

Ольга СУХЕНКО

Ї Đ²ĭ ĐÈÒÁÒĭ ² ÇÀÒĭ ÁÈ ĭ ²ÁÁÈÛÁĭ ĭ ß ÈÁĭ ²ÒÁÈ²ÇÀÒ²- Á²Ò×ÈÇĭ ßĭ ÈÕ
ĭ Đĭ ĭ ÈÑĖĭ ÁÈÕ ĭ ²Ăĭ ĐÈª ĭ ÑÒĂ

Систематизовано фактори капіталізації за джерелами та напрямками впливу. Запропоновано шляхи підвищення капіталізації промислових підприємств з урахуванням впливу фондового ринку та макроекономічної динаміки. Сформовано алгоритм системи управління ризиками при управлінні капіталізацією.

Factors of capitalization were systemized by the sources and the areas of influence. The ways of capitalization improving in industrial plants with taking into account the influence stock market and macroeconomic dynamics was proposed. An algorithm of the capitalization risk management system was formed.

Серед основних невирішених проблем, які сьогодні гальмують процеси підвищення конкурентоспроможності промислового комплексу України, виступають оптимізація структури промислового виробництва, інноваційно-технологічна модернізація та застосування енергозберігаючих технологій.

Вирішення цих проблем неможливе без ефективного механізму залучення фінансування та забезпечення комплексних заходів підвищення продуктивності промислового сектору, як на рівні окремого підприємства, так і на рівні державної політики, спрямованої на сприяння розвитку промислового комплексу і фінансових ринків.

Так, ступінь зносу основних фондів української промисловості становить понад 60%. За даними Всеукраїнської громадської організації «Українського союзу промисловців і підприємців» ступінь зносу у хімічній промисловості становить 68,3%, виробництві транспортних засобів та устаткування – 72,4%, машинобудуванні – 65,8%, металургії – 61,9%, у сфері транспорту та зв'язку – 82,4%. Енергоємність вітчизняного ВВП становить 0,89 кг умовного палива на один долар США, що в 2,6 рази перевищує аналогічний середній рівень у розвинених країнах світу. Особливо енергозатратними є гірничо-металургійна та хімічна промисловості, які разом поглинають понад 56% природного газу від всієї кількості, що споживає вітчизняна промисловість [1].

Внаслідок нестачі державних коштів і непривабливості галузі для приватних інвестицій моральний та фізичний знос основних фондів підприємств електроенергетики становить близько 80% для теплових електростанцій та 60% – для енергорозподільчих компаній, а ефективність виробництва й передавання електроенергії залишається дуже низькою. Зокрема, споживання енергоресурсів у генерації на 35% більше, а рівень витрат при передачі у 2 рази вищий, ніж у країнах, що належать до Організації економічного співробітництва та розвитку [2].

При цьому серед джерел фінансування інвестицій в основний капітал дедалі більший обсяг припадає на власний капітал підприємств. Так, зі 177 млрд. грн. обсягу інвестицій в основний капітал, освоєних за підсумками 3 кварталу 2012 р., власні кошти підприємств становили 109 млрд. грн., тобто понад 60% всіх джерел фінансування [3].

Оскільки потенціал збільшення фінансування за рахунок внутрішніх власних джерел підприємства обмежений, а саме за рахунок нерозподіленого прибутку, амортизаційних відрахувань, частини основних та оборотних активів, що іммобілізується в інвестиції тощо, набуває актуальності дослідження шляхів підвищення капіталізації підприємств та покращення умов залучення акціонерного капіталу. Варто зазначити, що з посиленням ролі фондового ринку капіталізація компаній є одним із факторів, від якого залежить обсяг та вартість зовнішнього залучення не лише власних, а й позикових коштів.

Теоретичні та методичні основи сутності, оцінки та факторів капіталізації промислового сектору досліджують у своїх працях такі українські вчені, як В. М. Геєць, І. П. Булеєв, Н. Ю. Брюховецька, В. І. Гринчуцький, Л. Р. Галько, М. А. Козоріз та ін. Зокрема, Н. Ю. Брюховецька серед заходів підвищення капіталізації виділяє активне позиціонування компанії на фондових ринках, забезпечення відкритості та прозорості внутрішньогосподарських процесів, використання інноваційних технологій та маркетингових інструментів капіталізації тощо [4, с. 6–9]. В. І. Гринчуцький та Л. Р. Галько ефективним заходом підвищення капіталізації вважають об'єднання діяльності підприємств, такі як довгострокові контракти, франчайзинг, стратегічні альянси, злиття (поглинання), спільне підприємство та вертикальна інтеграція [5, с. 93–96]. Але фактично питання збільшення капіталізації промислових підприємств в Україні залишається не вирішеним, отже потребує подальших досліджень та виявлення нових підходів.

Метою статті є систематизація існуючих та виявлення додаткових факторів капіталізації підприємств, їх взаємозв'язків, а також дослідження впливу фондового ринку та корпоративної політики на вартість і фінансування компанії.

Термін «капіталізація» має широке розуміння та застосування, але за своєю сутністю визначення капіталізації можна звести до двох підходів: як процес перетворення доданої вартості в капітал компанії (капіталізація доходів) і як критерій оцінки ринкової вартості компанії (ринкова капіталізація) [6, с. 42–48].

Для корпоративного сектору ринкова капіталізація емітента являє собою ринкову вартість акцій емітента, яка визначається шляхом множення курсу акцій цього емітента, що склався на фондовій біржі, на кількість цих акцій [7].

Досліджуючи фактори підвищення капіталізації, насамперед слід відштовхуватися від фундаментальних принципів створення вартості, тобто необхідно чітко розмежовувати вартість компанії на фондовому ринку (капіталізацію) та реальну (внутрішню) вартість компанії, а також визначити їх взаємозв'язок. Незважаючи на те, що капіталізацію можливо розрахувати тільки для публічних акціонерних товариств, якими здебільшого представлені українські промислові компанії, ринкова вартість інших компаній формується за тими самими фундаментальними чинниками.

Ринкова вартість промислового підприємства залежить передусім від фінансових результатів та показників фінансової стійкості, обсягу виробничих потужностей та рівня модернізації виробництва, вартості нематеріальних активів (бренда, торгової марки тощо), частки ринку, доступності й стабільності сировинних ринків та ринків збуту, перспектив розвитку, розробки нової продукції та виходу на нові ринки збуту, наявності галузевих та політичних ризиків тощо.

Оцінка вартості приватної компанії на реальному ринку визначається приведеною вартістю очікуваних грошових потоків, які вона генерує. Ці потоки дисконтуються за ставкою, яка відображає як ризик діяльності компанії, так і використовуване нею поєднання боргу та власного капіталу. Той самий підхід використовується і при створенні вартості публічних компаній, різниця існує лише в оцінці вхідних даних, причому оцінка буде різною для різних компаній, видів діяльності, мотивів оцінки тощо [8, с. 884–920].

У разі розміщення компанією своїх акцій широкому колу інвесторів, які потім можуть здійснювати торгівлю ними на організованому ринку, ціна її акцій встановлюється в процесі взаємодії між інвесторами та біржовими спекулянтами, виходячи з їх очікувань та оцінки внутрішньої (справедливої) вартості компанії у порівнянні з її поточною ринковою вартістю. Тобто на створення вартості компанії діють ті самі фактори, але вже одночасно на кількох ринках – на фінансовому та реальному [9, с. 60–68].

Отже, фактори капіталізації за напрямками впливу можна поділити на дві групи: фактори, що впливають безпосередньо на внутрішню вартість компанії, та опосередковано на її ринкову вартість, та фактори, що впливають на рух капіталів та ринок цінних паперів, та опосередковано на капіталізацію компанії.

В свою чергу, всі фактори, що впливають на капіталізацію як через фондовий ринок, так і через ефективність функціонування підприємства, за джерелами впливу можна поділити на внутрішні (фактори мікрорівня) та зовнішні (фактори макрорівня). Відповідно реалізація заходів щодо шляхів підвищення капіталізації промислових підприємств має бути покладена як на самі підприємства, так і на державну політику, спрямовану на сприяння розвитку промислового комплексу і фінансових ринків.

Хоча ринкові ціни можуть відхилитися від внутрішньої вартості, сформованої під впливом фундаментальних чинників, очікується, що ці дві величини рано чи пізно наблизяться. Тому основне значення має саме внутрішня вартість компанії як підґрунтя для формування її ринкової капіталізації. В свою чергу фундаментальною основою збільшення цінності компанії виступає очікуване зростання доходів підприємства, яке створюється в результаті реінвестування прибутку [8, с. 14–23, 374–398].

Реінвестування прибутку в розширення операційної діяльності, збільшення обсягів виробничих потужностей, інноваційно-технічне переозброєння, дослідження та розвиток забезпечує майбутній розвиток бізнесу, ефективне використання наявних ресурсів та зростання очікуваних майбутніх доходів, які генерує компанія, і збільшує таким чином її вартість. Тому вагомий вплив на капіталізацію компанії чинить фіскальна політика держави.

Прикладом позитивних зрушень, спрямованих на підвищення капіталізації промислових підприємств та стимулювання інвестицій у модернізацію виробництва, стали прийняття змін до Податкового кодексу України, за якими звільняються від оподаткування підприємств паливно-енергетичного комплексу та водо-, теплопостачання і водовідведення у межах витрат, що не перевищують загальну річну суму, передбачених відповідними інвестиційними програмами. Крім того, звільняється від оподаткування 80% прибутку підприємств, отриманого від продажу на митній території України товарів енергоефективних технологій власного виробництва та 50% прибутку, отриманого від здійснення енергоефективних заходів та реалізації енергоефективних проектів підприємств, які здійснюють їх розроблення, впровадження та використання [10]. Проте вищенаведені пільги стосуються лише певної вузької категорії підприємств. Подальше вдосконалення фіскальної політики має стосуватися розширення пільг для ширшого кола промислових підприємств та забезпечення прозорої процедури визначення цільового використання коштів та дотримання вимог за пільговими інвестиційними програмами.

Не менше значення для фінансового ринку та капіталізації компанії відіграє монетарна політика НБУ. Неефективне монетарне регулювання може призвести до нестабільності на валютному ринку, виведення інвестиційного капіталу з країни, дестабілізацію банківської системи, вплив депозитних вкладень у національній валюті, дефіцит ліквідності, зростання вартості кредитних ресурсів та знецінення вартості активів на фінансових та фондових ринках. Це ставить під загрозу доступність для підприємств позикових коштів, їх рентабельність, можливість модернізації виробництва та інвестування в розширення діяльності.

Окремим питанням необхідно виділити політичні ризики в Україні, які на сьогодні справляють чималий вплив на капіталізацію підприємств. Наприклад, у 2010 р. в ході конфлікту між мажоритарним та міноритарними акціонерами Сумського НПО ім. Фрунзе за три місяці ринкова вартість компанії зменшилась із 58 грн. за акцію на початок серпня до 18 грн. на початок листопада після виходу інформації зі зборів акціонерів 25 жовтня, на яких було прийнято рішення щодо продажу 78% акцій дочірньої компанії ТОВ «Сумське машинобудівне НПО» офшорній компанії. В грудні 2010 р. ПАТ «Маріупольський завод важкого машинобудування» передав в оренду ПАТ «Азовзагальмаш» цілісний майновий комплекс, що відповідно позначилось на зниженні капіталізації. В травні 2011 р. на підставі звернення народного депутата Державної комісія з цінних паперів та фондового ринку зупинила на рік обіг цінних паперів 12 компаній, що належать до групи «Донецьксталь». І хоча обіг вказаних цінних паперів відновився вже у жовтні того ж року, безпрецедентний захід комісії безумовно вплинув на сприйняття інвесторами інвестиційної привабливості українського активів [11].

До важливого фактора капіталізації слід зарахувати макроекономічну динаміку, яка має лавиноподібну природу, оскільки її вплив позначається як прямо, так і опосередковано через кількісні та якісні фактори зростання, які формують як внутрішню вартість компанії, так і її капіталізацію на фондовому ринку.

Крім того, максимізації вартості компанії для акціонерів сприятиме її фінансова стійкість та легкий доступ до фінансових ресурсів при виникненні сприятливих інвестиційних можливостей, що має забезпечувати відповідна фінансова політика компанії. Наприклад, на спаді циклу для більшості компаній буде властива збиткова діяльність, високий діловий ризик, знецінення та низька ліквідність активів. У такий період доцільніше здійснювати фінансування здебільшого за рахунок акціонерного капіталу. І навпаки, фірми зі стабільним фінансовим становищем та високими прибутками на фазі зростання можуть збільшувати частку боргового навантаження у фінансуванні своєї діяльності.

Серед основних перешкод використання механізмів фінансового ринку для підвищення конкурентоспроможності та капіталізації підприємства є низька ефективності українського фондового ринку, причинами якої виступають: відсутність ефективного корпоративного управління, насамперед стосовно дивідендної політики; недостатність та нерегулярність отримання фінансової інформації про діяльність емітентів; низький рівень free float українських акцій, обіг на ринку яких суттєво не впливає на структуру власності компанії; недостатня ліквідність ринку [12].

Рівень free float, тобто загальної кількості акцій, що знаходиться у вільному обігу, та не належать контролюючим акціонерам, часто зараховують до вагомого фактора, що впливає на ліквідність та формування ціни на фондовому ринку. Так, недостатній обсяг free float може стати причиною низької ліквідності акцій, сприяти маніпулюванню цінами на акції, що в свою чергу збільшує ризики волатильності акцій та капіталізації корпорацій.

Нормами Закону України «Про акціонерні товариства» передбачено стимулювання збільшення акцій у вільному обігу на біржі, шляхом встановлення вимог до публічних акціонерних товариств щодо дематеріалізації акцій та їх обов'язкового включення до біржового списку [13].

Водночас фондові біржі встановлюють вимоги мінімальної кількості угод та наявності котирувань за цінними паперами для підтримання їх у біржовому списку. Хоча вищезазначені вимоги спрямовані на збільшення рівня free float, тим не менше не встановлено вимоги щодо мінімальної кількості котирувань, що обмежує вплив вищевказаних норм на збільшення кількості акцій у вільному обігу на біржах. Тому для ринків з низькими обсягами торгів та капіталізацією активів доцільне законодавче введення мінімального рівня free float принаймні для публічних акціонерних товариств, цінні папери яких пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі, з метою підвищення капіталізації та ліквідності бірж, що приведе до формування більш вигідних умов залучення капіталу для корпорацій.

З метою зменшення вартості залученого капіталу та підвищення цінності компанії необхідно розробити програму залучення грошових коштів на зовнішніх фінансових ринках, зокрема за допомогою еврооблігацій (облігацій, емітованих в іноземній валюті для емітента, які розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів серед іноземних інвесторів, для яких дана валюта також є іноземною) чи проведення IPO (первинної публічної пропозиції акцій компанії на біржі). Вихід на міжнародні фінансові ринки дає змогу компанії не лише залучити додатковий довгостроковий капітал на вигідних умовах, а й покращити свою репутацію, рейтинг та кредитоспроможність, підвищити ліквідність акцій та зміцнити позиції щодо залучення коштів у майбутньому. В результаті проведення IPO компанія зможе підвищити свій імідж та пізнаваність на ринку, що допоможе розширити ринки збуту. Крім того, акції компанії зможуть стати ефективним інструментом для проведення угод M&A (злиття та поглинення).

Отже, важливе значення для ефективного функціонування підприємства та підвищення його капіталізації має розвиток фондового ринку. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) розроблено проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 рр., в якій конкретизовано та більш детально викладено положення загальнодержавної Програми економічних реформ на 2010–2014 рр. щодо ринку цінних паперів, зокрема: створення законодавчої бази для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів; посилення вимог до управління ризиками, прозорості діяльності та розкриття інформації учасниками фондового ринку; створення єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів [14].

З метою формування стратегії ефективного корпоративного управління, спрямованої на максимізацію вартості компанії, потрібно здійснити оцінку сильних та слабких сторін підприємства та розробити відповідну систему управління ризиками. В табл. 1 наведені основні заходи щодо підвищення капіталізації за джерелами та напрямками впливу.

Окремим питанням, яке пронизує всі напрямки діяльності підприємства і заходи щодо підвищення його ефективності та капіталізації, виступає розробка системи управління ризиками. Основними ризиками при застосуванні заходів щодо підвищення капіталізації підприємств виступають: недостатність внутрішніх джерел фінансування для проведення повного технічного переозброєння виробництва, збільшення бази оподатковування прибутку за рахунок збільшення нематеріальних активів, можливість поглинання, зменшення гнучкості, втрата контролю над бізнесом при консолідації активів та вертикальній інтеграції тощо.

Класифікація заходів підвищення капіталізації промислових підприємств

Фактори капіталізації за напрямом впливу	Заходи підвищення капіталізації за джерелом впливу	
	Мікрорівень (підприємство)	Макрорівень (держава)
Впливають на ефективність функціонування компанії	1. Реінвестування прибутку та амортизаційних відрахувань у модернізацію виробництва	1. Запровадження фіскальної політики, спрямованої стимулювати тезаврацію прибутку
	2. Використання інноваційних технологій та маркетингових інструментів	2. Забезпечення захисту об'єктів інтелектуальної власності та нематеріальних активів
	3. Консолідація активів, укладення довгострокових контрактів та вертикальна інтеграція	3. Проведення зваженої антимонопольної політики та політики протидії рейдерству
Впливають на вартість акцій компанії на фондовому ринку	1. Позиціонування компанії на українському фондовому ринку	1. Стимулювання збільшення акцій у вільному обігу на біржі
	2. Забезпечення прозорості структури активів та доступності інформації про діяльність емітента, перехід на міжнародні стандарти звітності	2. Запобігання корупційним схемам, посилення вимог щодо розкриття інформації учасниками фондового ринку
	3. Ефективна фінансова політика, вихід на міжнародні фінансові ринки, проведення IPO	3. Створення законодавчої бази для впровадження нових фінансових інструментів
Впливають одночасно на всі прояви та види діяльності компанії	1. Оптимізація структури капіталу на різних етапах ділового циклу	1. Проведення зваженої монетарної політики та контролю за рухом капіталу в країні
	2. Планування діяльності на підставі індикаторів макроекономічної динаміки	2. Забезпечення достовірної та своєчасної інформації щодо макроекономічних показників
	3. Виявлення ризиків на кожному етапі діяльності підприємства та ефективне управління ними	3. Розробка основних положення системи управління ризиками для промислових підприємств

Отже, серед основних невирішених проблем для українських промислових підприємств залишається висока енергоємність та недостатня модернізація виробництва. Усі фактори, що впливають на капіталізацію за напрямом впливу, можна поділити на ті, які впливають через ефективність функціонування підприємства, й ті, які впливають через фондовий ринок та вартість цінних паперів. За джерелами впливу заходи щодо підвищення капіталізації промислових підприємств стосуються як самого підприємства, так і державної політики, спрямованої на сприяння розвитку як промислового комплексу, так і фінансових ринків. Перспективами подальших досліджень у цьому напрямі є розробка системи управління ризиками при управлінні капіталізацією промисловими підприємствами, дослідження та побудова моделей впливу макроекономічної динаміки на структуру капіталу та капіталізацію.

Література

1. Про посилення інноваційної політики як основи зростання конкурентоспроможності економіки України : постанова Правління Всеукраїнської громадської організації «Українського союзу промисловців і підприємців» № 2-02/2010 від 11.06.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uspp.org.ua/media/doc/Postanova_2.doc.
2. Програма економічних реформ на 2010-2014 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.president.gov.ua/docs/Programa_reform_FINAL_1.pdf.
3. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>
4. Брюховецька Н. Ю. Капіталізація промислових підприємств : світовий досвід та тенденції в Україні / Н. Ю. Брюховецька, Г. В. Єфименко // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2011. – № 1.
5. Гринчуцкий В. И. Капитализация в системе управления экономической устойчивостью предприятия / В. И. Гринчуцкий, Л. Р. Галько // Капитализация предприятия: теория и практика : моногр. / под ред. д.е.н., проф. И. П. Булеева, д.е.н., проф. Н. Е. Брюховецкой ; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти ; ДОНУЕП. – Донецк, 2011. – 328 с.
6. Козоріз М. А. Роль і функції капіталізації в забезпеченні економічного розвитку суб'єктів господарювання / М. А. Козоріз // Регіональна економіка. – 2007. – № 2.
7. Про функціонування фондових бірж : положення, затв. Рішенням ДКЦПФР № 1542 від 19.12.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Асват Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
9. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 554 с.
10. Податковий Кодекс України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> ;
11. Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ux.ua>.
12. Антонов С. Український фондовий ринок: їжачок в тумані [Електронний ресурс] / С. Антонов // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/markets/2010/06/2/237074/>.
13. Про акціонері товариства : Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.
14. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. План розвитку фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/fund/development/plan>.