

УДК 622.3; 338.45

Е. Я. Рассуждай, асп.;

О. С. Шестакова

ПІДВИЩЕННЯ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ВУГЛЕДОБУВНИХ ПІДПРИЄМСТВ НА ОСНОВІ ОЦІНКИ ЇХ КАПІТАЛІЗАЦІЇ

Проаналізовано чинники підвищення конкурентоспроможності та капіталізації вугледобувних підприємств. Обґрунтовано механізм оцінки капіталізації на основі визначення вартості підприємства та приватизації. Запропоновано методіку визначення вартості вугледобувного підприємства з використанням моделі економічної доданої вартості.

Вступ

Ключовою проблемою сучасної української економіки є підвищення її конкурентоспроможності як в цілому, так і окремих галузей і підприємств. Основна конкурентна боротьба вітчизняних компаній відбувається за залучення інвестиційного капіталу. При цьому ключовим показником конкурентоспроможності виступає не зростання виручки (прибутковості), а зростання вартості компанії.

Джерелом зростання ринкової вартості бізнесу вітчизняних компаній, потенціал яких, як правило, повністю не задіяний, є управління капіталізацією.

Актуальність управління капіталізацією зумовлена наявністю таких факторів: капіталізація створює передумови збільшення ресурсного потенціалу підприємств за рахунок залучення додаткових інвестицій; капіталізація виступає фактором сталого розвитку компаній, що пов'язано з можливостями, які з'явилися для маневрування матеріальними, трудовими і фінансовими ресурсами, а також зі зниженням впливу зовнішніх факторів; зростання капіталізації відбувається на основі централізації виробництва і капіталу; для зростання капіталізації фондовий ринок України повинен мати досить розвинене інституційне середовище; серйозного удосконалення потребують всі елементи ринкової інфраструктури.

В основі підвищення ефективності та конкурентоспроможності українських вугледобувних підприємств має бути оцінка їх капіталізації. Вугільна промисловість є однією з найважливіших галузей національної економіки, оскільки наявність вугілля в країні обумовлює ефективність функціонування інших галузей промисловості, розвиток соціальної сфери. Незважаючи на те, що вугільна промисловість є однією з проблемних галузей української економіки, в наш час їй відводиться особлива увага. Це пов'язано з тим, що перед галуззю стоїть важливе стратегічне завдання — зменшення монопольної залежності економіки України від імпортованого природного газу шляхом заміщення його вугіллям. Капіталізація в цьому випадку як сучасний економічний інститут дозволить залучити інвесторів та забезпечити сталий розвиток вугільного сектору.

Теоретичні основи капіталізації корпорацій були закладені в працях зарубіжних економістів: І. Ансоффа, Ф. Котлера, М. Портера, А. Хайека та ін. Капіталізація ними розглядається як невід'ємна частина конкурентних ринкових переваг. Однак зарубіжні вчені досліджували цю проблему в умовах розвинутого ринку інвестицій та інноваційних технологій, не зважаючи на умови перехідних економік. Їх висновки і рекомендації не завжди можна взяти на озброєння в сучасних українських реаліях. Серед українських вчених-економістів, що зробили значний внесок у вивчення проблем капіталізації, можна виділити роботи О. Амоші, І. Булеєва, В. Гейця, А. Гриценка, С. Шумської, Н. Шевченка та ін.

Разом з тим питанням капіталізації промислових підприємств приділяється недостатня увага, не враховується їх галузева специфіка. Все вищевикладене визначає актуальність дослідження, спрямованого на підвищення капіталізації вугледобувних підприємств. У зв'язку з цим *метою статті* є виявлення факторів, що впливають на підвищення конкурентоспроможності вугледобувних підприємств (компаній) на основі вивчення їх ринкової капіталізації.

Основний матеріал та результати

Розвиток вугільного сектора економіки України обмежено багатьма макроекономічними факторами, в тому числі високим рівнем зносу виробничих фондів, браком інвестиційних ресурсів для їх модернізації. Підприємства вугледобувного комплексу надзвичайно капіталомісткі, відрізняються високим рівнем ризику та обмеженими засобами експлуатації.

У цих умовах одним з дієвих напрямів залучення інвестицій є підвищення ринкової капіталізації, приватизація вугледобувних підприємств і вихід на фондовий ринок. Завданням менеджменту є не стільки нарощування обсягів видобутку вугілля, скільки отримання додаткової вартості підприємства.

На відміну від класичного поняття капіталізації підприємства як процесу збільшення активів за рахунок акумулювання прибутку для гірничодобувних підприємств процес капіталізації досить своєрідний та зумовлений двома основними причинами — специфічністю предмета капіталізації (геологічними запасами корисної копалини) і високим рівнем збитковості шахт (сьогодні 80 % шахт збиткові через несприятливі умови залягання вугілля та його низьку якість) [1].

Вирішення комплексу питань щодо оздоровлення економіки підприємств вугільної промисловості передбачається здійснити через механізм передачі підприємств ефективним власникам. Приватизація та передача в концесію державних вугледобувних підприємств дасть можливість скоротити дотації галузі на 4,7 млрд грн на рік (з 14,6 до 9,9 млрд грн), що визначено держбюджетом України на 2013 рік. Українські вугледобувні підприємства планується продавати під інвестиційні зобов'язання і за символічну ціну (одну гривню), а змагання між покупцями буде полягати в тому, хто більше вкладе інвестицій у розвиток купленого підприємства. Експерти з вугільного бізнесу вважають, що відмова від державного фінансування підприємств вугільної галузі буде одним з концептуальних положень щодо збільшення капіталізації та рентабельної роботи галузі. Досвід роботи приватних вугледобувних підприємств показує, що приватний власник ефективніший, ніж державний. Проте, в наш час немає бажаючих купувати збиткові вугільні шахти. Про приватизацію можна говорити тільки тоді, коли за рахунок бюджетних коштів буде підвищена їх капіталізація. Разом з тим слід зауважити, що для потенційного інвестора важлива не стільки поточна прибутковість (збитковість) підприємства, скільки та прибутковість, яку міг би приносити об'єкт в майбутньому у разі усунення об'єктивних і суб'єктивних причин збитковості. Така постановка питання виходить з принципу кращого і найефективнішого використання власності. Орієнтовним критерієм при цьому може бути капіталізація або вартість підприємства [2].

Ринкова вартість шахт та їх інвестиційна привабливість залежать від впливу багатьох чинників: глобальних, зовнішніх, внутрішніх, природно-кліматичних, виробничо-економічних.

На величину капіталізації вугледобувних шахт найбільше впливають специфічні фактори, до яких можна віднести такі [3]:

- віддаленість предметів праці (родовищ) від споживача продукції і постачальників матеріалів та обладнання;
- динамічний характер (мінливість у часі) геологічних та гірничотехнічних параметрів;
- наявність декількох стадій життєвого циклу розвитку підприємства (рання, зріла, пізня, згасання);
- особливість і специфічність виробничих процесів та об'єктів;
- несприятливий екологічний вплив на навколишнє середовище в процесі видобутку вугілля;
- зміни структури відтворення основних фондів у процесі експлуатації родовища;
- невідтворюваність корисних копалин;
- висока капіталомісткість розробки корисних копалин;
- залежність грошового потоку від виснаження запасів корисних копалин та зміни як внутрішніх, так і світових цін на товарну продукцію.

Оцінка рівня капіталізації (вартості бізнесу) необхідна власникам, менеджерам, потенційним інвесторам. Потенційні інвестори віддадуть перевагу бізнесу з прозорою структурою і звітністю, оцінкою потенційних грошових потоків, який зможе генерувати капіталізацію, з наявністю перспективи розвитку бізнесу.

Вартість компаній можна оцінити як з позицій прибутку, так і з позицій грошового потоку. На сьогоднішній день найпопулярнішим методом оцінки вартості компаній є дисконтування грошових потоків, яке засноване на тому, що власник продає свій бізнес за поточною вартістю грошових

потоків, оскільки вони в майбутньому можуть генерувати бізнес. Інвесторів цікавить стабільний грошовий потік, також їх приваблює його здатність до генерування капіталу. Практика показує, що прибуток не завжди характеризує успіх бізнесу. Багато компаній в ході своєї діяльності терплять невдачі, основні чинники цього можуть бути в низькій ліквідності.

Торкаючись вугільного бізнесу, можливими покупцями шахт можуть виступити українські металурги, перш за все ті, що імпортують коксівне вугілля. Енергетичні шахти можуть зацікавити компанії, які планують взяти участь у приватизації комунальної енергетики, або для розвитку на шахтах проектів з видобутку шахтного метану.

Програмою економічних реформ в Україні передбачається переведення українських ТЕЦ на вугілля, а також у разі збільшення витрат комунальних господарств вугілля буде затребуваним продуктом. Тому купувати вугільні активи будуть компанії, які мають намір брати участь у приватизації сектора ЖКГ та які створюватимуть вертикально-інтегровані структури, що об'єднують вугільні активи та активи ТЕЦ.

Слід також зазначити, що для збиткових вугільних шахт необхідно переглянути метод дохідного підходу для оцінки вартості бізнесу, який застосовується, в основному, для підприємств зі стабільним доходом. Для об'єктивної оцінки збиткових вугільних шахт необхідно вирішити такі проблеми:

- вибір методу оцінки вартості, який об'єктивно відбивав би стан об'єкта оцінки;
- обґрунтування методу нормалізації грошових потоків доходів;
- обґрунтування горизонтів прогнозування;
- вибір адекватної ставки дисконтування.

Дослідження показують, що оцінку збиткових підприємств можна здійснювати на основі моделювання грошового потоку з використанням моделі економічної доданої вартості (EVA) [4—6], оскільки традиційні моделі призводять до недооцінки бізнесу цих підприємств.

Під час розрахунку EVA інвестор порівнює прибутковість вкладень в аналізоване підприємство з альтернативною прибутковістю вкладень порівнянного за рівнем ризику. У чистому вигляді застосування методу EVA для оцінки вугільних шахт не має сенсу, оскільки додана вартість підприємства буде мати від'ємне значення. Вона вимагає модифікації.

Загальний алгоритм оцінки вугледобувного підприємства можна звести до такого процесу:

I етап — розрахунок величини нормалізованого прибутку, який визначається на підставі середньозваженої доходності інвестицій. Передбачається, що інвестор, який отримав в розпорядження активи певною вартістю і вклав їх у своє підприємство (інтегровану або багатопрофільну структуру), зможе отримати нормалізований прибуток [7].

II етап — побудова нормалізованого грошового потоку (з урахуванням визначеного нормалізованого прибутку), яка здійснюється з урахуванням зміни акціонерного капіталу на основі прогнозу довгострокових темпів зростання інвестованого капіталу.

III етап — прогноз прибутку збиткового підприємства.

Виходячи із запропонованих етапів і моделі EVA, пропонується така формула визначення вартості вугледобувного підприємства:

$$C_{\text{шахти}} = C_{\text{інв}_t} + \sum_{i=1}^{\infty} EVA_{(1+i)}, \text{ млн грн}, \quad (1)$$

де $C_{\text{інв}_t}$ — вартість інвестованого капіталу; EVA — економічна додана вартість, яка визначається за такою формулою:

$$EVA_t = (P_{\text{і.к.}} - WACC) \cdot C_{\text{інв}_t}, \quad (2)$$

де $P_{\text{і.к.}}$ — рентабельність інвестованого капіталу; $WACC$ — середньозважена вартість капіталу.

Середньозважену вартість капіталу пропонується визначати за такою формулою:

$$WACC = \frac{\Pi_{\text{екон.}}}{C_{\text{інв}_t}}, \quad (3)$$

де $\Pi_{\text{екон.}}$ — економічний прибуток до виплати відсотків, розрахований виходячи з очікуваного рівня інвестованого капіталу.

В основі запропонованої моделі лежить припущення, що підприємство представляє динамічну

систему, а це означає, що зміна доходів приводить до зміни інвестицій і капіталізації. Таким чином, економічну додану вартість вугільного активу передбачається визначати як відхилення сукупного прогнозного грошового потоку, побудованого в рамках динамічно-циклічної моделі та нормалізованого прибутку.

Застосування запропонованого механізму оцінки вартості вугледобувного підприємства може мати обмеження, які пов'язані з розміром накопичених збитків. Ці обмеження необхідно розглядати у взаємозв'язку з прогнозованою величиною прибутку і значенням чистих активів підприємства. Оскільки вартість чистих активів відображає дійсну вартість майна підприємства і є об'єктивним показником його платоспроможності, вони повинні мати позитивне значення. Вартість чистих активів служить майновою базою, яка може бути використана для виконання зобов'язань підприємства, тобто існуючі збитки можна буде покрити накопиченими чистими активами. У цьому випадку підприємство можна реанімувати, в зворотному — складно прогнозувати нормалізовану рентабельність.

Висновки

Перспективним напрямком у підвищенні конкурентоспроможності та капіталізації вугледобувних підприємств є адаптація існуючих підходів до оцінки бізнесу з урахуванням галузевих особливостей функціонування шахт. Запропонований механізм оцінки вугледобувних підприємств може бути використаний в якості рекомендацій для оцінки шахт в процесі приватизації, як інструментарій в якості побудови грошового потоку в рамках дохідних моделей оцінки бізнесу, як база для побудови схем управління капіталізацією підприємства.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Капитализация предприятий: сущность, формы, моделирование факторов обеспечения : моногр. / под ред. Н. Е. Брюховецкой. — Донецк : ИЭП НАН Украины, ДонУЭП, 2011. — 210 с.
2. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пос. для вузов / С. В. Валдайцев. — М. : Юнити-Дана, 2001. — 720 с.
3. Богуславская Л. И. Капитализация горнорудных предприятий / Л. И. Богуславская / Записки Горного института. — СПб., 2011. — Т. 189. — С. 336—338.
4. Семенюта Н. В. Оценка стоимости нерентабельных компаний [Электронный ресурс] / Н. В. Семенюта // Финансовые исследования. — 2001. — № 3. — Режим доступа : http://finis.rsue.ru/2001_N3/semyuta.htm. — Название с экрана.
5. Жукова Е. П. Оценка убыточных предприятий на основе модели экономической добавленной стоимости EVA / Е. П. Жукова // Известия ИГЭА. — 2006. — № 3. — С. 6—9.
6. Жукова Е. П. Оценка бизнеса убыточных предприятий в рамках доходных моделей / Е. П. Жукова // Экономические стратегии. — 2006. — № 7. — С. 158—161.
7. Разовский Ю. В. Определение нормативной рентабельности горнодобывающего предприятия : учеб. пос. / Ю. В. Разовский, В. А. Харченко, М. Л. Конюх. — М. : Издательство МГТУ, 2002. — 90 с.

Рекомендована кафедрою менеджменту та моделювання в економіці

Стаття надійшла до редакції 26.04.2013
Рекомендована до друку 25.06.2013

Рассуждай Едвард Якович — аспірант, *Шестакова Ольга Сергіївна* — економіст.

Інститут економіки промисловості НАН України, Київ