

Розділ 4

ФІНАНСИ І БАНКІВСЬКА СПРАВА

УДК 658.14

Журавльова І.В.

МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ФІНАНСОВОЇ ОЦІНКИ СТРАТЕГІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ КАПІТАЛІЗАЦІЇ

Проаналізовано зміст теорії капіталізації з точки зору статичного та динамічного підходів. Розроблено методичний підхід до оцінки процесу капіталізації стосовно фінансової стратегії суб'єкта підприємництва щодо зростання його вартості. На підставі кластерного аналізу здійснено розподіл машинобудівних підприємств за рівнем капіталізації. Визначено детермінанти структури капіталу щодо стратегії фінансування підприємства. Запропоновано в якості критерія стратегічної ефективності оцінку якості прибутку суб'єктів підприємництва.

Ключові слова: капіталізація, структура капіталу, якість прибутку, активи, стратегія фінансування, кластеризація, регресійна модель.

Постановка проблеми. Капіталізація є фундаментальним процесом, економічний зміст якого полягає у підвищенні вартості капіталу, який належить суб'єктам всіх рівнів господарювання, в результаті зростання їх фінансового потенціалу та ефективності. Адже капіталізація виступає не лише показником ефективності використовуваних капітальних благ, умовою фінансової стійкості суб'єктів господарювання, їх інвестиційної привабливості, але й визначає перспективи економічного зростання та конкурентоспроможність економіки, добробуту і якості життя суспільства. Тому капіталізація економіки є важливою науково-практичною проблемою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням питань капіталізації присвячені праці українських науковців: Н.Ю.Брюховецької, О.Г.Мендрула, О.Б.Мниха, Т.В.Момот, О.О.Терещенка та ін., закордонних вчених: Дж. Мартіна, Т. Коупленда, А. Раппопорта та ін. Узагальнення основних підходів до дослідження капіталізації суб'єктів господарювання засвідчив плідність аналізу різноспрямованих підходів до визначення сутності категорії «капіталізація». Але в умовах новітньої економіки сучасні тенденції функціонування світової економічної системи включають нову якість економічного зростання, нові фактори зростання вартості капіталу: Аналіз наукових досліджень засвідчив відсутність досліджень щодо оцінки ефективності капіталізації в Україні. В умовах зміни концепції управління цільовими пріоритетами розвитку суб'єктів господарювання з орієнтації на бухгалтерський прибуток (бухгалтерська модель) та чистий фінансовий потік (концепція максимізації чистого фінансового потоку) на економічний прибуток (фінансова модель) та мінімізацію ризиків інвесторів, актуалізуються проблеми не тільки максимізації капіталізації суб'єкта господарювання, але й стратегічної ефективності цього процесу.

Формулювання цілей статті. Метою статті є ге-

нерація методичного підходу до фінансового виміру стратегічної ефективності капіталізації підприємств на підґрунті аналізу ключового компонента стратегії фінансування підприємства – структури капіталу та якості прибутку.

Виклад основного матеріалу. Аналіз наукових джерел [1, 2, 3, 4, 5, 6] дозволив виокремити два підходи до визначення сутності капіталізації: статичний - як оцінку ринкової вартості суб'єктів підприємництва (показник ринкової вартості компанії на фондовому ринку, що визначається як добуток суми цінних паперів емітента, випущених в обіг на їх ринкову ціну (ринкова капіталізація), [4, с. 730]; метод оцінки вартості підприємства, згідно з яким величина капіталу встановлюється в обсязі, який приносять доходи, що дорівнюють величині середньопозичкового відсотка (капіталізація доходу), [4, с. 730]; перетворення майна на грошовий капітал [5, с. 124]; процес визначення вартості об'єкта оцінки на підставі чистого операційного або рентного доходу від його використання [3, с. 72]) та динамічний - як процес залучення ресурсів в перебігу обороту та створення доданої вартості (процес формування капіталу шляхом капіталізації власних доходів ... товаровиробників, вливання капіталу з інших сфер національної економіки, залучення прямих іноземних інвестицій та завдяки руху капіталу від менш ефективних власників до ефективніших [1, с. 11]; витрачання частини прибутку на збільшення капіталу підприємства, фірми (капіталізація прибутку) [4, с. 730]; перетворення чистої доданої вартості на капітал, тобто використання її на розширення виробництва [5 с. 124]; процес утворення фіктивного капіталу у вигляді акцій, облигацій, заставних листів іпотечних банків [5, с. 124]; процес використання частини додаткової вартості на розширення капіталістичного виробництва, а також як процес вкладання частини доходів у цінні папери й отримання на них прибутку у формі відсотка [4, с. 730]; перехід чистого нерозподіленого прибутку або резервів в акціонерний капітал [6, с. 68]). З точки зору статичного підходу явище капіталізації відображається як певний стан досліджуваного об'єкта. Динамічний підхід дозволяє розглянути капіталізацію як процес послідовної зміни станів цього явища. В

© Журавльова Ірина Вікторівна, кандидат економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця, e-mail: zhuiv12@gmail.com

цьому дослідженні, визначаючи поняття «капіталізація», увага акцентується на цьому явищі як результаті процесу певних дій над капіталом. А вибір структури капіталу стає ключовим рішенням з точки зору фінансової стратегії суб'єкта підприємництва щодо зміни його вартості. Адже оптимально обране співвідношення запозичених та власних засобів, фінансового та інтелектуального капіталів не тільки максимізує вартість суб'єкта підприємництва через зниження витрат на капітал, але й мінімізує агентські витрати.

Для реалізації поставленої мети щодо оцінки стратегічної ефективності капіталізації, був розроблений методичний підхід, що включає три етапи. На першому етапі здійснюється статистичний аналіз структури капіталу та кластеризація підприємств за рівнем капіталізації. На другому етапі виявлялися детермінанти структури капіталу засобом побудови регресійної моделі на підґрунті панельних даних для кожного показника, що використовувався для виразу залежної змінної – структури капіталу. На третьому етапі процеси капіталізації аналізуються з точки зору такого критерію як якість прибутку.

Досліджувана вибірка підприємств машинобудівної галузі була розподілена на однорідні групи за допомогою процедури кластерного аналізу. Основними параметрами кластеризації суб'єктів підприємництва були: розмір активів, валового доходу та галузева приналежність.

В результаті кластерного аналізу було отримано 4 кластери машинобудівних підприємств Харківської області: 1-ий кластер підприємств з найвищим рівнем капіталізації: ПАТ «Харківський тракторний завод ім. С. Орджонікідзе», ПАТ «Завод «Південкабель», ВАТ «Турбоатом», ПАТ «Харківський підшипниковий завод», 2-ий кластер підприємств з високим рівнем капіталізації: ВАТ «Завод ім. Фрунзе», ПАТ «Харківський ордена «Знак пошани» машинобудівний завод «Червоний Жовтень», ЗАТ «НВП «Турбоенергосервіс», ВАТ «Харківський машинобудівний завод "Світло шахтаря"», 3-ий кластер підприємств з середнім рівнем капіталізації: ПАТ ХВЗ ім. Петровського, ДП «Завод Електроважмаш», ПрАТ «ХЕЛЗ «Укрелектромаш», ПАТ «Електромашина», ПрАТ «ХЕМЗ-ІРЕС», ДП «Завод ім. В.А. Малишева», 4-ий кластер підприємств з низьким рівнем капіталізації: ПАТ «Автрамат», ПАТ «Харківський верстатобудівний завод», ТОВ «Харківський завод підйомно-транспортного устаткування», ПрАТ «Важпроматоматика», ЗАТ «Лозівський завод "Трактородеталь"», ВАТ «Форез», ПАТ «Точприлад», ПрАТ «Харківський завод штампів та пресформ», ПАТ «Харківський завод «Оргтехніка», ВАТ «Мереф'янський механічний завод», ВАТ «Харківський котельно-механічний завод». Модель кластеризації цих суб'єктів підприємництва є адекватною і перевіреною методом k-середніх.

У підприємств, різних за розміром активів, відрізняються можливості залучення позикового капіталу, ступінь асиметрії інформації в межах підприємства. Аналіз формування структури капіталу дозволяє виявити не тільки детермінанти і мотиви вибору співвідношення власних та залучених коштів, але і визначити потенційну недокапіталізацію підприємств, що дотримуються неоптимального співвідношення власних та залучених коштів.

При виділенні факторів впливу на структуру капіталу були застосовані інструменти багатовимірної

аналізу. В якості залежної змінної розглядалися показники – фінансові коефіцієнти, обчислені на основі балансових значень залученого та власного капіталів, балансових значень зобов'язань, балансових значень залученого та ринкового значення власного капіталу: відношення короткострокової заборгованості до суми сукупного боргу і балансової вартості акціонерного капіталу (Y1), відношення довгострокової заборгованості до суми сукупного боргу і балансової вартості акціонерного капіталу (Y2), відношення довгострокової і короткострокової заборгованості до суми сукупного боргу і балансової вартості її акціонерного капіталу (Y3), відношення короткострокових зобов'язань до балансової вартості активів (Y4), відношення довгострокових зобов'язань до балансової вартості активів (Y5), відношення сукупних зобов'язань компанії до балансової вартості активів (Y6), відношення короткострокової заборгованості до суми її сукупного боргу та ринкової вартості акціонерного капіталу (Y7), відношення довгострокової заборгованості до суми сукупного боргу та ринкової вартості акціонерного капіталу (Y8), відношення сукупної заборгованості до суми сукупного боргу та ринкової вартості акціонерного капіталу (Y9).

На підґрунті наукових джерел [7, 8, 9 та ін.] було виокремлено наступні показники для оцінки їх впливу на показники структури капіталу: X1 – відношення амортизації до сукупних активів (Depreciation / Total Assets); X2 – відношення величини виплаченого податку на прибуток до показника прибутку до оподаткування; X3 – частка необоротних активів в сукупних активах (Fixed Assets / Total Assets); X4 – відношення прибутку до виплати відсотків і податків до сукупних активів (EBIT / Total Assets); X5 – лагова змінна по відношенню до змінної X4, що відстоїть на один рік; X6 – відношення прибутку від операційної діяльності до валового доходу; X7 – лагова змінна по відношенню до змінної X5, що відстоїть на один рік; X8 – проксі-змінна для розміру капіталу, що розраховується як натуральний логарифм валової виручки; X9 – проксі-змінна для розміру капіталу (другий варіант), що розраховується як натуральний логарифм сукупних активів; X10 – частка в чистому прибутку коштів на споживання; X11 – відношення капіталовкладень до сукупних активів (Capex / Total Assets); X12 – лагова змінна по відношенню до змінної X11, що відстоїть на один рік; X13 – відношення ринкової вартості акціонерного капіталу до балансової вартості акціонерного капіталу (market-to-book); X14 – фіктивна змінна, що приймає значення 1, якщо суб'єкт підприємництва знаходиться під управлінням держави, і 0 – в іншому випадку; X15 – доля нематеріальних активів в сукупних активах суб'єкта підприємництва. Моделі дослідження містять як очевидні фактори, що характеризують структуру капіталу, так і фактори, які можуть непрямо свідчити про капіталізацію суб'єкта підприємництва. Дослідження та оцінка їх впливу на процес капіталізації здійснювалась за 2010–2013 рр. Була проведена серія тестів множинної регресії, побудованої з використанням панельних даних про капіталізацію машинобудівних підприємств Харківського регіону. В результаті були отримані закономірності, які для суб'єктів підприємництва з найвищим рівнем капіталізації представлені в табл.1.

Моделі детермінантів структури капіталу кластеру харківських машинобудівних підприємств з найвищим рівнем капіталізації

Модель	Коефіцієнт детермінації	Коефіцієнт Фішера	Табличний коефіцієнт Фішера
$Y1 = 0,46 X1 - 0,46 X2 - 0,54 X3$	0,94	22,574	2,95
$Y2 = - 0,47 X1$	0,93	18,969	2,95
$Y3 = -0,26 X1$	0,74	4,122	2,95
$Y4 = 0,74 X1 -1,41 X2 - 4,7 X5$	0,88	10,374	2,95
$Y5 = -0,46 X1 -3,51 X5$	0,86	8,269	2,95
$Y6 = -1,8 X2 - 8,22 X5$	0,83	6,9	2,95

Щодо визначення якості прибутку, як другого вектору фінансової стратегії, в перебігу дослідження було проаналізовано та апробовано на машинобудівних підприємствах сучасні методики визначення якості прибутку та за результатами аналізу встановлено, що найбільш відповідною для цілей оцінки ефективності капіталізації є методика О. В. Хістевої [10], яку адаптовано до підприємств машинобудування та удосконалено за допомоги використання відносних показників: операційної рентабельності, коефіцієнта надійності прибутку, показника стабільності прибутку, коефіцієнту рентабельності фінансових інновацій.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Методичний підхід до оцінки стратегічної ефективності процесів капіталізації підприємств був розроблений у двомірному просторі структури капіталу – якості прибутку, апробована на підприємствах машинобудування Харківського регіону. Моделі визначення детермінантів фінансування дозволили зробити такі висновки. Амортизаційна політика підприємств не має

стратегічної спрямованості. Більш прибуткові підприємства мають більш низький рівень боргового навантаження. Для досліджуваних підприємств в наявності зворотна залежність між часткою необоротних активів та фінансовим важелем. Економія на податок-прибуток суперечливо впливає на структуру капіталу досліджуваних підприємств. Чим вищою є податкова економія внаслідок виплати відсотків за кредитом, тим нижчим є рівень заборгованості. Темпи зростання також неоднозначно впливають на структуру капіталу досліджених підприємств. Незважаючи на той факт, що підприємства з високими темпами зростання мають більші власні джерела фінансування, моделі показали незначущість проксі-змінних. Це пояснюється значним обсягом активів та низьким рівнем доходів підприємств машинобудівної галузі, що на сучасному етапі знаходиться в стадії стагнації. Подальша розвідка досліджень передбачає розроблення стратегії фінансування машинобудівних підприємств з урахуванням визначених стратегічних детермінантів та критерію якості прибутку.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андрійчук В.Г. Капіталізація сільського господарства: стан та економічне регулювання розвитку: монографія / В.Г. Андрійчук. – Ніжин: ТОВ Вид-во «Аспект-Поліграф», 2007. – 216 с.
2. Брюховецька Н.Ю. Підходи до визначення капіталізації підприємств / Н.Ю. Брюховецька // Наук. пр. конф. ДонНТУ. Серія: економічна. – 2007. – Вип. 31-1. – С. 224 – 229.
3. Гордієнко К.Д. Економічний тлумачний словник. Понятійна база законодавства України у сфері економіки / К.Д. Гордієнко; вид. 2-е, перероб. і доп. – К.: КНТ, 2007. – 360 с.
4. Економічна енциклопедія: у 3-х томах; за ред. С.В. Мочерного. – Тернопіль: ТАНГ, 2000. – Т.1.
5. Осовська Г.В. Економічний словник / Г.В. Осовська, О.О. Юшкевич, Й.С. Завадський. – К.: Кондор, 2007. – 358 с.
6. Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М.: Инфра-М, 1997. – 608 с.
7. Ивашковская И. В. Структура капитала российских компаний как стратегическое решение. И.В.Ивашковская, М.С.Солнцева // Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент. – 2008. – №3. – с. 3–32.
8. Bhaduri S. N. Determinants of capital structure choice: A study of the Indian sector. // Applied Financial Economics. – 2002. – №12. – P. 655–665.
9. Nivorozhkin E. Capital structures in emerging stock markets: The case of Hungary. // The Developing Economies. – 2002. – №40. – P. 166–187.
10. Хістева О. В. Якість прибутку та його вплив на сталий розвиток торговельного підприємства: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.07.05. – Донецьк, 2006. – 26 с.

Одержано 10.04.2015 р.