

*В. В. Пилипів,
к. е. н., старший науковий співробітник, провідний науковий співробітник,
ДУ "Інститут економіки природокористування та сталого розвитку НАН України"*

ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ КАПІТАЛІЗАЦІЇ ПРИРОДНИХ РЕСУРСІВ В СИСТЕМІ ТЕРИТОРІАЛЬНОГО УПРАВЛІННЯ

У статті визначено основні умови введення природних ресурсів у фінансовий обіг. Обґрунтована схема капіталізації природних ресурсів шляхом їх сек'юритизації.

The basic terms of the use of natural resources in the financial circulation are defined in the article. The scheme of capitalization of natural resources through their securitization is grounded.

*Ключові слова: територіальні економічні системи, природні ресурси, капіталізація, сек'юритизація.
Key words: territorial economic systems, natural resources, capitalization, securitisation.*

Територіальна економічна система являє собою сукупність економічних відносин між суб'єктами господарської діяльності, які формують стійку цілісність, а перспективи її відтворення лежать в площині активізації процесів використання та відтворення територіальних ресурсів і територіальної економічної діяльності. Відповідно система територіального управління повинна бути націленою на гармонізацію інтересів територіальних суб'єктів господарювання з приводу використання наявних ресурсів.

У сучасних умовах розвитку суспільства територіальні економічні системи функціонують у фінансовому просторі, в рамках якого формується сукупність можливостей щодо використання територіальних ресурсів для власного розвитку та відтворення, а потреби сталого розвитку реалізуються за рахунок власних, позичених чи залучених фінансових ресурсів. Відповідно в таких умовах найбільш актуальними постають проблеми підвищення вартості наявних територіальних ресурсів, залучення їх у фінансовий обіг та використання фінансових ресурсів на потреби сталого соціально-економічного розвитку.

Оскільки використання природних ресурсів лежить в основі більшості виробничих циклів і вони є одними з тих, на основі використання яких може відбуватися сталий розвиток територій, то важливим є завдання щодо

формування такої системи управління ними, механізми якої відповідали б сучасному рівню розвитку фінансового простору. Розв'язання даної проблеми лежить в площині надання природним ресурсам форми фінансових інструментів та забезпечення їх ефективного проходження через адекватну фінансову інфраструктуру, що дозволить отримати реальну оцінку та забезпечити їх відтворення як стратегічного потенціалу сталого розвитку.

Ресурсна база, за рахунок якої повинні розв'язуватися зазначені проблеми та задовольнятися інтереси територіальних економічних систем, може бути сформована на основі активної реалізації процесів капіталізації.

Капіталізація є динамічним і надзвичайно рухливим показником, який відображає зміни результатів економічної діяльності господарських структур. В умовах так званого ефективного ринку збільшення ринкової капіталізації вважається однією з головних стратегічних цілей економічної діяльності. Ключовими мотивами досягнення цієї мети є наступні [1, с. 143]:

1) при первинному розміщенні акцій висока капіталізація дозволяє отримати більше коштів за участь інвестора в капіталі;

2) у разі запозичення фінансових ресурсів, висока капіталізація визначає більш низьку вартість позикових коштів;

3) висока капіталізація — це певний захист від недружнього поглинання;

4) зростання капіталізації — це один із способів узгодження інтересів різних груп акціонерів.

Важливою передумовою економічного розвитку території є можливість отримання доходів від використання її активів. Капітал повинен постійно перебувати в господарському обороті, а всі управлінські дії щодо капіталу повинні бути націлені на створення доданої вартості та капіталізацію активів території. Тільки таким чином можна уникнути процесу "омертвіння" капіталу.

Як приклад успішно проведеної капіталізації активів наводиться залучення у фінансовий оборот російських нафтогазових запасів. Специфікація прав власності на надра, подальша передача частини прав через механізм ліцензування компаніям з відкритою для сторонніх інвесторів формою власності дозволили суттєво збільшити капіталізацію російського фондового ринку, а компанії "Газпром" — стати однією з найдорожчих у світі за ринковою капіталізацією.

Для того, щоб вибрати найбільш ефективні інструменти управління активами на рівні території, необхідно розглянути сутність самого поняття "актив". Основне призначення і сенс активу полягає в його можливості генерувати грошові потоки і приносити власнику дохід і прибуток у тій чи іншій формі. Для цього необхідним є найбільш повне включення активу в господарський оборот, що багато в чому залежить від правильної оцінки активу та його ув'язки з іншими активами.

Водночас у сучасному глобальному світі більшість активів набуває віртуальної форми фінансів, державно-адміністративне управління економікою виявляється все менш ефективним і неспроможним виконувати функцію управління цими мобільними активами. Місцеві чиновники здійснюють управління землею, фізичними об'єктами тощо, проте досі слабо орієнтуються на глобальному ринку фінансів. У той же час інтегровані бізнес-групи дуже добре освоїли дані фінансові активи, а фінансовий менеджмент для них є звичною технікою управління. Здатність залучати фінанси і ефективно користуватися ними є інтегральною оціночною характеристикою для територіальних економічних систем, а їх здатність перетворювати свої активи в мобільний капітал і використовувати його таким чином, щоб вартість активів (розмір капіталу) постійно зростала, характеризує ефективність сучасного територіального управління [2].

Оскільки в практичному наближенні різні форми і види капіталу виражені через різні види активів, то можна припустити, що сутність управління процесом капіталізації являє собою управління відтворенням активів. Таким чином, при розв'язанні задач прикладного характеру перед суб'єктом управління стоїть завдання виявлення наявних у його віданні і розпорядженні активів, їх оцінка та розробка системи заходів щодо підвищення ефективності їх використання в господарському обороті.

У сучасних умовах така важлива мета розвитку територіальних економічних систем, як підвищення їх кон-

курентоспроможності, може бути досягнута шляхом збільшення ринкової вартості активів, які обертаються в їх фінансовому просторі. Тому політика розвитку територій повинна бути націлена на розв'язання завдання збільшення вартості активів території, а всі стратегічні управлінські рішення на всіх рівнях управління — на поліпшення ключових факторів, що впливають на вартість і привабливість території у її інвестиційний та соціальному аспектах [3, с.53].

Існує тісний взаємозв'язок між розширеним відтворенням капіталу і конкурентоспроможністю. Розширене відтворення капіталу є базовою умовою економічного зростання та підвищення конкурентоспроможності територіальної економічної системи. Для територіального суб'єкта це означає вбудовування в зовнішні системи руху капіталу в результаті створення таких умов, при яких на території було б вигідно розміщувати певні види економічного капіталу (активи). В сучасних умовах на цьому базується конкурентоспроможність території — через її здатність залучати капітал. При цьому для забезпечення відтворення територіальних економічних систем важливо не тільки бути включеним в існуючі зовнішні системи руху капіталу, але й бути здатним генерувати на їх основі власні ланцюги створення вартості [3, с. 54]. Таким чином, перспективи територіального розвитку залежать від здатності залучати і генерувати капітал, а сценарії їх відтворення базуються на процесах капіталізації.

Успішність фінансової системи залежить від здатності постійно відшукувати та формувати нові потоки активів. Базовою суттю фінансів є мобілізація капіталу для інвестицій. Капітал може бути отриманий з таких різних джерел як банки, розміщення цінних паперів, оренда, державне фінансування, промислові облигації розвитку, венчурні компанії, акредитиви, векселі, ф'ючерси тощо. Він не обов'язково повинен знаходитися у власності його розпорядника і часто є запозиченим в тій чи іншій формі. При цьому повинна бути певна застава, що зазвичай представляється у вигляді основних засобів, які дають передбачуваний потік доходів. Таким чином, для того, щоб мати можливість залучати капітал, важливо шукати активи, які будуть приносити дохід і можуть діяти як у якості застави, так і в якості джерела прибутків.

Одними з таких ресурсів, які неповною мірою включені в ринковий обіг, є природні ресурси. Так, на території економічних систем завжди знаходиться певний набір природних ресурсів. У той час як пряме використання відновлюваних природних ресурсів дозволяє системі рухатися в руслі сталого розвитку, використання невідновлюваних ресурсів потребує особливого механізму їх капіталізації із врахуванням потреб екологічної безпеки та потреб майбутніх поколінь.

Важливим є висунення на перший план вибору політики управління як визначальної для економічного зростання. Розвиток держави залежить від вибору і реалізації політики щодо використання і управління природними ресурсами і від того, куди інвестувати і як розподіляти доходи, які вони формують.

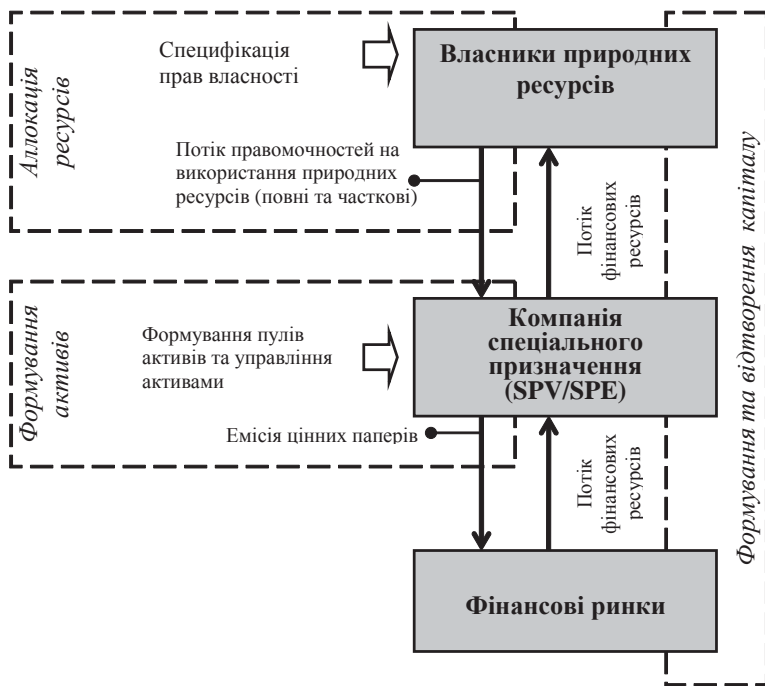


Рис. 1. Схема капіталізації природних ресурсів шляхом їх сек'юритизації

Головна проблема використання різних територіальних активів як джерел фінансування розвитку територіальних економічних систем в Україні полягає у тому, що власність на більшу частину активів у нашій країні юридично не оформлена, а отже, активи ці не можуть виступати в якості застави або використовуватися як власний капітал економічних агентів.

Тому, насамперед, повинна бути здійснена специфікація прав власності та модернізація заставного та іншого суміжного законодавства. Після цього необхідно забезпечити ліквідний ринок для цих активів — створивши інфраструктуру та стимули для її функціонування.

Введення в обіг фінансової системи нової маси активів має супроводжуватися [4]:

- чіткою специфікацією прав власності та створенням вбудованих обмежень і захисних механізмів — вбудовані обмеження необхідні, щоб запобігти переходу всіх прав власності на стратегічно важливі активи у власність нерезидентів, у тому числі транснаціональних компаній, і гарантувати збереження економічного суверенітету. Для цього при специфікації прав можуть бути виділені права тривалого користування, права розпорядження з обумовленими обмеженнями (використання активів і можливості їх відчуження на користь іноземних осіб) або можливість вводити такі обмеження;

- модернізацією законодавства у сфері застави, сек'юритизації — капіталізація активів стає можливою шляхом перетворення активу в біржовий товар, випуску забезпечених цінних паперів. Проблеми в цій сфері обмежують розширення заставної бази та розвиток внутрішнього ринку сек'юритизації;

- забезпеченням ліквідного ринку, а саме: створенням інфраструктури ринку і механізмів забезпечення ліквідності (біржі, маркет-мейкери, і т. д.). Ліквідність

активів може забезпечуватися і прямими угодами з нефінансовими компаніями. Для банку попередня угода про продаж застави означає, що застава стає ліквідною;

- забезпеченням економічних агентів ресурсами — передбачає емісію грошей та їх еквівалентів під створену в ході капіталізації вартість. Економічно виправданим є підхід до емісії під нову вартість, при якій грошова пропозиція буде відповідати попиту на гроші. Капіталізація активів сама по собі розширює попит на гроші для трансакцій з активами, тому адекватна емісія не призведе до інфляційних наслідків;

- гарантією проходження ресурсів через інфраструктуру. Для цього на перших етапах може застосовуватись обов'язкове використання інфраструктури державними компаніями.

На національному рівні розширення заставної бази означає підвищення ємності фінансового сектора, зниження рівня кредитних ризиків і можливості для збільшення темпів економічного зростання. Прямим наслідком капіталізації є зростання використовуваного національного багатства і, відповідно, додатної вартості, створюваної економікою.

В Україні права власності на капітал суб'єктів усіх рівнів господарювання слабо специфіковані, розмиті, а сфера відносин власності ще не стала передумовою і результатом формування та ефективного використання капіталу, виникнення нових комбінацій активів та їх вартісного зростання.

Фінансова система повинна сприяти ефективному розподілу ресурсів в економіці. При цьому мова йде не тільки про ті ресурси, які в даний час залучені в фінансовий обіг, але і про ті, які потенційно можуть бути пропущені через фінансову систему.

Розподіл ресурсів і ризиків є саме тими сферами, які фінансовий ринок регулює набагато краще за чиновників. В українській практиці виконанню цієї функції заважає, зокрема, слабкість національної інфраструктури управління ризиками (страхові компанії, рейтингові агентства, кредитні бюро). Пропускаючи ресурси через фінансову систему, ми добиваємося більш чіткої оцінки ризиків, встановлення ринкових ставок і, в кінцевому рахунку, неінфляційної кредитної експансії.

Найбільш поширеним способом введення в оборот некапіталізованих елементів національного багатства є механізм сек'юритизації активів, який розглядається як спосіб "перетворення" незадіяних активів у такі, що обертаються, за допомогою фондових ринків. У процесі сек'юритизації активів відбувається виділення і передача певних активів, наявних в ініціатора сек'юритизації, в диференційований пул фінансових активів, який списується з балансу ініціатора і передається новій спеціально створеній організації, яка в подальшому випускає цінні папери, забезпечені цими активами, і розміщує їх серед широкого кола інвесторів.

Так, схема секюритизації природних ресурсів може мати наступний вигляд (рис. 1). В ній виділяються блоки аллокації ресурсів, формування активів, формування та відтворення капіталу. В рамках аллокації природних ресурсів відбувається специфікація прав власності на природні ресурси та відокремлення диверсифікованого пулу активів від його власників, що дозволяє відокремити господарські ризики власників від ризиків чисто активів, а також добитися істотної економії власного капіталу. На наступному етапі створюється компанія спеціального призначення SPV, яка бере на себе управління відокремленим пулом активів та здійснює його рефінансування на ринку капіталів або грошовому ринку за допомогою випуску цінних паперів.

Даній компанії може бути присвоєний окремий кредитний рейтинг. Крім комунальних підприємств у створенні SPV можуть брати участь місцеві органи влади, будівельні компанії, приватні інвестори та інші учасники з різними інтересами. SPV — це компанія, що спеціалізується на управлінні інвестиційними проектами. Така компанія може забезпечити системний підхід до організації всього процесу інвестування в розвиток об'єктів місцевої інфраструктури. У деяких випадках функції SPV для пулу дрібних позичальників може виконувати досить велика організація комунального комплексу. Як правило, цей варіант виникає при реалізації інвестиційних проектів "на стику" територій і дозволяє оптимальним чином вибудувати відносини між учасниками проекту.

Створення корпоративної структури з управління інвестиціями може бути більш ефективним за участі великого банку, який би був зацікавлений у фінансуванні інфраструктурних проектів та організацій.

Залучені SPV фінансові ресурси на фінансових ринках стають інвестиційними ресурсами для власників капіталу.

Загалом перелік видів активів, які можуть бути секюритизовані, постійно розширюється. В сучасному світі стає можливою секюритизація будь-яких прав вимог, які забезпечують майнові права та майбутні надходження фінансових ресурсів. Зокрема, природні ресурси, різного роду іпотека (земельна, житлова, комерційна та ін.), очікувані надходження до бюджету від окремих податків тощо.

Загальна схема секюритизації територіальних активів, як правило, проходить за наступними основними етапами:

- 1) створення SVP. Його засновники зазвичай не пов'язані з компанією-первинним власником активів (далі — оригінатор);
- 2) оригінатор продає права вимоги за своїми активами SVP, повністю відчужуючи ці активи на його користь;
- 3) SVP сплачує первинному власнику повну (або з дисконтом) вартість проданих прав вимоги. У операції може бути присутнім додаткове забезпечення, отримане SVP від оригінатора або третіх осіб з метою збільшення інвестиційної привабливості випускаються ним фінансових інструментів;

4) SVP отримує окремий кредитний рейтинг в одному з міжнародних агентств;

5) SVP випускає цінні папери і розміщує їх серед професійних інвесторів. SVP використовує надходження від придбаних прав вимоги для сплати відсотків і основної суми боргу, а також за позиками, якщо для набуття прав вимоги було залучено позику. Як правило, в якості адміністративного агента по збору платежів з прав вимоги виступає оригінатор;

6) SVP може структурувати емісію в кілька траншів.

Безумовно, перш ніж реалізувати схеми структурного фінансування, необхідно забезпечити хороший правовий та фінансовий захист для потенційних інвесторів.

За допомогою випуску інфраструктурних облігацій не тільки розшириться перелік фінансових інструментів, але також стане можливою реалізація окремих проектів розвитку інфраструктури — залізничних шляхів, об'єктів телекомунікацій та іншої комунальної інфраструктури. Класична секюритизація відкриває широкі перспективи. Великі енергетичні і телекомунікаційні, газові, вугільні і нафтові компанії, тобто так звані капіталомісткі виробництва, не можуть обходитися без позикових коштів. Вони є потенційними оригінаторами, для яких введення такої схеми, як секюритизація, різко знизила б вартість ресурсів.

У сучасній світовій практиці залучення ресурсів з фондового ринку сформувалися надійні фінансові інструменти або схеми, що забезпечують для підприємств сільського господарства отримання ресурсів у необхідних обсягах, узгоджених за термінами і вартістю залучення.

Таким чином, в сучасних умовах пошуку фінансовим капіталом надійних джерел відтворення українські регіони і міста могли б ефективно використовувати механізм секюритизації з метою активізації інвестиційної діяльності та прискорення свого соціально-економічного розвитку. Проте для цього необхідно привести українське законодавство у відповідність з потребами економічного зростання, розвитку країни та безпечно-го входження у фінансовий простір.

Література:

1. Малова Т.А. Капитализация российских активов: факторы, приоритеты / Т.А. Малова // Аудит и финансовый анализ. — 2005. — С. 141—147.
2. Княгинин В. Капитализация регионов: проблемы задачи механизмы [электронный ресурс] / В. Княгинин. — Режим доступа: http://www.csr-nw.ru/content/data/article/file/st45_605.pdf
3. Особенности воспроизводства регионального капитала: сущность, подходы к оценке, методы управления / [Под общей ред. Ю.В. Савельева]. — Петрозаводск: Изд-во Карельского научного центра РАН, 2008. — 213 с.
4. Драйверы роста и развития [Электронный ресурс] / Рейтинговое агенство "Эксперт". — Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/strategy/conception/part2/4>

Стаття надійшла до редакції 08.06.2011 р.