

УДК 336

Мамонтова Н. А.,*кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Національного університету "Острозька академія"*

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЙ

У статті досліджуються наявні підходи до сутності капіталізації та капіталізації компанії. Визначено необхідність зростання капіталізації фондового ринку, первинного публічного розміщення акцій на біржі (ІРО) для залучення фінансових ресурсів компанії.

Ключові слова: капіталізація, вартість компанії, фондовий ринок, фондова біржа, первинне публічне розміщення акцій на біржі.

В статье исследуются существующие подходы к сущности капитализации и капитализации компаний. Определено необходимость увеличения капитализации фондового рынка, первичного публичного размещения акций на бирже (ІРО) с целью привлечения финансовых ресурсов компании.

Ключевые слова: капитализация, капитализация компании, фондовый рынок, фондовая биржа, первичное публичное размещение акций на бирже.

The article has investigated current approaches to the essence of capitalization and capitalization of company. It has been proved the necessity of increasing of stock market capitalization, initial public offering (IPO) to attract business financial resources.

Keywords: capitalization, company value, stock market, stock exchange, initial public offering.

Постановка проблеми. У сучасному світі великі компанії (чи то корпорації) займають провідні позиції в економіці. Це пояснюється тим, що такі структури, акумулюючи значні матеріальні, людські, фінансові й інтелектуальні ресурси, можуть задавати не лише параметри, але й вектори розвитку національних економічних систем. Бюджети багатьох провідних корпорацій зрівняні або навіть перевищують державні бюджети багатьох країн. В Україні та інших країнах СНД корпоративний сектор продемонстрував досить високу динаміку кількісного зростання, в умовах глобалізації та відновлення економічного зростання цей процес продовжуватиметься. Утім, вчені і практики дедалі частіше порушують актуальні питання фінансового менеджменту компаній, формування стратегій фінансування інвестиційних та інноваційних проєктів.

Відповідно до цього компаніям необхідно нарощувати власні ресурси,

які б забезпечили реалізацію цих стратегій. Однією з основних концепцій на цьому етапі є концепція управління вартістю, яка, своєю чергою, на цьому етапі розвитку економічної системи нерозривно пов'язана з капіталізацією.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Серед вітчизняних науковців проблемами капіталізації займалися О. Амоша, В. Баліцька, О. Барановський, Н. Брюховецька, А. Гриценко, М. Козоріз, С. Шумська, І. Яремко та інші. Проте питання капіталізації нафтогазових компаній вітчизняними та зарубіжними науковцями не досліджувались.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розкриття сутності капіталізації компанії.

Виклад основного матеріалу. В останні роки все більше уваги приділяється дослідженню сутності капіталізації як з боку зарубіжних науковців, так і вітчизняних. Автори монографії “Методологічні основи оцінки рівня капіталізації суб’єктів господарювання”, проаналізувавши відповідні наукові джерела, зробили узагальнення, що капіталізацію визначають як: а) перетворення прибутку на капітал; б) процес утворення фіктивного капіталу, обчисленого на основі доходу, отриманого від володіння цінними паперами; в) відшкодування одноразових витрат, що відображають вкладення капіталу завдяки нагромадженню прибутку; г) добуток котування звичайних акцій компанії на загальну їхню кількість [1, с. 167]. Капіталізацію також розуміють як вартість цінних паперів, що котуються на фондовому ринку; як оцінку ринкової вартості компанії за його прибутком; як здатність перетворення прибутку на капітал; у банківській системі – як зростання власного капіталу банку та ін. [2, с. 7; 3, с. 107].

В “Економічній енциклопедії” капіталізація розглядається як вкладення частини доходів в цінні папери й отримання прибутку на них у формі відсотка та використання частини додаткової вартості на розширення виробництва. При цьому капіталізація, або капіталізована додаткова вартість, формувала фонд капіталістичного накопичення, що на початковій стадії розвитку капіталізму використовувався частіше усього на придбання додаткових інструментів виробництва і робочої сили. У сучасних економічних умовах цей фонд також використовується на розвиток науки, одержання нової інформації, упровадження нових форм і методів організації виробництва, продуктивних сил [4, с. 864].

М. Козоріз вважає, що “капіталізація – це економічна категорія, яка окреслює сутність фінансово-економічних відносин між суб’єктами господарювання стосовно розподілу, оцінки і напрямів використання доходів і капіталів” [1, с.11].

В. Мандибуря досліджує капіталізацію як “систему відносин, що виникають у процесі накопичення капіталу, тобто процесу, в результаті якого відбувається ріст об’єму авансованого (статутного) капіталу” [5, с. 93].

Т. Гайдай пише, що капіталізація “розкриває стан, структуру, величину, якісні параметри і динаміку капіталу як ресурсу, фактора і рушійної

сили функціонування і розвитку фірми, галузі, національної і світової економіки" [5, с. 97].

Багато науковців, зокрема, О. Барановський, С. Шумська досліджують капіталізацію економіки як індикатор фінансової ефективності економіки, як засіб перетворення вартості в капітал, як один з основних інструментів забезпечення сталого соціально-економічного розвитку, впровадження його інноваційної моделі, а не лише як сумарну ринкову капіталізацію компаній, включених у лістинг [6; 7; 8].

На думку С. Шумської, "точкою підрахунку капіталізації економіки є національне багатство, як сукупність створених та накопичених у країні працею всього суспільства матеріальних благ, розроблених природних ресурсів, досягнутого рівня освіти людей, їх досвіду, майстерності, творчих здібностей, які призначені для розширеного відтворення з ціллю підвищення добробуту нації". Це трактування відокремлює капіталізацію економіки та капіталізацію фондового ринку [8, с. 61].

В окремих словниках наведено таке визначення капіталізації:

- 1) перетворення додаткової вартості в капітал;
- 2) облік цінності майна за принесеним ним доходом;
- 3) перетворення доходу в капітал, тобто використання доходу на розширення підприємства;
- 4) віднесення витрат на приріст капітальних активів, а не на витрати звітного періоду [9, с. 248].

Член-кореспондент НАН України А. Гриценко вважає, що суттєве значення для аналізу процесів капіталізації в умовах ринкових перетворень має розрізнення двох її типів: класичного та інверсійного. Класичний тип утворюється внаслідок переростання простого товарного виробництва в капіталістичне і переходу від аграрного суспільства до індустріального. Розвиток індустріальної системи створює техніко-технологічну основу для встановлення капіталістичних відносин. У цьому разі перехід здійснюється від дрібної приватної власності до великої, від досконалої конкуренції до олігополії і монополії та різноманіття ринкових структур, від вільного ціноутворення до введення державних механізмів регулювання. Інверсійний тип з'являється внаслідок переходу від панування директивно-планової форми господарювання до ринкових відносин в умовах уже сформованого індустріального суспільства. У цьому разі перехід здійснюється від тотального одержавлення економіки до утворення різноманіття форм власності, від директивного планування до розвитку конкурентних засад, від планового до вільного ціноутворення [2, с. 12].

Капіталізацію можна розглядати на різних рівнях: глобальному (глобальна капіталізація), національному (оцінка вартості капіталу в окремій країні), корпоративному (ринкова капіталізація компанії).

Досить часто поняття "капіталізація" ототожнюється з поняттям оцінки вартості. Зокрема, в Законі України "Про оцінку земель" капіталізація

розглядається як визначення вартості об'єкта оцінки на підставі чистого операційного або рентного доходу від його використання [10]. Національним стандартом № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” передбачається, що капіталізація – це визначення вартості об'єкта оцінки на підставі очікуваного доходу від його використання [11].

М. Дедкова розуміє капіталізацію підприємств як “нарощування довгострокових активів і пасивів за рахунок зовнішніх джерел фінансування, а також шляхом капіталізації частини доходів, наприклад реінвестування прибутку” [12].

О. Побурко пише: “Капіталізація – процес перетворення власності, прибутку суб'єктів господарювання, залучених ресурсів у капітал” [13, с. 98].

О. Барановський стверджує, що капіталізація підприємства це “ринкова вартість компанії, розрахована множенням загальної кількості акцій даного емітенту на середню ціну кращих котирувань акцій на купівлю-продаж” [6].

Брюховецька Н. зазначає, що найбільш поширеними операціями з капіталізації прибутків є: “капіталізація чистого прибутку (направлення певної його частини на виробничий розвиток); капіталізація чистого грошового потоку від інвестицій (його напрям на інвестування); капіталізація суми депозитного відсотка (напряма на приріст депозитного внеску); капіталізація дивідендів (шляхом здійснення дивідендних виплат у формі нових акцій)” [14, с. 224].

М. Козоріз пише, що капіталізація прибутку – це частина прибутку, що використовується на збільшення капіталу, тобто процесу перетворення прибутку в капітал. Цей метод застосовується в межах дохідного підходу капіталізації та ґрунтується на оцінці теперішньої вартості та очікуваних від неї доходів у майбутньому [1, с. 121].

На нашу думку, капіталізація компанії – це інтегральна оцінка теперішньої вартості компанії, яка характеризується її основними показниками діяльності, приростом капіталу, ефективністю залучення інтелектуального та фінансового капіталу в умовах інноваційного розвитку.

Капіталізація перетворює частину створеної доданої вартості на капітал, що використовується для розширення виробництва, придбання нових сучасних технологій, модернізації виробничих процесів. При цьому зростає реальна балансова вартість капіталу, а як наслідок – акції компанії в результаті збільшення її балансової вартості зростають у ціні [15, с. 141].

Досить часто капіталізацію корпорацій розглядають як вартість цінного паперу, що встановлюється на фондовій біржі. Загальна капіталізація розглядається як добуток курсової вартості акцій на кількість акцій, що складають акціонерний капітал. Своєю чергою, капіталізація однієї акції компанії – це вартість цієї акції за біржовим курсом.

Відносна величина капіталізації – це частина капіталу в загальному обсязі ресурсів. Особливістю визначення фіктивної капіталізації фондового

ринку є те, що в його основу закладено суму не власного капіталу, а залученого в обіг. Так, відношення реальної капіталізації фондового ринку до ВВП є основним показником оцінки його відносної капіталізації [1, с. 168].

За видами капіталізацію поділяють на реальну, яка сформована за рахунок реального капіталу, та фіктивну, яка формується на фондовому ринку. Окремі науковці виділяють нематеріальну капіталізацію. Нематеріальна капіталізація розглядається як нарощення капіталу на основі використання інтелектуального та людського капіталу, що виявляється у збільшенні вартості гудвілу, ноу-хау, торгової марки, бренду. Цей вид капіталізації призводить до нарощення реального та інтелектуального капіталу, а в подальшому – до зростання вартості компанії [16, с. 21].

Збільшення капіталізації фондового ринку можливе завдяки одному з двох основних чинників: а) зростання вартості цінних паперів; б) зростання кількості компаній-емітентів. Другий чинник має особливе значення для ринків, що зростають.

За розрахунками учених, за період з 1995 р. до 2005 р. капіталізація світового фондового ринку зросла в 15 разів, тоді як світовий сукупний ВВП збільшився за цей же період лише удвічі. Натомість останніми роками спостерігається уповільнення абсолютної та відносної капіталізації фондового ринку, що стало підґрунтям для виникнення кризи.

Упродовж 2002–2007 рр. капіталізація фондового ринку мала стійку тенденцію до збільшення: від 3,1 млрд. дол. США у 2002 р. до 54,7 млрд. дол. США у 2007-му [17, с. 65]. Збільшення капіталізації відбувалося завдяки збільшенню і курсової вартості акцій (приміром, індекс ПФТС зріс у 2006 р. на 41,3%), і кількості розміщень (протягом 2007 р. обсяг зареєстрованих емісій порівняно з попереднім роком зріс на 133,25 млрд. грн. і сягнув 424,33 млрд. грн.). Як свідчать дані статистики, найбільшими темпами зростали ціни на акції підприємств, що працюють у фінансовому секторі, металургії, електроенергетиці, нафтогазовій промисловості. Очевидно, саме в цих сферах найбільшими темпами зростала ринкова вартість компаній та їхня капіталізація.

Відтак варто враховувати особливості ціноутворення на ринках цінних паперів та капіталів. Адже, з методологічного погляду, для оцінки вартості компанії та її цінних паперів застосовуються, як правило, різні підходи, які даватимуть різні “загальні результати”. Яскравим прикладом існування особливих принципів ціноутворення на ринку акцій є поняття так званої “золотої акції”, коли інвестор за можливість купити невеличкий пакет акцій, що дає право впливати на діяльність підприємства, готовий платити величезні кошти, але це не означає, що той же інвестор зголоситься сплатити таку ж ціну за решту акцій.

Оцінити поточну капіталізацію підприємства можна завдяки результатам *IPO* – первинного публічного розміщення акцій на біржі. Результати *IPO* можуть слугувати орієнтиром для оцінки реальної ринкової вартості

компаній. Саме інформацію про котирування на *IPO*, як правило, використовують інвестори й аналітики, коли вирішують питання про ціну купівлі-продажу компаній або їхніх часток. З іншого боку, зрозуміло, що зростання вартості в цьому випадку не є абсолютним мірилом ефективності управління, адже темпи такого зростання можуть відставати від заданих або саме зростання може бути короткочасним і кон'юнктурним. У цьому сенсі доцільніше використовувати модель ринкової капіталізації компанії. Вважається, що динаміка капіталізації компанії найповніше показує оцінку результатів її роботи ринковими інвесторами на фінансовому ринку.

Науковці і практики вважають, що акції з привабливішими показниками очікуваної дохідності та меншим ризиком коштують дорожче (хоча на практиці це правило не завжди діє). Досвід попередніх *IPO* свідчить, що значною мірою успіх цього заходу залежить від правильного вибору біржі, на якій буде проведено розміщення. Як показує практика, українські компанії та їхні фінансові партнери прагнуть співпрацювати з біржами, з якими вони мають попередній позитивний досвід роботи. Перш за все йдеться про Лондонську, Франкфуртську та Варшавську біржі. Вітчизняні компанії поки не мають досвіду розміщення акцій на престижних американських та японських біржах, що частково можна пояснити вкрай жорсткими умовами праці на цих біржах.

Стисло висвітливо особливості організації торгів на Лондонській біржі, оскільки більшість *IPO* українських компаній було здійснено на цій біржі. Лондонська фондова біржа складається з основного (*main market – MM*) та альтернативного (*alternativ investment market – AIM*) майданчиків. Майданчик *AIM* було створено спеціально для порівняно невеликих компаній з ринків, що розвиваються (ринкова вартість таких компаній, як правило, коливається від 2 до 100 тис. дол. США). Вимоги до компаній, які виходять на *AIM*, не є такими жорсткими, як до тих, які прагнуть працювати на *MM* (через це майданчик *AIM* є популярнішим серед емітентів з країн СНД, України і Росії зокрема).

Вважається, що для українських компаній процес залучення ресурсів з використанням механізму *IPO* має низку переваг: отримання вищої вартісної оцінки компанії порівняно з фондовими ринками країн СНД, відкриття доступу до фактично необмежених фінансових ринків, забезпечення оптимальніших умов фінансування (вигідніші умови та ширші механізми).

Розміщення акцій на *AIM* забезпечує емітентові можливість пошуку додаткових коштів для фінансування своєї діяльності, спрямованої на реалізацію капіталомістких інвестиційних проєктів в умовах зростання компанії. При цьому акціонери зберігають контроль над управлінням. У компанії-емітента з'являється можливість придбати акції інших компаній з використанням власних акцій як платіжного засобу. До того ж котирування акцій на *AIM*, крім позитивних фінансових наслідків, поліпшує імідж бренда, його популярність на ринку, зміцнює ділову репутацію. Залучення

інвестицій через *IPO* сприяє підвищенню ліквідності акцій та кредитного рейтингу емітента на європейських та національних ринках. Продані на престижних майданчиках акції можуть послужити заставою і додатковою гарантією для залучення ресурсів через інші механізми.

Водночас більш точним при оцінці вартості компанії є показник речової капіталізації. Однак показник капіталізації на мікрорівні не завжди ототожнюються з довготерміновими інтересами володіння капіталом. Розрізняють "загальну капіталізацію" як оцінку ринком усіх фінансових активів, що випущені компанією, та "ринкову капіталізацію" як біржову оцінку звичайних акцій. Проте в сучасних умовах навіть ці підходи не завжди дають бажані результати, оскільки на ціну акцій впливає безліч чинників недосконалих ринків (низька мобільність капіталу, недостатня ліквідність фондових інструментів, ефект асиметричності інформації, ефект "натовпу", регуляторні обмеження тощо). Тому можна говорити радше про ступінь наближення ринкової капіталізації конкретних компаній до значень фундаментальних оцінок вартості та капіталу [18].

Висновки. Узагальнюючи вищевказане, можна сформулювати визначення капіталізації компанії як інтегральної оцінки теперішньої вартості компанії, яка характеризується її основними показниками діяльності, приростом капіталу, ефективністю залучення інтелектуального та фінансового капіталу в умовах інноваційного розвитку.

Зазвичай оцінка капіталізації ґрунтується на застосуванні методології оцінки показників фондового ринку, і абсолютних, і відносних, а також даних експертних опитувань і так званих "інвестиційних очікувань". Капіталізацію компаній можна оцінити за кількома методами, в тому числі на основі аналізу показників фондового ринку (оскільки акції нафтогазових компаній широко котируються на фондовому ринку).

Література:

1. Методологічні основи оцінки рівня капіталізації суб'єктів господарювання : [монографія] / за наук. ред. д. е. н., проф. М. А. Козоріз ; НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2008. – 290 с.
2. Капіталізація економіки України : [монографія] / за ред. акад. НАН України В. М. Гейця, д. е. н. А. А. Гриценка. – К. : Ін-т екон. та прогноз., 2007. – 220 с.
3. Козоріз М. А. Обґрунтування напрямів підвищення капіталізації інноваційно активних підприємств України / М. А. Козоріз, Л. Я. Бенюк // Регіональна економіка. – 2009. – № 1. – С. 106-113.
4. Економічна енциклопедія : у 3 т. / редкол. : С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Академія, 2000. – Т. 1. – 864 с.
5. Капитализация экономики: проблемы и перспективы: материалы семинара (часть II) / Экономическая теория. – 2006. – № 6. – С. 90-102.
6. Барановський О. Недокапіталізована економіка / О. Барановський // Дзеркало тижня. – 2003. – № 42 (1-7 листопада). [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dt.ua/2000/2675/43456>.

7. Економічна енциклопедія : у 3 т. / редкол. : С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Академія, 2000. – Т. 3.
8. Капитализация экономики: проблемы и перспективы: материалы семинара (часть I) // Экономическая теория. – 2006. – № 2. – С. 91-112.
9. Генеза ринкової економіки (політекономія, мікроекономіка, макроекономіка, економічний аналіз, економіка підприємства, менеджмент, маркетинг, фінанси, банки, інвестиції, біржова діяльність): Терміни, поняття персоналії. Укладачі: В. С. Іфтемічук, В. А. Григорьев, М. І. Манилич, Г. Д. Шутак. За наук. ред. Г. І. Башнянина і В. С. Іфтемічука. – К. : “Магнолія плюс”, 2004. – 688 с.
10. Закон України від 11 грудня 2003 р. № 1378-IV “Про оцінку земель” [Електронний ресурс]. – Доступно з : www.rada.gov.ua.
11. Про Національну доктрину розвитку освіти : Указ Президента України від 17 квітня 2002 р. № 347/2002 [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Верховної Ради України. Законодавство. – Доступно з : www.rada.gov.ua.
12. Дедкова М.В. Капитализация и ее влияние на экономический рост (на примере публичных компаний) / М. В. Дедкова. – автореферат дис. на соискание науч. степени канд. экон.наук : спец. 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.mgus.ru/files/zaschity/autoreferat_dedkova.doc.
13. Побурко О. Я. Методологічний підхід до статистичної оцінки рівня капіталізації господарських комплексів / О. Я. Побурко // Регіони України. – 2001. – № 3-4. – С. 93-99.
14. Брюховецька Н. Ю. Підходи до визначення капіталізації підприємств, Наукові праці ДонНТУ. Серія економічна. – Випуск 31-1. – С. 224-228.
15. Лапко О. О. Капіталізація нафтогазових підприємств: науково-методологічні підходи та практична оцінка / О. О. Лапко, Н. А. Мамонтова // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2011. – № 2. – С.141-144.
16. Капитализация предприятий: теория и практика: [монография] / под ред. д.э.н., проф. И. П. Булеева, д.э.н., проф. Н. Е. Брюховецкой; НАН Украины, Ин-т экономики пром.-сти; ДонУЭП. – Донецк, 2011. – 328 с.
17. Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки / Г. М. Калач // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 62-69.
18. Долгопятова Т. Корпоративное управление в российских компаниях: роль глобализации и кризиса / Т. Долгопятова // Вопросы экономики. – 2009. – № 6. – С. 83-96.