

Н.Ю. Брюховецька, О.А. Ігнатова\*, О.А. Богуцька\*  
Інститут економіки промисловості НАН України  
\*Донецький університет економіки та права

## МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ТРАНСАКЦІЙНИХ ВИТРАТ ПІДПРИЄМСТВ ПРИ ЗАЛУЧЕННІ ВЛАСНОГО ТА ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ

© Брюховецька Н.Ю., Ігнатова О.А., Богуцька О.А., 2010

Досліджено сучасні підходи до визначення вартості залучення власного та позикового капіталу. Обґрунтовано необхідність врахування трансакційних витрат під час визначення ціни залучення капіталу підприємств. Запропоновано методичний підхід до таких трансакційних витрат підприємств при залученні власного та позикового капіталу.

Ключові слова: трансакційні витрати, власний капітал, позиковий капітал, залучення капіталу.

Modern approaches are explored to determination of cost of bringing of property and loan asset in. The necessity of consideration of transactsiynih charges at determination of cost of bringing of capital of enterprises is grounded. Methodical approach is offered to tanks of transactsiishih charges of enterprises at bringing of property and loan asset in is offered.

Key words: transaction costs, equity, loan capital, raise capital

### Постановка проблеми

Залучення капіталу підприємств із власних та позикових джерел фінансування передбачає наявність певних витрат, пов'язаних передусім із виплатою відсотків за використання капіталу. Під час вибору джерел фінансування слід враховувати з метою подальшої мінімізації також і трансакційні витрати, які являють собою можливі витрати обігу, що виникають у процесі пошуку інформації про потенційних контрагентів та їх вибору, оформлення договірної, реєстраційної та іншої документації, розміщення фінансових інструментів на фондовому ринку тощо. Світовою практикою доведено, що такі витрати можуть бути значно знижені у разі використання послуг фінансових посередників, які беруть на себе за певну плату частину ризиків щодо виникнення трансакційних витрат. Але в умовах нестабільного фінансового середовища, недостатньої розвинутості фінансового ринку в Україні, підприємства вимушені самостійно оцінювати власні ризики та вибирати варіанти прийняття фінансових рішень з урахуванням мінімізації поточних та трансакційних витрат. До того ж, трансакційні витрати можуть виникати і усередині системи фінансового посередництва. Тому необхідним є забезпечення виробничого та фінансового секторів економічної діяльності методикою оцінки трансакційних витрат, пов'язаних із залученням капіталу, розробленою на основі якісного аналізу, застосування експертних та економіко-статистичних методів дослідження.

### Постановка цілей

Метою цієї статті є розроблення методики визначання ціни залучення власного та позикового капіталу підприємствами з урахуванням трансакційних витрат для вибору найприйнятнішого джерела фінансування.

### Аналіз останніх досліджень і публікацій

Порядок визначення вартості капіталу підприємств (організацій) широко висвітлений у численних наукових та навчальних працях зарубіжних і вітчизняних авторів. Так, В.В Ковальов характеризує вартість джерела фінансування як суму коштів, яку необхідно сплачувати за

використання певного обсягу залучених фінансових джерел, виражену у відсотках до цього обсягу, тобто подану у вигляді річної процентної ставки [5, с. Н24]. Автор зазначає, що залучення одного й того ж обсягу фінансових ресурсів, але з різних джерел, може мати більшу або меншу вартість.

Джеймс К. Ван Хорн та Джон М. Вахович для визначення вартості капіталу використовують обчислення дохідності і обґрунтовують це тим, що “витрати” фірми із залучення капіталу (тобто його вартість) і “дохідність” постачальників капіталу, за сутністю, є двома сторонами однієї медалі [3, с. 664]. Аналогічного підходу дотримуються і автори Ю Бригхем та Л. Гапенські [1, с. 162–165]. Слід зазначити, що такий підхід є справедливим, якщо нехтувати трансакційними, тобто витратами укладання угод, які не збігаються у суб'єктів, які залучають та інвестують капітал.

Уточнюючи сутність ціни капіталу як, з одного боку, ставку віддачі на інвестиції, яку підприємство повинно заробити для того, щоб задовольнити очікування інвесторів і кредиторів, а з іншого – норму рентабельності інвестованого капіталу, яку має забезпечувати підприємство, щоб не зменшувати свою ринкову вартість, І.Г. Кукукіна визначає цілі оцінки вартості капіталу [9, с. 91–92]:

- прийняття рішень щодо капіталовкладень і оцінки бізнесу;
- формування оптимальної структури капіталу;
- вибору довгострокових джерел фінансування (залучення кредитів, позик, випуску акцій та облігацій), управління оборотним капіталом.

Ті самі цілі підприємство ставить під час оцінки трансакційних витрат.

Питання впливу трансакційних витрат на функціонування виробничих підприємств і фінансових інститутів досліджено О. Вільямсоном [8], К Менаром [4, с. 113–151], С. С. де Куссерг [7], С.І. Архієреєвим [6, с 263-285], І.П. Булеєвим, О.В. Шепеленко [2] та ін.

В окремих дослідженнях науковців розкрито сутність трансакційних витрат та необхідність їх врахування і мінімізації у фінансовому управлінні. Зокрема, О. Вільямсон, праці якого покладені в основу теорії трансакційних витрат, запропонував розрізнити трансакційні витрати передбачуваної (ex ante) та здійсненої (ex post) угоди [8]. До перших він зараховує витрати пошуку й обробки інформації, ведення переговорів, укладання контракту, виміру; до других – витрати специфікації й захисту прав власності, запобігання опортунізму, а також витрати захисту від претензій третіх осіб. О. Вільямсон виявив три елементи, необхідні для моделювання конкретної угоди й значущих для пояснення розміру витрат: ступінь невизначеності зовнішнього середовища (опортунізм поведінки учасників), частота здійснення угоди й ступінь специфічності залучених до неї активів (ступінь готовності активу до альтернативного використання).

Сучасні вітчизняні науковці пропонують різні методичні підходи до класифікації та оцінки трансакційних витрат. Зокрема, І.П. Булеєв і О.В. Шепеленко [2, с. 103] пропонують поділяти трансакційні витрати підприємства на разові, умовно-постійні й умовно-змінні, а їхній рівень визначати, виявляючи й підсумовуючи його складові. У разові трансакційні витрати входять витрати, пов'язані із створенням підприємства, умовно-постійні – витрати, що не залежать від роботи підприємства, умовно-змінні – витрати, які збільшуються або зменшуються відповідно до зміни випуску й реалізації продукції підприємства. Вчені припускають, що управління рівнем трансакційних витрат може бути досягнуте за допомогою їхнього впорядкування й відображення у звітності підприємств і статистичній звітності. На їхню думку, “оптимальними будуть вважатися витрати, які знижуються розраховуючи на одиницю товарної продукції ... при забезпеченні нормального функціонування державних і суспільних інститутів, властивих соціально орієнтованій ринковій економіці”. Автори припускають, що труднощі кількісного вимірювання трансакційних витрат пов'язані з тим, що [2, с. 105, 10, с. 160]:

- серед спеціалістів немає єдиної думки щодо віднесення окремих витрат до категорії трансакційних;
- деякі трансакційні витрати мають неявну форму;
- трансакційні витрати не відображаються у бухгалтерській звітності;
- найбільша частина трансакційних витрат здійснюється у сфері неофіційних взаємовідносин.

### Виклад основного матеріалу

З огляду на те, що потенційні витрати, пов'язані із залученням капіталу, збільшують його вартість, доцільно скоригувати відомі формули оцінки вартості капіталу на величину трансакційних витрат:

1) ціна власного капіталу, залученого у вигляді простих акцій  
основна формула [5, с. 834]

$$k_1 = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (1)$$

де  $D_1$  – перший очікуваний дивіденд;  $P_0$  – ринкова ціна акції на момент оцінки;  $g$  – заявлений приріст дивіденду.

скоригована формула:

$$k_1 = \left( \frac{D_1}{P_0} + g \right) + t_1, \quad (1')$$

де  $t_1$  – трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу у вигляді простих акцій;

2) ціна власного капіталу, залученого у вигляді привілейованих акцій:  
основна формула [5, с. 833]:

$$k_2 = \frac{D_{ps}}{P_m}, \quad (2)$$

де  $D_{ps}$  – очікуваний дивіденд;  $P_m$  – ринкова ціна акції на момент оцінки;

скоригована формула:

$$k_2 = \frac{D_{ps}}{P_m} + t_2 \quad (2')$$

де  $t_2$  – трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу у вигляді привілейованих акцій;

3) ціна власного капіталу, залученого як реінвестований прибуток:  
основна формула [5, с. 835]:

$$k_3 = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (3)$$

(реінвестування прибутку є рівносильним придбанням власниками акцій своєї фірми [5, с. 835];

скоригована формула:

$$k_3 = \frac{D_1}{P_0} + g + t_3, \quad (3')$$

де  $t_3$  – трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу через реінвестування прибутку;

4) ціна позикового капіталу у вигляді банківських кредитів:  
основна формула [5, с. 830].

$$k_4 = r_{bc}(1 - r_t), \quad (4)$$

де  $r_{bc}$  – процентна ставка за кредитом;  $r_t$  – ставка податку на прибуток,

(оскільки проценти за користування банківськими позиками включаються до поточних витрат, то вартість одиниці такого джерела коштів є меншою, ніж сплачуваний банку процент);

скоригована формула :

$$k_4 = r_{bc}(1 - r_t) + t_4, \quad (4')$$

де  $t_4$  – трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу у вигляді банківських кредитів;

5) ціна капіталу у вигляді облігаційної позики:  
основна формула [5, с. 831].

$$k_5 = r_{cr}(1 - r_t), \quad (5)$$

де  $r_{cr}$  – купонна ставка за облігацією;

(проценти, нараховані за облігаціями, зменшують оподатковуваний дохід);

скорегована формула

$$k_s = r_{cr}(1 - r_t) + t_s, \quad (5')$$

де  $t_s$  – трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу у вигляді випуску облігацій.

Зауважимо, що ціна всіх вказаних джерел капіталу підприємства визначається у вигляді процентної ставки і означає відсоток граничних витрат, які здійснює підприємство, залучаючи додаткову грошову одиницю капіталу. Тому для використання у вказаних формулах трансакційні витрати необхідно також оцінювати у відсотках до суми відповідного капіталу підприємства. Порядок оцінки трансакційних витрати у абсолютному та відносному вимірі схематично зображено на рис 1.

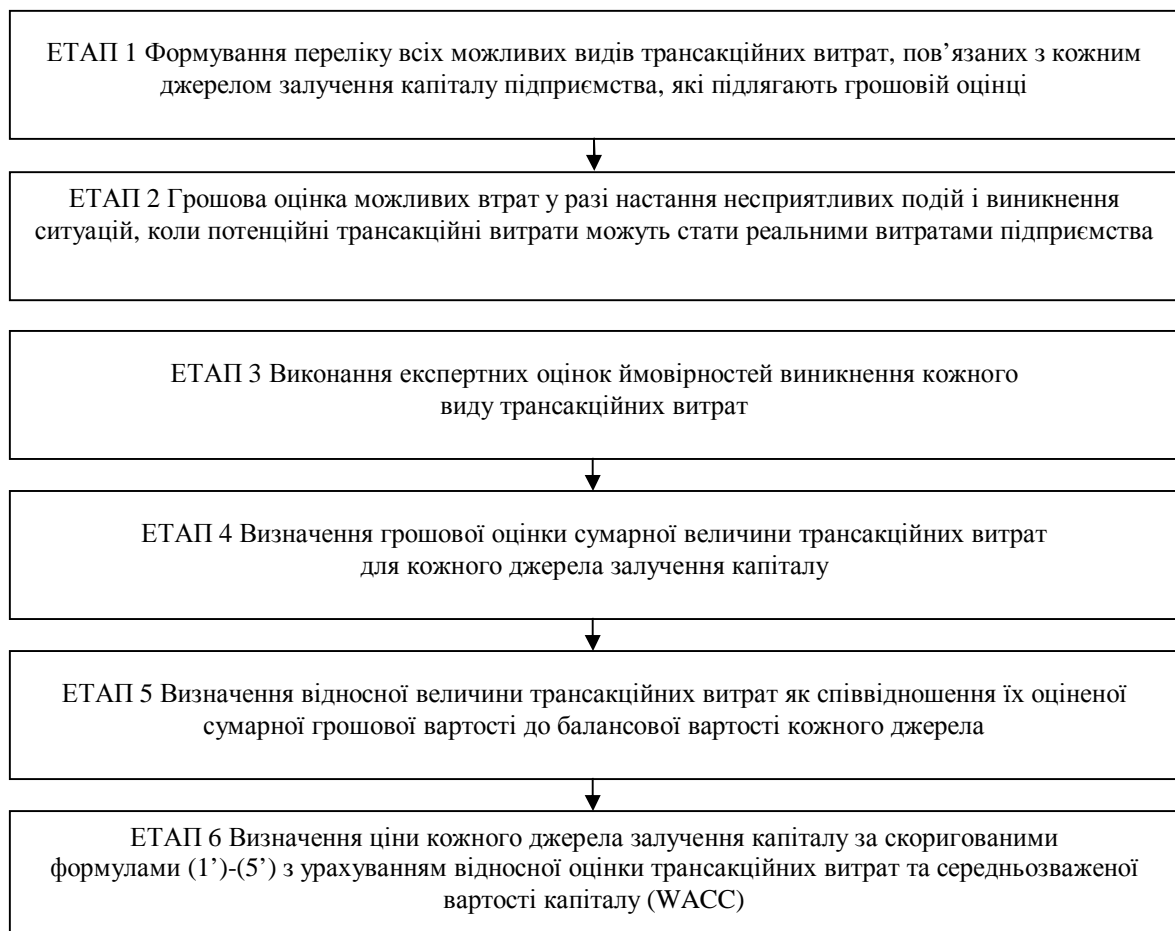


Рис. 1. Етапи оцінки трансакційних витрат підприємств при залученні власного та позикового капіталу

Охарактеризуємо особливості виконання кожного етапу оцінки трансакційних витрат при залученні власного та позикового капіталу та наведемо методику такої оцінки.

**Еман 1.** Насамперед на якісному рівні слід визначити перелік можливих втрат і ризиків, пов'язаних із залученням кожного джерела капіталу, які за несприятливого перебігу подій можуть перетворитися із потенційних витрат на поточні витрати підприємства та підлягають грошовій оцінці.

**Еман 2.** Розрахунок грошової оцінки кожного виду трансакційних витрат здійснюють фахівці для конкретного підприємства в певних умовах господарської діяльності. Потенційні втрати коштів розраховуються на підставі середньої вартості послуг на ринку, середніх витрат часу на виконання окремих операцій, ставок заробітної плати, вартості матеріальних, енергетичних та інших видів ресурсів тощо.

**Еман 3.** Перетворення потенційних трансакційних витрат на поточні витрати підприємства можливе за умови настання несприятливих подій, ймовірність якого має бути оцінена експертно. Для такої оцінки у ході дослідження було залучено групу (бажано понад 10 осіб), яким запропоновано оцінити можливість виникнення кожного виду трансакційних витрат для кожного джерела фінансування за 11-бальною шкалою (від 0 до 10). Найменшу оцінку – 0 балів – запропоновано проставити, якщо експерт вважає, що події, які зумовлюють появу окремого виду трансакційних витрат, не відбудуться у сучасних умовах; найбільша оцінка – 10 балів – відповідає таким видам трансакційних витрат, які можуть бути реалізовані обов'язково (ймовірність несприятливих подій, пов'язаних із їх виникненням, дорівнює 1). Припускається, що виникнення кожного виду витрат є сумісними та незалежними подіями. Отримані результати опитування експертів обробляють, визначаючи середній бал для кожного виду трансакційних витрат і перетворюючи їх на ваговий коефіцієнт діленням на 10.

**Еман 4.** Сумарна грошова оцінка трансакційних витрат для кожного джерела залучення капіталу визначається за формулою:

$$T_i = \sum_{j=1}^J t_{ij}^p l_{ij}, \quad (6)$$

де  $J$  – кількість видів трансакційних витрат для  $i$ -го джерела фінансування;  $t_{ij}^p$  – грошова оцінка  $j$ -го виду трансакційних витрат для  $i$ -го джерела фінансування;  $l_{ij}$  – ваговий коефіцієнт  $j$ -го виду трансакційних витрат для  $i$ -го джерела фінансування

**Еман 5** Відносна оцінка трансакційних витрат для кожного джерела фінансування ( $t_i, i = \overline{1,5}$ ) визначається співвідношенням  $i$ -ї сумарної грошової оцінки трансакційних витрат для кожного джерела залучення капіталу ( $T_i$ ) та балансової вартості  $i$ -го джерела фінансування ( $C_i$ ):

$$t_i = \frac{E_i}{C_i} \quad (7)$$

**Еман 6.** Отримавши відносну оцінку визначеного переліку трансакційних витрат залучення окремих джерел капіталу та користуючись скоригованими формулами розрахунку ціни п'яти видів його джерел (1') - (2'), можна оцінити вартість капіталу за окремими джерелами фінансування (з урахуванням відносної оцінки трансакційних витрат). Також доцільно визначити показник середньозваженої вартості капіталу (WACC), який відображає чинний мінімум повернення на вкладений у діяльність підприємства капітал, його рентабельність, та визначається за формулою (8)

$$WACC = \sum_{i=1}^5 k_i d_i, \quad (8)$$

де  $d_i$  – питома вага  $i$ -го джерела капіталу в загальній сумі джерел фінансування (пасиву балансу).

### Висновки

Отже, для прийняття рішень щодо вибору джерел капіталу підприємства необхідна оцінка вартості його залучення. Визначаючи ціну капіталу, слід враховувати трансакційні витрати. Описаним методичним підходом до оцінки трансакційних витрат для окремого джерела залучення капіталу передбачається якісний аналіз можливих їх видів, абсолютна і відносна сумарна їх оцінка та визначення ціни залучення капіталу за кожним варіантом фінансування, а також середньозваженої вартості капіталу.

### Перспективи подальших досліджень

Такий підхід дасть змогу надалі визначати найприйнятніші джерела фінансування за критерієм мінімізації трансакційних витрат.

*І Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент Полный курс: В 2-х т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – Т. I. – СПб.: Экономическая школа, 2005. – 497 с. 2. Булеев И.П. Сущность*

транзакционных издержек в рыночной экономике / И.П. Булеев, О.В. Шепеленко // Наукові праці Донецького національного технічного університету / серія: економічна, випуск 70. – Донецьк, ДонНТУ, 2004. – С. 101–106

3. Ванхорн, Джеймс К., Вахович, мл., Джон М. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. / Джеймс К. Ванхорн, Джон М. Вахович, мл. – М.: ООО “ИД. Вільямс”, 2008. – 1232 с.

4. Институциональная экономика: учебник / Под общ. ред. А. Олейника. – М.: ИНФРА-М., 2005. – 704 с.

4. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 1024 с.

5. Постсоветский институционализм: монография / Под ред. Р.М. Нуреева, В.В. Дементьева. – Донецк: Каштан, 2005. – 480 с.

6. С. де Куссерг. Новые подходы к теории финансового посредничества и банковская стратегия [Электронный ресурс] / С. де Куссерг, Л.Н. Красавина. Режим доступа: [www.vestnik.fa.ru/1\(17\)2001](http://www.vestnik.fa.ru/1(17)2001).

7. Уильямсон О. И Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, “отношенческая” контрактация / Пер. с англ. – СПб.: Лениздат, 1996. – 702 с.

8. Управление финансами: учеб. пособие / И.Г. Кукукина. – М.: Юрист, 2001. – 267 с.

9. Шепеленко О В Транзакционные издержки в переходной экономике: проблемы теории и практики: моногр. / О.В. Шепеленко / Донецкий нац. ун-т экономики и торговли им. М. Туган-Барановского. – Донецк, 2007. – 360 с.