1. Автоматичні стабілізатори мають низку переваг перед дискреційними діями уряду в кризових ситуаціях, особливо в країнах з великою часткою суспільного сектору в національному господарстві.

2. Попри високу чутливість надходжень бюджету до економічної динаміки, яка спостерігається в Україні на фоні інших країн, ефективність дії стабілізаторів пригнічується високим ступенем зовнішньоторговельної відкритості, а також зміщеністю податкового тягаря в межах фіскальної системи від прямих податків до непрямих форм оподаткування.

3. Кількісний внесок автоматичних стабілізаторів у згладження економічних коливань є нестабільним, невеликим і коливається від +0,07 % ВВП у фазах піднесення до -0,08 % в часи спаду, що ставить завдання пошуку шляхів оптимізації роботи вітчизняної податкової системи.

Література

1. Giorno, C. Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances [Text] / Giorno, C. et al. // OECD Economic Department Working Papers. – OECD Publishing, 1995. – No. 152. – 53 p.
2. Van den Noord, P. The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilizers in the 1990s and Beyond [Text]/ P. Van den Noord // OECD Economics Department Working Papers. – OECD Publishing, 2000. – No. 230. – 31 p.
3. Blanchard, O. An Empirical Characterization of the Dynamic Effect of Changes in Government Spending and Taxeson Output [Text]/ O. Blanchard, R. Perotti // NBERWorkingPaper, 2002. – No. 7269. – 31 p.
4. Соколовська, А. М. Податкова політика в Україні в контексті тенденцій реформування оподаткування у країнах ЄС [Текст]/ А. М. Соколовська, Т. В. Кощук // Фінанси України. – 2012. – № 1. – С. 94-121.
5. Длугопольський, О. В. Публічні фінанси за умов фінансово-економічної кризи та трансформації світової економіки [Текст]/ О. В. Длугопольський // Фінанси України. – 2012. – № 8. – С. 106-117.
6. Дмитренко, Г. Роль фіскальної політики в антициклічному регулюванні економіки [Текст]/ Г. Дмитренко // Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. – 2009. – № 3. – С. 79-86.
7. Monitoring tax revenues and tax reforms in EU Member States 2010. Tax policy after crisis [Text]/ European Comission. – 6 October 2010. – 85 p.
8. Veld, J. Automatic Fiscal Stabilizers: What they are and what they do [Text]/ J. Veld, M. Larch, M. Vandeweyer // European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications. – Economic Papers, 2012. – №452. – 21 p.
9. Buti, M. Fiscal Policy in Europe: how effective are automatic stabilizers? [Text]/ M. Buti, A. Brunila, J. Veld // European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications. – Economic Papers, 2002. – № 177. – 32 p.
10. Baunsgaard, T. Automatic Fiscal Stabilizers: How They Can Be Enhansed Without Increasing the Size of the Government? [Text]/ T. Baunsgaard, S. Symansky // IMF Fiscal Affairs Department. – 28 September 2009. – 26 p.
11. Fedelino, A. Computing Cyclically Adjusted Balances and Automatic Stabilizers [Text]/ A. Fedelino, A. Ivanova, M. Horton // IMF Fiscal Affairs Department. – November 2009. – 12 p.

АВТОМАТИЧЕСКИЕ СТАБИЛИЗАТОРЫ В ФИСКАЛЬНОЙ СИСТЕМЕ УКРАИНЫ

В структуре антикризисной фискальной политики предметно исследовались автоматические стабилизаторы и сила их воздействия на восстановление экономической динамики Украины. Осуществлена количественная оценка величины автоматических стабилизаторов, которая показала низкую степень их вклада в сглаживание циклических флуктуаций.

Ключевые слова: фискальная политика, автоматические стабилизаторы, экономическая динамика.

Єфремов Дмитро Петрович**, кандидат економічних наук, кафедра макроекономіки та державного управління, ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана», Україна, **e-mail: yedim@ukr.net

Ефремов Дмитрий Петрович**, кандидат экономических наук, кафедра макроэкономики и государственного управления, ГВУЗ «Киевский национальный университет им. Вадима Гетьмана», Украина, **e-mail: yedim@ukr.net

Yefremov Dmytro**, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Ukraine, **e-mail: yedim@ukr.net

УДК 347.7

Заворотній Р. І.

УПРАВЛІННЯ ПОЗИКОВИМ КАПІТАЛОМ ЗА ВПЛИВОМ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ

Статтю присвячено проблемам оцінки впливу управління ціною формування позикових ресурсів на ринкову вартість вітчизняних нафтопереробних підприємств. Для цього в якості контрольного показника автором обрано грошову додану вартість (CVA). Зокрема, вивчається зміна цього показника під впливом бухгалтерської та ринкової вартості позикових ресурсів збиткових підприємств.

Ключові слова: *грошова додана вартість, ціна позикових ресурсів, валові інвестиції, бета-коефіцієнт.*

1. Вступ

Стійка збитковість вітчизняного нафтопереробного бізнесу суттєво звузила доступ підприємств до недорогих позикових ресурсів на посткризовому фінансовому ринку, що гальмує розвиток підприємств. Для розірвання кола «операційні збитки – дефіцит коштів – операційні збитки» й нарощення капіталізації слід удосконалити управління капіталом і впровадити вартісно-орієнтований менеджмент. Отже, оцінка позикових й сукупних фінансових ресурсів вітчизняних, переважно збиткових, нафтопереробних підприємств,

та необхідність підвищення ефективності управління капіталом за впливом на корпоративну вартість характеризують актуальність дослідження.

2. Аналіз літературних даних і постановка проблеми

У процесі вартісно-орієнтованого управління підприємством та його капіталом (теоретичні засади чого закладені в працях М. Міллера і Ф. Модільяні [1, 2] й в розробленій В. Шарпом моделі оцінювання капітальних активів [3], Дж. Найта [4], Ф. Вайсенрідера [5], Г. Фрідла і Т. Кеттенрінга [6]), постає проблема обрання найбільш зручного у використанні, об'єктивного й точного основного управлінського фінансового орієнтира. Дослідження управління вартістю фінансових ресурсів та її впливу на грошову додану вартість як основний орієнтир розвитку підприємства становить мету представленої роботи.

3. Результати досліджень

В роботі [7] нами як основний вартісний показник обрано грошову додану вартість (CVA), що, за версією Boston Consulting Group, визначається як [8, с. 210]:

$$CVA = CFI - BI \times WACC = \left(EBI + A - EA\right) -$$

$$-BI * WACC = EBI + A - \frac{BI \times WACC}{\left(1+WACC\right)^{n} - 1} - BI \times WACC,$$

де CFI – чистий грошовий потік до відсоткових платежів, EBI – фінансовий результат до відсоткових платежів, A – амортизація, EA – розмір економічної амортизації, BI – обсяг валових інвестицій, WACC – середньозважена вартість капіталу, n – середній строк експлуатації основних засобів підприємства.

Аналітичною базою роботи є ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод», ПАТ «Транснаціональна фінансово-промислова компанія "Укртатнафта"» і ПАТ «Одеський нафтопереробний завод» у 2012 році [9]. За формулою CVA, слід визначити розмір WACC, причому задля оцінювання ефективності управління вартістю капіталу підприємства слід обчислити бухгалтерський і ринковий розміри WACC, зіставити їх та оцінити вплив кожного на CVA. Ринкова вартість власного капіталу, обчислена на основі CAPM, становила відповідно 8,92 %, 18,95 % і 10,21 %. Зважаючи на відсутність розподілених дивідендів, фактична вартість власного капіталу усіх підприємств у 2012 р. дорівнювала 0 %.

Для розрахунку вартості оплачуваних позикових ресурсів нарівні з розмірами безризикової ставки, спреду суверенного дефолту та податку на прибуток також слід обчислити розміри премій за ризики корпоративного дефолту кожного з нафтопереробних підприємств. Спред корпоративного дефолту визначається поточним офіційним кредитним рейтингом підприємства, при цьому є можливість визначити кредитний рейтинг на основі поточного коефіцієнта відсоткового покриття. Зокрема, кредитний рейтинг, за "Standard&Poor's", формується співвідношенням [7, с. 227]: k відсоткового покриття= = EBIT / Фінансові витрати.

Визначені станом на кінець 2012 р. коефіцієнти складають: ПрАТ «Херсонський НПЗ» – (-3,68), ПАТ «ТФПК «Укртатнафта"» – (-22,51) і ПАТ «Одеський НПЗ» – (-1,13), що підтверджує стійкий кризовий стан підприємств, обумовлений стабільно негативними фінансовими результатами діяльності. Отже, є можливість присвоїти кредитний рейтинг усім представленим підприємствам на мінімально можливому рівні «D». Оскільки цьому рівню для підприємств з низькою капіталізацією відповідає спред 14 відсотків, тоді підставимо інші показники й знайдемо ринкову вартість позикового капіталу компаній: вартість позик. капіталу = = (безризикова ставка + спред суверенного дефолту + +спред корпоративного дефолту)*(1– ставка податку на прибуток) = (4,32 %+4,71 %+14 %)*(1–0,21) = 18,19 %. Слід наголосити, що визначений нами показник ринкової вартості запозичень для нафтопереробних підприємств станом на кінець 2012 р. цілком відповідає усередненому показнику ефективної ставки за річними гривневими кредитними ресурсами у 18,4 відсотка річних [10].

Акції емітентів, окрім ПАТ «Одеський НПЗ», не представлені на фондовій біржі, тоді на основі стандартної методики обчислимо ринкові WACC:

$$WACC_{\text{ПАТ «ТФПК "Укртатнафта"»}} = \frac{372023}{6224230} * 18{,}95\% +$$

$$+\frac{600164{,}5}{6224230} * 18{,}19\% = 2{,}89\%;$$

$$WACC_{\text{ПрАТ «Херсонський НПЗ»}} = \frac{436061}{851079} * 8{,}92\% +$$

$$+\frac{57672}{851079} * 18{,}19\% = 5{,}8\%.$$

Оскільки: 1) у ПАТ «Одеський НПЗ» спостерігається негативний розмір власного капіталу, 2) ринкові котирування акцій підприємства, номінальною вартістю 0,25 грн., наприкінці 2012 р. становили 1,01 грн., процедура обчислення WACC підприємства потребує певних уточнень. Зокрема, застосувавши стандартну формулу WACC за бухгалтерської оцінки статутного капіталу та знехтувавши розміром непокритого збитку (3628112 тис. грн.), отримаємо:

$$WACC_{\text{ПАТ «Одеський НПЗ»}} =$$

$$= \frac{1843542{,}7 - 3628112}{(1843542{,}9 - 3628112) + 53004 + 1280374 + 2991925} *$$

$$*10{,}21\% + \frac{1280374 + 2973756}{(1843542{,}9 - 3628112) + 53004 + 1280374 + 2991925} *$$

$$*18{,}19\% = -0{,}7 * 10{,}21\% + 1{,}67 * 18{,}19\% = 1{,}95\%.$$

У такому разі питома вага власного капіталу в сукупному капіталі підприємства у (-70) відсотків є абсурдною за водночас некоректної частки оплачуваних позик на рівні 167 відсотків. Тоді слід скористатися формулою:

$$WACC = \frac{\left(\sum ВК - НЗ\right) + ЧП}{\left(\sum ВК - НЗ\right) + ЧП + \sum ПК} \times$$

$$\times \text{Вартість ВК} + \frac{ПКО}{\left(\sum ВК - НЗ\right) + ЧП + \sum ПК} \times \text{Вартість ПКО},$$

ISSN 2226-3780

де ∑ВК – сукупний власний капітал за ринковою вартістю; НЗ – накопичені непокриті збитки; ЧП – чистий прибуток в звітному періоді, якщо такий має місце (за чистого збитку можливість розподілу дивідендів відсутня); ∑ПК – сукупні позикові кошти; ПКО – позикові кошти, що є платними.

Основною умовою застосування саме зазначеної формули виступає наявність в Балансі накопиченого непокритого збитку. Тому метою обчислення питомої ваги власного капіталу в усіх фінансових джерелах підприємства є визначення саме частки чистих джерел підприємства, з яких можуть бути розподілені дивіденди (зокрема, зі статутного капіталу – акціями, з резервного, додаткового капіталу або чистого прибутку – грошовими коштами). Отже:

$$WACC_{\text{ПАТ «Одеський НПЗ»}} = \frac{1843542,7}{6168845,7} * 10,21\% + \frac{2973756+1280374}{6168845,7} * 18,19\% =$$
$$= 0,3 * 10,21\% + 0,48 * 18,19\% = 11,79\%.$$

Визначені на основі «Інформації про зобов'язання емітента» [9] фактичні розміри WACC зіставимо в табл. 1 з обчисленою ринковою вартістю. Табл. 1 засвідчує суттєву економію усіма представленими підприємствами на вартості кредитних ресурсів. Підставивши WACC і бухгалтерські показники у вищенаведену формулу, визначимо CVA підприємств на кінець 2012 року (табл. 2). У табл. 2 від'ємне значення економічної амортизації двох підприємств характеризуватиме щорічні обсяги ануїтетних відрахувань за доходності на рівні WACC з метою забезпечення повернення неоплачуваних позик, які по суті не є інвестиціями. У такому разі від'ємний обсяг економічної амортизації не матиме економічного сенсу, тому не має долучатися до розрахунку CVA. Це також підтверджує статична модель розрахунку іншого вартісного показника – CFROI, який, за версією BCG, визначається як $CFROI = \frac{EBI}{BI}$.

Таблиця 1

Оцінка ефективності управління формуванням фінансових ресурсів нафтопереробних підприємств за критерієм вартості

№	Підприємство	Вартість ВК, %		Вартість ПК, %		WACC		
		Ринкова	Факт	Ринкова	Факт	Ринкова	Факт	Різниця
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	ПАТ «Одеський НПЗ»	10,21	0	18,19	5,06	11,79	3,49	-8,3
2	ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»»	18,95	0	18,19	10,58	2,89	1,02	-1,87
3	ПрАТ «Херсонський НПЗ»	8,92	0	18,19	10,7	5,8	0,73	-5,07

Відносно до показників ПАТ «ТФПК "Укртатнафта"» і ПАТ «Одеський НПЗ» значення чисельника і знаменника представленої формули є від'ємними, тому отриманий подібним чином позитивний результат CFROI не матиме економічного сенсу.

Подібна логіка справедлива також щодо особливостей урахування річної вартості валових інвестицій (BI* WACC), що приймається за 0. Тоді, підставивши в табл. 2 раніше визначені ринкові значення WACC і збільшивши статтю «Фінансові витрати» на зміну вартості позикових коштів до ринкового рівня (стовбець 5, табл. 1), визначимо річне падіння CVA: ПрАТ «Херсонський НПЗ» 94315 тис. грн., ПАТ «ТФПК "Укртатнафта"» 404112,2 тис. грн., і зростання CVA для ПАТ «Одеський НПЗ» на рівні 360716 тис. грн.

Таблиця 2

Визначення показників грошової доданої вартості внаслідок господарської діяльності вітчизняних нафтопереробних підприємств у 2012 р., тис. грн.

№	Показники	Підприємства		
		ПрАТ «Херсонський НПЗ»	ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»	ПАТ «Одеський НПЗ»
1	2	3	4	5
1	Валові інвестиції (brutto investments, BI)	540400	-1258297	-86331
2	Ставка WACC, %	0,73 %	1,02 %	3,49 %
3	Економічна амортизація, EA	25193,8	-80166,2	-3999,2
4	Грошова додана вартість, CVA	-81479,8	-459184,0	-194190,0

4. Висновки

1. Управління вартістю капіталу є дієвим інструментом впливу на розмір CVA. Зокрема, нарощення WACC обумовить зміну CVA у зв'язку з ускладненістю нарощення обсягів BI, амортизації лізингових необоротних активів й інших елементів CVA, що підтверджує наступна найбільш спрощена рівність:

$$CVA = \left[(\text{Фінанс. результат} + \text{ФВ}\uparrow) \times (1 - \text{ПП})\right]\uparrow + A\downarrow - \left[\frac{FA\downarrow * WACC\uparrow}{(1+WACC\uparrow)^n - 1}\right]\downarrow - BI\downarrow * WACC\uparrow,$$

де ЧП – чистий прибуток; ФВ – фінансові витрати; FA – необоротні активи.

2. При оцінці діяльності збиткових підприємств слід вносити певні коригування в формулу визначення WACC та сформованого CVA.

Література

1. Miller, M. H. Dividend, Policy, Growth, and the Valuation of Shares [Electronic resource] / M. H. Miller, Franco Modigliani // The Journal of Business. – 1961. – Vol. 34. – №4. – P. 411-433. – Available at: \www/ URL: http://www.jstor.org/discover/10.2307/2351143
2. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [Text] / F. Modigliani, M. H. Miller // Amer. Econ. Rev. – June 1958. – P. 261-297.
3. Sharpe, W. Portfolio Theory and Capital Markets [Text] / W. Sharpe. – McGraw-Hil. – June 1970.
4. Knight, J. A. Value-Based Management: Developing a Sys-

tematic Approach to Creating Shareholder Value [Text] / James A. Knight. – McGraw-Hill: N.Y., 1998. – 307 p.
5. Weissenrieder, F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? [Electronic resource] / F. Weissenrieder// Gothenburg Studies in Financial Economics: Study No. 1997:3. – Gothenburg University: Gothenburg, 1997. – Available at: \www/ URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156288
6. Friedl Gunther, Kettenring Tim. A Note on the War of Metrics [Electronic resource] / Gunther Friedl, Tim Kettenring. – Control TUM Business School, March 2009. – 14 p. – Available at: \www/ URL: http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf
7. Заворотній, Р. І. Фінансова оцінка бізнесу: теорія, практика та інноваційні підходи [Текст]: монографія / Р. І. Заворотній. – К.: КНЕУ, 2012. – 295 с.
8. Агентство розвитку інфраструктури фондового ринку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: \www/ URL: http://www.smida.gov.ua
9. Терещенко, О. О. Фінансовий контролінг [Текст]: навч. посіб. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. – К.: КНЕУ, 2013. – 407 с.
10. Динамика изменения кредитних ставок для юридических лиц в Украине, UAH, 12 месяцев [Электронный ресурс]. – Режим доступа: \www/ URL: http://charts.finance.ua/ru/credit_deposit/credit_jur/~/2/uah/3

УПРАВЛЕНИЕ ЗАЕМНЫМ КАПИТАЛОМ СОГЛАСНО ВЛИЯНИЮ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ

Статья посвящена проблемам оценки влияния управления ценой формирования заемных ресурсов на рыночную стоимость отечественных нефтеперерабатывающих предприятий. Для этого как контрольный показатель автор выбрал денежную добавленную стоимость (CVA). В частности, изучается изменение этого показателя под влиянием бухгалтерской и рыночной стоимости заемных ресурсов убыточных предприятий.

Ключевые слова: денежная добавленная стоимость, цена заемных ресурсов, валовые инвестиции, бета-коэффициент.

Заворотній Роман Ігоревич**, кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів підприємств, ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана», Україна, **e-mail: zavorotniy@rambler.ru

Заворотний Роман Игоревич**, кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов предприятий, ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана», Украина, **e-mail: zavorotniy@rambler.ru

Zavorotniy Roman**, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Ukraine, **e-mail: zavorotniy@rambler.ru

УДК 658:631.15:634.1

Михайлишина Л. В.

ОЦІНКА КОНКУРЕНТНОГО СЕРЕДОВИЩА ФУНКЦІОНУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ-ВИРОБНИКІВ ПЛОДОЯГІДНОЇ ПРОДУКЦІЇ

Проаналізовано виробництво, імпорт та експорт плодів та ягід в Україні, попит і пропозицію за видовим та асортиментним рядами, територіальною ознакою і типами господарств-виробників плодоягідної продукції. Досліджено маркетингові канали збуту плодоягідної продукції різними типами господарств і цінову кон'юнктуру ринку плодів та ягід.

Ключові слова*: сільськогосподарські підприємства, плоди та ягоди, попит, пропозиція, маркетингові канали, ціна.*

1. Вступ

Плодівництво є однією з традиційних сільськогосподарських галузей України. Її розвиток відбувається перш за все завдяки достатньо сприятливим природно-економічним і ґрунтово-кліматичним умовам для вирощування широкого асортименту плодоягідних культур поряд із їхніми цінними споживчими та лікувальними властивостями. Україна до 1990 р. входила до десятки найбільших виробників плодів та ягід в світі, випереджаючи Польщу та Російську Федерацію, проте на сьогодні втратила свої позиції, перетворюючись із країни-експортера плодоягідної продукції у країну-імпортера. Сучасний стан плодоягідного виробництва вказує на необхідність переорієнтації підприємств галузі на якісно новий шлях розвитку, що потребує детального вивчення кон'юнктури ринку плодів та ягід та конкурентного середовища функціонування товаровиробників галузі з метою підвищення конкурентоспроможності останніх, що і визначає актуальність проведення досліджень.

2. Аналіз літературних даних і постановка проблеми

Серед публікацій, присвячених питанням конкурентоспроможності підприємств плодоягідної галузі, відродження та розвитку промислового садівництва, формування кон'юнктури ринку плодів та ягід в Україні, слід відзначити в першу чергу роботи О. Ю. Єрмакова [1, 2], Л. О. Барабаш, П. В. Кондратенко, О. М. Шестопаля [3, 4], В. А. Рульєва [5, 6], І. А. Сало [7]. Разом з цим, вивчення сучасного стану на ринку плодів та ягід [8 – 10], тенденцій конкурентного середовища функціонування товаровиробників галузі є актуальним і заслуговує особливої уваги при розробці пропозицій та рекомендацій щодо підвищення їхньої конкурентоспроможності.

Метою дослідження була оцінка конкурентного середовища функціонування підприємств-виробників плодів та ягід.

Для досягнення поставленої мети розв'язувалися такі задачі: