Khvesyk, M. A., Bystriakov, I. K., and Levkovska, L. V. *Stalyi rozvytok: svitohliadna ideolohiia maibutnyoho* [Sustainable development: philosophical ideology of the future]. Kyiv: Instytut ekonomiky pryrodokorystuvannia ta staloho rozvytku NANU, 2012.

Khvesyk, M. A., and Stepanenko, A. V. *Innovatsiino-investytsiina i tekhnolohichna bezpeka transformatsii rehionalnykh nkonomichnykh system* [Innovation and investment and technological security transformation regional economies]. Kyiv: Naukova dumka, 2013.

Osnovy ekonomicheskoy bezopasnosti [Fundamentals of economic security]. Moscow, 1997.

Ponomarenko, V. S., Klebanova, T. S., and Chernova, N. L. *Ekonomicheskaia bezopasnost regiona: analiz, otsenka, prognozirovanie* [The economic security of the region: analysis, evaluation, prediction]. Kharkiv: INZhEK, 2004.

Senchagov, V. K. *Ekonomicheskaia bezopasnost: geopolitika. Globalizatsiia, samosokhranenie i razvitie* [Economic security: geopolitics. Globalization, self-preservation and development]. Moscow: Finstatinform, 2002.

Tatarkin, A. I., Lvov, D. S., and Kuklin, A. A. *Modelirovanie ustoychivogo razvitiia kak uslovie povysheniia ekonomicheskoy bezopasnosti teritorii* [Simulation of sustainable development as a condition of increasing the economic security of the territory]. Ekaterinburg, 1999.

Vakhovych, I. M., and Lakatosh, I. M. "Sutnist asymetrii rehionalnoho rozvytku" [The essence of the asymmetry of regional development]. *Ekonomichni nauky,* vol. 1, no. 5(18) (2008).

Zhuk, M. V. *Rehionalna ekonomika* [The regional economy]. Kyiv: Akademiia, 2008.

УДК 336.66

ОРГАНІЗАЦІЙНИЙ ТА ФОНДОВИЙ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ ПРОЦЕСІВ КАПІТАЛІЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

ЛОТОЦЬКИЙ М. Я.

УДК 336.66

Лотоцький М. Я. Організаційний та фондовий аспекти аналізу процесів капіталізації промислових підприємств України

Мета статті полягає у проведенні аналізу ринкової капіталізації окремих вітчизняних промислових підприємств. Через застосування таких індикаторів, як прибуток на акцію (Earnings Per Share, EPS); відношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку (price/earnings, P/E); відношення ринкової капіталізації компанії до її доходів (price/sales, P/S); коефіцієнт котирування акції (Market-to-Book Ratio); коефіцієнт Тобіна (James Tobin) (Q-ratio), розраховано середньозважену вартість капіталу по секторах промислового виробництва. У результаті дослідження встановлено, що ринкова капіталізація вітчизняних промислових підприємств залежить переважно від ринкової вартості акцій – оцінки вартості бізнесу ринком. Доведено, що сьогодні формування ринкової капіталізації визначається, у першу чергу, зовнішніми факторами: кон'юнктурою ринку, попитом і пропозицією акцій на фондовому ринку та прогнозним очікуванням інвесторів у підвищенні ефективності діяльності підприємств у майбутньому. Подальших досліджень потребує вирішення проблеми дефіциту фінансових ресурсів для реалізації вітчизняними промисловими підприємствами широкомасштабних інвестиційних проектів через здешевлення фінансових ресурсів та оптимізації їх структури.

Ключові слова: *ринкова капіталізація; прибуток на акцію, структура капіталу; джерела капіталу; економічна додана вартість.*
Рис.: *3.* ***Табл.:*** *3.* ***Формул:*** *1.* ***Бібл.:*** *9.*

Лотоцький Микола Ярославович *– оперуповноважений, Служба безпеки України у Київській області (пров. Аскольдів, 3а, Київ, 01010, Україна)*
E-mail: *s20012001@ukr.net*

УДК 336.66

Лотоцкий Н. Я. Организационный и фондовый аспекты анализа процессов капитализации промышленных предприятий Украины

Цель статьи заключается в проведении анализа рыночной капитализации отдельных отечественных промышленных предприятий. С помощью использования таких индикаторов, как прибыль на акцию (Eamings Per Share, EPS); отношение рыночной капитализации компании к её чистой прибыли (price/earnings, P/E); отношение рыночной капитализации компании к её доходам (price/sales, P/S); коэффициент котировки акции (Market-to-Book Ratio); коэффициент Тобина (James Tobin) (Q-ratio), рассчитана средневзвешенная стоимость капитала по секторам промышленного производства. В результате исследования установлено, что рыночная капитализация отечественных промышленных предприятий зависит преимущественно от рыночной стоимости акций – оценки стоимости бизнеса рынком. Доказано, что сегодня формирование рыночной капитализации определяется, в первую очередь, внешними факторами: конъюнктурой рынка, спросом и предложением акций на фондовом рынке и прогнозными ожиданиями инвесторов относительно повышения эффективности деятельности предприятий в будущем. Дальнейших исследований требует решение проблемы дефицита финансовых ресурсов для реализации отечественными промышленными предприятиями широкомасштабных инвестиционных проектов через удешевление финансовых ресурсов и оптимизацию их структуры.

Ключевые слова: *рыночная капитализация; прибыль, структура капитала; источники капитала; экономическая добавленная стоимость.*
Рис.: *3.* ***Табл.:*** *3.* ***Формул:*** *1.* ***Библ.:*** *9.*

Лотоцкий Николай Ярославович *– оперуполномоченный, Служба безопасности Украины в Киевской области (пер. Аскольдов, 3а, Киев, 01010, Украина)*
E-mail: *s20012001@ukr.net*

UDC 336.66

Lototsky M. Ya. Organisation and Fund Aspects of Analysis of Processes of Capitalisation of Industrial Enterprises of 5kraine

The goal of the article is to conduct analysis of market capitalisation of individual domestic industrial enterprises. Using such indicators as Eamings Per Share (EPS), relation of market capitalisation of the company to its net earnings (price/earnings, P/E), relation of market capitalisation of the company to its revenues (price/sales, P/S), Market-to-Book Ratio and Tobin's Q-ratio, the article calculates the weighted average cost of capital by sectors of industrial production. In the result of the study it establishes that market capitalisation of domestic industrial enterprises mainly depends on the market cost of shares – assessment of the cost of business by the market. It proves that formation of the market capitalisation is determined today, first of all, by external factors: market situation, demand and supply of shares in the stock market and forecasted expectations of investors with respect to increase of effectiveness of enterprises' activity in future. Solution of the problem of deficit of financial resources for realisation of large-scale investment project by domestic industrial enterprises through making financial resources cheaper and optimising their structure requires further study.

Key words: *market capitalisation, profit, capital structure, capital sources, economic added value.*
Pic.: *3.* ***Tabl.:*** *3.* ***Formulae:*** *1.* ***Bibl.:*** *9.*

Lototsky Mykola Ya.*– security officer, The Security Service of Ukraine in the Kiev region (prov. Askoldiv, Za, Kyiv, 01010, Ukraine)*
E-mail: *s20012001@ukr.net*

У сучасній економічній літературі дослідження, присвячені проблемам капіталізації, з'явилися на початку 2000-х років [1 – 4], що обумовлено зростаючим інтересом до проблем капіталізації на національному та мікрорівні, інвестиційної значущості для фондового ринку, а також маркетингового ресурсу даного явища та його використання в стратегіях позиціонування зарубіжних і вітчизняних компаній.

Капіталізація виступає як процес прирощення вартості, прояв якого відбувається в нових формах з участю суб'єктів, які представляють усі рівні господарювання. Незалежно від того, в якій сфері – продуктивній чи грошовій, в якій формі – капіталізації прибутку чи капіталізації вартості реалізується даний процес, результатом є прирощення вартості як основної мети розвитку суб'єктів господарювання [5].

Капіталізація є похідною величиною від зростання економічних суб'єктів, тобто результатом агрегації господарських рішень щодо нарощування вартості суб'єктів різних рівнів національної економіки. Рівень капіталізації безпосередньо залежить від рішень щодо структури капіталу підприємств. Сукупність цільових критеріїв раціональної структури капіталу може встановлюватися ситуаційно, залежно від кінцевих цілей аналізу та особливостей прийняття фінансових рішень. На сьогодні теоретичним розробкам процесів капіталізації присвячено значну кількість наукових публікацій, разом з цим зовсім відсутні в Україні аналітичні дослідження таких процесів на конкретних вітчизняних підприємствах. У цьому зв'язку автором статті поставлено за мету проаналізувати ринкову капіталізацію окремих вітчизняних промислових підприємств і (на основі результатів аналізу) зробити висновки щодо підвищення рівня їх капіталізації.

Статистична інформація про ринкову капіталізацію промислових підприємств досліджуваної вибірки за 2007 – 2010 рр. узагальнена в *табл. 1*. Тенденції змін ринкової капіталізації вітчизняних промислових підприємств дозволяють відзначити, по-перше, відсутність чіткої стратегії залучення інвестиційних ресурсів на фондовому ринку; по-друге, відсутність галузевих особливостей залучення інвестиційних ресурсів.

Капіталізація промислових підприємств становила у 2007 р. 101 837,8 млн грн. Керівники і власники вітчизняних промислових компаній зацікавлені у формуванні джерел фінансування з мінімальними витратами. Однак, протягом 2008 р. капіталізація вищезазначених підприємств скоротилася на 8%. Найбільші за капіталізацією емітенти зазнали значних втрат: ринкова вартість «Алчевського МК» зменшилася на 84%, «Північного ГЗК» – на 87%, «Центрального ГЗК» – на 63%. Однак навіть в умовах кризи спостерігалося значне збільшення ринкової капіталізації інших підприємств досліджуваної вибірки, що відбувалося переважно за рахунок зростання ринкової ціни акцій та розміщення акцій вітчизняних підприємств на західних фондових біржах.

Перший напрям характерний для «АрселорМіттал Кривий Ріг», ринкова вартість акцій якого збільшилася з 3,3 грн у 2007 р. до 11 грн у 2008 р., або на 233%, і всіх машинобудівних підприємств: ринкова вартість акцій «Мотор Січ» зросла з 235,11 грн до 247,26 грн; «Запоріжтрансформатор» – з 1,3 грн до 2 грн; «Сумського ма-

Таблиця 1

Ринкова капіталізація вітчизняних промислових підприємств досліджуваної вибірки

млн грн

Підприємство	Рік				Темп приросту, %		
	2007	2008	2009	2010	2008 / 2007	2009 / 2008	2010 / 2009
Металургійне виробництво							
АрселорМіттал Кривий Ріг	12736,5	42454,9	39367,2	25473,2	233,3	–7,3	–35,3
Запоріжсталь	3310,4	3356,8	3436,8	12267	1,4	2,4	256,9
Алчевський МК	5657,0	903,6	3531,2	5719,3	–84,0	290,8	62,0
Залізорудне виробництво							
Південний ГЗК	15434,3	16506,2	17149,3	18564,9	6,9	3,9	8,3
Північний ГЗК	45007	5760,2	8211,7	25473	–87,2	42,6	210,2
Центральний ГЗК	7906,2	2929,5	3339,7	7382,3	–62,9	14,0	121,0
Машинобудування							
Мотор Січ	4394,9	4896,7	3426,6	6188,3	11,4	–30,0	80,6
Запоріжтрансформатор	2873,3	4420,5	3213,7	4641,2	53,8	–27,3	44,4
Сумське машинобудівне НВО ім. Фрунзе	298,4	2287,3	3959,4	1030,9	666,5	73,1	–74,0
Виробництво харчових продуктів, напоїв							
Київхліб	1278,5	1874,7	2370	2856,3	46,6	26,4	20,5
САН ІнБев Україна	779,9	1521,7	3794,7	2472,8	95,1	149,4	–34,8
Миронівський хлібопродукт	2161,4	6843,9	10565,3	12144	216,6	54,4	14,9

Розраховано автором на основі [6 – 7].

шинобудівного НВО ім. Фрунзе» – з 4,2 грн до 32,18 грн, що привело до зростання капіталізації цих підприємств на 11,4 %; 53,8 % і 666,5 % відповідно.

Низький рівень розвитку вітчизняного фондового ринку провокує вітчизняні підприємства до виходу на західні фондові біржі. Найбільш привабливим для українських IPO є лістинг на Лондонському альтернативному ринку, оскільки історично він призначався для розміщення невеликих компаній, тому вимоги до звітності й корпоративного управління там більш лояльні. Розміщення на міжнародних торгових майданчиках має ряд переваг:

- можливість отримання великих премій до чистої вартості активів;
- залучення якісних інвесторів;
- забезпечення високої ліквідності акцій та мінімізації ризику;
- поліпшення міжнародного іміджу компанії;
- зміцнення фінансової й операційної дисципліни на підприємстві у зв'язку з високими вимогами до звітності.

Поряд із суттєвими перевагами розміщення акцій на міжнародних торгових майданчиках зазначимо, що організація їх розміщення вимагає значних витрат. Перспективним є розвиток вітчизняного фондового ринку взагалі та ринку IPO зокрема. Внутрішнє IPO може стати ефективною можливістю залучення капіталу для малого та середнього бізнесу, однак для цього необхідною є відповідність вимогам прозорого корпоративного управління та розкриття інформації. Позитивним моментом, що може стимулювати розвиток ринку IPO, є Програма розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 рр., яку ДКЦПФР презентував восени 2010 р. Одним із завдань Програми є підвищення інтересу емітентів до IPO шляхом спрощення умов випуску та розміщення цінних паперів, а також проведення IPO в Україні. Крім того, Податковим кодексом України скасовано податок на прибуток від емісійного доходу, а різниця між номіналом і ціною покупки, яка вища за нього, включається до валових витрат.

У 2008 р. (в умовах фінансової кризи та високих ставок банківських кредитів) «Миронівський хлібопродукт» на вигідних умовах продав невеликий пакет своїх акцій на основному майданчику Лондонської фондової біржі. Українського виробника м'ясної продукції інвестори оцінили в 1,7 млрд дол. США: за 19,4 % акцій компанія виручила 322 млн дол. США. Акції «Миронівського хлібопродукту» продали за ціною, ближчою до нижньої позначки цінового коридору, встановленого перед IPO – по 15 дол. США за папір (ціновий коридор був у межах 14 – 18,5 дол. США). Проте аналітики вважають угоду успішною, оскільки компанія розмістилася з 30 % премією до аналогічних компаній з країн, що розвиваються.

У 2009 р. капіталізація досліджуваних підприємств зросла на 9 % (з 93 756 млн грн до 102 365,6 млн грн). Найбільші темпи зростання ринкової капіталізації за цей період характерні для «Алчевського МК» (на 290,8 %), що викликано емісією акцій, розпочатою у 2008 р. Вихід з економічної кризи та пожвавлення ситуації на фондовому ринку призвели до зростання капіталізації відібраних підприємств на 21,3 % за рахунок зростання ринкової ціни акцій при незмінній їх кількості.

Позиціонування промислових підприємств на фондовому ринку досліджувалося за допомогою таких індикаторів (*табл. 2*): прибутку на акцію (*Eamings Per Share, EPS*); відношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку (*price/earnings, P/E*); відношення ринкової капіталізації компанії до її доходів (*price/sales, P/S*); коефіцієнта котирування акції (*Market-to-Book Ratio*); коефіцієнта Тобіна (*Q-ratio*) [8, 9].

Прибуток на акцію (*EPS*) – один із основних фінансових показників, що використовується для оцінки компанії на фондовому ринку та характеризує обсяг чистого прибутку компанії, доступного для розподілу, що припадає на одну акцію. Динаміка показника дозволяє відзначити, що найбільш інвестиційно привабливими є гірничо-збагачувальні та машинобудівні підприємства. Майже всі суб'єкти господарювання мали критично низьке значення цього показника у 2008 р. унаслідок кризових явищ в економіці у цей період. На цьому етапі розвитку економіка України характеризувалася великою кількістю збиткових підприємств, загальна кількість яких зросла протягом 2008 р. майже удвічі порівняно з 2007 р. У 2009 р кількість прибуткових і збиткових промислових підприємств становила 50 % на 50 %. У 2010 р. найбільші темпи зростання прибутку характерні для гірничо-збагачувальних комбінатів, унаслідок чого прибуток на 1 акцію збільшився до 1 грн при незмінній кількості акцій номіналом 0,25 грн.

Безперечним лідером за показником EPS є «Мотор Січ» (63 грн/акцію), хоча обсяг прибутку на такому ж рівні, як і у «Мотор Січ» мали «АрселорМіттал Кривий Ріг», «Центральний ГЗК» і «Миронівський хлібопродукт», а вдвічі більший – «Південний ГЗК», «Північний ГЗК». А відтак, високе значення EPS зумовлено невеликим обсягом акцій підприємства 18,6 млн шт. з номіналом 135 грн, що значно перевищує номінальну вартість акцій, яка на досліджуваних підприємствах коливається на рівні 0,1 – 10 грн.

Більшість компаній торгується з дуже невисокими мультиплікаторами: *P/E* на рівні 4 – 8, інші коливання показника дозволяють виокремити дві групи підприємств:

- до першої групи належать підприємства, для яких характерним є сподівання інвесторів у зростанні прибутку у майбутньому («Запоріжсталь» – 50,9; «АрселорМіттал Кривий Ріг» – 117 у 2009 р. та 21 у 2010 р.; «Запоріжтрансформатор» – 13,13);
- до другої групи відносять підприємства, активи яких значно переоцінені («Київхліб» – 172,6).

Занадто високе значення *P/E* у Мотор Січ у 2008 р. (1917,3) пояснюється специфікою діяльності підприємства, що забезпечує отримання замовлень навіть у періоди економічних спадів унаслідок жорсткої регламентації технічного обслуговування та ремонтів авіатехніки, у тому числі авіадвигунів.

Для досліджуваної вибірки підприємств усіх галузей критично низькими значеннями характеризується показник відношення ринкової капіталізації компанії до

Таблиця 2

Індикатори позиціонування вітчизняних промислових підприємств досліджуваної вибірки на фондовому ринку

Рік	Металургійне виробництво			Залізорудне виробництво			Машинобудування			Виробництво харчових продуктів, напоїв		
	АрселорМіттал	Алчевський МК	Запоріжсталь	ПівдГЗК	ПівнГЗК	ЦГЗК	Мотор Січ	Запоріжтранс-форматор	Сумське машино-будівне НВО	Київхліб	САН ІнБев Україна	Миронівський хлібокомбінат
EPS												
2007	0,98	0,03	0,64	0,28	0,80	0,50	11,57	0,19	1,44	–0,11	0,033	0,205
2008	1,21	–0,01	0,02	1,07	1,52	1,64	0,13	0,24	–2,28	–0,10	0,006	0,002
2009	0,09	–0,03	–0,11	–0,03	0,54	0,21	37,43	0,44	4,91	–0,01	0,041	0,367
2010	0,31	–0,04	0,09	1,00	1,15	1,10	63,02	0,16	1,30	0,10	0,031	0,515
P/E												
2007	3,35	17,41	5,98	25,56	24,49	13,49	20,32	6,69	2,91	–75,93	2,66	9,16
2008	9,08	–2,58	70,44	7,23	1,64	1,53	1917,3	8,38	–14,09	–119,2	27,81	963,2
2009	117,05	–3,97	–11,83	–233,11	6,59	13,39	4,62	3,27	11,34	–1552	9,76	9,16
2010	21,06	–5,64	50,87	8,68	9,63	5,74	4,96	13,13	11,13	172,6	8,40	7,49
P/S												
2007	0,68	0,63	0,34	5,35	6,08	2,92	2,51	1,38	0,18	1,82	0,33	0,88
2008	1,92	0,06	0,27	3,59	0,55	0,64	2,38	1,33	0,93	2,02	0,53	1,62
2009	2,73	0,35	0,38	8,06	1,40	1,47	0,92	0,83	1,20	1,82	1,15	1,81
2010	1,08	0,54	0,93	3,22	2,55	1,67	1,23	2,03	0,48	1,90	0,72	1,57
Market–to–Book Ratio												
2007	3,30	5,25	15,34	28,80	78,13	26,99	1,74	13,00	0,42	0,81	8,66	7,53
2008	11,00	0,35	5,08	30,80	10,00	10,00	1,83	20,00	3,22	1,18	16,00	8,70
2009	10,20	1,37	5,20	32,00	14,26	11,40	1,28	14,54	5,57	1,50	39,90	13,43
2010	6,60	2,22	18,56	34,64	44,22	25,20	2,31	21,00	1,45	1,80	26,00	15,43
Q–ratio												
2007	0,85	0,63	0,46	5,45	8,47	3,70	1,50	1,16	0,14	4,51	0,38	0,45
2008	2,91	0,08	0,31	3,04	0,49	0,54	1,38	1,20	0,63	5,96	0,61	0,93
2009	2,60	0,30	0,35	3,01	0,45	0,56	0,81	0,79	1,07	6,50	1,51	1,17
2010	1,46	0,49	1,18	2,47	1,22	1,03	1,00	1,28	0,21	6,56	0,89	0,97

її доходів (*P/S*): від 0,48 у до 3,22. Критично низькі значення показника характерні для металургійних підприємств, що дозволяє зробити висновок про їх недокапіталізованість. Варто відзначити, що найбільші значення *P/S* характерні для гірничо-збагачувальних комбінатів: «Південний ГЗК» – 3,22; «Північний ГЗК» – 2,55; «Центральний ГЗК» – 1,67, однак порівняно із зарубіжними аналогами ці показники незначні.

Коефіцієнт котирування акції (*Market-to-Book Ratio*) свідчить, що майже всі підприємства мають значення більше 1 (за винятком «Алчевського МК» у 2008 р. та «Сумського машинобудівного НВО ім. Фрунзе» у 2007 р.). Це означає, що інвестори готові заплатити за акції досліджуваних підприємств ціну, яка перевищує бухгалтерську оцінку реального капіталу. Однак за підприємствами ці показники значно диференційовані: найбільше перевищення ринкової вартості акцій над номінальною вартістю акції характерне для гірничо-збагачувальних комбінатів (*Market-to-Book Ratio* на рівні 25 – 44 у 2010 р.). Найбільші темпи зростання показника властиві харчовим підприємствам: перевищення ринкової ціни акцій над номіналом зросло у «Київхліб» з 0,81 до 1,8 за досліджуваний період, або у 2,2 раза; у «САН ІнБев Україна» – з 8,66 до 26,0, або у 3 рази; у «Миронівський хлібопродукт» – з 7,53 до 15,43, або у 2 рази. Незважаючи на певне зростання, цінова динаміка акцій «САН ІнБев Україна» мала негативну динаміку протягом 2009 – 2010 рр. (*Market-to-Book Ratio* 39,9 у 2009 р., 26 у 2010 р.), що зумовлено різкою реакцією ринку на негативні очікування, які не були в подальшому підтверджені фундаментальними показниками та звітністю. Інвестування в акції харчових підприємств дає можливість для галузе-

вої диверсифікації інвестиційних портфелів, оскільки їх можна ідентифікувати як «захисні» неіндустріальні акції фондового ринку.

Динаміка коефіцієнта Тобіна (*Q-ratio*) дозволяє відзначити, що специфіка українського менеджменту полягає в акцентуванні уваги на питаннях виробництва і правильного спрямування грошових ресурсів, а не на ринковій вартості очолюваних ними підприємств. Як наслідок, маємо дуже низьку капіталізацію вітчизняних промислових підприємств і феноменальний за світовими мірками факт: балансова вартість підприємства перевищує його ринкову вартість.

Для оцінювання ефективності прийняття управлінських рішень щодо структури капіталу в контексті секторального аналізу використаємо логіку, яка базується на порівнянні рівня економічної рентабельності за чистим прибутком і середньозваженої вартості капіталу та оцінюванні динаміки приросту (зменшення) вартості бізнесу.

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу здійснений за формулою:

$$WACC = w_{ВК} \times k_{ВК} + w_{Пл.ПК} \times k_{Пл.ПК}, \quad (1)$$

де $w_{ВК}$ – частка власного капіталу у загальній його величині;

$k_{ВК}$ – вартість власного капіталу, у %;

$w_{Пл.ПК}$ – частка платного позикового капіталу в загальній його величині, %

$k_{Пл.ПК}$ – вартість позикового капіталу, %.

Оцінювання вартості власного капіталу побудовано на основі використання кумулятивного підходу (*рис. 1*). Розрахунок вартості власного капіталу на основі кумулятивного методу базується на тому, що: власники власного капіталу потребують компенсацію за систематичний ризик, який породжується і комерційними, і політичними, і фінансовими складовими.

Вартість власного капіталу розраховується як сума: доходності по безризикових вкладеннях; премії за ризик розвиненості фондового ринку; премії за політичний ризик; премії за ризик інфраструктури відповідного фондового ринку; премії за ризик інвестування в конкретну галузь (корпорацію).

Порівняння середньозваженої вартості капіталу та економічної рентабельності свідчить про те, що протягом 2007 – 2010 рр. рівень витрат на формування капіталу перевищував його доходність (*табл. 3*).

Варто наголосити, що процеси декапіталізації внутрішньої вартості характерні для всіх підприємств ідентифікованих секторів (*рис. 2*). Навіть лідери за показниками результативності діяльності – підприємства залізорудного виробництва – мають від'ємне значення економічної доданої вартості протягом досліджуваного періоду, за винятком 2008 р.

Як зазначалося вище, процеси формування оптимальної структури капіталу безпосередньо пов'язані не тільки з якістю менеджменту формування капіталу, а і з процесами результативності (доходності) його функціонування.

Результати аналізу свідчать, що ринкова капіталізація вітчизняних промислових підприємств залежить переважно від ринкової вартості акцій, тобто від оцінки ринком вартості бізнесу. Однак при цьому увага акцентується не стільки на оцінюванні фактичної стійкості, прибутковості, скільки визначається очікуваннями інвесторів у зростанні прибутковості підприємств у майбутньому. Більше того, окремі характерні ознаки не притаманні самому підприємству, а визначаються зовнішнім середовищем, наприклад, конкурентною позицією компанії на ринку. З огляду на це ринкову капіталізацію підприємства можна ідентифікувати як економічний індикатор довіри, що показує ставлення до підприємства на ринку.

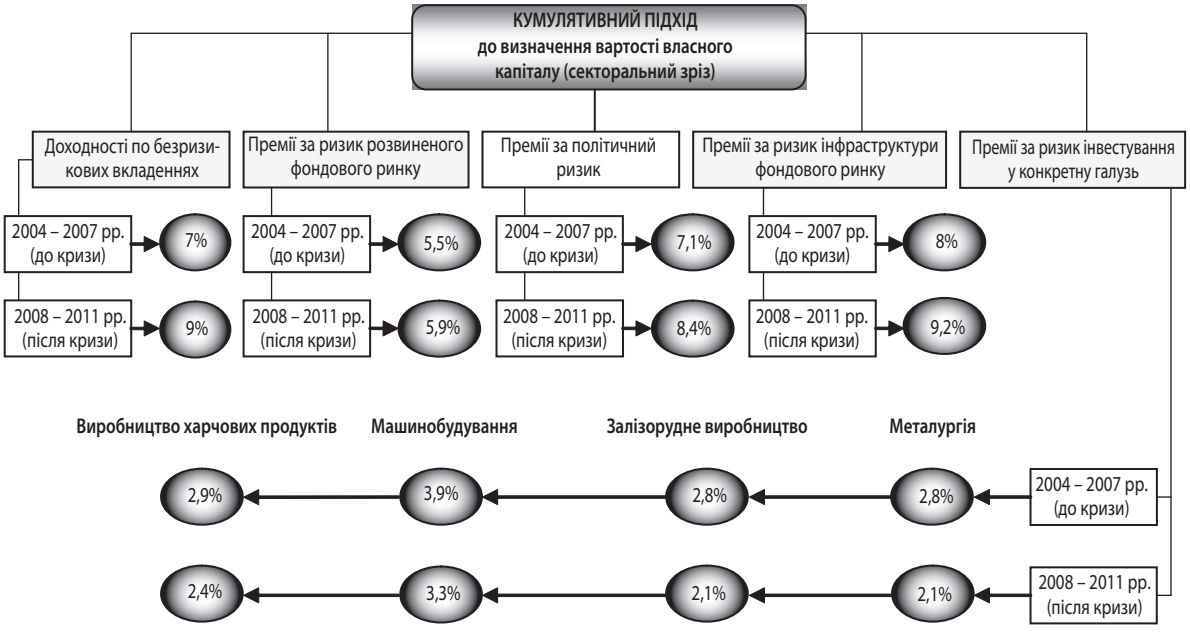


Рис. 1. Формування вартості власного капіталу підприємств на основі кумулятивного підходу

Таблиця 3

Показники формування економічної доданої вартості підприємств у 2007 – 2010 рр.,%

Сектори промислового виробництва	2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.	
	$R_{ek.}$*	WACC**	$R_{ek.}$*	WACC**	$R_{ek.}$*	WACC**	$R_{ek.}$*	WACC**
Металургія	9,24	20,08	2,65	18,46	–5,25	17,74	–2,51	15,55
Залізорудне виробництво	15,86	21,53	28,26	23,43	3,72	25,53	13,41	21,34
Машинобудування	3,07	17,76	–0,71	18,2	0,03	19,38	2,68	16,39
Виробництво харчових продуктів та напоїв	1,97	14,59	–4,92	14,01	2,27	15,54	1,21	14,79

*Rek – рівень економічної рентабельності, розрахований за чистим прибутком, %;
**WACC – середньозважена вартість капіталу, %.

На сьогодні зростання вартості капіталу компанії підвищує актуальність проблеми здешевлення фінансових ресурсів та оптимізації їх структури. Використання власних фінансових джерел стримує темпи розвитку підприємств та зростання їх ринкової вартості, що призводить до зниження результативності їхньої діяльності.

Узагальнення результатів аналізу дозволяє виокремити основні тенденції у формуванні структури джерел капіталу та структури активів промислових підприємств (*рис. 3*). Типовими для різних секторів економіки є проблеми незбалансованості джерел капіталу та структури активів. Дані динамічного аналізу інформаційної бази дозволяють диференціювати сектори економіки за рівнем проблем фінансово-комерційної безпеки: найбільш яскраво виражені ці проблеми на металургійних підприємствах; найбільш оптимальною є структура капіталоутворення на залізорудних підприємствах. Специфіка фінансової стабілізації суб'єктів господарювання та забезпечення їх фінансової стійкості передбачає подолання виявлених за результатами ретроспективного аналізу фінансових диспропорцій.

ВИСНОВКИ

Таким чином, у результаті проведеного аналізу процесів капіталізації окремих промислових підприємств України можна зробити висновки про те, що позитивна динаміка ринкової капіталізації вітчизняних промислових підприємств не корелює з показниками результативності їх діяльності: найбільші темпи приросту характерні для металургійного виробництва; найменші – для залізорудного. Збільшення ринкової капіталізації зумовлене, переважно, зростанням ринкової ціни акцій, за винятком ПАТ «Миронівський хлібопродукт». Результати аналізу доводять, що традиційні фактори підвищення ринкової капіталізації бізнес-одиниць (інвестиційна привабливість, кредитний рейтинг) набувають другорядного статусу. На сьогодні формування ринкової капіталізації визначається, у першу чергу, зовнішніми факторами: кон'юнктурою ринку, попитом і пропозицією акцій на фондовому ринку та прогнозним очікуванням інвесторів у підвищенні ефективності діяльності підприємств у майбутньому.

Разом з цим нарощення ринкової капіталізації вітчизняних промислових підприємств відбувається на фоні процесів декапіталізації внутрішньої вартості ідентифікованих секторів, що зумовлене перевищенням рівня витрат на формування капіталу над його доходністю. Можливості інноваційного розвитку та зростання внутрішньої вартості суб'єктів господарювання стримуються зростанням вартості власного капіталу та дефіцитом фінансових ресурсів для реалізації широкомасштабних інвестиційних проектів, що підвищує актуальність вирішення проблеми здешевлення фінансових ресурсів та оптимізації їх структури. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Абрамов А. Е. Рыночная капитализация – понятие, показатели и сферы применения / А. Е. Абрамов // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 4 (259). – С. 50 – 53.

2. Бакулев А. В. Концепции оптимальности структуры капитала и прав собственности: критический анализ / А. В. Бакулев // Вестник СПбГУ. – 2006. – Серия 8. – Выпуск 6. – С. 85 – 103.

3. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2000. – 512 с.

4. Видиборець А. П. Понятійна ідентифікація капіталізації / А. П. Видиборець // Фінансове право у XXI сторіччі : здобутки та перспективи : збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної науково-практичної конференції, 4 – 7 жовтня 2011 р. Ч. II / НДІ фінансового права. – К. : Алерта, 2011. – С. 59 – 62.

5. Дедкова М. В. Капитализация компании: теоретический аспект / М. В. Дедкова // Вестник МГУС. Серия «Экономика». – 2007. – № 1.

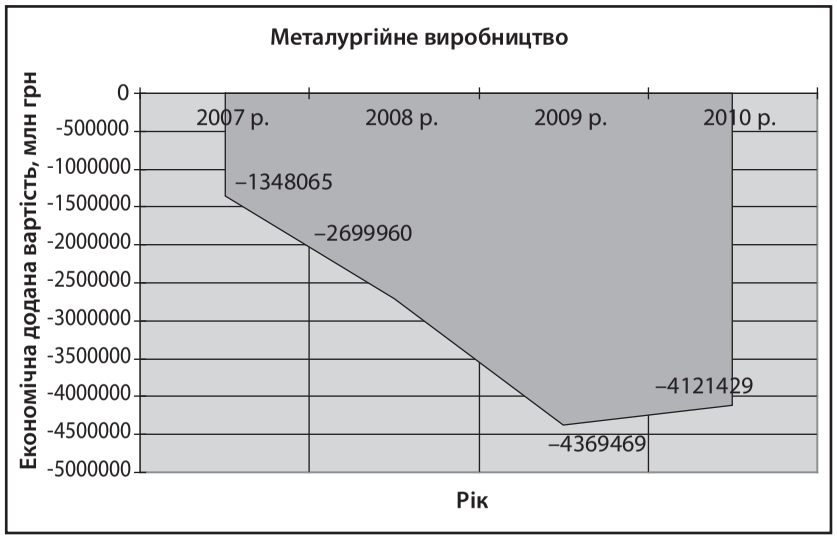
6. Інформаційна база та статистичні дані // Компанія I-NVEST [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://i-nvest.net/issuers.html?info=1

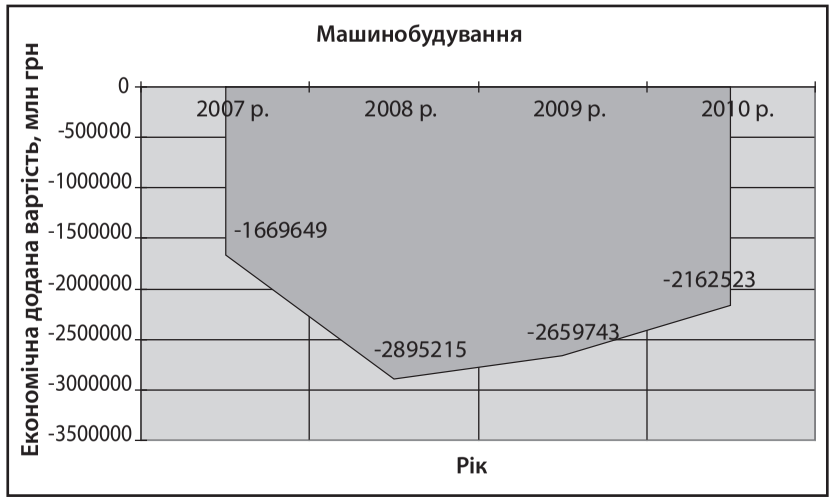
7. London Stock Exchange. – Access mode : http://www.londonstockexchange.com

8. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) : монография / Под науч. ред. И. В. Ивашковской. – М. : ИНФРА-М, 2011.

9. Экономическая теория / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Мильгейта, П. Ньюмена. – М. : ИНФРА-М, 2004. – 931 с.

Науковий керівник: Варналій З. С.– доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, професор кафедри фінансів Київського національного університету ім.. Тараса Шевченка





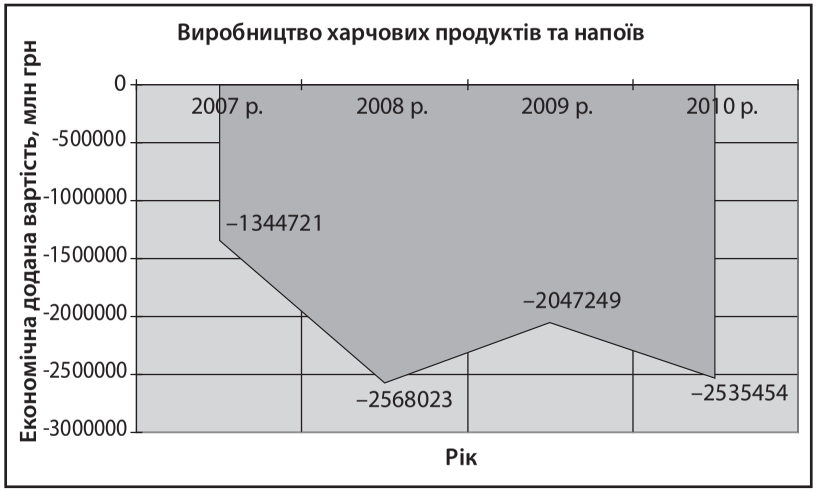


Рис. 2. Показники економічної доданої вартості вітчизняних промислових підприємств у 2007 – 2010 рр.

		Металургійне виробництво	Залізорудне виробництво	Машинобудування	Виробництво харчових продуктів та напоїв
Структура джерел формування капіталу	Тенденції	Високий рівень фінансового ризику з точки зору залежності від зовнішніх джерел фінансування. Незадовільна внутрішня структура позикового капіталу, яка характеризується зростанням короткострокових джерел за поточними розрахунками та обумовлює зниження фінансової стійкості, ліквідності та платоспроможності. Позитивна динаміка середньозваженої вартості капіталу. Недостатність власного капіталу для забезпечення формування необоротних активів	Нормальний рівень фінансової стійкості з точки зору залежності від зовнішніх інвесторів. Зниження частки довгострокового позикового фінансування в структурі капіталу. Дуже високі темпи приросту поточних зобов'язань у розрахунках, які використовуються на фінансування не тільки поточної діяльності, а і для формування капітальних активів, що спричинює загрозу щодо погіршення фінансової стійкості	Негативна динаміка фінансової стійкості з точки зору залежності від зовнішніх інвесторів і кредиторів. Зниження частки довгострокових джерел фінансування в структурі як позикового, так і всього капіталу. Високі темпи зростання поточних зобов'язань порівняно з темпами приросту перманентного капіталу та капітальних активів, що спричинює погіршення показників ліквідності, платоспроможності та ефективності забезпечення запасів	Високій рівень фінансового ризику структури капіталу. Уповільнення темпів зростання довгострокових джерел фінансування, та, відповідно, високі темпи зростання короткострокового позикового капіталу, за рахунок якого здійснюється не тільки фінансування поточної діяльності, а і формування величини необоротних активів, що спричиняє зниження рівня ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості
Структура активів	Тенденції	Критично високий рівень зносу активів, що амортизуються. На фоні зниження частки капітальних активів у структурі капіталу збільшується частка дебіторської заборгованості	Значні темпи зростання капітальних активів обумовили позитивну динаміку коефіцієнта зносу активів, що амортизуються. Високі темпи приросту дебіторської заборгованості, обумовили збільшення її частки в активах підприємства на фоні зменшення частки капітальних активів	Критично високі значення коефіцієнта зносу активів, що амортизуються. У структурі активів найбільшими темпами зростає дебіторська заборгованість, як наслідок, її частка у валюті балансу перевищує частку капітальних активів	Невиправдано високі темпи зростання дебіторської заборгованості, спричинили зростання її частки у загальній величині активів, яка перевищила частку необоротних активів. Хоча темпи зростання перманентного капіталу перевищують приріст необоротних активів, зберігається ситуація дефіциту власних оборотних коштів

Рис. 3. Тенденції формування джерел капіталу та структури активів промислових підприємств України [узагальнено автором]

REFERENCES

Abramov, A. E. "Rynochnaia kapitalizatsiia – poniatie, pokazateli i sfery primeneniia" [Market capitalization – the concept, performance and application]. *Rynok tsennykh bumag*, no. 4(259) (2004): 50-53.

Bakulev, A. V. "Kontseptsii optimalnosti struktury kapitala i prav sobstvennosti: kriticheskiy analiz" [The concept of optimal capital structure and ownership: a critical analysis]. *Vestnik SPbGU*, no. 6 (2006): 85-103.

Blank, I. A. *Upravlenie formirovaniem kapitala* [Management of capital formation]. Kyiv: Nika-Tsentr, 2000.

Dedkova, M. V. "Kapitalizatsiia kompanii: teoreticheskiy aspekt" [The capitalization of the company: a theoretical aspect]. *Vestnik MGUS*, no. 1 (2007).

Ekonomicheskaia teoriia [Economic theory]. Moscow: INFRA-M, 2004.

"Informatsiina baza ta statystychni dani" [Information base and statistics]. http://i-nvest.net/issuers.html?info=1

Korporativnye finansovye resheniia. Empiricheskiy analiz rossiyskikh kompaniy (korporativnye finansovye resheniia na razvivaiushchikhsia rynkakh kapitala) [Corporate financial solutions. An empirical analysis of Russian companies (corporate finance solutions in emerging capital markets)]. Moscow: INFRA-M, 2011.

London Stock Exchange. http://www.londonstockexchange.com

Vydyborets, A. P. "Poniatiina identyfikatsiia kapitalizatsii" [Conceptual identification of capitalization]. *Finansove pravo u KhKhI storichchi : zdobutky ta perspektyvy*. Kyiv: Alerta, 2011. 59-62.