**Генрік ВНОРОВСКІ**

# ВЕКТОРИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ВЕЛИКИМИ ТОВАРИСТВАМИ В УМОВАХ СУЧАСНИХ ВИКЛИКІВ: ПОЛЬСЬКИЙ ДОСВІД

*Розглянуто механізм зовнішнього фінансування діяльності корпоративного сектору в умовах сучасних викликів. Проаналізовано функціонування публічного ринку в Польщі. Обґрунтовано вектори розвитку ринку облігацій та перспективні зміни структури фінансування інвестиційних намірів суб'єктів господарювання.*

Сучасні умови господарювання змінили вектори забезпечення поступу суспільства, акцентуючи увагу на процесах, які протікають безпосередньо на конкретних суб'єктах господарювання. І це не дивно, адже, з одного боку, низький рівень їх конкурентоспроможності негативно впливає на макроекономічну стабільність, а з іншого – більш ефективна макроекономічна політика держави вимагає посилення впливу на суб'єкти господарювання, зумовленого зміцненням курсу національної валюти, що, у свою чергу, спричинює "виникнення ризику гальмування економічного зростання" [11, 81].

Беручи до уваги зазначене, можемо стверджувати, що суб'єкти господарювання, функціонування яких спрямоване на стримування темпів інфляції та стабілізації цін, відіграють ключову роль у стабілізації економіки, виступаючи при цьому основою, що визначає конкурентоспроможність господарської системи. Досвід світової економіки після 15 вересня 2008 р. свідчить, що практика функціонування економічної системи, заснована переважно на фінансових інституціях, призводить до краху. Разом з тим, на сьогодні уже не викликає дискусій твердження, що покращення ситуації може бути забезпечено винятково стимулюванням розвитку підприємств, які створюють додану вартість.

Наукового обґрунтування потребує питання щодо механізму зовнішнього фінансування діяльності суб'єктів господарювання. Зрештою, у будь-яких умовах – чи у період процвітання, чи в ситуації погіршення економічної кон'юнктури перед кожним господарським суб'єктом постає дилема фінансування не лише інвестиційних проектів, а й таких, які перебувають поза межами можливостей внутрішнього нагромадження капіталу. Пропозиція зовнішніх запозичень у макроекономічному масштабі є широкою. Однак цілком слушно буде зауважити, що аналітична оцінка дозволяє виявити виникнення у конкретних періодах неоднакових преференцій, якими можуть скористатися різні суб'єкти господарювання, а також помітними є відмінні пропозиції ринку, які з'являються на противагу таким преференціям.

Таким чином, мета статті полягає в оцінці практики застосування основних способів залучення капіталу польськими великими товариствами у кризовий період (Велика рецесія – вересень 2008 р.),

а також окресленні векторів їх розвитку в умовах сучасних викликів. Основну гіпотезу формулюємо як твердження, що після 15 вересня 2008 р. відбувалася зміна структури зовнішніх джерел фінансування великих товариств і знизилася роль публічного ринку у фінансуванні шляхом випуску облігацій, а також методом злиттів і поглинань (у тому числі через венчурні фонди).

Насамперед проаналізуємо те, що ж відбувалося до краху глобального банку "Lehman Brothers" у Сполучених Штатах Америки. Так, у період із 1993 р. до середини 2007 р. показник номінального валового внутрішнього продукту (ВВП) США збільшився у середньому вдвічі, а його щорічне зростання було на рівні близько 5% [10, 459]. Водночас показник індексу Доу-Джонса, що вказує на середню ціну акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі, зріс більш як у чотири рази (середня ціна акції щороку збільшувалася на 10%) [10, 460–462]. Саме це, на нашу думку, спричинило відповідні наслідки, адже впродовж років було помітним переважання вдвічі темпів зростання цін акцій порівняно зі збільшенням обсягів виробництва. Піддаючи логічному аналізу описані тенденції, можна вважати, що саме такі трендові зміни забезпечили формування позитивного ставлення людей до оцінки вартості цих суб'єктів господарювання. Принагідно зауважимо, що суттєвий вплив при цьому мала концепція управління вартістю підприємства, яка є однією з ключових в управлінні фінансами і відомою під назвою "Value Based Management" (VBM). Справді, для чого нарощувати інтенсивність виробництва, розвивати власний бізнес, якщо вкладання грошей у цінні папери на біржі приносить більші прибутки, ніж реальна господарська діяльність? Для пояснення такої абсурдної, на перший погляд, гіпотези в економічній теорії використовують термін "спекулятивний міхур", адже учасники ринку, які переконані у перевищенні ринкової ціни фінансових активів, нерухомості над їх реальною вартістю фіксують останню в угодах, передбачаючи подальше застосування при оцінці вартості свого майна, яка таким чином максимізується. За цих умов "роздутий спекулятивний міхур" ситуативно подібний до "відкритої порохової бочки", що може вибухнути у найменш сприятливий момент. Саме така ситуація виникла у липні 2007 р., коли набула розголосу інформація про ймовірність понесення великих втрат двома найбільшими інвестиційними фондами, фінансові активи яких базувалися на американських іпотечних кредитах. Цього було достатньо для того, щоб ірраціональний оптимізм перетворився на песимізм, який паралізував насамперед ринки капіталу, згодом – банківський сектор, а у кінцевому результаті – усю світову економіку.

Таким чином, ситуація, яка склалася влітку 2007 р., спричинила поточні проблеми на фінансових ринках. Однак реальна хвиля ринкової паніки розпочалася лише через рік (вересень 2008 р.), коли інвестиційний банк "Lehman Brothers" збанкрутував, що у кінцевому результаті стало причиною часткового обмеження пропозиції ресурсів на грошовому ринку, насамперед у США, а згодом і в усіх провідних економічних системах.

Серед основних причин глобальної фінансової кризи, на нашу думку, можна виокремити такі:

1. Швидкі зміни у напрямку нарощування світового економічного потенціалу та дисбаланс, що супроводжує цей процес. Так, упродовж останніх 25 років світовий ВВП збільшився майже в 2,5 рази (середньозважений показник приросту світового ВВП склав 3,5%); рекордним було зростання ВВП Китаю – більш ніж у 7 разів, значним збільшення ВВП Індії – у 4 рази; у той же час аналогічний показник для США і Західної Європи підвищувався лише вдвічі [5, 193].

2. Стрімкі глобалізаційні процеси, зокрема серед інвесторів помітно збільшилась зацікавленість країнами, які раніше були виключені з глобального ринкового простору, а фінансові інституції диверсифікували свої портфелі за рахунок розширення активів.

3. Активізація розвитку ринку деривативів. Так, загальна номінальна вартість похідних інструментів, повернених на ринок, зросла більш ніж у 9 разів (із 72 трлн. дол. США у 1998 р. до 683 трлн. дол. США в 2008 р.) [5, 194]. Зауважимо, що саме ці інструменти мають винятково спекулятивний характер і використовуються для хеджування ризиків.

4. Швидкий розвиток фінансових ринків. Так, у 1980 р. основні фінансові активи (депозити в банках, облігації, акції) становили близько 120% світового ВВП, тоді як у 2005 р. відбулося 11-кратне зростання фінансових активів і похідних інструментів, а в 2007 р. – 13-кратне зростання світового ВВП [5, 195].

5. Хвиля ірраціонального оптимізму, що мала місце в 2002-2007 рр., схиляла інвесторів до надмірно оптимістичних оцінок довготермінових перспектив розвитку фінансового ринку.

6. Нерозважливість фінансових інституцій, які практикували підвищення вартості активів (зокрема, нерухомості) для забезпечення повернення кредитів, що зумовило появу в багатьох країнах надмірної заборгованості у секторі домогосподарств, яка досягла свого максимального значення у момент падіння цін на нерухомість.

Крім того, склалися умови, які, на нашу думку, заохочують інвесторів до повернення на фондовий ринок, хоч основна парадигма розвитку і функціонування подібних ринків так і не змінилася. Зауважимо, що у цій ситуації уряд і біржі зробили все, щоб повернути оптимізм інвесторів. Зважаючи на той факт, що найбільші успіхи були досягнуті за рахунок інвестицій у період рецесії, про що писали Арістотель Онассі, Уоррен Баффет, Джордж Сорос, можемо стверджувати про невідворотне поступове покращення ситуації. Однак цілком очевидним є факт, що необхідний певний час для того, щоб інвестори повірили у прибутковість таких інвестицій і, найважливіше, у те, що вони не генерують надмірного інвестиційного ризику. Наразі показники щодо обсягів розміщення акцій на фондових ринках Польщі не можна назвати вражаючими, що ілюструє рис. 1.

Отже, у 2012 р. у Польщі як новостворені біржі, так і ті, які вже функціонували на ринку, отримали позитивні результати, а їх

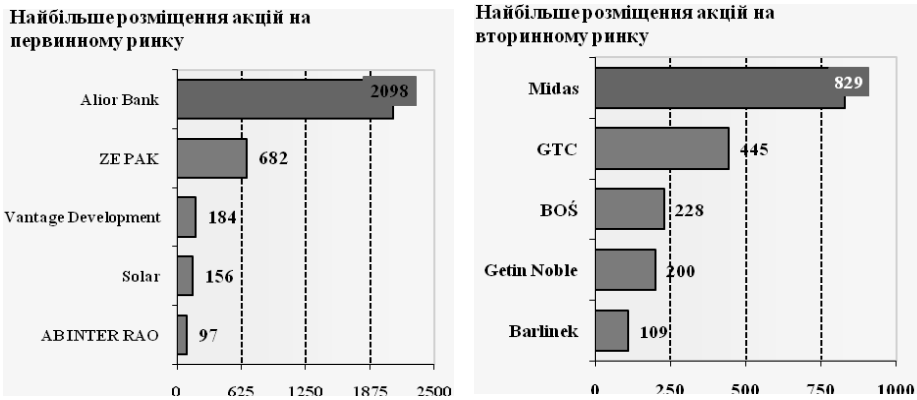



**Рис. 1. Найбільші емітенти акцій на первинному та вторинному фондових ринках Польщі в 2012 р., млн. злотих***

* Складено на основі [6].

прибуток перевищив 5,3 млрд. злотих [6]. Оптимізму додає той факт, що впродовж останніх двох років на первинному фондовому ринку панівні позиції займають фірми, акції яких котируються на біржі.

Вважаємо за доцільне погодитися із твердженням науковця В. Беня, що сьогодні саме облігації продовжують залишатися цінними фінансовими інструментами для залучення фінансових ресурсів безпосередньо від інвесторів [2, 26]. Дослідження польського ринку облігацій після 2008 р. дало змогу виявити цілком протилежну ситуацію порівняно з динамікою публічного ринку капіталів, а саме віднотовуємо зростання зацікавленості такому способі фінансування своїх проектів саме серед суб'єктів господарювання (рис. 2).

Зазначимо, що наприкінці 2000 р. у торговому обігу перебували лише п'ять серій корпоративних облігацій, у тому числі дві серії, випущені в іноземному банку, і одна серія конвертованих облігацій, випущена компанією "ComArch" [1, 113]. Це були облігації з фіксованою процентною ставкою 7,5% річних, які котирувалися у безперервній системі котирування, а одиницею угоди з продажу була одна облігація. Водночас у позабіржовому обороті котирувалося шість облігацій, обіг яких на кінець 2002 р. становив 410 млн. злотих. Збільшення обігу було зумовлено випуском цінних паперів компанією "Telekomunikacja Polska", вартість яких сягнула 96% від загального обігу облігацій [1, 113].

За нашими міркуваннями, серед факторів, які спричинили поновлення зацікавленості суб'єктів господарювання до облігацій, найважливішими були такі:

– обмеженість доступу до кредитів у кризовий період;
– неефективність нових емісій акцій;
– поступова втрата популярності інвестиційних фондів Європейського Союзу;
– переваги досліджуваного фінансового інструменту.

Дослідження свідчать, що ринок облігацій, випущених фірмами, банками та місцевими органами управління, динамічно розвивається у Польщі з 2009 р. Так, згідно з даними "Fitach Polska", обсяг згаданої емісії, проведеної у 2012 р., склав 27,6 млрд. злотих, що майже удвічі більше, ніж у 2009 р. (рис. 2). При цьому зазначимо, що у 2012 р. масштабні емісії облігацій були здійснені такими фірмами, як "BGK", "Ping", "PKO BP", "Energi" (рис. 3).

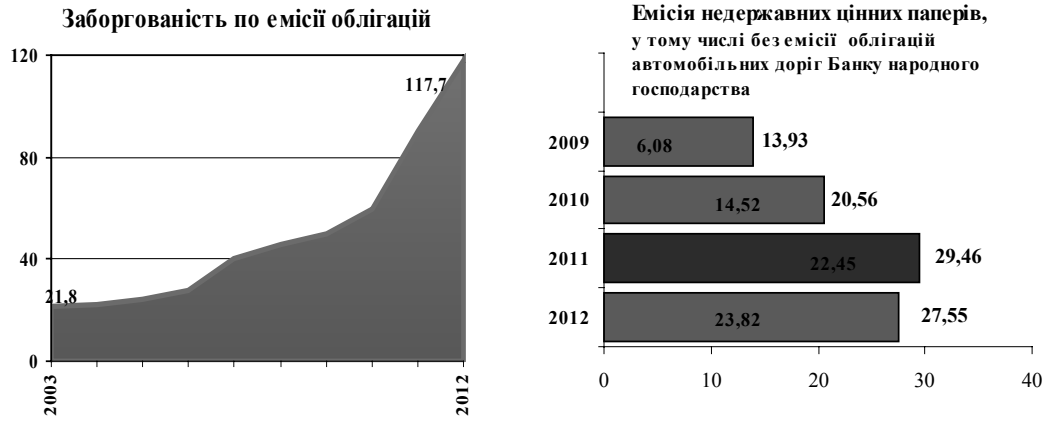



**Рис. 2. Динаміка обсягів емісії облігацій у Польщі в 2003–2012 рр.***

* Складено на основі [8].

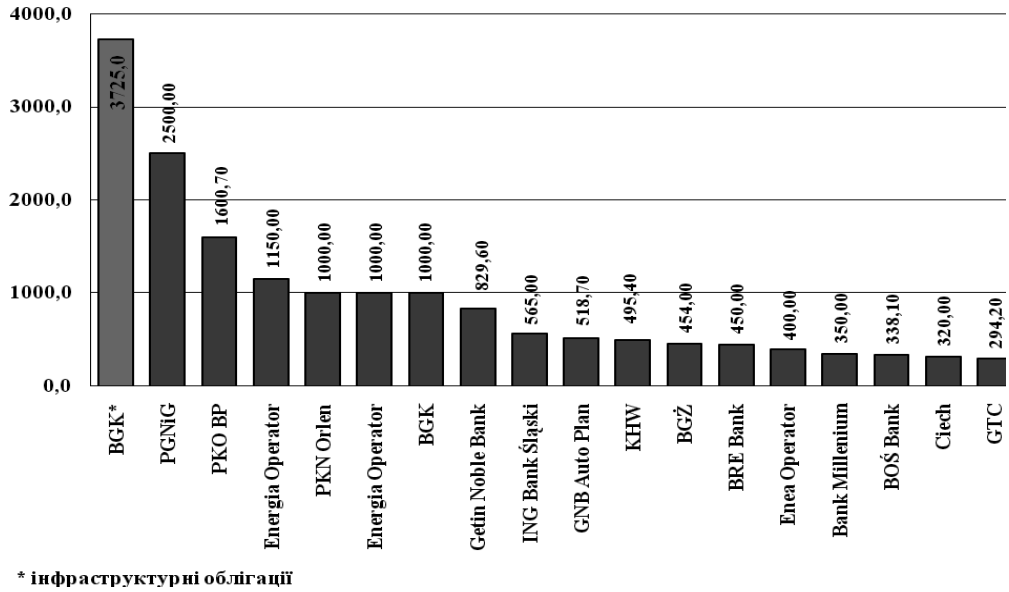



**Рис. 3. Емісія облігацій у Польщі у розрізі емітентів у 2012 р., млн. злотих****

** Складено на основі [8].

Принагідно зауважимо, що зростання зацікавленості емісією облігацій (крім великих концернів – таких, як "PKN Orlen") спостерігалося у секторі малих і середніх підприємств. Так, обсяги так званих "малих" емісій боргових зобов'язань у 2012 р. коливалися у межах від 0,5 млн. злотих до декількох десятків млн. злотих [12]. Цікавим є той факт, що згадані емітенти балансують на межі економічної доцільності, адже, з одного боку, понесені витрати на фінансування випуску облігацій перевищують вартість банківського кредиту, з іншого – боргові цінні папери корпорацій мають багато інших переваг.

Переваги випуску облігацій випливають із самої природи боргових цінних паперів і полягають:

– у значному розпорошенні кредиторів – це означає залучення необмеженої кількості інвесторів, адже публічна пропозиція боргових цінних паперів передбачає процедуру розгляду в Управлінні Комісії Фінансового Нагляду;

– у зазвичай тривалому періоді обертання – переважно три роки (але все частіше – чотири і п'ять років). Вважаємо, що саме розвиток ринку облігацій забезпечить у майбутньому перехід до емісії безстрокових облігацій;

– у відсутності вимог щодо "жорсткого" страхування власності.

Отже, можемо стверджувати, що зростання популярності емісії облігацій як способу фінансування діяльності підприємств є позитивною ознакою для майбутнього розвитку ринку цінних паперів.

Погоджуємося з думкою експертів, що у найближчому майбутньому вартість емісії цінних паперів у Польщі якщо не збільшиться, то залишатиметься наближеною до попередніх років, а це залежатиме від рівня впливу економічної кризи на польську економіку. Однак, зауважимо, що фахівці переконують у відповідних позитивних перспективних трендах. Вважаємо, що ймовірність появи позитивних змін і надалі залишатиметься високою та визначатиметься новими правилами

для банків (Базель III), які заохочуватимуть відмову банків від довгострокового фінансування і, тим самим, підштовхнуть фірми на ринок облігації. Аналізуючи зміни, можемо констатувати, що на сьогодні все більш помітним стає тренд збільшення фінансування великих інвестиційних проектів шляхом емісії облігацій. Стосуватиметься це насамперед товариств і фірм, які функціонують в енергетичному секторі (енергія і паливо). Крім того, "низькі відсоткові ставки заохочуватимуть до інвестування в корпоративні облігації", що з часом трансформується у збільшення надходжень до інвестиційних фондів корпоративних облігацій [8].

Позитивні перспективи розвитку ринку недержавних цінних паперів у Польщі можна підтвердити фактами збільшення у банківських установах кількості відділень, безпосередньо зайнятих їх емісією і реалізацією. Не так давно (вересень 2009 р.) формальне функціонування розпочав польський ринок облігацій "Catalyst" в рамках створеної Варшавської фондової біржі (Giełda Papierów Wartościowych).

Таким чином, на сьогодні польський ринок облігацій "Catalyst" суттєво розширює можливості для отримання дешевших інвестицій як для органів місцевого самоврядування, так і окремих господарських суб'єктів, виступаючи водночас чинником, який підвищує довіру до інвесторів та контрагентів, і досконалим маркетинговим інструментом, що застосовується для промоції не лише конкретної емісії, а й емітента – наприклад, ґміни, повіту чи конкретного підприємства. Дотримання інформаційних зобов'язань і постійна ринкова оцінка емітованих цінних паперів покращує перспективні можливості механізмів пошуку капіталу і оцінювання чергових емісій облігацій. Правильність наведених тверджень відображає динаміка зростання номінальної вартості корпоративних облігацій на польському ринку "Catalyst" у 2011–2012 рр. (рис. 4).

У такій ситуації логічно очікувати зниження ролі кредитування у фінансуванні бізнесової діяльності суб'єктів господарювання. Так, у 2012 р. заборгованість польських підприємств за інвестиційними кредитами становила близько 77,3 млрд. злотих і порівняно з 2011 р. знизилася на 3% [7]. Водночас, спостерігалося підвищення на 31 млрд. злотих суми корпоративних боргів, пов'язаних із випуском облігацій з терміном погашення більше одного року, які зросли

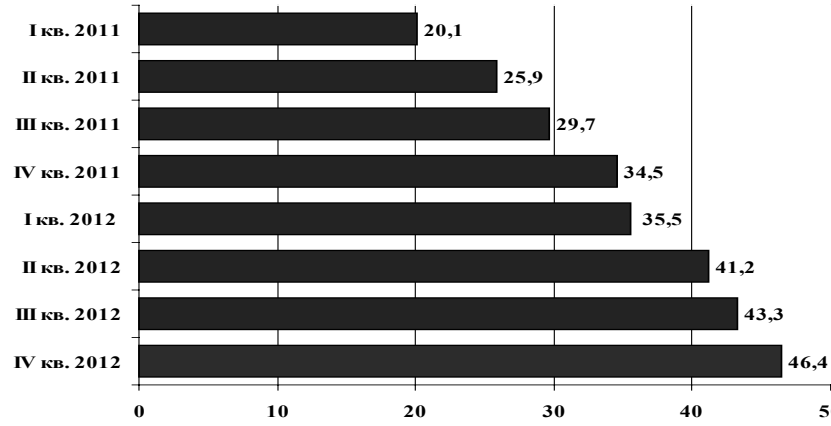



**Рис. 4. Номінальна вартість корпоративних облігацій, що котируються на польському ринку "Catalyst", у 2011–2012 рр., млрд. злотих***

* Складено на основі [12].

на 30% . Як уже зазначалось раніше, сума емісії боргових цінних паперів у Польщі в 2012 р. склала 27,6 млрд. злотих. Якщо ж до цього додати емісію поза теренами країни, то згаданий показник додатково збільшується на 12 млрд. злотих [7].

Зауважимо, що згадані цінні папери можуть випускати не лише фірми, а й банки та органи місцевого самоврядування. Динаміка заборгованості банків і муніципалітетів за облігаціями також є позитивною, зокрема упродовж 2009–2012 рр. спостерігалося стабільне її зростання (рис. 5).

Тенденцію до формування зацікавленості окремих секторів національної економіки емісією облігації у Польщі у період 2006-2012 рр. також засвідчує зростання вартості недержавних цінних паперів. Примітно, що, якщо на початку цього періоду емітентами були винятково суб'єкти господарювання, то з 2009 р. помітним є збільшення обсягів емісії облігацій в усіх трьох секторах – бізнесовому, банківському та муніципальному.

Кризові умови активізували у польській економіці процеси злиття і поглинання компаній. Ринок злиттів та поглинання у Польщі після 2008 р., незважаючи на високий рівень неприйняття ризику, обмеженого доступу до ліквідності, а також у певному розумінні розчарування та зневіри учасників, розвивається досить динамічно, що підтверджує аналіз статистичних даних щодо динаміки кількості згаданих трансакцій упродовж 2007–2010 рр. При цьому найвищі темпи зростання вартості трансакцій щодо злиттів і поглинань спостерігалися у 2010 р. (рис. 6).

Таким чином, враховуючи вищенаведене можемо зазначити, що Польща традиційно займає ключові позиції на ринку злиттів і поглинань у регіоні Центральної та Східної Європи. Так, упродовж останніх років частка країни на згаданому ринку становила близько однієї четвертої від загального обсягу трансакцій у вартісному виразі. Варто зауважити, що у 2010 р. цей показник сягнув понад 2/3 у межах регіону. Таким чином, можемо констатувати, що нині Польща посідає чільне місце у регіоні за якісними індикаторами, як характеризують стан вказаного ринку. Так, польський ринок злиттів і поглинань експерти відносять до швидкозростаючих та перспективних, адже рівень розвитку суспільно-економічних чинників можна порівняти з такою прогресивною економікою, як таїландська – 87%, та перевищує аналогічний показник Чехії (72%); за технологічним рівнем (74%) перевищує Таїланд (70%) та є дещо нижчим,

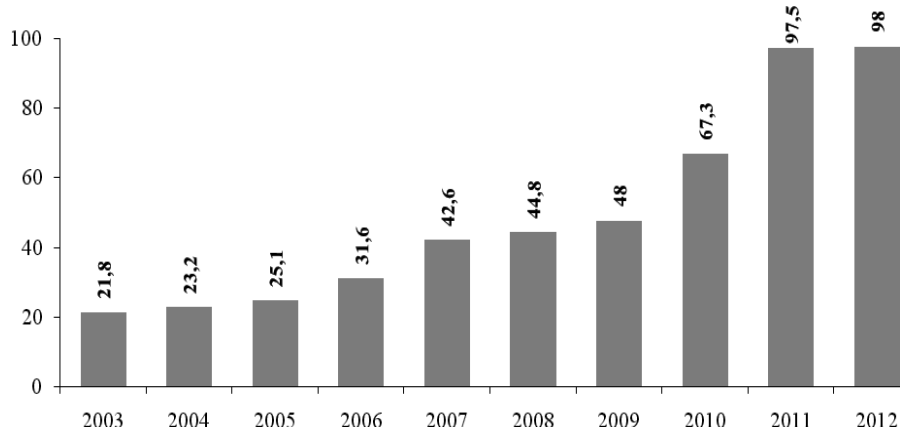



**Рис. 5. Корпоративний борг банків і муніципалітетів за облігаціями, млрд. злотих**

* Складено на основі [7].

**Рис. 6. Динаміка обсягів трансакцій на ринку злиттів та поглинань у Польщі в 2007–2010 рр.***
* Складено на основі [9].

ніж аналогічний показник у Чехії (82%); а за рівнем розвитку економіки та фінансового сектору (59%) Польща хоч несуттєво, але переважає аналогічний показник у Чехії (56%). Водночас, помітним є відставання за рівнем регуляторного забезпечення, який для Польщі становить 48%, від Чехії (57%), Таїланду (53%), Малайзії (64%) а за рівнем інфраструктурного забезпечення (65%) від Чехії – 90%, Таїланду – 99% та Малайзії – 71%. При цьому, доцільно зауважити, що саме 2013 р. став переломним у розвитку фінансової інфраструктури, що дає можливість передбачати прогресивний розвиток країни вже у найближчій перспективі [9].

При здійсненні процесів злиття і поглинання, управлінським структурам варто прийняти подібні рішення на основі оцінювання можливостей: зниження експлуатаційних витрат; збільшення масштабів виробництва; виходу на нові ринки збуту; усунення невигідної конкуренції; "наближення" до монополістичної позиції на певному ринку.

Динаміка трансакцій злиття та поглинання у Європі у 2003–2013 рр. свідчить про стабілізацію їх обсягів у вартісному виразі в 2011–2013 рр., хоч кількість таких трансакцій продовжує знижуватися, зокрема за останні три роки вона скоротилася більш, ніж у 1,5 раза (рис. 7).

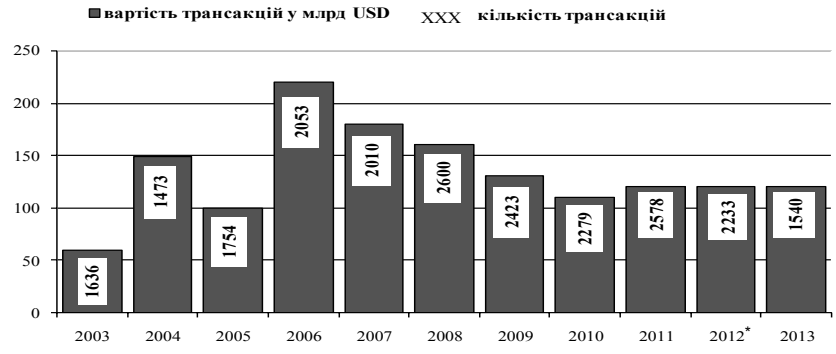


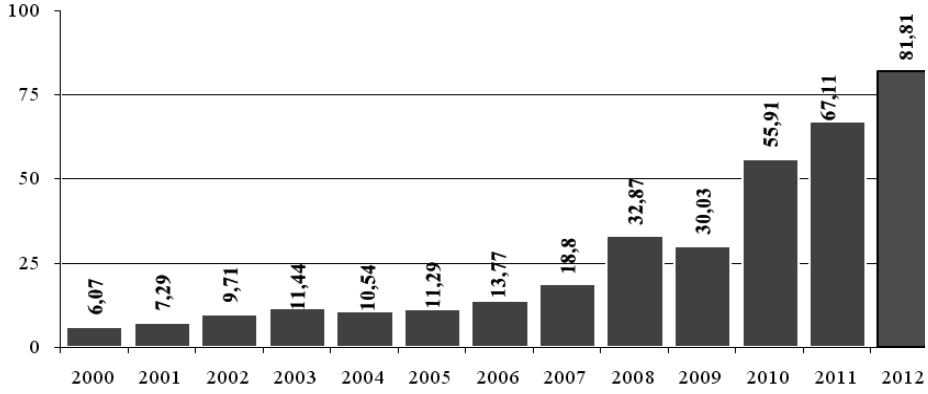

**Рис. 7. Динаміка трансакцій злиття та поглинання у Європі у 2003–2013 рр.****
* рік 2012 – у січні та лютому
** Складено на основі [2].

Як видно з рис. 7, інтерес до ринку злиттів і поглинань у Європі після 2008 р. був досить помірним, тоді як підвищена активність на цьому ринку у 2012 р. була зафіксована в Північній Америці. Разом з тим, перші два місяці 2013 р. дають підстави сподіватися, що, можливо, Європі все ж вдасться наслідувати згадані прогресивні зміни.

Таким чином, незважаючи на безліч переваг і актуальні тренди, прогнозування ефектів від злиттів і поглинань повинно бути чітким і реальним. Для цього витрати доцільно планувати із суттєвим завищенням, а очікувані прибутки – зі значними резервами, адже краще мати справу з приємним сюрпризом, ніж з неочікуваним банкрутством. В умовах кризи вартість акцій багатьох компаній знижується, що загалом необов'язково означає їхню привабливість. Отже, лише у результаті консолідованих дій можна уникнути появи надмірної заборгованості у суб'єкта господарювання. З цією метою сучасний ринок капіталів пропонує широкий спектр фінансових інструментів, що дає змогу підприємцям знаходити потрібне джерело інвестиційного капіталу залежно від конкретних обставин і переваг. Так, протягом останніх років у Польщі відчутними темпами зростав факторинговий ринок, зокрема у 2012 р. величина трасакцій на ньому становила понад 80 млрд. злотих та порівняно з 2011 р. зросла у 1,2 раза (рис. 8) [12].

Протягом останніх років також помітно зросла кількость суб'єктів господарювання, які все частіше для фінансування своєї операційної діяльності користуються факторингом як фінансово посередницькою послугою.

Підсумовуючи, зауважимо, що польські компанії, банки та управлінські структури після початку фінансової кризи кардинально змінили структуру джерел фінансування та свої інвестиційні плани. І хоча нині спостерігається ситуація невизначеності та непередбачуваності на публічному ринку капіталів і запроваджуються більш жорсткі критерії кредитування, проте суб'єкти господарювання все частіше емітують облігації як для нових інвестицій, так і для погашення заборгованості. Ця тенденція підсилюється і тим, що все більше приватних інвесторів охоче вкладають гроші в недержавні боргові цінні папери, вважаючи їх більш безпечними та привабливими, ніж акції й банківські депозити.




*обороти дочірніх компаній з PZF

**Рис. 8. Динаміка величини трансакцій на факторинговому ринку Польщі в 2000–2012 рр., млрд. злотих [12]**

**Література**

*1. Al.-Kaber M. Rynki finansowe i instytucje. – Białystok: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, 2004. – 610 s. – (Wydanie 2).*

*2. Ameryka znów chce przejmować // "Rzeczpospolita" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archiwum.rp.pl/artykul/1182610-Ameryka-znow-chce-przejmowac.html. – (11 marca 2013 r.).*

*3. Bień W. Rynek papierów wartościowych. – Warszawa: Wydawnictwo Difin, 2001. – 41 s.*

*4. Noga A. Teorie przedsiębiorstw. – Warszawa: PWE, 2009. – 360 s.*

*5. Orłowski W. M. W pogoni za straconym czasem. Wzrost gospodarczy w Europie Środkowo-Wschodniej 1950-2030. – Warszawa: PWE, 2010. –240 s.*

*6. Ostrowska K. Giełdowe spółki wolą emisję obligacji niż akcji // Rzeczpospolita. – 2012. – 15 lutego.*

*7. Ostrowska K. Inwestycje i finanse. Nie ma kredytu? Przyjdź do nas // Bloomberg Businessweek Polska. – 2013. – 25.02.2013 r. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:http://bloombergbusinessweek.pl/artykul/983871.html?print=tak&p=0*

*8. Ostrowska K. Rok dużych emisji obligacji korporacyjnych // Rzeczpospolita. – 2013. – 4 lutego.*

*9. Wiadomości / Fuzje i przejęcia: wysoka atrakcyjność Polski. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.egospodarka.pl/85970,Fuzje-i-przejecia-wysoka-atrakcyjnosc-Polski,1,39,1.html.*

*10. Wnorowski H. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego a geneza światowego kryzysu finansowego 2008 roku // Budownictwo i inżynieria środowiska. – Politechnika Białostocka, 2011. – Vol. 2. – No. 3 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.biswbis.pb.edu.pl/2011_03/306s.pdf*

*11. Wnorowski H. Rynki zagraniczne, jako miejsce realizacji funkcji celu przedsiębiorstwa. – Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, 2011. – ([w:] Teoretyczne i praktyczne aspekty funkcjonowania gospodarki światowej i rynku pracy [red Anna Chmielak]) – Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, 2011. – 266 s.*

*12. Żelek K. Co zamiast kredytu obrotowego // Rzeczpospolita. – 2013. – 1 marca.*