

**Мамонтова Н. А.,**

доктор економічних наук, доцент Національного університету "Острозька академія"

## СТРАТЕГІЧНІ ОРІЄНТИРИ ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЙ З УРАХУВАННЯМ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ

*Проаналізовано переваги та недоліки використання внутрішніх джерел фінансування діяльності компаній і їх вплив на рівень капіталізації. Обґрунтовано шляхи переходу української економіки на інноваційну модель розвитку та визначено основні стратегічні орієнтири при виборі джерел фінансування діяльності нафтогазових компаній.*

**Ключові слова:** корпорації, внутрішні джерела фінансування, самофінансування, амортизація, інвестиційний та інноваційний розвиток.

*Проанализированы преимущества и недостатки использования внутренних источников для финансирования деятельности компаний и их влияние на уровень капитализации. Обоснованы пути перехода украинской экономики на инновационную модель развития и определены основные стратегические ориентиры при выборе источников финансирования деятельности нефтегазовых компаний.*

**Ключевые слова:** корпорации, внутренние источники финансирования, самофинансирование, амортизация, инвестиционное и инновационное развитие.

*The advantages and disadvantages of internal funding sources and their influence on the capitalization of companies have been analysed. The ways of Ukrainian economy transition to an innovative model of development have been substantiated, and the main strategic guidelines in selecting of funding sources for oil and gas companies have been proposed.*

**Key words:** corporations, internal funding sources, self-financing, depreciation, investment and innovation development.

**Постановка проблеми.** Достатній обсяг фінансових ресурсів для здійснення господарської діяльності компанії виступає основним чинником забезпечення безперервності її функціонування та інноваційно-інвестиційного розвитку. При цьому пріоритетну роль відіграють реальні фінансові можливості щодо нарощення джерел фінансування розширеного відтворення, а також рівень фінансового ризику, прийнятний для підприємства. Зважаючи на вказане, першочергового значення набуває визначення стратегічних орієнтирів капіталізації вітчизняних компаній як передмови їх успішного розвитку та процвітання.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Питання, пов'язані із прийняттям управлінських рішень у виборі джерел фінансування діяльності компаній, неодноразово порушувалися у працях таких вітчизняних вчених, як В. О. Аніщенко, С. В. Захарін, Л. І. Федулова, А. Е. Фукс. Серед зарубіжних науковців варто зазначити С. Гурієва та Д. Дж. Тіса. Враховуючи здобутки вказаних вчених, необхідним постає вивчення довгострокових напрямів зростання рівня капіталізації українських компаній із врахуванням сучасних особливостей глобального розвитку.

**Мета і завдання дослідження.** Мета дослідження полягає в обґрунтуванні стратегії розвитку вітчизняних компаній, що забезпечить підвищення рівня їх капіталізації на засадах інноваційності в умовах сучасних глобалізаційних процесів.

**Вклад основного матеріалу.** Органи вітчизняної статистики не узагальнюють більшості даних про фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності корпоративних структур (компаній) різних інституційних секторів, через що неможливим є проведення повноцінного фінансово-економічного аналізу загальних тенденцій інвестиційної та інноваційної активності компаній з використанням традиційних методик. Досліджуючи особливості фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності корпоративних структур, науковці зазвичай використовують дані експертних або соціологічних опитувань чи непрямі методи дослідження. Зокрема, можуть використовувати дані про діяльність найбільших компаній, які узагальнено в різноманітних експертних системах та рейтингах (Експерт, Фокус, ТОП-100 та ін.).

Наприклад, С. Захарін проаналізував результати фінансової діяльності найбільших корпоративних структур (до цієї групи було введено компанії, що отримали понад 1 млрд грн доходу на рік), які у 2008 р. профінансували понад 11,2% від загального обсягу інвестицій. Хоча в економіці було зафіксовано збільшення фінансування інвестицій, приблизно чверть найбільших корпоративних структур зменшили фінансування інвестицій. Характерно, що більшість найпотужніших корпоративних структур, які увійшли до вибірки, представляють галузі третього технологічного укладу, який характеризується домінуванням екологічно небезпечних технологій. Найбільші обсяги вкладень, які зробили компанії 5-го технологічного укладу ("Київстар" та "УМС"),

спрямовані на закупівлю обладнання іноземного виробництва. Було підсумовано, що великі компанії втрачають стимули до розширення власних інвестиційних програм в Україні, натомість посилюється присутність українських корпорацій за кордоном [3]. Отже, упродовж 2007–2008 рр. збільшився експорт капіталу великих корпоративних структур. Можна припустити, що в такий спосіб великі компанії "готувалися" до кризи, відреагувавши на негативні тенденції розвитку економік США та окремих європейських країн за 2007–2008 рр. та зробивши правильне припущення про розгортання кризи в Україні.

Експерти обґрунтовано вказували, що в цей період корпоративні структури втрачали мотивацію для розгортання високопродуктивної інвестиційно-інноваційної діяльності, що формується на раціональному використанні наявного науково-технічного, промислового та технологічного потенціалу, здобутого в попередні роки [4]. Вказане гальмує перехід економіки України на постіндустріальну модель розвитку, а отже, унеможливорює в майбутньому адекватне (відповідно до загальносвітових тенденцій) зростання вартості українських компаній.

Нині, як вказують фахівці, великі компанії використовують переважно внутрішні джерела для фінансування інвестицій і майже не використовують зовнішні (кредити банків та небанківських установ, бюджетні кошти, іноземні інвестиції тощо). Це явище можна пояснити певним небажанням великих компаній залучати до здійснення системних інвестиційних проектів "сторонніх" учасників. Причин цього може бути кілька: погіршення фінансового стану, неможливість фінансувати обслуговування боргів у майбутньому, негативні очікування щодо підтримки платоспроможного попиту, небажання витоку комерційної інформації, побоювання додаткових перевірок контрольними органами тощо.

Варто зазначити, що самофінансування інвестиційного та інноваційного розвитку компаній (тобто інвестиційні та інноваційні ресурси, що вкладаються в розвиток компаній, формуються здебільшого коштом власних (внутрішніх) джерел, а саме: прибутку та амортизаційних відрахувань) є специфічним явищем, характерним для країн із слабкими або "напівзакритими" економіками. При цьому прибуток є результатом операційної та господарської діяльності (коли доходи переважають над витратами, скоригованими на суму амортизаційних відрахувань), а амортизаційні відрахування формуються в процесі виробничої діяльності (коли нараховується знос на основні засоби, що взяли участь у виробництві продукту). Отже, амортизаційний ресурс фінансування інвестиційної діяльності утворюється внаслідок виробництва, а прибуток – внаслідок позитивних результатів господарювання (перевищення доходів над витратами). Але в будь-якому випадку фінансові ресурси інвестиційної діяльності корпоративних структур можуть бути акумульовані лише у випадку реалізації виробленого продукту й отримання грошових коштів, що зазвичай відбувається в результаті акту купівлі-продажу в системі ринкових відносин [8].

Механізм самофінансування відіграє важливу роль не тільки у забезпеченні корпоративного сектору інвестиційним ресурсом, а й і в економічному житті суспільства. Теоретично, процес використання компаніями переважно власних (внутрішніх) джерел фінансового забезпечення інвестиційної та інноваційної діяльності має і переваги, і недоліки – як на макро-, так і на мікрорівні. Через зростання обсягів фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності з використанням переважно внутрішніх ресурсів компаній національна економіка, з одного боку, підтримує зайнятість та отримує можливість обмежити інфляцію. А з іншого боку, консервується недосконала структура економіки, знижуються показники мобільності капіталу, а також гальмується трансфер технологій. Компанії отримують "дешеві" фінансові ресурси, що можуть бути спрямовані на власний розвиток, і водночас деякою мірою стають залежними від результатів основної діяльності. Крім того, менеджмент втрачає "зовнішню" мотивацію до підтримки стійкої фінансової стабільності компанії.

На практиці можливі різні наслідки впливу тенденцій і чинників самофінансування розвитку компаній на формування показників вартості, а отже, і на ефективність вартісного управління. У випадку, якщо корпоративні заощадження (тобто нерозподілений прибуток та амортизаційні фонди корпоративної структури) "трансформуються" лише в інвестиції, то забезпечується збільшення обсягів капіталу у вартісному вимірі. Нині в умовах панування ідеології індустріальної економіки, динаміку зростання вартості компанії та її капіталу можна аналізувати за тенденцією змін чистих інвестицій (чисті інвестиції менші за валові на розмір амортизаційних відрахувань). Якщо обсяг чистих інвестицій є позитивним і займає значну частку в структурі валових, то це свідчить, як правило, про збільшення рівня економічного потенціалу компанії, яка спрямовує достатню частину корпоративного прибутку на фінансування інвестицій і забезпечення інвестиційно-інноваційного процесу. Тобто вартість компанії та її капіталу може або збільшитися (завдяки використанню згідно з економічним призначенням амортизаційних відрахувань, що перевищують обсяг збитків), або зменшитися (коли збитки перевищують розмір амортизаційних відрахувань або кошти фонду амортизації спрямовуються не за економічним призначенням). Проблеми у формуванні позитивних показників вартості компанії виникають, коли компанія продемонструвала негативний фінансовий результат, оскільки тоді чисті інвестиції матимуть від'ємне значення. Це означатиме зменшення не лише інвестиційно-інноваційного, а й виробничого потенціалу компанії, що "проїдає" власні капітальні ресурси, нагромаджені в попередні періоди. Варто зазна-

чити, однак, що розмір чистих інвестицій може мати від'ємне значення навіть в умовах позитивної прибутковості – це можливо за надмірного витрачання прибутку, коштів фонду амортизації на поточне виробниче та поза виробниче споживання [7].

В умовах недосконалих механізмів зовнішнього фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності більшості компаній внутрішні джерела інвестицій та механізм самофінансування виступають провідними ланками системи інвестиційного забезпечення розвитку на мікрорівні. Через вказану обставину, а також з урахуванням вад трансформаційної економіки України, науковці дійшли обґрунтованого висновку, що в порівняно більш вигідному становищі опинилися суб'єкти господарювання некапіталомістких галузей. Правильність цього припущення підтверджується дещо вищими, ніж в інших галузях, темпами розвитку деревообробної та харчової промисловості, торгівлі, туризму, транспорту. Компаніям сировинних та експортоорієнтованих галузей завдяки державному протекціонізму (йдеться про підтримку цінової конкурентоспроможності) надано можливість отримувати надприбутки, що створює порівняно легші умови для їхньої мобілізації на самофінансування інвестиційної та інноваційної діяльності. Водночас механізми ефективної акумуляції фінансових ресурсів інвестиційного та інноваційного розвитку виробництв вищих технологічних укладів штучно звужені [6]. Вказана структурна диспропорція утворилася унаслідок суперечливої державної політики. Однак таке становище справедливо викликає нарікання науковців, оскільки втрачаються стимули до високопродуктивної інноваційної діяльності, що гальмує загальний перехід економіки на постіндустріальну модель розвитку. Окрім негативних економічних наслідків, вказане призводить до невисокої інноваційної культури суспільства та підприємців.

Зарубіжний досвід вказує, що концентрація компаніями значних фінансових ресурсів із внутрішніх джерел може призвести до створення та поширення бізнес-груп (фінансово-промислових груп), що через деякий час можуть трансформуватися у транснаціональні корпорації. Цей процес має свої переваги і недоліки. Серед переваг: уможливлена швидка акумуляція капіталу, зростає загальна капіталізація економіки та її секторів, стимулюється зайнятість та ін. Недоліки: зростання ефекту асиметричної інформації, певне гальмування розвитку фінансових ринків, загострення протистояння лобістських груп тощо [1; 5].

Встановлено, що на тенденції самофінансування інвестиційної та інноваційної діяльності конкретної компанії впливає не лише сфера діяльності (галузь), а й розмір. Експерти вказують, що великі суб'єкти корпоративного сектора економіки України левову (до 100%) частку інвестиційної діяльності, як правило, фінансують лише із власних (внутрішніх) джерел – прибутку та амортизаційних відрахувань (при цьому амортизаційні відрахування такі структури повністю використовують за своїм економічним призначенням – на фінансування капітальних інвестицій, разом із модернізацією та технічним переозброєнням, а практика залучення кредитів у здійснення інвестиційних проектів на розвиток таких структур, як правило, є мінімальною або її взагалі не існує). І навпаки, середні та малі підприємства в докризовий період продемонстрували порівняно більшу схильність до активності на кредитному ринку (перш за все, внутрішньому). Це пояснюється певними причинами і макrorівня (вітчизняний кредитний ринок схильний фінансувати некапіталомісткі короткострокові проекти), і мікрорівня (середні компанії обрали стратегію випереджувального розширення). Це дозволяє дійти висновку, що малі та середні підприємства є менш залежними, порівняно з великим виробництвом, від рівня самофінансування інвестиційної та інноваційної діяльності.

Наприклад, завдяки високій концентрації капіталу на підприємствах експортоорієнтованих галузей стає можливим фінансування інвестиційної діяльності таких структур і навіть розвитку суміжних виробництв. Створюються можливості для пришвидшеного розвитку вертикально інтегрованих груп, що мають експортне спрямування виробництва. Об'єднання в рамках таких груп технологічних циклів з виробництва коксу, металу, машин і обладнання дають додаткові ресурси для максимізації прибутку.

Водночас в українській економіці напрацьована практика перерозподілу фінансових ресурсів як джерела інвестицій між окремими компаніями в межах сформованих бізнес-структур (холдингів). Менеджмент головної (керівної) структури, з огляду на вибрану стратегію розвитку, “перерозподіляє” ресурси одних компаній на користь інших, намагаючись забезпечити в такий спосіб заплановану рентабельність інвестицій, зважаючи на конкретні макро– та мезоекономічні тенденції. У такій ситуації обмежується розвиток “поганих активів”, а ефективні компанії отримують додаткові дешеві фінансові ресурси для підтримки та розширення інвестиційної та інноваційної діяльності.

Великі компанії нафтогазового комплексу України значною мірою представлені реформованими підприємствами, що були створені в часи радянського періоду. Нині більшість із них перетворені на акціонерні компанії або товариства (в основному закритого типу), і тільки незначна частина зберегла державну або комунальну форму власності. Такі структури виживають завдяки використанню виробничого потенціалу, основа якого створена в минулому столітті.

Підтримувати поточну фінансову спроможність більшості нафтогазових компаній вдається завдяки економії на оплаті праці найманих працівників та нарахуванні амортизації, що дозволяє зменшувати податкові зобов'язання, а також завдяки державній підтримці.

Нафтогазові компанії, як правило, схильні до впровадження незначних процесових і продуктових інновацій, щоправда, в рамках певної виробничої стратегії. Мобільність капіталу в нафтогазовому комплексі є незначною, за винятком випадків високодиверсифікованого виробництва в межах вертикально інтегрованих компаній. Проблему кардинального оновлення обладнання та технологічних процесів не вдається розв'язати тільки тому, що потрібно підтримувати певний рівень зайнятості, чого неможливо досягти за умов перепрофільовання або закриття.

Незважаючи на падіння рівня виробництва та продуктивності праці, нафтогазові компанії економлять на умовно-постійних витратах, що дозволяє декларувати збитки (або невеликі прибутки), і як наслідок – здійснювати "косметичні" модернізацію і технічне переозброєння.

Із макроекономічного погляду, нафтогазові компанії у випадку реалізації вказаної економічної поведінки в майбутньому консервуватимуть неефективну структуру національного господарства, "продукуватимуть" низьку результативність і "поглинатимуть" значну частку інвестицій та інновацій.

У таких умовах на мікрорівні виникають суперечності між різними варіантами екстенсивного та інтенсивного розвитку, а на макрорівні – між стимулюванням інноваційних інвестицій та потребою зменшення видаткової частини бюджету. Ми вважаємо, що для активізації діяльності високотехнологічних та інноваційно орієнтованих компаній нафтогазового комплексу внаслідок звуження можливостей самофінансування має бути запроваджено пільговий режим господарювання, а також доступ до зовнішніх фінансових джерел інвестицій.

У структурі капітальних вкладень нафтогазових компаній доцільно поступово підвищувати частку витрат на створення (придбання) машин і обладнання. Доцільно розширювати можливості фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності завдяки зростанню диверсифікації інвестування (зокрема, через здійснення фінансових інвестицій, створення нових виробництв тощо).

Забезпечення переходу економіки на інноваційну модель розвитку, реалізація структурної реформи у випадку повноцінного використання ефекту мобілізації капіталу, коли тимчасово вільні заощадження через кредитний ринок скеровуються на перспективні інвестиційні та інноваційні проекти, а також на розвиток нових галузей (зокрема на реалізацію проектів виробництва енергії з альтернативних джерел, а також екологічно чистого енерговидобування та енергопостачання), позитивно позначається і на показниках мобільності капіталу.

Такого ефекту можна досягти за допомогою фінансових інституцій. Однак наявні в державі механізми фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності не здатні вирішити завдання відновлення основних засобів капіталомістких компаній. Нині основні канали припливу інвестицій (фондовий ринок, банківська система, інвестиційні фонди тощо) не виконують своїх функцій з акумулювання вільних коштів і їхньої трансформації в інвестиції. Зрозуміло, що за таких умов розширити шляхи та збільшити обсяги фінансового забезпечення корпоративних інвестицій та інновацій неможливо без запровадження ефективної системи державного стимулювання такої діяльності. Одним із дієвих засобів прямого державного регулювання, з погляду залучення приватних інвесторів, який довів свою високу ефективність у розвинених країнах, є часткова участь держави у фінансуванні інвестиційних та інноваційних проектів, які відповідають проголошеним пріоритетам. При цьому, як свідчать фахівці [2], частка державних коштів у вартості інвестиційних проектів достатня на рівні 20–30%, а для реалізації системних капіталовкладень на термін понад три роки потрібна більша частка державних коштів, а саме 40–50%. За своєю формою державні фінансові ресурси можуть надаватися не лише у вигляді прямого фінансування, але й уже згадуваних державних гарантій щодо повернення кредитів комерційним банкам та іншим фінансовим установам, які братимуть участь у фінансуванні таких проектів. Ми вважаємо, що нафтогазова галузь може розраховувати на таку підтримку, з огляду на її внесок у формування доданої вартості та бюджетних доходів.

Під час формування інвестиційних проектів потрібно раціонально використовувати можливості конкурсного відбору претендентів на отримання державної підтримки. Головними критеріями мають бути відповідність пріоритетним напрямам інноваційного розвитку, динаміка капіталізації, загальна вартість та ефективність проекту.

**Висновки.** Визначення стратегії розвитку вітчизняних компаній на засадах інноваційності при їх реформуванні має ґрунтуватися на засадах налагодженого раціонального стратегічного управління на рівні компаній як нової функції топ-менеджменту. В основі стратегічного управління лежить визначення перспектив розвитку підприємства на довготривалий період, забезпечення його конкурентоспроможності та очікуваних темпів економічного зростання за будь-яких обставин, орієнтація на використання людського потенціалу компанії як найважливішого чинника економічного зростання, спроможного генерувати ідеї і представляти їх у вигляді інноваційних проектів розвитку.

#### Література:

1. Аніщенко В. О. Роль корпоративної культури у прийнятті управлінських рішень / В. О. Аніщенко // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 3. – С. 64–73.

2. Гуриев С. Экономический механизм сырьевой модели развития / С. Гуриев, А. Плеханов, К. Сонин // Вопросы экономики. – 2010. – № 3. – С. 4–23.
3. Захарін С. В. Оцінювання впливу корпоративного сектору економіки на її інвестиційно-інноваційний розвиток / С. В. Захарін // Проблеми науки. – 2008. – № 7. – С. 7–12.
4. Захарін С. В. Стимулювання інноваційної діяльності корпоративного сектору / С. В. Захарін // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 101–107.
5. Стратегія розвитку нафтогазового комплексу України до 2030 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
6. Федулова Л. І. Технологічний розвиток економіки України : [монографія] / Л. І. Федулова. – К. : Ін-т екон. та прогноз., 2006. – 627 с.
7. Фуке А. Е. Амортизація і оновлення основного капіталу: теорія і практика : [монографія] / А. Е. Фуке. – К. : КДЕУ, 1996. – 160 с.
8. Teece D. J. Profiting from Technological Innovation: Implication for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy / D. J. Teece // Research Policy. – 1986. – № 15. – P. 285–305.