

ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРОИЗВОДСТВОМ

УДК 658.152

Н. Е. Брюховецкая,

*д-р экон. наук,
главный научный сотрудник,*

Е. А. Саплина,

*канд. экон. наук,
старший научный сотрудник,*

*Институт экономики промышленности
НАН Украины, г. Донецк*

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ И ХАРАКТЕРА ИХ ВЛИЯНИЯ НА КАПИТАЛИЗАЦИЮ ПРЕДПРИЯТИЙ

Развивающиеся процессы глобализации обеспечивают расширение международных рынков сырья, капиталов, продукции. Отечественные предприятия, выходящие на международный рынок, сталкиваются с конкуренцией более высокого уровня, чем на национальном рынке. Это обуславливает необходимость соответствия международным стандартам, в том числе — стандартам оценки стоимости предприятия. В зарубежной практике значимую роль играет показатель капитализации предприятия, который выступает индикатором финансовой устойчивости, прибыльности предприятия, его успешности. В таких условиях вопросы методологии оценки стоимости предприятия, уровня его капитализации, а также конкретных механизмов капитализации предприятия становятся приоритетными.

Вопросам оценки величины капитализации посвящены работы В. Григорьева [1], А. Шеремета, Е. Негашева [2], О. Король [3], П. Кухты [4], С. Маслова [5], а также отечественных учёных — О. Терещенко [6], М. Козориз [7], А. Мартюшевой, Л. Меренковой [8], И. Карпунь [9], Б. Литвина, М. Стельмаха [10], Ю. Воробьёва [11]. Однако на сегодняшний день в Украине недостаточно проводятся основательные исследования относительно определения возможностей, критериев, способов функционирования предприятий с целью их капитализации. Не задействованы конкурентоспособные механизмы привлечения интеллектуальных, информационных и финансовых ресурсов для создания добавленной стоимости товаров и услуг. Процесс капитализации, по мнению многих исследователей, является важным резервом развития экономики Украины, поскольку низкая капитализация рынка отождествляется с низкой стоимостью экономики в целом. Поэтому исследование в данном направлении и поиск путей обеспечения капитализации отечественных предприятий является актуальным.

Целью статьи является исследование роли и значения капитализации в деятельности предприятия и определение факторов, влияющих на величину капитализации с целью управления дальнейшими процессами её наращивания.

Всё многообразие подходов к капитализации предприятий может быть сведено к пониманию её в двух смыслах:

1) как перевод части вновь созданной стоимости в капитал, т. е. в стоимость, приносящую дополнительную стоимость;

2) как оценку стоимости предприятия.

В Национальном стандарте № 1 «Общие положения оценки имущества и имущественных прав» отображено, что капитализация — это определение стоимости объекта оценки на основании ожидаемого дохода от его использования. В данной работе остановимся на реальной, а не рыночной (фиктивной) капитализации предприятия, предполагающей использование внутренних производственных источников для обеспечения прироста капитализации предприятия, в частности — прибыли. Существует достаточное количество подходов к оценке уровня капитализации предприятия. Для тех случаев, когда предприятие сознательно стремится повысить уровень своей капитализации и не скрывает этого, т. е. процесс капитализации является прозрачным, рекомендуется использовать доходный подход. Также доходный подход используется тогда, когда можно достоверно определить будущие денежные доходы и ставку капитализации. Приоритет отдаётся доходному подходу, поскольку инвестор, вкладывая деньги в предприятие, платит за потенциальный доход. Покупатель, приобретая данное предприятие, также нацелен на будущий доход предприятия. Таким образом, данный подход позволяет достоверно определить ту величину в денежном эквиваленте, от которой сле-

© Н. Е. Брюховецкая, Е. А. Саплина, 2010

дует отгалькиваться при принятии решения: стоит ли продавать предприятие или некоторое время продолжать работать на динамично развивающемся рынке (тем самым увеличивая прибыльность и стоимость бизнеса), заниматься улучшением внутренних организационных процессов и т. д.

В соответствии с доходным подходом, величина капитализации может быть определена по одной из формул [1, с. 9]:

$$КП = \frac{BP - НДС - CC - AP - CB \pm ДУК - НП - ФР - РК + АОС + АНА}{КК_{kd}}, (1)$$

$$КП = \frac{BP - НДС - CC - AP - CB \pm ДУК - НП - ФР - РК + АОС + АНА}{КК_{\Sigma}}, (2)$$

$$КП = \frac{BP - НДС - CC - AP - CB \pm ДУК - НП - ФР - РК + АОС + АНА}{КК_{ек}}, (3)$$

$$КП = \frac{BP - НДС - CC - AP - CB \pm ДУК - НП - ФР - РК + АОС + АНА}{КК_{WACC}}, (4)$$

где $КП$ — величина капитализации предприятия; BP — выручка от реализации продукции; $НДС$ — величина налога на прибыль; CC — себестоимость продукции; AP — административные расходы; CB — расходы на сбыт; $ДУК$ — доход/убыток от участия в капитале; $НП$ — величина налога на прибыль предприятия; $ФР$ — финансовые расходы; $РК$ — капитальные расходы; $АОС$ — амортизация основных средств; $АНА$ — амортизация нематериальных активов; $КК_{kd}$ — коэффициент капитализации, равный

коэффициенту дисконтирования по инвестиционным проектам; $КК_{жк}$ — коэффициент капитализации, равный ставке привлечения заёмного капитала; $КК_{ек}$ — коэффициент капитализации, равный стоимости привлечения собственного капитала; $КК_{\Sigma}$ — коэффициент капитализации, равный средневзвешенной стоимости капитала предприятия ($WACC$).

Широкие возможности для анализа и расчёта величины капитализации в каждый конкретный момент времени может предоставить теория нейронных сетей [12]. Для обучения сетей было использовано 40 вариантов исходных условий (40 предприятий) и 5 вариантов исходных условий (5 предприятий) — для проверки. Данные, используемые в моделировании, предоставлены промышленными предприятиями металлургической, машиностроительной и угольной отраслей Донецкой области. Все исходные данные при построении сетей были нормализованы на интервале [-1; 1]. Затем по каждой сети (их было построено 100) рассчитана степень погрешности модели.

На основании величины рассчитанной ошибки по каждой сети сделан вывод относительно того, что в наибольшей степени соответствует требованиям решения поставленной задачи нейронная сеть [13x8x4x1] (рис. 1), включающей 1 входящий слой с 13 узлами (исходные параметры или условия), 1 исходящий слой с 1 узлом (результатирующий показатель) и 2 промежуточных внутренних слоя с 8 и 4 узлами соответственно.

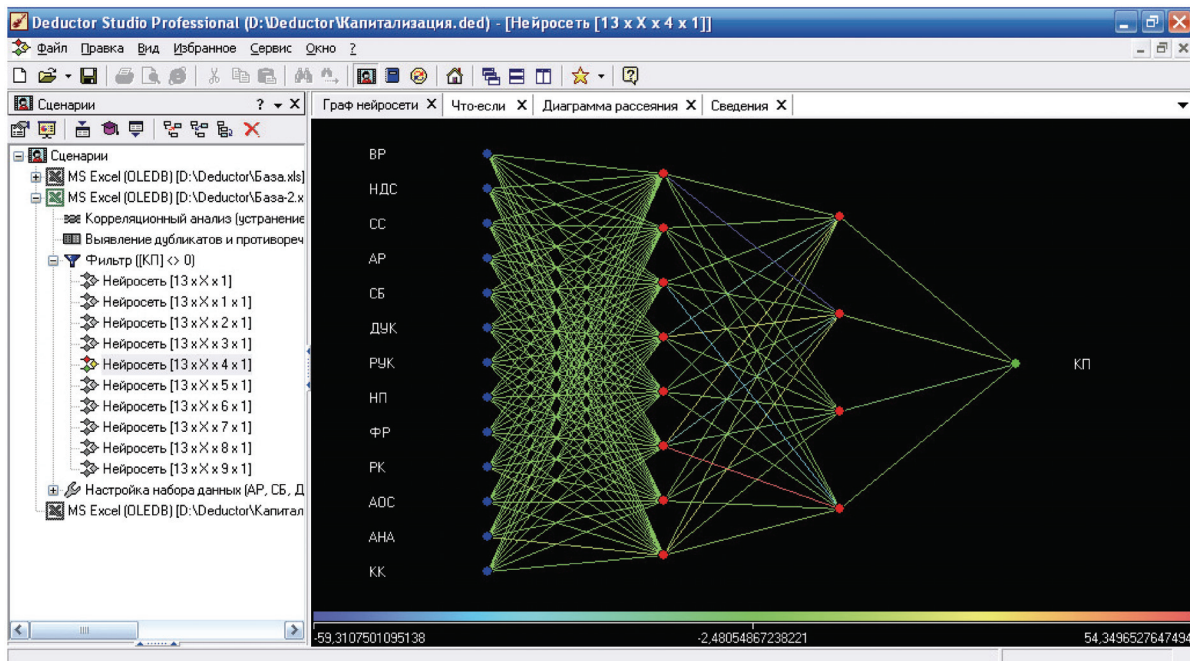


Рис. 1. Топология выбранной нейронной сети [13x8x4x1]

Для выявления факторов, оказывающих несущественное влияние на величину капитализации предприятия, был проведен корреляционный ана-

лиз. Анализ показал, что между величиной капитализации и факторами, на неё влияющими, существует такая корреляционная зависимость (табл. 1).

Таблица 1. Корреляция капитализации с факторами, влияющими на её величину

Фактор влияния	Корреляция с фактором
Выручка от реализации	0,890
Налог на добавленную стоимость	0,873
Себестоимость	0,868
Амортизация основных средств	0,846
Административные расходы	0,474
Финансовые расходы	0,398
Амортизация нематериальных активов	0,335
Налог на прибыль	0,296
Капитальные расходы	0,292
Коэффициент капитализации	-0,156
Расходы (потери) от участия в капитале	-0,080
Сбытовые расходы	0,079
Доходы от участия в капитале	0,031

Из таблицы 1 видно, что наибольшая корреляционная зависимость наблюдается между конечным результатом (капитализацией) и такими показателями: выручка от реализации продукции, валовая себестоимость, налог на добавленную стоимость, амортизация основных средств; очень низкая корреляционная зависимость капитализации с такими показателями: сбытовые расходы, расходы (потери) и доходы от участия в капитале. Из этого сделан вывод относительно возможности упрощения модели путём исключения из неё факторов, оказывающих минимальное влияние на величину результирующего показателя — величину капитализации предприятия.

Таким образом, модели (промежуточная и сокращённая) для оценки величины капитализации будут иметь соответственно вид:

$$КП = \frac{BP - НДС - CC - AP - НП - ФР - РК + АОС + АНА}{КК}, \quad (5)$$

$$КП = \frac{BP - НДС - CC + АОС}{КК}. \quad (6)$$

Итак, если имеются достоверные данные относительно всех исходных параметров для расчёта капитализации, рекомендуется использовать нейронную сеть [13x8x4x1]; если, допустим, у внешнего аналитика нет доступа к финансовой отчётности и данных относительно величины сбытовых расходов, доходов и потерь от участия в капитале или они не представляют особого интереса для данного пользователя, рекомендуется использовать нейронную сеть [10x6x2x1]; если имеются достоверные данные только относительно выручки от реализации, НДС, валовой себестоимости, амортизации основных средств, рекомендуется использовать нейронную сеть [5x2x1].

Кроме того, в ходе анализа выявлено, что исходные параметры оказывают разнонаправленное влияние на результирующий показатель:

прямо пропорциональное: выручка от реализации продукции, себестоимость валовой продукции, административные расходы, доходы от участия в капитале, финансовые расходы, амортизация нематериальных активов, капитальные расходы, сбытовые расходы;

обратно пропорциональное: потери (расходы) от участия в капитале, коэффициент капитализации;

неоднозначное: НДС, налог на прибыль, амортизация основных средств.

Выводы. В ходе проведенного нейросетевого моделирования оценки реальной капитализации на основе корреляционного анализа выявлено, что малая корреляционная зависимость наблюдается между капитализацией и величиной сбытовых расходов, расходов (потерь) и доходов от участия в капитале. Максимальная корреляционная зависимость наблюдается по отношению к таким показателям: выручка от реализации, валовая себестоимость, налог на добавленную стоимость, амортизация основных средств. Это позволило сформулировать вывод, что предприятие, стремящееся к максимизации стоимости, должно сконцентрировать особое внимание на увеличении выручки, объёмов производства и сделать акцент на эффективности используемой амортизационной политики.

На основе результатов корреляционного анализа сделано предположение относительно возможности упрощения модели путём исключения из неё факторов, оказывающих минимальное влияние на величину результирующего показателя — величину капитализации предприятия. Таким образом, если аналитик располагает информацией относительно всех необходимых для расчёта показателей и он уверен в достоверности полученной информации, то следует воспользоваться полной формулой для определения величины капитализации; если отсутствуют данные относительно величины сбытовых расходов и расходов и доходов от участия в капитале или они не представляют особого интереса, то рекомендуется использовать сокращённую формулу; в том случае, если имеются достоверные данные только относительно выручки от реализации, налога на добавленную стоимость, себестоимости, амортизации основных средств, то рекомендуется использовать промежуточную формулу.

Проведенный анализ выявил характер влияния исходных данных на величину капитализации. Прямо пропорционально влияют факторы: выручка от реализации продукции, себестоимость валовой продукции, административные расходы, доходы от участия в капитале, финансовые расходы, амортизация нематериальных активов, капитальные расходы. Из

этого следует, что предприятие в целях капитализации должно стремиться к максимизации выручки от реализации и объёмов производства, активному использованию заёмных средств (что повышает эффективность использования собственного капитала за счёт эффекта финансового левериджа), аккумулировать нематериальные активы. Обратное пропорционально влияют такие факторы: сбытовые расходы, потери от участия в капитале, коэффициент капитализации, величину которых следует минимизировать для обеспечения большей капитализации. Неоднозначно влияют такие факторы: НДС, налог на прибыль, амортизация основных средств.

Исходя из этого, для повышения уровня капитализации предприятию необходимо сконцентрировать усилия на минимизации сбытовых расходов, потерь (расходов) от участия в капитале, коэффициента капитализации); максимизации величины факторов, оказывающих прямо пропорциональное влияние на величину капитализации (выручка от реализации, объём производства, доходы от участия в капитале, объём нематериальных активов, капитальные и финансовые расходы). В отношении факторов, влияющих неоднозначно, следует провести дополнительные исследования, с какого (или до какого) значения обеспечивается прямое влияние фактора на капитализацию предприятия. Обладая такими знаниями, можно будет использовать эти факторы как дополнительные резервы повышения капитализации предприятия.

Литература

1. Григорьев В. В. Характеристика методик доходного подхода / В. В. Григорьев // Городская собственность. — 1999. — № 6 (20). — С. 9–12.
2. Шеремет А. Д. Методика финансового анализа : учеб. пособие / А. Д. Шеремет, Е. В. Негашев. — М. : ИНФРА-М, 1999. — 208 с.
3. Король О. М. Ключові індикативні складові системи моніторингу вартості корпорацій / О. М. Король // Фінанси України. — 2006. — № 1. — С. 135–141.
4. Кухта П. В. Методичне забезпечення оцінювання вартості капіталу та оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства / П. В. Кухта // Регіональні перспективи. — 2003. — № 7–8. — С. 48–52.
5. Маслов С. В. Определение стоимости предприятия / С. В. Маслов // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 2002. — № 10. — С. 58–62.
6. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва : навч.-метод. посібник для самостійного вивчення дисципліни / за ред. проф. О. О. Терещенка. — К. : КНЕУ, 2006. — 312 с.
7. Козоріз М. А. Роль і функції капіталізації в забезпеченні економічного розвитку суб'єктів господарювання / М. А. Козоріз // Регіональна економіка. — 2007. — № 2. — С. 42–48.
8. Мартюшева А. С. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: конспект лекцій / А. С. Мартюшева, Л. О. Меренкова. — Х. : ІНЖЕК, 2006. — 184 с.
9. Карпунь І. Н. Фінансова санація та банкрутство підприємств : навч. посібник / І. Н. Карпунь. — Львів : «Магнолія 2006», 2008. — 432 с.
10. Литвин Б. М. Фінансовий аналіз : навч. посібник / Б. М. Литвин, М. В. Стельмах. — К. : Хай-Тек Прес, 2008. — 336 с.
11. Воробьёв Ю. Н. Финансовый капитал предприятия: теория, практика, управление : моногр. / Ю. Н. Воробьёв. — Симферополь : Таврия, 2002. — 364 с.
12. Кизим Н. А. Нейронные сети: теория и практика применения : моногр. / Н. А. Кизим, Е. Н. Ястремская, В. Ф. Сенчуков. — Х. : Инжек, 2006. — 240 с.

Представлена в редакцию 12.10.2010 г.