

ОЦІНКА КАПІТАЛІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розглянуто різні аспекти категорії «капіталізація». Здійснено аналіз і визначено тренди капіталізації десяти підприємств харчової промисловості України. Досліджено шляхи підвищення рівня капіталізації в сучасних умовах розвитку країни.

Ключові слова: капіталізація, оцінка капіталізації, фондовий ринок, показник ринкової капіталізації, статутний капітал, методи оцінки вартості компаній, коефіцієнт капіталізації, модель оцінки капіталізації.

Оцінка капіталізації підприємства є важливим і складним завданням, а одним із вагомих зовнішніх факторів, що підвищує актуальність питання, пов'язане з дослідженням капіталізації як процесу забезпечення економічної стійкості та надійності функціонування підприємств, є світова фінансова криза. Дослідження показали, що вже на першому етапі прояву кризи постраждали підприємства фінансового сектору, металургії, будівництва. Так, попит на продукцію української металургії скоротився на 50%, витрати на виробництво зросли за 2008-2009 рр. на 59% як наслідок підвищення цін на електроенергію. Причиною відмовлення від української металопродукції є те, що вона на 15-20% дорожча від китайських або російських аналогів [1, с. 106]. Наявна ситуація потребує ретельного вивчення щодо ефективності використання всіх видів ресурсів на підприємствах [2, с. 157].

Із урахуванням того, що у світовій системі господарювання економічні кризи відбуваються часто [3, с. 229], а найбільших витрат зазнають країни з високим рівнем капіталізації економіки, можна констатувати: сучасні механізми запобігання виникненню кризових ситуацій не враховують розбіжностей, що закладені в оцінці ринкової та реальної вартості капіталу; оцінювання капіталізації суб'єктів господарювання й економіки країни в цілому щодо ринкової вартості фіктивного капіталу нагромаджує потенціал збільшення кризових ситуацій на всіх рівнях управління економічними процесами; оцінка розвитку країн за рівнем капіталізації економіки не відображає реальності та повноти цього процесу, а отже, може використовуватися лише в сукупності з іншими показниками.

Дослідження впливу капіталізації підприємства на темпи економічного зростання країни у світовій практиці є досить розповсюджені, але для України та країн СНД ці питання є новими. А публікації з указаної проблеми в російській [4, с. 51] й українській [5, с. 63] економічній літературі потребують теоретичного та практичного узагальнення й розвитку.

Оцінка капіталізації підприємства, наведена в цій статті, є подальшим розвитком дослідження впливу капіталізації на економічне зростання підприємства.

Дослідженню сутності капіталізації, що часто ототожнюється з визначенням вартості капіталу підприємства, її впливом на фінансову діяльність промислових підприємств, а також на економічний розвиток економіки країни, присвячені праці В.В. Балицької, А.І. Барановського, І.О. Бланка, М.А. Козориз, П.М. Леоненко, Л.Г. Мірошника, В.М. Суторминої, В.М. Шелудька та інших учених. Але найбільш глибоким науковим дослідженням теоретичних підходів до процесу капіталізації є колективна робота фахівців Інституту економіки та прогнозування НАН України «Капіталізація економіки України» за редакцією В.М. Гейця та А.А. Гриценка, видана в 2007 р., у якій детально розкрито сутність, форми, типи капіталізації, а також загальний стан капіталізації окремих сегментів і сфер національної економіки.

Одним із перших економістів, що чітко розмежував капіталізацію банківської системи, підприємств, фондового ринку, дав визначення капіталізації економіки, згрупував її основні сфери та проблеми, є А.І. Барановський. Він вважав, що капіталізація економіки є: основним інструментом забезпечення стабільного соціально-економічного розвитку; засобом упровадження інноваційної моделі; мірою оцінювання рівня розвитку національної економіки в цілому, її окремих галузей і суб'єктів господарювання, їх конкурентоспроможності; індикатором ефективності економіки (у тому числі соціальних функцій) і довіри до неї [6, с. 176].

Однією з найважливіших складових оцінки капіталізації економіки є адекватне оцінювання капіталізації підприємства. Загальний рівень капіталізації підприємства визначається: розміром коштів, що вкладені засновниками (акціонерами) у підприємство, тобто статутним капіталом; частиною прибутку після оподаткування (крім дивідендів), що реінвестується в розширення виробництва; вартістю всіх активів компанії за ринковими цінами.

Два перші компоненти капіталізації є номінальною (або бухгалтерською) формою відображення вартості активів компанії. Слід зазначити, що номінальна (або бухгалтерська) оцінка капіталізації активів підприємств України на кінець 2006 р. становила 1842,4 млрд грн. Але на ринку активи компаній можуть продаватися значно дорожче. Про це свідчать результати повторного продажу ПАТ «Криворіжсталь». Сукупна вартість активів підприємств України, що подають в органи статистики бухгалтерські баланси, на кінець 2006 р. становило 1842,4 млрд грн, а чиста вартість майна всіх підприємств України – 813,8 млрд грн. Це відповідно у 75 і 33 рази більше, ніж було отримано від повторного продажу ПАТ «Криворіжсталь». Такі показники можуть свідчити про значне відставання показників номінальної вартості активів підприємства від їх потенційних ринкових параметрів. Слід підкреслити, що чинним законодавством України поки не визначено зміст поняття «капіталізація суб'єктів підприємницької діяльності», так само не розроблено єдиного методичного підходу до розрахунку показників ринкової капіталізації підприємств.

У різних сферах економіки використовують різні показники оцінки капіталізації. Загальновизнаними є показники капіталізації, що застосовуються в банківській системі та на фондовому ринку. Зокрема для оцінювання капіталізації банків (достатності капіталу для здійснення активних операцій) застосо-

вуються показники рівня сплаченого статутного капіталу й регулятивного капіталу, вимоги до якого встановлюються Національним банком України.

На фондовому ринку використовуються два різновиди капіталізації акціонерних товариств – номінальна та ринкова. Номінальна капіталізація дорівнює сумі всіх введених у обіг акцій. За міжнародними стандартами, ринкова капіталізація розраховується як сумарна курсова вартість акцій емітентів, що торгуються на організованому ринку. Тому процес капіталізації найчастіше пов'язують безпосередньо з обігом цінних паперів, емітованих компаніями.

Відповідно до світової практики показник ринкової капіталізації розраховується як відношення обсягів організованого ринку цінних паперів до ВВП. Але на організованому ринку в Україні сьогодні здійснюється приблизно 6% від усіх операцій із цінними паперами.

Показник ринкової капіталізації відображається у звітах Першої фондової торговельної системи (ПФТС) у межах списку ПФТС, (тобто підприємства, акції яких пройшли процедуру лістингу й торгувалися в ній). Відповідно до правил лістингу та делітингу ПФТС, капіталізація – це показник поточної ринкової вартості цінних паперів емітента, що розраховується на підставі середньозваженої ціни останніх трьох угод або найкращої ціни покупки на ПФТС [7, с. 144].

Але в Україні кількість акціонерних товариств, що здійснюють фінансові операції на організованому ринку та включені в лістинг фондових бірж, не перевищує 10%. Тому показники, що розраховуються в наш час, не відображають реальної капіталізації вітчизняних підприємств і загальної капіталізації фондового ринку. Указом Президента України від 7 липня 2003 р. № 580 «Про додаткові заходи щодо залучення іноземних інвестицій в економіку України» передбачалося вжити комплексних заходів, щодо підвищення рівня капіталізації, у тому числі шляхом залучення до цієї роботи іноземних компаній, що спеціалізуються з інвестиційного менеджменту. Але в указаному напрямку робота практично не велася, а в сучасних умовах світової фінансової кризи тим більше.

В Україні немає єдиного закону, що забезпечував би нормативно-правове регулювання процесів капіталізації. На законодавчому рівні встановлені нормативи за рівнем капіталізації банківських установ. Для промислових підприємств (АТ, ТОВ) держава регулює лише розмір статутного капіталу й мінімальні розміри відрахувань у резервний фонд. А процеси, пов'язані з капіталізацією, регулюються такими законодавчими документами: «Про оподаткування прибутку», «Про господарські товариства», «Про охорону прав на винаходи і корисні моделі», «Про авторське право і супутні права», «Про оцінку майна, майнових прав і професійної оцінної діяльності в Україні»; Національними стандартами оцінки майна: Національний стандарт № 1 «Загальні основи оцінки майна і майнових прав», Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна», Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», Національний стандарт № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності», (набули чинності у 2003-2010 р.).

Під капіталізацією підприємств, що не виходять на ринок цінних паперів, насамперед мають на увазі балансові показники їх фінансового стану. А таких підприємств в Україні переважна більшість. Проблемою українських підпри-

ємств на шляху підвищення рівня капіталізації, фінансової стійкості, успішності є неможливість розраховувати лише на власні кошти. Тому, за умови недостатності власних коштів, відсутності підтримки з боку держави є потенційна можливість підвищити капіталізацію за рахунок:

1. Нетрадиційних методів фінансування (венчурне фінансування, використання лізингу).

2. Створення інтегрованих структур (холдингових структур, стратегічних альянсів, корпорацій, кластерних об'єднань підприємств).

Досить активно в 2003-2010 рр. на підприємствах харчової промисловості, що досліджуються в нашій статті, проводилися процеси злиття та поглинання. І багато дрібних кондитерських фабрик були врятовані від імовірного банкрутства, а створені корпорації реально підвищили рівень своєї капіталізації. Такими прикладами на ринку кондитерських виробів є корпорації: «Рошен», «Конті», «АВК», ін. Тому оцінювання капіталізації підприємства в результаті підвищення ефективності формування та використання капіталу є досить актуальним завданням і колосальною проблемою.

Усі методи оцінки вартості компаній, підприємств поділяються на три групи:

1. Прибутковий підхід до оцінювання бізнесу базується на методі приведення очікуваних прибутків у їх вартість, тобто їх капіталізації.

2. Майновий підхід (нагромадження активів) базується на акумуляції активів і їхній оцінці щодо ринкової, балансової або ліквідаційної вартості.

3. Ринковий підхід базується на використанні двох методів: методу аналізу аналогічних компаній, методу аналогічних придбань.

Для того, щоб оцінити капіталізацію країни, необхідний ринковий підхід, але він має велику кількість недоліків, основні з яких:

- не всі підприємства оцінюють свою капіталізацію;
- фондовий ринок України не є розвиненим;
- акції не всіх підприємств торгуються на фондовій біржі.

Тому доцільно запропонувати модель для оцінки капіталізації конкретного підприємства (на прикладі підприємств харчової промисловості) для того, щоб надалі вийти на більш високий рівень і достовірно оцінювати капіталізацію країни.

Для розрахунку капіталізації необхідно визначити коефіцієнт капіталізації:

$$K_{\text{КП}} = 3K \cdot P_{\text{РТ}} + (1 - 3C) \cdot P_{\text{РБ}}, \quad (1)$$

де $K_{\text{КП}}$ – коефіцієнт капіталізації підприємства;

$3K$ – частка позикового капіталу в загальній структурі капіталу;

$P_{\text{РТ}}$ – відсотковий платіж за отриманий кредит;

$P_{\text{РБ}}$ – норма прибутковості.

Розраховуючи коефіцієнт капіталізації, виходимо з того, що відсотковий платіж за отриманий кредит ($P_{\text{РТ}}$) – це відсоткова ставка по кредиту банку, клієнтом якого є кондитерська фабрика, а норма прибутковості ($P_{\text{РБ}}$) – це середньозважена вартість капіталу (WACC); тобто WACC за умови розрахунку коефі-

цієнта капіталізації є мінімальною нормою прибутковості. Тепер можна розрахувати капіталізацію підприємства:

$$KP = \left[\left(\frac{\Phi P_{(n-1)} \cdot (1 + D)^{(n-1)}}{K_{KP(n-1)}} \right) + \left(\frac{\Phi P_n}{K_{KPn}} \right) + \left(\frac{\frac{\Phi P_{(n+1)}}{(1 + D)^{(n+1)}}}{K_{KP(n+1)}} \right) \right], \quad (2)$$

де KP – капіталізація підприємства;

$\Phi P_{(n-1)}$ – фінансовий результат за попередній період;

ΦP_n – збільшення щодо фінансового результату за поточний період;

$\Phi P_{(n+1)}$ – збільшення щодо фінансового результату за майбутній період;

$K_{KP(n-1)}$ – коефіцієнт капіталізації підприємства за попередній період;

K_{KPn} – коефіцієнт капіталізації підприємства за поточний період;

$K_{KP(n+1)}$ – коефіцієнт капіталізації підприємства за майбутній період;

D – ставка дисконту.

Пропонуємо під час розрахунку капіталізації підприємства (KP) використовувати фінансовий результат (форма № 2 «Звіт про фінансові результати», ст. 190/195), тому що це і є нарощеною прибутковістю, тобто капіталізацією підприємства, а ставка дисконту (D) являє собою мінімальну норму прибутковості. При цьому використовують середньозважену вартість капіталу ($WACC$), розраховану конкретно для кожного підприємства. Така модель дозволить визначити капіталізацію конкретного підприємства залежно від необхідного періоду розрахунку: попереднього, поточного та прогнозно-майбутнього. Розрахунок капіталізації для підприємств харчової промисловості за 2007-2010 рр. представлений у таблиці 1, а на рисунку 1 наочно наведено розмір капіталізації щодо кожного підприємства.

Якщо кожне підприємство розраховуватиме свою капіталізацію, виводитиме на ринок свої акції, можна буде оцінити капіталізацію економіки країни в цілому та нарощувати її.

Найдорожчим на момент розрахунку є підприємство ЗАТ «Виробниче об'єднання «Конті». Максимізація вартості бізнесу – найважливіша мета управління компанією.

Є три способи перетворення створеної вартості на «живі гроші»:

1. Одержання дивідендів із чистого грошового потоку компанії.
2. Продаж усього або частини бізнесу сторонньому інвестору (стратегічному або фінансовому).
3. Продаж пакета акцій компанії на фондовій біржі (українській або зарубіжній).

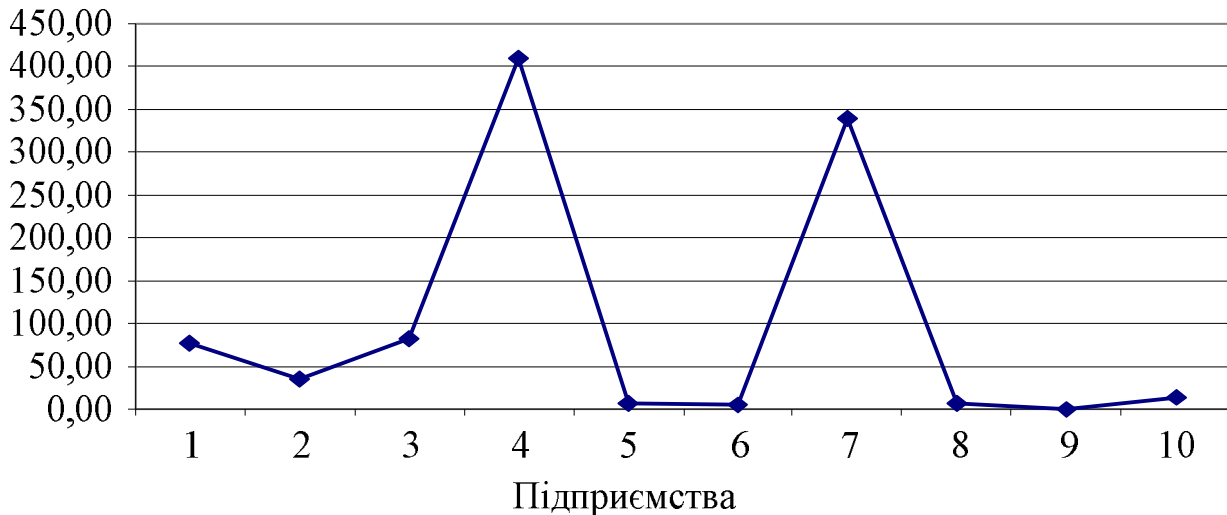
Підприємствам (зокрема, підприємствам харчової промисловості) доцільно відображати свою капіталізацію в загальнодоступній інформаційній базі даних ДКЦПФР «Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку» www.smida.gov.ua для доступності та відкритості інформації.

Таблиця 1 – Розрахунок капіталізації для підприємств харчової промисловості України за 2007-2010 рр.

Тис. грн

Підприємства	Коефіцієнт капіталізації				Капіталізація				Капіталізація 2007-2010 рр.	Зміни 2007-2008 рр.		Зміни 2008-2009 рр.		Зміни 2009-2010 рр.	
	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.		+/-	%	+/-	%	+/-	%
ПАТ «Вінницька конд. фабрика»	0,185	0,239	0,262	0,315	1481,18	2926,88	72745,1	975,84	78128,97	1445,71	197,6	69818,2	2485,4	-71769,2	1,34
ПАТ «Запорізька конд. фабрика»	0,180	0,196	0,202	0,251	23848,1	10699,7	0,00	1432,1	35979,83	-13148,43	44,87	-10699,7	0,00	1432,08	100,00
ЗАТ «АВК»	0,181	0,179	0,195	0,238	3427,67	283,94	8358,65	70459,7	82529,94	-3143,72	8,28	8074,71	2943,8	62101,03	842,95
ЗАТ «Виробниче об'єднання «КОНТІ»	0,171	0,228	0,256	0,325	125576,4	151159,8	133235,8	0,00	409971,96	25583,39	120,4	-17921,0	88,14	-133235,8	0,00
ЗАТ «Київська конд. фабрика»	0,186	0,229	0,262	0,328	210,94	220,09	807,00	5836,6	7074,64	9,15	104,3	586,91	366,67	5029,61	723,25
ЗАТ «Кременчуцька конд. фабрика»	0,189	0,244	0,273	0,340	3169,57	1970,20	296,76	0,00	5436,52	-1199,36	62,16	-1673,44	15,06	-296,76	0,00
ЗАТ «Львівська конд. фірма	0,181	0,193	0,186	0,211	114621,8	92375,9	84943,8	46685,4	338626,99	-22245,9	80,59	-7432,05	91,95	-38258,40	54,96
ЗАТ «Маріупольська конд. фабрика»	0,184	0,147	0,229	0,257	2695,58	4020,99	254,00	0,00	6970,57	1325,41	149,2	-3766,99	6,32	-254,00	0,00
ПАТ «Сумська конд. фабрика»	0,174	0,169	0,234	0,444	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ЗАТ «Херсонська конд. фабрика»	0,181	0,197	0,199	0,266	3160,29	1817,90	3303,94	6100,4	14382,49	-1342,39	57,52	1486,04	181,74	2796,40	184,64

Млн грн



- 1 – ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»;
- 2 – ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»;
- 3 – ЗАТ «АВК»;
- 4 – ЗАТ «Виробниче об'єднання «Конті»;
- 5 – ЗАТ «Київська кондитерська фабрика імені Карла Маркса»;
- 6 – ЗАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика»;
- 7 – ЗАТ «Львівська кондитерська фірма «Світоч»;
- 8 – ЗАТ «Маріупольська кондитерська фабрика»;
- 9 – ПАТ «Сумська кондитерська фабрика»;
- 10 – ЗАТ «Херсонська кондитерська фабрика».

Рисунок 1 – Розмір капіталізації за 2007-2010 рр.

Уперше акції українських компаній вийшли на західний фондовий ринок на початку лютого 2005 р., коли в лістинг Лондонської фондової біржі були включені цінні папери одного з провідних підприємств харчової промисловості – холдингу Ukrproduct Group. Під час первинного розміщення цінних паперів (ІРО) холдингова компанія залучила 6 млн фунтів стерлінгів (на той момент – приблизно 11 млн. дол. США). Для цього було випущено та продано приблизно 11,2 млн акцій, що становило 27,2% статутного фонду компанії. Згодом загальна кількість акцій холдингу зросла до 41,2 млн, а ціна продажу однієї акції дорівнювала 53,5 пенса за номінальної вартості 10 пенсів [8, с. 19]. У сучасних умовах світової фінансової кризи необхідно брати до уваги, що криза – це ще й можливість або поштовх до розвитку, тому підприємствам варто розраховувати капіталізацію і намагатися виводити свої акції на фондові ринки.

Слід зазначити, що занижений на сьогодні рівень капіталізації вітчизняної економіки можна пояснити не тільки відсутністю міцного фінансового ринку, але й тим, що в Україні, як і в інших країнах, що розвиваються, багатство не капіталізоване, воно не має ринкової вартості. У той час, коли для економічного розвитку не вистачає інвестицій, реальних грошей, забезпечених капіталом

(грошей, за якими є власність), і сам капітал є незначним, насамперед тому, що він або недооцінений, або неліквідний. Включення в розгляд потенційних джерел капіталу (землі, нерухомості, природних ресурсів) значно розширює резерви зростання капіталізації. Реальні ж кроки щодо впровадження механізмів, що будуть перетворювати багатство країни на ліквідний капітал, і заходи стосовно перебудови базових економічних інститутів, які забезпечуватимуть захист прав власності та прав кредиторів, можуть бути поштовхом до реалізації потенціалу України щодо зростання.

Література

1. Козоріз М.А. Обґрунтування напрямів підвищення капіталізації інноваційно активних підприємств України / М.А. Козоріз, Л.Я. Беневська // Регіональна економіка. – 2009. – № 1. – С. 106-113.
2. Аптекар С.С. Державна цінова політика в Україні: проблеми та напрямки їх вирішення / С.С. Аптекар, Є.С. Жданко // Держава та регіони. Сер. Економіка та підприємництво. – 2006. – № 5. – С. 7.
3. Козоріз М.А. Підвищення капіталізації як напрям запобігання кризовим ситуаціям в економіці / М.А. Козоріз // Вісник ТНЕУ. – 2007. – № 5. – С. 229-237.
4. Гурова Т. Территория обитания / Т. Гурова, А. Привалов, В. Фадеев // Эксперт. – 2003. – № 21. – С. 50-55.
5. Шумська С.С. Капіталізація економіки України: оцінка і резерви зростання / С.С. Шумська // Економічна теорія. – 2004. – № 3. – С. 60-79
6. Шевченко Н.В. Особливості дослідження сутності капіталізації промислових підприємств / Н.В. Шевченко // Регіональна економіка. – 2008. – № 3. – С. 175-181.
7. Баліцька В.В. Вплив зміни структури капіталу підприємств на розвиток фондового ринку та стан капіталізації економіки / В.В. Баліцька // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 3 (81). – С. 141-149.
8. Румянцев С. Українські акції – на лондонській біржі / С. Румянцев // Цінні папери України. – 2005. – № 8 (348). – С. 56-62.