

ВПЛИВ ІННОВАЦІЙ НА ЕМІСІЙНУ ВАРТІСТЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ПУБЛІЧНИХ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Проаналізовані теоретичні моделі з визначення впливу інновацій на емісійну вартість цінних паперів та проведені відповідні розрахунки для змодельованого прикладу. Розглянуті поняття "спожита" та "споживана" вартість. Досліджена динаміка зміни вартості основних фондів та капіталізації підприємства з урахуванням впливу інновацій. Запропоновані заходи з оптимізації капіталізації публічних акціонерних товариств.

Analyses the theoretical model to determine the emission value of securities held and the corresponding calculations for the simulated example. The notion of "consumed" and "consumption" value. The dynamics of changes in value of fixed assets and capitalization of the company. The measures to optimize the capitalization of joint stock companies.

Ключові слова: вплив інновацій, емісійна вартість.

Постановка проблеми. В умовах нерозвиненості внутрішнього фондового ринку України емітенти цінних паперів та потенційні інвестори стикаються з проблемами оцінки вартості розміщених боргових зобов'язань. Труднощі проведення такої оцінки пов'язані, як з методичними, так і національними особливостями законодавства.

Протягом 2008–2011 років ряд великих українських компаній для залучення додаткового фінансування та оцінки власного бізнесу вийшли на міжнародний ринок IPO (Initial Public Offering – первинна публічна пропозиція). Під IPO розуміється перше і всі подальші розміщення емісійних цінних паперів певного емітента адресовані необмеженому колу осіб, які здійснюються в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки, в тому числі у випадку розміщення їх на торгах фондових бірж та інших організаторів такої торгівлі [1, с. 31]. Але для більшості українських підприємств ринок IPO є недосяжним через ряд об'єктивних чинників, зокрема: вартість такого розміщення є значною і може сягати до 10% від залучених коштів, компанія повинна володіти значною часткою ринку і мати високі темпи росту бізнесу. Крім того невизначеними залишаються умови роботи нових або відносно невеликих публічних товариств, акції яких не котуються на фондовій біржі, а операції з такими цінними паперами носять разовий характер і не відображають реальної вартості.

Огляд останніх досліджень. Згідно з Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" до емісійних цінних паперів належать: акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України [2]. Для усіх цих фінансових інструментів важливим моментом є визначення вихідної вартості, що б відповідало очікуванням ринку. Наприклад, у [3, с. 334] при розміщенні пропонується завищувати ринкову ціну випуску нових акцій. Автор даної статті стверджує, що таке рішення є оптимальним. Водночас, пропонується відмовлятися від розміщення акцій у випадку, коли ринкова вартість є нижчою від реальної. При цьому у розглянутих статтях [3[Електронний ресурс] Режим доступу : 6] відсутнє математичне обґрунтування, яке б могло підтвердити правильність цих тверджень.

Труднощі при визначенні вартості емітованих цінних паперів публічних акціонерних товариств зумовлюють об'єктивну необхідність обґрунтування методів розрахунку їх ринкової вартості, що дозволить власникам підприємств спрогнозувати величину залучених коштів.

Метою статті є обґрунтування теоретичних положень з врахуванням впливу інноваційних проєктів на емісійну вартість цінних паперів.

Основний зміст. В класичній економіці для оцінки вартості бізнесу (розглядається як нескінченний процес) використовують таку формулу [7, с. 74]:

$$K = \frac{P_{cp}}{i}, \quad (1)$$

де P_{cp} – середньорічний прибуток, який отримуватимуть на підприємстві;

i – ставка дисконту в частках одиниць, яка враховує ризики бізнесу (для спрощення може бути прирівняна до банківського проценту – $E\%$, що відповідатиме мінімальному ризику інвестування).

При розрахунку емісійної вартості вираз (1) використовуватимемо як базовий. Оскільки моделювати процес утворення і розвитку емісійної вартості на реальному підприємстві досить складно, тому для спрощення розглянемо цей процес на абстрактному підприємстві з колективною формою власності – публічному акціонерному товаристві.

Вихідні умови. Припустимо, що збудовано нове підприємство, первісна вартість якого становить $K_{пв} = 100$ млн. грн. Середньостатистичний коефіцієнт ефективності (оскільки нормативних значень тепер не

існує) для цієї галузі нехай становить $E_e = 0,15$. Величина банківського проценту – 10% (для побудови моделі в абстрактно чистому вигляді приймемо, що цей екзогенний показник є сталим).

Перший рік функціонування підприємства. Припустимо, що в процесі виробництва на підприємстві утворюється прибуток, який відповідає усередненому для галузі значенню

$$P_{\text{пр1}} = K_{\text{нв}} \cdot E_e = 100 \cdot 0,15 = 15 \text{ млн грн.}$$

Початок другого року. Засновники акціонерного товариства вирішили випустити акції (у більшості випадків їх випускають після публікації результатів діяльності за попередній рік). Законодавства різних країн по-різному регламентують цей процес. Але таке регулювання практично не впливатиме на кінцевий результат, що впливатиме з подальших пояснень.

Коли обсяги випущених акцій не регламентуються, то загальна їх сума розраховується за виразом (1). Для нашого прикладу це становитиме

$$K_a = 15 : 0,1 = 150 \text{ млн грн.}$$

Якщо випуск акцій регламентується сумою вкладеного капіталу, то розрахунок виконується у такій послідовності. Для функціонування підприємства окрім основних необхідні й оборотні засоби. Припустимо, що для цього підприємства вони становитимуть 30 млн. грн. Тоді загальна сума реального капіталу відповідатиме сумі $100 + 30 = 130$ млн. грн., на яку засновники акціонерного товариства можуть випустити акції. Тобто номінальна вартість випущених акцій становитиме $K_n = 130$ млн грн. Визначимо за виразом $E_o = P_o : K_n$ ефективність (коефіцієнт ефективності) цього капіталу:

$$E_o = 15 : 130 = 0,115,$$

що відповідає прибутковості 11,5%. Коли його порівняти з банківським процентом (10%), то видно, що ці акції є більш привабливими. Ця привабливість обґрунтовується показником, який називають “відносною доходністю”. Існує багато формул для розрахунку цього показника, але найбільш простою і очевидною, на нашу думку, є формула:

$$\mu_a = E_o : E_e, \quad (2)$$

з якої видно, у скільки разів ефективність (прибутковість) даного капіталу перевищує прибутковість вкладених грошей на депозит. Такі показники ми відносимо до групи мультиплікаторів. Тому цей показник називатимемо “мультиплікатор акцій”, який визначатиме, у скільки раз ринкова вартість акцій має перевищувати їхню номінальну вартість:

$$K_a = K_n \cdot (1 + \mu_a). \quad (3)$$

Для розглянутого прикладу така вартість становитиме:

$$K_a = 130 \cdot 1,115 = 150 \text{ млн грн.}$$

В деяких країни (наприклад, США) законодавчо дозволено засновникам акціонерного товариства привласнювати суми від продажу акцій, які відповідають різниці між номінальною і ринковою вартістю. Для розглянутого прикладу така різниця дорівнюватиме:

$$\Delta K_a = K_a - K_n = 150 - 130 = 20 \text{ млн грн.}$$

Існують країни, де законодавство чітко регламентує процедуру розміщення акцій, відповідно до якої заборонено засновникам акціонерного товариства привласнювати таку різницю. В той же час розрахунки показують, що засновники все одно зможуть отримати вказану суму від продажу акцій (наприклад, як прибуток від фінансової діяльності виплачений у формі дивідендів) – 20 млн грн. Отже, будь-які штучні регламентації не вирішують проблеми (законодавчі перепони нескладно обходити), оскільки основна увага повинна приділятися не системі контролю за засновниками акціонерного товариства, а створенню дійсно прозорого фондового ринку, на якому використовується достовірна інформація. Тільки у такому разі продавці і покупці акцій будуть знаходитись в однакових умовах.

В сучасній економічній літературі, так і в книгах "епохи соціалізму", досить часто такий засновницький прибуток називають “фіктивним капіталом, або емісійною вартістю”. На перший погляд здається, що в цьому є відповідний сенс, оскільки реально витрачено 130 млн грн, а продано на 20 млн грн дорожче. Обґрунтування фіктивного капіталу в класичній теорії ринкової економіки здійснюється на якісному абстрактно-понятійному рівні, а тому виникають труднощі у застосуванні для конкретних умов. В той же час пояснення, що це є платою за ризики від вкладання капіталу в бізнес, не є переконливими, оскільки у такому разі ризикують всі – і ті хто продає акції, і ті хто їх купує. Окрім того, як встановити міру такого ризику. Такими поясненнями можна користуватись тільки на початкових етапах дослідження цього явища. А подальше їх використання, на нашу думку, – це хибний шлях, оскільки для кількісного теоретичного обґрунтування необхідно застосовувати інші методи. Об’єктивною причиною цих невідповідностей у класичній економічній теорії є недостатньо досліджені види і форми вартості. А це призводить до плутанини при розгляді більшості економічних процесів.

У розглянутому прикладі порівнюються два види вартості – “спожита” і “споживана”. Спожита вартість – це статика, тобто вона показує, яку кількість праці і капіталу було витрачено на створення будь-

якого товару (у розглянутому прикладі – на створення підприємства). Споживана вартість – це динаміка, оскільки вона визначає вартість функціонуючого капіталу. Для пояснення цих складних понять можна використати метод аналогій із суміжними науками. Як відомо у фізиці статичні електричні заряди описуються одними законами (закон Кулона та ін.), а в динаміці, коли утворюється електричний струм, зовсім іншими (закони Ома, Ампера, правила Кірхгофа тощо). Подібно, на нашу думку, має пояснюватись і економічна теорія.

Дослідження, виконане в [8, с. 119], показує, що споживана вартість товару K_c має визначатись як відношення основного грошового (вартісного) потоку $\Pi_{Г(В)}$, який цей товар утворює, до середньої оборотності зовнішнього капіталу E_3 , з яким він порівнюється:

$$K_c = \frac{\Pi_{Г(В)}}{E_3}. \quad (4)$$

Оскільки в більшості випадків функціонуючий виробничий капітал порівнюється з банківським, то виразу (4) цілком відповідатиме вираз (1). Тому в розглянутому прикладі ми визначали вартість реального функціонуючого капіталу, а говорити про утворення фіктивного капіталу завчасно. Внаслідок цього засновники акціонерного товариства ці отримані 20 млн грн мають повне право привласнити собі (хоча існують і інші рішення).

Залишається ще невирішеним питання, на що розподіляти отриманий прибуток за перший рік (15 млн грн)? Припустимо, що засновники акціонерного товариства приймуть рішення, яке передбачає спрямування цих коштів на придбання інноваційної техніки чи технології. Це дозволить в більшій мірі підвищити ефективність виробничого процесу. Припустимо, що рівень ефективності інноваційного проекту ($E_{ін}$) становить, наприклад, 0,3 часток одиниць. В результаті такого рішення на початок другого року первісна вартість основних засобів становитиме:

$$K_{o2} = 100 + 15 = 115 \text{ млн грн.}$$

Окрім того акціонерами прийнято рішення, що отриманий прибуток кожного року спрямовуватиметься не на дивіденди, а на впровадження інноваційних технологій (капіталізацію), оскільки це покращуватиме техніко-економічні показники підприємства і його конкурентоспроможність, а усереднене значення коефіцієнта ефективності інноваційних проектів $E_{ін}$ має становити не менше 0,3 ($E_e = 0,15 \ll E_{ін} = 0,3$), тобто значно більше від початкового базового значення. Дослідимо, як це рішення впливатиме на показники діяльності підприємства.

Другий рік. В кінці другого року на підприємстві будуть отримані такі показники:

1) первісна вартість основних засобів залишиться тою самою, яка була на початку року, $K_{o2} = 115$ млн грн (основні засоби, термін експлуатації яких становить два і менше років, оновлюватимуться за рахунок амортизаційних відрахувань);

2) величина отриманого прибутку складатиметься із двох складових – від базових основних засобів і інноваційних, що відповідатиме виразу:

$$\Pi_{пр2} = K_{o1} \cdot E_o + K_{ін} \cdot E_{ін} = 100 \cdot 0,15 + 15 \cdot 0,3 = 19,5 \text{ млн грн,}$$

тоді вартість акцій на кінець року згідно з виразом (1) становитиме:

$$K_{a2} = 19,5 : 0,1 = 195 \text{ млн грн,}$$

а їх курс відносно початкового значення зросте відповідно до формули:

$$k_{ai} = \frac{K_{ai}}{K_{a1}}, \quad (5)$$

що для розглянутого прикладу становитиме:

$$k_{a2} = \frac{195}{150} = 1,3,$$

тобто їх курс зросте на 30%.

Третій рік. На початок цього року первісна вартість основних засобів зросте на величину отриманого прибутку, оскільки за ці кошти буде купуватись новий інноваційний проект:

$$K_{o3} = K_{o2} + \Pi_{o2} = 115 + 19,5 = 134,5 \text{ млн. грн.}$$

Тому на кінець третього року будуть отримані такі показники:

первісна вартість основних засобів не зміниться;

величина отриманого прибутку складатиметься із двох складових – від основних засобів попереднього року і нових інноваційних продуктів:

$$\Pi_{пр3} = \Pi_{пр2} + K_{ін3} \cdot E_{ін} = 19,5 + 19,5 \cdot 0,3 = 25,35 \text{ млн грн;}$$

вартість і курс акцій становитиме:

$$K_{a2} = 25,35 : 0,1 = 253,5 \text{ млн грн,}$$

$$k_{a3} = 253,5 : 150 = 1,69,$$

тобто курс акцій зростає на 69%.

На підставі цих розрахунків можна отримати залежності, які визначатимуть зміну таких основних показників:

1) первісна вартість основних засобів:

$$K_{ot} = K_{o(t-1)} + \Pi_{пр(t-1)}; \quad (6)$$

2) величина отриманого прибутку:

$$\Pi_{прt} = \Pi_{пр1} \cdot (1 + E_{ин})^{t-1} = K_o \cdot E_o \cdot (1 + E_{ин})^{t-1}; \quad (7)$$

3) курс акцій:

$$k_{a3} = (1 + E_{ин})^{t-1}; \quad (8)$$

4) ринкова вартість капіталу (емісійна вартість)

$$K_{at} = \Pi_{прt} : E_o = K_o \cdot \mu_a \cdot (1 + E_{ин})^{t-1}. \quad (9)$$

Зміну основних показників від діяльності цього підприємства, які розраховані за виразами (6) – (9), наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Зміни основних показників діяльності підприємства

Час, роки	Основні засоби, млн грн	Прибуток, млн грн	Капіталізація, млн грн	Курс акцій, частки одиниць
1	100	15	150	1
2	115	19,5	195	1,3
3	134,5	25,4	253,5	1,7
4	159,9	33,0	329,6	2,2
5	192,8	42,8	428,4	2,9
6	235,6	55,7	556,9	3,7
7	291,3	72,4	724,0	4,8
8	363,7	94,1	941,2	6,3
9	457,9	122,4	1223,6	8,2
10	580,2	159,1	1590,7	10,6
11	739,3	206,8	2067,9	13,8
12	946,1	268,8	2688,2	17,9

З табл. 1 видно, що капіталізація підприємства значно випереджає зміну вартості його основних засобів – на 12 рік майже у 3 рази (2688,2 : 946,1 = 2,84). А загальна сума капіталізації і курс акцій за ці роки зростатиме майже у 18 разів. Такі темпи приросту можуть викликати підозру у виникненні фіктивного капіталу. В реальних умовах у багатьох випадках так і відбувається.

Висновки і рекомендації до подальшого використання. Отже, на нашу думку, класична економічна теорія не до кінця пояснює причини утворення фіктивного капіталу (емісійної вартості) тому, що її методологія ніколи не базувалась на загально-гносеологічних кількісних методах дослідження. Розглянута модель утворення фіктивного капіталу наочно пояснює причини його виникнення та порядок розрахунку. В подальшому необхідно дослідити ефективність інноваційної діяльності публічних акціонерних товариств в прив'язці до емісійної вартості їх боргових зобов'язань.

Література

1. Шлык П.В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций / П.В. Шлык // Представительная власть. Законодательство, Комментарии, Проблемы. – 2007. – Вып. № 1 (74). – С. 29–32.
2. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України : [прийнято ВР від 23.02.06 р. № 3480-IV]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480>.
3. Кулюкін С.В. Проблеми оцінки та визначення вартості капіталу від випуску цінних паперів / С.В.

Кулюкін // Вісник української академії банківської справи. – 2003. – № 2. – С. 41 – 44.

4. Мамонтова Н.А. Особливості оцінки вартості компаній в умовах переходу до постіндустріальної економіки / Н.А. Мамонтова // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 2. – С. 9–15.

5. Бурденко І.М. Похідні фінансові інструменти як форма фіктивного капіталу / І.М. Бурденко, І.О. Макаренко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 181–188.

6. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса : [учеб.] / Валдайцев С.В. – М. : ТК Вебли, Изд-во Проспект, 2004. – 350 с.

7. Скворцов І.Б. Ефективність інвестиційного процесу: методологія, методи і практика : [монографія] / Скворцов І.Б. – Львів : Вид-во Національного університету "Львівська політехніка", 2003. – 312 с.

8. Трендафилов Т. Капитал – человек – время / Трендафилов Т ; [пер. с болгар.] – М. : "Прогресс", 1981. – 255 с.

Надійшла 12.10.2011

УДК 339.138:659.1:621

В. В. ЖУРИЛО, Н. Ю. КОЧКІНА
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

МАРКЕТИНГОВІ КОМУНІКАЦІЇ НА РИНКУ ВИСОКИХ ТЕХНОЛОГІЙ

Виявлено особливості мотивації та поведінки і класифіковано мотиви покупців на споживчому сегменті ринку високих технологій України. Типізовано купівельну поведінку українських споживачів залежно від причини купівлі високотехнологічного товару та рівня залучення споживачів до процесу купівлі. Розкрито специфіку комунікаційного впливу для кожного типу купівельної поведінки споживачів.

It was revealed the features of motivation and behavior, and classified the motives of customers on the consumer segment of high technology market in Ukraine. It was typed the Ukrainian consumers' purchasing behavior depending on the reasons to buy high-tech products and consumer involvement in the process of buying. The specific of communication impact for each type of consumers' purchasing behavior was disclosed.

Ключові слова: високі технології, мотивація споживачів, купівельна поведінка, комунікаційний вплив.

Постановка проблеми. Зростання ринку високих технологій відкриває нові можливості розвитку економіки країни в цілому. Дійсно, сьогодні високі технології відіграють вирішальну роль у забезпеченні позитивної динаміки соціальних процесів та призводять до структурних зрушень у соціальній сфері. Визнання високих технологій як основи соціально-економічного розвитку зумовлює необхідність запровадження сучасних методів та інструментів управління, у тому числі через формування ефективних комунікаційних стратегій діяльності високотехнологічних підприємств. З огляду на це особливої актуальності набувають питання особливостей формування ринкового попиту та управління споживчою поведінкою на ринках високотехнологічних товарів, маркетингового забезпечення ринкової діяльності вітчизняних компаній при реалізації наукомісткої продукції.

Проблемам розробки комунікаційних стратегій присвячена велика кількість літературних джерел. Даними питаннями опікуються Д. Аакер, У. Аренс, Г.Л. Багієв, К. Бове, С. Блек, Л. Вандерманн, А.В. Войчак, Л.Ю. Гермогенова, Є.П. Голубков, Т. Данкан, С. Моріарті, Л.А. Мороз, Д. Огілві, П.Г. Перерва, Є.В. Попов, Г.Г. Почепцов, І.Л. Решетнікова, Є.В. Ромат, К. Ротцол, У. Сендідж, П. Сміт, Н.В. Старих, В.В. Ученова, В. Фрайбургер, Д. Шульц та інші. Проте, специфіка формування стратегій маркетингових комунікацій на ринку високих технологій залишається фрагментарнодослідженою.

Постановка завдання. Отже метою даної статті є виявлення специфіки комунікаційного впливу на цільових споживачів ринку продуктів високих технологій через типізацію їх купівельної поведінки на основі дослідження специфіки мотивації та рівня залучення до покупки. Об'єктом статті є мотивація покупців на споживчому сегменті ринку високих технологій України, предметом – особливості формування маркетингових комунікаційних стратегій для різних типів споживчої поведінки.

Для досягнення мети дослідження поставлено та виконано такі завдання: 1) виявити особливості формування споживчих мотивацій та ринкової поведінки споживачів на ринку продуктів високих технологій України; 2) класифікувати мотиви кінцевих споживачів; 3) скласти типізацію купівельної поведінки українських споживачів залежно від причини купівлі високотехнологічного товару та рівня залучення споживачів до процесу купівлі; 4) розкрити специфіку комунікаційного впливу для кожного типу купівельної поведінки споживачів.

Виклад основного матеріалу. Інформаційною основою формування стратегій маркетингових комунікацій на цільових сегментах є результати мотиваційних досліджень споживачів. Фактично йдеться про обґрунтування вибору типу комунікаційного впливу – раціоналістичного, ірраціонального чи комбінованого – та на основі цього технології й стратегії маркетингових комунікацій. З метою визначення специфічних рис мотиваційної сфери покупців на споживчому сегменті ринку високих технологій нами було проведено маркетингове дослідження. Первинна інформація збиралась на основі фокус-групового