

УДК 336.61

Лисюк В.М.,

*доктор економічних наук, старший науковий співробітник,
зам.зав. відділу ринкових механізмів і структур Інституту проблем ринку
та економіко-екологічних досліджень НАН України*

Тепляшин А. Ю.,

*аспірант інституту проблем ринку
та економіко-екологічних досліджень НАН України*

РОЛЬ ФОНДОВОГО РИНКУ В УПРАВЛІННІ ЕФЕКТИВНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ ЕНЕРГОРИНКУ

Перехід України до ринкової економіки склав необхідні умови для появи та розвитку фондового ринку, як джерела інвестування капіталу в національні підприємства реального сектору економіки.

Метою роботи є дослідження впливу фінансово ефективних інструментів фондового ринку України на реальну ефективність національних підприємств.

Об'єктом дослідження є українські національні енергопостачальні та енергогенеруючі підприємства, що з періоду 2008-2009 років проводять публічне розміщення невеликих часток своїх акцій на фондових біржах ПФТС, УБ, УФБ та в перспективі можуть підвищити свою ефективність за рахунок використання залученого капіталу для оновлення та модернізації основних засобів виробництва.

Предметом дослідження є фінансові інструменти українських національних підприємств, що розміщені на українських біржах.

Теоретичні й практичні питання управління ефективністю підприємств через фондовий ринок, досліджували закордонні Б. Ш. Бернанке, Дж. Сорос, Р. Дж. Шиллер та вітчизняні вчені О. М. Мозговий, О. В. Баула, В. І. Павлов, В. М. Жупаненко. Проте практичного дослідження впливу фінансових інструментів фондового ринку України на реальну ефективність національних підприємств періоду 2012-2013 років в роботах цих вчених не виявлено.

Сучасні дослідження західних вчених Б. Ш. Бернанке, Дж. Сороса, Р. Дж. Шиллера відводять фондовому ринку найважливіше місце в сучасній економічній системі [1-3]. Б. Ш. Бернанке пише: «Фондовий ринок – це найважливіший механізм, що забезпечує ефективність функціонування всіх корпорацій» [1], маючи на увазі крупні акціонерні товариства своєї власної країни – США, для яких механізм залучення капіталу через фондовий ринок носить пріоритетний характер, оскільки проведення публічного розміщення акцій (IPO – Initial Public Offering, або SPO – Secondary Public Offering) дозволяє їм залучати величезні капітали інвесторів.

На початку 2013 року на фондовому ринку України, в лістингу емітентів трьох найкрупніших по об'єму торгових операцій бірж України – УБ (Українська Біржа) [4], ПФТС (Перша Фондова Торгова Система) [5], УФБ (Українська Фондова Біржа) [6], зареєстровано 27 національних електроенергетичних підприємств України, з них 20 – енергопостачальних та 7 – енергогенеруючих підприємств, біржовий список наведено у табл. 1, 2.

З таблиць видно, що 74% емітентів енергетичних підприємств належить групі регіональних розподільчих підприємств «Обленерго», а решта 26% долі – це енергогенеруючі компанії фондового ринку електроенергуючих підприємств.

Кожне з підприємств зареєстровано на біржах в різний момент часу, але враховуючи етапність розвитку українського фондового ринку [7-8] та історією котирувань акцій за даними QUICK брокера «Гайнсфорт» [9], – значне підвищення об'ємів торгів акціями українських енергетичних підприємств припадає на період 2008-2009 років.

Таблиця 1

Енергопостачальні підприємства-емітенти IPO та SPO
на біржах ПФТС, УБ, УФБ

№	Підприємство, форма власності (ПАТ)	Код ЄДРПОУ	Біржовий код емітента	Номінал акції, (грн.)
1	«Чернівціобленерго»	00130760	CHEN	0,25
2	«Чернігівобленерго»	22815333	CHEON	0,25
3	«Черкасиобленерго»	22800735	CHON	0,25
4	«Дніпрообленерго»	23359034	DNON	10
5	«Донецькобленерго»	00131268	DOON	1,25
6	«Харківобленерго»	00131954	HAON	0,25
7	«Хмельницькобленерго»	22767506	HMON	0,25
8	«Херсонобленерго»	05396638	HOEN	0,25
9	«Кіровоградобленерго»	23226362	KION	0,25
10	«Київобленерго»	23243188	KOEN	0,05
11	«Львівобленерго»	00131587	LVON	0,25
12	«Миколаївобленерго»	23399393	MOEN	0,25
13	«Одесаобленерго»	00131713	ODEN	0,25
14	«Прикарпаттяобленерго»	00131564	PREN	0,25
15	«Тернопільобленерго»	00130725	TOEN	0,25
16	«Вінницяобленерго»	00130694	VIEN	10
17	«Волиньобленерго»	00131512	VOEN	0,05
18	«Запоріжжяобленерго»	00130926	ZAON	0,25
19	«Житомиробленерго»	22048622	ZHEN	0,25
20	«Закарпаттяобленерго»	00131529	ZOEN	0,25

Таблиця 2

Енергогенеруючі підприємства-емітенти IPO та SPO
на біржах ПФТС, УБ, УФБ

№	Підприємство, форма власності (ПАТ)	Код ЄДРПОУ	Біржовий код емітента	Номінал акції, (грн.)
1	«Донбасенерго»	23343582	DOEN	10
2	«Центренерго»	22927045	CEEN	1,3
3	«Дніпроенерго»	00130872	DNEN	25
4	«ПЕМ-Енерговугілля»	00169845	ENUG	1,86
5	«Київенерго»	00131305	KIEN	0,25
6	«ДТЕК Західенерго»	23269555	ZAEN	10
7	«ДТЕК Крименерго»	00131400	KREN	0,25

На основі різниці між ринковою ціною акції та її номіналом розраховуємо дохід від залучення капіталу з фондового ринку по досліджуваним підприємствам з початку 2009 року (табл. 3).

Таблиця 3

Доход національних електроенергетичних підприємств України
від залучення капіталу з фондового ринку

№	Біржовий код	Ціна акції, (грн.)	Доход з акції, (грн.)	Ринкові акції, (млн. шт.)	Доход з залучення, (млн. грн.)
1	CHEN	0,25	0	56	0
2	CHEON	0,5	0,25	119	29,75
3	CHON	0,31	0,06	148	8,88
4	DNON	40	30	5	150
5	DOON	1,3	0,05	65	3,25
6	HAON	0,52	0,27	256	69,12
7	HMON	0,06	-0,19	134	-25,46
8	HOEN	0,15	-0,1	178	-17,8
9	KION	0,5	0,25	119	29,75
10	KOEN	0,1	0,05	1040	52
11	LVON	0,2	-0,05	193	-9,65
12	MOEN	0,35	0,1	158	15,8
13	ODEN	0,05	-0,2	208	-41,6
14	PREN	0,3	0,05	103	5,15
15	TOEN	0,1	-0,15	61	-9,15
16	VIEN	10	0	3	0
17	VOEN	0,05	0	477	0
18	ZAON	0,25	0	179	0
19	ZHEN	0,71	0,46	122	56,12
20	ZOEN	0,1	-0,15	124	-18,6
21	DOEN	22,35	12,35	23	284,05
22	CEEN	5,78	4,48	369	1653,12
23	DNEN	188	163	5	815
24	ENUG	28,5	26,64	5	133,2
25	KIEN	6,8	6,55	108	707,4
26	ZAEN	92,6	82,6	12	991,2
27	KREN	0,69	0,44	172	75,68

Табл. 3 наочно підтверджує ту тезу, що проведення публічного розміщення акцій підприємства на фондовому ринку (IPO та SPO) є реально можливим способом залучення капіталу, валовий емісійний дохід з розміщення акцій на українських біржах складає лише 297, 56 млн.грн., або 6% сумарного доходу акцій по всім 27 електроенергетичним підприємствам – 4957, 21 млн.грн., а валовий емісійний дохід від розміщення акцій 7-ми енергогенеруючих підприємств України, сумарно складає 4659,65 млн. грн. в абсолютному, або 94% в відносному значенні, що перевищує сумарний дохід акцій групи «Обленерго» в 15,66 разів. Виходячи з цього, можна сформулювати наступну тезу: «Кількість розміщених емітентів одно-

го власника не є показником доходного IPO та SPO для українського фондового ринку».

Далі визначимо ефективність акцій українських електроенергетичних підприємств на біржах УБ, ПФТС, УФБ [4-6]. В якості методики оцінки будемо використовувати західні інструменти P/S та P/E, які найбільш застосовуються на світових фондових біржах (NYSE, LSE, Tokyo SE) при оцінці ефективності емітентів. Так, професор Йельського університету США Роберт Джеймс Шиллер пропонує використовувати 2 основних інструменти, адаптованих ним під ринок акцій [2].

1. P/E ratio (Price-to-Earnings ratio) – фінансовий коефіцієнт, що рівний відношенню ринкової ціни однієї акції до прибутку по ній.

$$P / E = \frac{P}{EPS}, \quad (1)$$

де P / E – фінансовий коефіцієнт Price-to-Earnings;

P – ціна 1 акції, або її номінальна вартість;

EPS – прибуток з акції.

2. P/S ratio (Price-to-Sales ratio) – фінансовий коефіцієнт, що рівний відношенню вартості всіх ринкових акцій підприємства до собівартості продукції, що реалізувало підприємство-емітент за певний рік.

$$P / S = \frac{P}{S}, \quad (2)$$

де P / S – фінансовий коефіцієнт Price-to-Sales;

$P_{p/s}$ – ринкова вартість акцій підприємства;

$S_{p/s}$ – собівартість реалізованої продукції за 1 рік.

В табл. 4 проведено оцінку ефективності акцій національних електроенергетичних підприємств України на 2012 рік за методикою P/E та P/S коефіцієнтів Р. Дж. Шиллера, для розрахунку була використана інформація з табл. 1-3, а дані для аргументу $S_{p/s}$ були взяті зі звітів про фінансові результати (Форма №2) цих підприємств.

З цієї таблиці видно, що акції більшості українських електроенергетичних підприємств є ефективними на фондових біржах УБ, ПФТС, УФБ, тобто акції підприємства-емітента демонструють значення P/E та P/S більші від 0, але виключенням є 9 емітентів групи «Обленерго» (№ 1, 7, 8, 11, 13, 15, 16, 17, 20) акції яких впали в ціні нижче їх номінальної вартості.

Слід також відмітити, що жодне з електроенергетичних підприємств на фондовому ринку України не виплачує своїм акціонерам дивідендів, тобто в фінансовій звітності цих підприємств в рядку – «Дивіденди на одну акцію» значення становить 0 грн., хоча саме виплата дивідендів по акціям завжди була необхідною умовою для залучення довгострокового капіталу інвесторів.

Виходячи з цього можна зробити припущення, що в реалії інструменти фондового ринку для електроенергетичних підприємств України носять виключно спекулятивний характер. Українські електроенергетичні підприємства не зацікавлені в довгостроковому інвестуванні. Підтвердити це можна шляхом порівняння

базових показників економічної діяльності цих підприємств з ефективністю розміщення їх акцій на фондовому ринку.

Таблиця 4

Оцінка ефективності акцій національних електроенергетичних підприємств України на біржах УБ, ПФТС, УФБ на 2012 рік

№	Біржовий код	P/E , (%)	$P_{p/s}$, (млн. грн.)	$S_{p/s}$, (млн. грн.)	P/S , (%)
1	CHEN	0	14	543	2,58
2	CHEON	100	59,5	742	8,02
3	CHON	416,67	45,88	1378	3,33
4	DNON	33,33	200	13260	1,51
5	DOON	2500	84,5	4288	1,97
6	HAON	92,59	133,12	2763	4,82
7	HMON	-131,6	8,04	337	2,39
8	HOEN	-250	26,7	905	2,95
9	KION	100	59,5	594	10
10	KOEN	100	104	2400	4,33
11	LVON	-500	38,6	1574	2,45
12	MOEN	250	55,3	1017	5,44
13	ODEN	-125	10,4	2376	0,44
14	PREN	500	30,9	692	4,47
15	TOEN	-166,7	6,1	492	1,24
16	VIEN	0	30	884	3,39
17	VOEN	0	23,85	590	4,04
18	ZAON	0	44,75	4985	0,9
19	ZHEN	54,35	86,62	796	10,9
20	ZOEN	-166,7	12,4	643	1,93
21	DOEN	80,97	514,05	2570	20
22	CEEN	29,02	2132,82	5535	38,5
23	DNEN	15,34	940	4327	21,7
24	ENUG	6,98	142,5	645	22,1
25	KIEN	3,82	734,4	12226	6,01
26	ZAEN	12,11	1111,2	4749	23,4
27	KREN	56,82	118,68	1837	6,46

Отже, значення показників економічної діяльності електроенергетичних підприємств-емітентів фондового ринку України, що були розраховані на основі даних бухгалтерських балансів (Форма № 1) та звітів про фінансові результати (Форма № 2), які відкрито розміщує державне інформаційне агентство SMIDA, підтверджують факт вкрай слабкого економічного становища українських електроенергетичних підприємств. Зокрема рівень чистої рентабельності в більшості досліджуваних підприємств не перевищує 2%, а показник абсолютної ліквідності взагалі не досягає нормативу для промислової галузі – 2,5 (табл.5).

Для прикладу розглянемо підприємство ПАТ «Дніпроенерго» (емітент DNEN), акції якого котуються, без виплати дивідендів акціонерам, на фондових біржах УБ, ПФТС, УФБ, коефіцієнти ефективності акцій складають: P/E ratio –

15,34% та P/S ratio – 21,7%, а дохід від продажу акцій з початку 2009 року склав 815 млн. грн.

Також видно, що ПАТ «Дніпроенерго» взагалі не направляло залучений капітал від продажу власних акцій на оновлення та модернізацію своїх основних засобів виробництва, знос яких вже складає 80,45% у відносному значенні, вкрай не ефективні значення показників чистої рентабельності – 4,3% та абсолютної ліквідності – 1,08.

Також, майже однакова картина спостерігається стосовно інших емітентів, що наведені вище у таблиці.

Таблиця 5

Показники економічної діяльності електроенергетичних підприємств-емітентів фондового ринку України на 2012 рік

№	Біржовий код	Знос осн. засобів, (%)	Чистий прибуток (млн. грн.)	Чиста рентаб.	Абсолютна ліквідність
1	CHEN	56,81	16	0,029	2,29
2	CHEON	64,85	74	0,099	1,91
3	CHON	58,52	18	0,013	0,78
4	DNON	98,12	43	0,003	0,97
5	DOON	49,11	59	0,013	2,05
6	HAON	74,71	25	0,009	1,25
7	HMON	78,71	7	0,02	0,58
8	HOEN	64,23	4	0,004	0,89
9	KION	76,08	31	0,052	0,2
10	KOEN	56,08	110	0,045	1,21
11	LVON	67,81	222	0,141	1,4
12	MOEN	51,16	49	0,048	0,76
13	ODEN	48,98	48	0,02	1,01
14	PREN	67,78	78	0,112	0,88
15	TOEN	48,34	14	0,028	0,51
16	VIEN	48,41	34	0,038	0,61
17	VOEN	88,84	0,9	0,001	1,16
18	ZAON	74,4	22	0,004	1,13
19	ZHEN	75,39	24	0,03	0,98
20	ZOEN	52,51	4	0,006	1,71
21	DOEN	91,02	147	0,057	0,79
22	SEEN	58,81	9	0,001	0,76
23	DNEN	80,45	189	0,043	1,08
24	ENUG	64,82	122	0,189	1,4
25	KIEN	56,85	1375	0,112	0,6
26	ZAEN	90,22	186	0,039	0,49
27	KREN	64,04	33	0,017	1,8

Все це є підтвердженням того, що фондовий ринок України є ефективним лише для одного контингенту своїх суб'єктів – спекулянтів, котрі зацікавлені лише в отриманні спекулятивного прибутку при торгівлі на різниці курсів фінансових інструментів, але зовсім – не в довгостроковому інвестуванні капіталу в національну економіку власної держави.

Також дослідження показало, що методика P/E та P/S коефіцієнтів, яка широко застосовується на біржах NYSE, LSE, Токуо SE при оцінці ефективності ак-

цій, – на фондовому ринку України здатна відображати лише «ефективність спекуляції», але зовсім не показує взаємозв'язку між фондовим ринком та ефективністю підприємства-емітента в реальному секторі економіки.

На основі доведеного вище – не слід вважати фондовий ринок України цілком не ефективним. Фондовий ринок України виконує свою роль, хоч не так ефективно як західні фондові ринки, але все ж таки він здатен залучати певний капітал для підтримки ефективності національних підприємств. Проблема тут полягає в ефективності управління акціонерним капіталом власниками самих підприємств. Як показало дослідження, після продажу акцій залучений капітал виводять у більшості з обігу, або використовують його не для розвитку підприємства.

Наведений приклад, як і аналіз інших емітентів показує, що розміщення їх акцій на фондових біржах є «ефективним» для них інструментом виводу активів національних стратегічних підприємств до офшорних зон.

Наведена інформація по структурі акціонерного капіталу електропостачальних та енергогенеруючих підприємств України дозволяє зробити дві наступні парадоксальні тези:

1. Фондовий ринок України сприяє розмиттю акціонерного капіталу стратегічних підприємств національної економіки – до офшорних зон.

2. Фондовий ринок України може бути інструментом виводу національного капіталу до офшорних зон, інструментом для обкрадання національної економіки, та одним із елементів системи ухилення від оподаткування.

На основі доведеного можна зробити наступні висновки:

1. Фондовий ринок України є фінансово ефективним, з позиції «віртуальної» економіки, оскільки акції національних підприємств в його фінансовому середовищі – «віртуально» ефективні для трейдерів-спекулянтів, але саме відсутність виплати дивідендів по акціям та незбалансований характер котувань у більшості емітентів, – зводить на «ні» привабливість українського фондового ринку, як середовища довгострокового інвестування капіталу.

2. Український фондовий ринок на теперішній час не забезпечує ефективність національних підприємств, оскільки залучений капітал не використовується підприємствами для оновлення та модернізації основних засобів виробництва.

3. Методика P/E та P/S коефіцієнтів, яка широко застосовується на біржах NYSE, LSE, Токуо SE при оцінці ефективності акцій, – на фондовому ринку України здатна відображати лише «ефективність спекуляції» фінансовими інструментами до оцінки ефективності яких її застосовують, але не показує взаємозв'язок інструмента з ефективністю підприємства-емітента в реальному секторі економіки.

4. Необхідно дослідити можливості державного регулювання українського фондового ринку, в аспекті не допущення використання його в якості інструмента виводу національного капіталу стратегічних підприємств України до офшорних зон.

5. Роль фондового ринку в управлінні ефективністю підприємств буде забезпечуватися тільки тоді, коли керівництво цих самих підприємств буде використовувати залучені кошти для розвитку свого підприємства.

Література

1. Abel A. B., Bernanke B. S., Croushore D. Macroeconomics: M. – Boston: Addison Wesley Longman, 2007. – 672 p.
2. Shiller R. J. Irrational Exuberance: M. – Princeton University Press: Princeton University, 2000. – 312 p.
3. Сорос Дж. Мыльный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь. / пер с англ.: Монография. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 192 с.
4. Українська біржа (УБ) [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://ux.ua>.
5. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://pfpts.ua>.
6. Українська фондова біржа (УФБ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrse.kiev.ua>.
7. Баула О. В. Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2009. – №5. – С. 175-181.
8. Павлов В. І. Формування інституційної системи ринку цінних паперів в Україні: Монографія. – Львів: Інститут регіональних досліджень НАН України, 2011. – 294 с.
9. Брокер «Гайнсфорт» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gt-trader.com.ua>.
10. Державне агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України – «SMIDA» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua>.
11. Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://nyse.nyx.com>.
12. Лондонська фондова біржа (LSE) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://londonstockexchange.com>.
13. Токійська фондова біржа (Tokyo SE) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.tse.or.jp/english>.
14. Лисюк В.М., Тепляшин А.Ю. Підвищення конкурентоспроможності вітчизняних суб'єктів підприємницької діяльності шляхом залучення фондових інструментів /В.М. Лисюк, А.Ю. Тепляшин /Економічні інновації. Вип.51, ІПРЕЕД НАНУ, Одеса, 2012, стор. 270-279.

Анотація

Лисюк В.М, Тепляшин А. Ю. Роль фондового ринку в управлінні ефективністю підприємств енергоринку. – Стаття.

Досліджено ефективність акцій національних стратегічних підприємств України, взаємозв'язок ринкової ефективності акцій з економічною ефективністю самих підприємств. Описано основні положення методики оцінки ефективності фінансових інструментів, що застосовується на світових біржах NYSE, LSE, Tokyo SE.

Ключові слова: фондовий ринок, акції, світові біржі, управління підприємствами.

Аннотация

Лысюк В.М., Тепляшин А. Ю. Роль фондового рынка в управлении эффективностью предприятий энергорынка. – Статья.

Исследована эффективность акций национальных стратегических предприятий Украины, взаимосвязь рыночной эффективности акций с экономической эффективностью самих предприятий. Описаны основные положения методики оце-

нки эффективности финансовых инструментов, применяемых на мировых биржах NYSE, LSE, Tokyo SE.

Ключевые слова: фондовый рынок, акции, мировые биржи, управления предприятиями.

Annotation

Lisyuk V. M., Teplyashin A.Y. Role of the stock market in the performance management of enterprises. – Article

The efficiency of the shares of national strategic enterprises of Ukraine, the relationship of market performance of the shares and the economic efficiency of the enterprises was researched. The main provisions of the methodology for assessing the effectiveness of financial instruments which used in world stock exchanges NYSE, LSE, Tokyo SE was described. The structure of equity Ukrainian energy supply companies and energy generation companies that regularly host IPO and SPO exchanges UX, PFTS, USE was researched.

Key words: stock market, shares, world capital markets, management of enterprises.