ринком, не є прийнятною для її використання з метою розрахунку MRP. Це зумовлено суб'єктивним характером відповідних показників, що є наслідком:

- ✦ низької капіталізації фондового ринку та його неліквідності;
- ✦ значного впливу інсайдерської торгівлі на котирування цінних паперів та на їх ліквідність;
- ✦ високого рівня інформаційної асиметрії та недостатньої фінансової комунікації на ринку капіталів;
- ✦ частих змін у порядку державного регулювання функціонування ринку капіталів.

З огляду на вищевикладене, для українських підприємств з метою розрахунку витрат на залучення капіталу найбільш прийнятним є використання глобальної безризикової ставки та глобальної ринкової премії за ризик. Однак, урахувавши вищий, порівняно з розвиненими ринками, рівень ризику вкладень в українські підприємства, глобальну ринкову премію за ризик слід скоригувати на спеціальну надбавку, що характеризує додаткову премію за ризик вкладень у країну (ризик країни). До визначальних чинників, які зумовлюють високі ризики інвестування, а отже, і вищу вартість капіталу в Україні, можна віднести такі:

- ✦ нестабільний, малопрогнозований та високий рівень інфляції;
- ✦ високі витрати корупції (пов'язані із входженням і виходом з відповідних ринків);
- ✦ низька культура договірних відносин між суб'єктами господарювання;

- ✦ низький рівень корпоративного управління та незахищеність прав інвесторів;
- ✦ значна частка тіньової економіки;
- ✦ високий рівень волатильності основних макроекономічних параметрів країни та їх залежність від кон'юнктури на зовнішніх сировинних ринках;
- ✦ висока залежність бізнесу від політичної кон'юнктури всередині країни;
- ✦ військовий конфлікт за участі Російської Федерації.

Відповідно до найбільш поширеного підходу премія за ризик країни дорівнює різниці між доходністю деномінованих у доларах США державних облігацій конкретної країни та доходністю 10-річних казначейських облігацій уряду США. Окрім премії за ризик країни, премія за суверенний ризик включає премію за кредитний ризик (додаткова доходність за інвестування в державні облігації країн з рейтингом, нижчим за Ааа) [7, с. 435]. Зрозуміло, що спред ризику дефолту тісно пов'язаний із кредитними та інвестиційними рейтингами, що присвоюються країні провідними рейтинговими агентствами (Standard & Poor's, Moody's Rating, Fitch Rating). Мета рейтингових оцінок країни полягає у визначенні ризику дефолту, який залежить від багатьох факторів (бюджетного дефіциту, дефіциту торгівельного балансу, показників боргового навантаження, рівня інфляції тощо). Для зменшення впливу фактора волатильності спреду ризику дефолту по конкретних країнах на значення показника ризику країни доцільно розраховувати усереднений показник спреду ризику дефолту для країн з однаковим кредитним рейтингом. Мова йде про так званий типовий спред дефолту. У табл. 1 наведено інформацію про типовий спред дефолту країн у розрізі їх рейтингів протягом 2008–2015 рр.

Якщо рейтинг України у 2015 р. відповідає Саа3, то це означає, що спред ризику дефолту, а відтак і премія за ризик країни, складає 11,08 відсотка (у дол. США). Відповідно до досліджень А. Дамодарана, ринкова премія за ризик на розвинених ринках складає у 2015 р. 6,0. Таким чином, загальна ринкова премія за ризик для України становитиме 17,08%.

У теорії та практиці досить поширеним є ще один підхід до розрахунку премії за ризик країни. Метод передбачає комбінований аналіз спреду ризику дефолту та волатильності фондового ринку окремих країн у відношенні до волатильності державних зобов'язань. Зокрема, цей метод обґрунтовується А. Дамодараном [8]. Премія за ризик країни (CRP) розраховується шляхом множення спреду дефолту на показник відношення волатильності фондового ринку до волатильності державних облігацій, що використовуються для визначення спреду дефолту. Ураховуючи нестабільність, непрозорість та неліквідність фондових ринків у більшості країн, що розвиваються, об'єктивний розрахунок показника волатильності цих ринків є досить складним завданням. Здійснюючи розрахунки CRP для різних країн, А. Дамодаран виходить з того, що до 2015 р. у середньому по країнах, що розвиваються волатильність ринку акцій була приблизно в 1,5 рази є вищою за волатильність державних

Залежність типового спреду дефолту від кредитного рейтингу, 2008–2015 рр.

Moodi's Rating	Типовий спред дефолту (б. п.)							
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Aaa	0	0	0	0	0	0	0	0
Aa1	44	40	40	25	25	30	70	35
Aa2	55	50		50	50	60	100	50
Aa3	67	60	60	70	70	75	120	60
A1	78	70	70	85	85	90	140	70
A2	94	85	85	100	100	105	160	80
A3	133	120	120	115	115	120	175	85
Baa1	177	160	160	150	150	160	200	100
Baa2	211	190	190	175	175	180	225	115
Baa3	244	220	220	200	200	200	260	135
Ba1	277	250	250	240	240	250	300	200
Ba2	333	300	300	275	275	300	400	250
Ba3	399	360	360	325	325	350	525	300
B1	499	450	450	400	400	450	650	350
B2	610	550	550	500	500	550	750	400
B3	721	650	650	600	600	650	900	450
Saa1	831	750	750	700	700	750	1200	600
Saa2	998	950	950	850	850	900	1350	675
Saa3	1108	1000	1000	1000	1000	1000	1500	750

Джерело: складено на основі аналітичної інформації сайту damodaronline: <http://pages.stern.nyu.edu/>

зобов'язань. Саме тому для отримання значення премії за ризик країни до спреда дефолту відповідної країни він застосовує коефіцієнт 1,5. Так, спред дефолту для країн з кредитним рейтингом Saa3 (у тому числі України) у 2015 р. склав близько 10%, відповідно, премія за ризик країни – 15,0%. Якщо до отриманого показника *CRP* додати історичну премію за ризик для країн з розвиненим фондовим ринком (5,75)¹, то отримаємо загальну премію за ризик інвестування коштів на ринку капіталів в Україні: 15,0% + 5,75% = 20,75%. З огляду на те, що протягом останніх років волатильність ринку суверенних облігацій країн, що розвиваються, значно підвищилася, дещо зменшилося відношення волатильності ринку акцій до волатильності ринку державних облігацій. За розрахунками А. Дамодарана, у середньому відповідне відношення складає 1,34 (початок 2016 р.) [8]. На початок 2016 р. спред ризику дефолту для України склав 11,08%. Таким чином, премія за ризик країни, розрахована за цим методом, дорівнює 14,9%.

З огляду на недосконалість інформації, що генерується на ринках, що розвиваються, використання класичної *SAR* для розрахунку ставки витрат на капітал на

¹ Згідно з дослідженнями А. Дамодарана, премія за ризик інвестування на розвинених ринках у 2012 р. склала 6%, у 2013 р. – 5,8%; 2014 р. – 5,0; 2015 р. – 5,75; 2016 р. – 6,0%. Ці показники дещо відрізняються від значень історичної премії за ризик, що отримані іншими дослідниками. Наприклад, у Німеччині найбільш адекватним значенням показника премії за ризик вважається 4,5% (без урахування податку на доходи фізичних осіб).

цих ринках є недоцільним. У зв'язку з цим ряд дослідників (А. Перейра, А. Дамодаран, Д. Лесард, О. Терещенко) пропонують так звані гібридні моделі *SAR* [9]. Гібридність означає поєднання в одній моделі різних типів ризиків: глобальних, локальних і специфічних, характерних для конкретного активу. Так, гібридна кризова модель О. Терещенка орієнтована на максимальне урахування глобальних даних через відсутність довіри до локального фондового ринку та локальну фінансову кризу [3]:

$$Re = rf_g + \beta_{ga} \cdot (MRP_g + CRP) + R_{id}, \quad (2)$$

де β_{ga} – адаптований до конкретного підприємства глобальний секторальний (аналоговий) бета; R_{id} – надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив; rf_g – глобальна безризикова ставка; MRP_g – глобальна ринкова премія за ризик.

Наш погляд, урахувавши можливості отримання об'єктивної інформації для розрахунків, а також економічний зміст моделі *SAR*, найбільш адекватним способом розрахунку витрат на залучення власного капіталу є використання методу розрахунку спреда дефолту для визначення премії за ризик країни, а також гібридної кризової моделі. Водночас, для використання зазначеної вище гібридної моделі слід вирішити нез'ясоване досі питання надбавки за специфічні ризики вкладень у підприємство. На наш погляд, загальна специфічна надбавка за ризик має бути інтегрованою величиною, яка є результатом зважування таких типів ризиків: ризик помилок прогнозів, ризик банкрут-

ства, ризики, зумовлені низьким рівнем мобільності корпоративних прав, і ризики, пов'язані з обсягами діяльності підприємства. Зрозуміло, що для підприємств, які знаходяться в кризі, непересічне значення набуває надбавка за ризик банкрутства. Водночас, проблема полягає в методичному забезпеченні розрахунку зазначеної надбавки та її ваги. Так, ризики банкрутства значної мірою залежать від структури капіталу підприємства. Водночас, чинник структури капіталу вже враховується при визначенні адаптованого бета. Зрозуміло, що в разі визначення ставки витрат на позики ризики структури капіталу закладені в загальній інтегральній оцінці позичальника [10, 11].

Фактор бета показує співвідношення специфічних ризиків, характерних для конкретного підприємства, та середньоринкових ризиків. Він репрезентує фінансові та операційні ризики вкладень у конкретний актив. Фінансові ризики вкладень визначаються порівняно просто, оскільки залежать від структури капіталу аналізованого підприємства. Для уникнення подвійного урахування фінансових ризиків, на наш погляд, у гібридній кризовій моделі доцільно приймати глобальний бета без урахування фінансових ризиків. Фінансові ризики, як уже зазначалося, ураховуються при обчисленні надбавки за ризик банкрутства. Для підприємств, які функціонують на ринках, що розвиваються та знаходяться в кризі, особливою складністю відзначається питання розрахунку операційних ризиків. Для одержання об'єктивних оцінок фактора бета, на наш погляд, доцільним є поєднання декількох методичних підходів, наприклад, методу аналогів та скорингових методів (на базі експертних оцінок). У разі аналізу санаційної спроможності великих підприємств виправданим є розрахунок рівня ризику вкладень та ставки витрат на капітал в окремі поля бізнесу (дивізіони), структурні підрозділи чи проекти. Визначальним при цьому є індивідуальний для кожного сегмента бета-фактор. Завдяки інформації про ставку витрат на капітал можна визначити доцільність додаткових вкладень у відповідні сегменти та їх санаційну спроможність.

ВИСНОВКИ

Підсумовуючи проведене дослідження проблематики визначення ціни залучення капіталу в умовах фінансової кризи, можна зробити ряд висновків та рекомендацій, зокрема:

- ★ ставка витрат на залучення капіталу має ключове значення для фінансово-інвестиційних рішень щодо підприємств, які знаходяться в кризі, оскільки вона не лише показує витрати на залучення підприємством капіталу, а й використовується як ставка дисконтування. Остання є ключовим інструментом оцінювання санаційної спроможності та ефективності планів санації підприємств;
- ★ фінансова криза справляє суттєвий вплив на всі параметри, що визначають величину ставки витрат на капітал: базову процентну ставку, ринкову премію за ризик і волатильність доходності активів у відношенні до ринкової ситуації.

Принципове значення при цьому набуває надбавка за ризик банкрутства, у якій знаходять своє вираження ризики структури капіталу, дефолту та інші ризики. Зазначена надбавка має обчислюватися виходячи з рейтингових оцінок підприємства, у тому числі внутрішньобанківських рейтингів;

- ★ на відміну від країн з розвиненим ринком капіталів, у яких у разі фінансової кризи центральні банки здебільшого знижують облікові ставки (політика дешевих грошей), уряди країн, які відносяться до ринків, що розвиваються, з метою подолання кризи збільшують базові ставки (політика дорогих грошей). Відтак, структура ставки витрат на капітал є різною, залежно від рівня розвитку ринку капіталів та політики центрального банку. У країнах з нерозвиненим ринком капіталів структура ставки витрат на капітал є дещо викривлена в бік переважання питомої ваги локальної безризикової процентної ставки та премії за ризик країни. Таким чином, менеджмент підприємств має досить обмежені можливості впливу на ставку витрат на капітал;
- ★ для розрахунку ціни залучення власного капіталу необхідно вирішити проблему визначення надбавки за ризик. Надбавку за ризик країни рекомендується здійснювати за методом усередненого спреда ризику дефолту. Ризик вкладення в конкретне підприємство доцільно визначати на основі аналогового бета без урахування ризику структури капіталу, яка знаходить своє вираження у надбавці за ризик банкрутства. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. **Терещенко О. О.** Фінансовий контролінг / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. – К.: КНЕУ, 2013. – 407 с.
2. **Damodaran, A.** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. – 2nd ed. – New York: John Wiley and Sons, 2002. – 992 p.
3. **Терещенко О. О.** Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи / О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 6. – С. 58–71.
4. **KPMG: Kapitalkostenstudien 2015** [Elektronische Quelle]. – Zugangsmodus: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/11/impairment-2015-copyright-29015_sec.pdf
5. **Spengel, Ch.** Investitionswirkungen der deutschen Unternehmensbesteuerung im internationalen Vergleich / Ch. Spengel, S. Bergner // Arbeitspapier 05/2015, November 2015. – 67 s.
6. **Zeidler, G.** Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise / G. Zeidler, A. Tschoepel, I. Bertram // Corporate Finance. – 2012. – No. 2 – S. 70–80.
7. **Коупленд Т.** Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е изд. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.
8. **Damodaran, A.** Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition [Electronic resource] / Aswath Damodaran // SSRN. – March, 2015. – 120 p. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2581517
9. **Pereiro, L. E.** Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach / L. E. Pereiro. – New York: John Wiley and Sons, 2002. – 529 p.

10. Терещенко О. О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці / О. О. Терещенко // Вісник НБУ. – 2012. – № 9. – С. 4–8.

11. Терещенко О. О. Ймовірність дефолту підприємств та витрати на залучення капіталу / О. О. Терещенко // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2013. – С. 65–71.

Науковий керівник – Павліковський А. М., кандидат економічних наук, професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «КНЕУ ім. Вадима Гетьмана» (Київ)

REFERENCES

Damodaran, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley and Sons, 2002.

Damodaran, A. "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2581517

"KPMG: Kapitalkostenstudien 2015". https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/11/impairment-2015-copy-right-29015_sec.pdf

Kouplend, T., Koller, T., and Murrin, Dzh. *Stoimost kompaniy: otsenka i upravleniye* [Cost companies: Assessment and Management]. Moscow: Olimp-Biznes, 2007.

Pereiro, L. E. *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*. New York: John Wiley and Sons, 2002.

Spengel, Ch., and Bergner, S. "Investitionswirkungen der deutschen Unternehmensbesteuerung im internationalen Vergleich". *Arbeitspapier 05/2015*, November.

Tereshchenko, O. O. "Prahmatyka rozrakhunku stavky dyskонтuvannya v period finansovoi kryzy" [Pragmatics calculating the discount rate during the financial crisis]. *Finansy Ukrainy*, no. 6 (2015): 58-71.

Tereshchenko, O. O., and Babiak, N. D. *Finansovyi kontrolinh* [Financial Controlling]. Kyiv: KNEU, 2013.

Tereshchenko, O. O. "Otsinka kredytnykh ryzykiv: vidpovidnist novatsii NBU mizhnarodnii praktytsi" [Credit Risk Assessment: Compliance innovations NBU international practice]. *Visnyk NBU*, no. 9 (2012): 4-8.

Tereshchenko, O. O. "Imovirnist defoltu pidpriemstv ta vytraty na zaluchennia kapitalu" [The probability of default companies and the cost of capital]. *Visnyk Instytutu ekonomiky ta prohnozuvannya* (2013): 65-71.

Zeidler, G., Tschöepel, A., and Bertram, I. "Kapitalkosten in Zeiten der Fianz- und Schuldenkrise". *Corporate Finance*, no. 2 (2012): 70-80.