

Багацька Катерина Володимирівна

*к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів
Національного університету харчових технологій*

Bagatska K.V.

*k.e.s., docent, assistant professor of finance department
National University of Food Technologies*

Капіталізація підприємства як ключова категорія вартісно-орієнтованого
управління

Enterprise capitalization as a key category of value based management

***Анотація.** В роботі досліджено історичний аспект розвитку поглядів вчених на капіталізацію компанії, визначено етапи розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління. Визначено роль і місце ринкової капіталізації в системі показників вартісно-орієнтованого менеджменту, наведено сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства з урахуванням показника ринкової капіталізації. Встановлено принципові відмінності між сферами застосування показників ринкової вартості підприємства і ринкової капіталізації. Окреслені сучасні проблеми української економіки, що обмежують широке застосування ринкової капіталізації в оцінці компаній і наведені пропозиції щодо доцільності оцінки українських компаній за показниками реальної капіталізації.*

***Ключові слова:** ринкова капіталізація, ринкова вартість, вартість власного капіталу, реальна капіталізація, вартісно орієнтоване управління.*

Постановка проблеми. Розвиток теорії і практики корпоративних фінансів в рамках неокласичних а згодом і неоінституційної теорій фінансування призвів до виникнення наприкінці 90-х рр. XX ст. концепції управління, заснованої на зростанні ринкової вартості підприємства (Value Based Management - VBM). Концепція VBM вважається нині однією з найефективніших в управлінні корпораціями, акції яких обертаються на

фондових ринках. Впровадження VBM призвело до виникнення нових показників оцінки фінансового стану і результатів діяльності компаній, що також орієнтовані на відображення ринкової вартості майна, капіталу та їх складових, інтерпретації фінансових результатів компанії з урахуванням фактору обслуговування капіталу тощо. Одним з важливих вартісно-орієнтованих показників, що характеризує і капітал, і майно, і результати діяльності за період, є капіталізація компанії. Розвинений фондовий ринок сприяє об'єктивній оцінці капіталізації, а недостатньо сформовані ринкові механізми ускладнюють трактування і оцінювання цього показника для українських компаній.

Аналіз останніх досліджень. Сутність вартісно-орієнтованого управління розкрито у працях відомих зарубіжних вчених А. Раппапорта, Б. Стюарта, Дж. Штерна, М. Дженсена, Дж. Сінкі, Л. Престона, Р. Фрімена, Т. Коупленда, Т. Колера, Дж. Муріна та інших. Питання визначення сутності капіталізації підприємства розглядаються в працях І.П. Булеєвої, Н.Е. Брюховецької, Н.А. Кизим, А.Г. Мендрула, І.Б. Івасіва та багатьох інших. Вони пов'язані не лише з вартісно-орієнтованим управлінням, а й з процесами накопичення багатства і розвитком фінансових ринків. Тобто поняття «капіталізація» безпосередньо пов'язане з найважливішою економічною категорією – «капітал», тому до сьогодні існує багато трактувань економічної сутності капіталізації, одним з яких є ототожнення цього поняття з ринковою вартістю підприємства.

Метою статті є уточнення економічної сутності капіталізації, встановлення спільних рис і відмінностей між ринковою капіталізацією і ринковою вартістю підприємства відповідно до сучасних зарубіжних методик та визначення значення ринкової капіталізації у вартісно-орієнтованому управлінні.

Викладення основного матеріалу. Поняття капіталізації нерозривно пов'язане з формуванням капіталу, тому зміна поглядів вчених на економічну сутність капіталу, пов'язана з розвитком економічних відносин, змінами

економічних парадигм і виникненням нових ціннісних факторів, відображається і на понятті «капіталізація».

Дослідники економічної сутності капіталізації [1-3] виділяють декілька періодів, пов'язаних зі змінами підходів до трактування капіталізації.

Перший період пов'язаний з марксистською теорією капіталу і датується початком ХІХ століття. В рамках цієї теорії під капіталізацією розуміється процес накопичення капіталу через капіталізацію прибутку, призначеного для розширення відтворення.

Другий період - кінець ХІХ – початок ХХ століття. Капіталізація почала трактуватися як процес створення та накопичення вартості. Ефективність цього процесу вимірюється ставкою відсотка, який визначається очікуваною продуктивністю капіталу.

Новий погляд на капіталізацію спостерігається у працях економістів кейнсіанської школи. Під капіталізацією розглядається процес накопичення капіталу за допомогою грошового обігу. В результаті завершення виробничого циклу частина створеного грошового доходу споживається, а інша частина – спрямовується на підтримання та розвиток активів і, таким чином, накопичується.

З середини ХХ ст. термін «капіталізація» майже не привертав уваги науковців, оскільки саме в цей період розвитку і поширення набули відомі фінансові теорії – іррелевантності, компромісів (trade-off), теорія фінансового посередництва тощо. Планова економіка не розглядала процеси накопичення капіталу на окремо взятому підприємстві, тому радянська економічна література також не вживала цього терміну.

Посилення впливу фондового ринку на економічні процеси і активізація міжнародного руху капіталу спричинили розвиток вартісно орієнтованого управління і посіли увагу до поняття ринкової капіталізації. Розбудова ринкової економіки в Україні, приватизація і корпоратизація підприємств, виникнення ринку цінних паперів, прихід в Україну іноземних інвесторів зі своїми стандартами управління компаніями – все це привернуло увагу

вітчизняних науковців до капіталізації як окремого підприємства, так і галузі, й економіки в цілому. Отже, 4-й період можна датувати початком 90-х рр. XX ст. і до сьогодні.

Розвиток концепції вартісно-орієнтованого управління ділиться дослідниками [4, с. 14-27; 5, с.71-73] на три етапи. Спочатку (кінець 80-х рр. XX ст.) прихильники цієї концепції концентрувалися лише на її фінансових аспектах. Саме в ці часи з'явилися різні формули і моделі, що дозволяли визначати ринкову вартість фірми через грошові потоки, прибутковість капіталу та з урахуванням фактору ризику. Ці процеси сприяли перетворенню розвитку поглядів на фірму як на товар, який може бути запропоновано для продажу на ринку, що зумовило поширення злиттів і поглинань та удосконалення інституту банкрутства.

Згодом вартісно-орієнтований менеджмент перемістився з рівня управління фінансами на рівень загальної бізнес-стратегії (90-ті роки XX ст.) і в XXI столітті сформувався в цілісну систему управління, яка за допомогою ключових показників ефективності (KPI) органічно поєднує тактичні і стратегічні цілі, рівні управління і центри відповідальності.

Отже, вартісно-орієнтований підхід до управління змінює ідеологію оцінки результативності компанії і саму парадигму управління діяльністю суб'єктів підприємництва.

Зарубіжний підхід до визначення сутності капіталізації підприємства (ринкової капіталізації) є одностайним і зрозумілим. Під ринковою капіталізацією розуміють поточну ринкову вартість акцій компанії, тобто добуток кількості акцій на їх ринкову вартість на день оцінки [6].

Ринкову капіталізацію вважають спрощеним способом оцінки розміру компанії, її ринкової вартості, успішності, ефективності (зазвичай для оцінки останньої використовують відносні показники, наприклад відношення ринкової капіталізації до балансової).

Визначення ринкової капіталізації допомагає зрозуміти потенціал зростання компанії, прихильність інвесторів та їх майбутні очікування та рівень

ризиком для її акцій. Компанії класифікуються відповідно до рівня ринкової капіталізації (висока середня і низька капіталізація). Як правило, високо капіталізовані компанії показують повільне зростання на ринку, але вони позиціонуються як компанії з низьким рівнем ризику. Компанії з низькою капіталізацією, навпаки, частіше демонструють стрімке зростання, але це зростання пов'язане з високим ризиком.

Завдяки ринковій капіталізації можна отримати уявлення про розміри бізнесу всередині певної галузі. Тому ринкову капіталізацію в розвинених країнах вважають показником, що дозволяє спрощено оцінити ринкову вартість підприємства.

Але ринкова капіталізація зневажає деякими важливими факторами в повній оцінці ринкової вартості компанії. Наприклад, якщо компанія розглядається в якості об'єкта продажу, ринкова капіталізація буде лише відображати вартість придбання акціонерного капіталу. В реальності, новий власник також бере на себе відповідальність за всі непогашені борги цієї компанії.

Розрахунок показника ринкової вартості надає точнішу інформацію про компанію, оскільки враховує обсяг і ціну заборгованості. Для розрахунку ринкової вартості підприємства, до величини ринкової капіталізації додається вартість привілейованих акцій та вартість всіх боргових зобов'язань, а потім віднімається величина грошей та їх еквівалентів. Саме такий порядок розрахунку рекомендовано відомими зарубіжними джерелами [6; 7].

$$EV = MCap + Prstocks + Debt - Cash, \quad (1)$$

де EV – ринкова вартість компанії:

Mcap – ринкова капіталізація

Prstocks – ринкова вартість привілейованих акцій

Debt – ринкова вартість сукупних зобов'язань (деякі автори рекомендують враховувати балансову вартість)

Cash – сума грошових коштів та їх еквівалентів на дату оцінки.

Різниця між сумою заборгованості і величиною готівки має назву нетто-заборгованості або чистої заборгованості ($Debt_{netto}$). Тому ринкова вартість інтерпретується як сума ринкової капіталізації і чистої заборгованості.

Звернемо увагу на відсутність у формулі (1) такої складової власного капіталу, як нерозподілений прибуток та резерви, тобто власний капітал компанії оцінюється виключно з погляду потенційних інвесторів за допомогою ринкових механізмів.

Показник ринкової вартості підприємства зазвичай використовується в інвестиційному бізнесі для ідентифікації недооцінених компаній. Так, компанія з високою прибутковістю і солідними дивідендними виплатами може вважатися достатньо привабливою для багатьох інвесторів. Така компанія також повинна мати високу ринкову капіталізацію. Проте, якщо процес оцінювання вартості компанії не зупиниться на цих параметрах, а піде далі, то в балансі компанії можуть бути виявлені значні розміри зобов'язань, і оцінка компанії лише за капіталізацією може в подальшому викликати проблеми у потенційного інвестора. Тому при порівнянні компаній - об'єктів продажу з еквівалентними рівнями ринкової капіталізації, варто придбавати компанію з нижчим рівнем заборгованості для уникнення можливих ризиків неплатоспроможності у майбутньому. Отже, відповідно до формули (1), зобов'язання компанії призводять до збільшення її ринкової вартості, а надлишок готівки на рахунках зменшує ринкову вартість.

В табл. 1 подано інформацію про найбільшу невідповідність між ринковою вартістю компанії та її ринковою капіталізацією деяких компаній, що входять до індексу S&P 500 станом на кінець 2014 р.

З таблиці ми бачимо, що дві останні компанії мають високу ринкову капіталізацію, але нижчу ринкову вартість через значний позитивний баланс готівки. Перші дві компанії, навпаки, мають найвищі рівні боргового навантаження серед усіх компаній, що входять до індексу S&P 500. Тому вони мають ринкову вартість, що значно перевищує їх ринкову капіталізацію.

Таблиця 1. – Значення ринкової вартості і ринкової капіталізації [10]

Компанія	Ринкова капіталізація (MCap)	Ринкова вартість (EV)	Коефіцієнт відношення EV/MCap
General Electric	\$262 млрд.	\$628 млрд.	2.4
AT&T	\$176 млрд.	\$250 млрд.	1.4
Facebook	\$210 млрд.	\$195 млрд.	0.9
QUALCOMM	\$123 млрд.	\$106 млрд.	0.9

Але не всі зарубіжні компанії мають акції у вільному обігу, тому поняття ринкової капіталізації для них не актуальне, але ринкова вартість таких компаній підлягає оцінюванню, оскільки вони можуть бути об'єктами продажу, злиття і поглинання.

Одним з найпоширеніших сучасних поглядів на ринкову вартість підприємства є представлення вартості як приведеної до теперішнього часу суми майбутніх доходів чи грошових потоків (метод DCF). Публічні компанії також часто оцінюються за допомогою прогнозованих майбутніх приведених доходів і різниця в результатах оцінок вартості, отриманої шляхом коригування показника ринкової капіталізації на суму чистих боргів, і вартості, оціненої методом DCF, дає змогу робити висновки про переоціненість чи недооціненість компанії на ринку.

Ринкова капіталізація відображає ринкову вартість акцій підприємства, тобто з точки зору відображення її в балансі, ринкову вартість акціонерного (зареєстрованого) капіталу. Але, окрім акціонерного капіталу, компанії мають у складі власного капіталу нерозподілений прибуток, резерви та величину дооцінки активів. Всі ці складові власного капіталу відображають результати операційної та інвестиційної діяльності підприємства і, відповідно, можуть враховуватися під час оцінки його ринкової вартості. Тому, в зарубіжній практиці [8; 9] існує погляд на оцінку вартості підприємства лише як на величину її власного капіталу (Equity Value), яка окрім ринкової вартості акцій враховує резерви, накопичені підприємством в процесі господарської діяльності.

Переваги оцінки компаній за показником ринкової вартості власного капіталу та ринкової вартості загального капіталу подані в табл.2.

Таблиця 2. - Порівняння ринкової вартості і ринкової капіталізації як методів оцінки компаній [10]

Ринкова вартість власного капіталу	Ринкова вартість загального капіталу
<p>Сутність:</p> <ul style="list-style-type: none"> - відображає обсяг вимог акціонерів до активів і до грошових потоків від бізнесу - враховує нерозподілений прибуток, резерви 	<p>Сутність:</p> <ul style="list-style-type: none"> - відображає ціну придбання усього підприємства (сукупності усіх ключових грошових потоків) - враховує всі форми капіталу – власний, позиковий, привілейовані акції, частку меншості
<p>Переваги:</p> <ul style="list-style-type: none"> - більш достовірна на думку багатьох експертів - легше оцінювати - більш інформативна для інвесторів 	<p>Переваги:</p> <ul style="list-style-type: none"> - мінімізація різниць в облікових політиках - запобігання впливу структури капіталу на результати оцінки - всебічність оцінки - дозволяє виключити непродуктивні активи - легко пристосувати до грошових потоків

З урахуванням ринкової вартості власного капіталу ринкова вартість підприємства може бути визначена як сума ринкової вартості власного капіталу та нетто-заборованості, тоді ринкова вартість власного капіталу являє собою різницю між загальною ринковою вартість підприємства таі нетто-заборгованістю (формула 2).

$$Equity\ Value = EV - Debt_{netto} \quad (2)$$

Рівняння (2) відповідає розрахунку чистих активів або власного капіталу підприємства за бухгалтерським балансом, але всі складові рівняння представлені у ринковій вартості. Різниця між ринковими складовими вартості підприємства і їх відповідними балансовими аналогами формують так звану додаткову вартість (Value added). З рівняння (2) можна зробити висновок, що якщо ринкова вартість підприємства буде оцінена за допомогою методу DCF без урахування ринкової капіталізації, то значення ринкової вартості власного капіталу і ринкової капіталізації можуть суттєво відрізнятись між собою. І така відмінність теж є полем для висновків щодо переоціненості або недооціненості компаній ринком.

Множина вартісних показників та різниці у методиках їх використання пояснюються цілями і завданнями процесу оцінки ринкової вартості. Розкриття цих цілей і завдань надає змогу визначити місце капіталізації серед множини вартісних показників.

Так, показник загальної ринкової вартості підприємства застосовується для таких цілей [11, с.53]:

- при розрахунку ціни, за якою можна придбати підприємство або на основі якої відбуватиметься злиття з цим підприємством;
- при розрахунку пропорцій обміну акцій при злитті підприємства;
- при розрахунку нижньої межі вартості акцій нової емісії;
- при прийнятті рішення про ліквідацію підприємства;
- при оцінці інтелектуального капіталу підприємства тощо.

Показник ринкової капіталізації використовується для:

- приблизної оцінки (експрес-оцінки) загальної вартості компанії;
- оцінки загальної вартості компаній з високою складовою інтелектуального капіталу (ІТ-індустрія);
- оцінки результатів діяльності компанії, її потенціалу, перспектив розвитку, очікувань інвесторів;
- оцінки чутливості акцій компанії до зовнішніх факторів впливу (наприклад, коливання курсів акцій під впливом певних інформаційних чинників);
- рейтингування компанії.

Що стосується України, то можна зазначити, що поняття ринкової капіталізації наразі є актуальним лише для публічних акціонерних товариств, акції яких вільно торгуються на фондовому ринку. Але кризові явища в економіці, виведення капіталу за кордон, запровадження економічних реформ, реформування ринку цінних паперів в напрямку очистки ринку від ненадійних цінних паперів наразі роблять показник ринкової капіталізації компаній не настільки об'єктивним і поширеним, як в розвинутих країнах.

Аналіз вітчизняних наукових джерел з питань капіталізації підприємств [1-3] дає можливість розглядати дане поняття через призму різних підходів:

1) перетворення доходів (доданої вартості), прибутку на капітал, що дістало назву реальної капіталізації;

2) показник ринкової вартості компанії на фондовому ринку, що визначається як добуток суми цінних паперів емітента, випущених в обіг на їх ринкову ціну (ринкова капіталізація);

3) процес утворення фіктивного капіталу на вторинному ринку у вигляді акцій, облігацій, деривативів.

Глибока економічна криза, нерозвиненість фондового ринку і висока ціна позикових ресурсів мають привернути увагу саме до реальної капіталізації підприємства, тобто процесу накопичення власного капіталу суб'єктами господарювання. Сучасні економічні реалії України спонукають власників і керівників підприємств привертати увагу до збереження накопиченого реального капіталу шляхом впровадження заходів антикризового управління.

Висновки. Поширення вартісно-орієнтованого управління вимагає досконалого вивчення сутності його ключових категорій та можливостей їх застосування в українських реаліях. Цінність показника ринкової капіталізації полягає в тому, що він відображає багато аспектів позиціонування компанії на ринку – і можливу ціну її продажу, і результати діяльності, і потенціал розвитку, і очікування ринку щодо її майбутніх перспектив. Але така всебічна характеристика компанії за розміром і динамікою її ринкової капіталізації можлива лише за умови розвиненого ефективного інституту фондового ринку. Сучасні реалії української економіки обмежують широке використання ринкової капіталізації в оцінці поточного стану підприємства та його майбутніх перспектив. Проте оцінка і контроль реальної капіталізації в умовах глибокої економічної кризи є актуальним питанням і вимагає посиленої уваги.

Список використаних джерел:

1. Андрійчук В.Г. Капіталізація сільського господарства: стан та економічне регулювання розвитку. Монографія / В.Г. Андрійчук. – Ніжин: ТОВ «Вид-во «Аспект-Поліграф», 2007. – 216 с.
2. Капіталізація підприємств: теорія і практика: Монографія / под ред. д.э.н., проф. И.П. Булеева, д.э.н., проф. Н.Е. Брюховецкой; НАН України, Ін-т економіки пром-сти; ДонУЕП. – Донецьк, 2011. – 328 с.
3. Миськів Г. В. Деякі аспекти визначення сутності ринкової капіталізації акціонерних промислових підприємств / Г.В. Миськів, Н.В. Шевченко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2010. – № 1 (8). – С. 141-145.
4. Мендрул, О. Г. Управління вартістю підприємств / О.Г. Мендрул // Монографія. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
5. Івасів І.Б. Управління вартістю банку: Монографія / І.Б. Івасів — К.: КНЕУ, 2008. — 288с.
6. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: Інструменти і методи оцінки любых активів / А. Дамодаран ; пер. с англ. — [2-е изд., исправл.]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 1341 с.
7. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance/ Rappaport A. — N. Y. : Free Press, 1986. —270 p.
8. Уолш Кяран. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства / Уолш Кяран : пер. з англ. — К. : Всесвіт. Наук. думка, 2001. — 367 с.
9. Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг / Синки Дж. ; пер. с англ. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 1018 с.
10. Andres Bylund. Equity Value vs Enterprise Value / Andres Bylund [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.fool.com/investing/general/2013/10/02/a-tale-of-two-total-stock-values-enterprise-value.aspx>
11. Корягін М.В. Вартість підприємства як економічна категорія в системі бухгалтерського обліку / М.В. Корягін // ВІСНИК ЖДТУ - 2012. № 2 (60). - с.53-54

***Аннотация.** В работе исследован исторический аспект развития взглядов ученых на капитализацию компании, определены этапы развития концепции стоимостно-ориентированного управления. Определена роль и место рыночной капитализации в системе показателей стоимостно-ориентированного управления, приведены современные методические подходы к оценке стоимости предприятия с учетом показателей рыночной капитализации. Очерчены современные проблемы украинской экономики, которые ограничивают широкое использование рыночной капитализации в оценке компаний и приведены предложения по целесообразности оценки украинских компаний по показателям реальной капитализации.*

***Ключевые слова:** рыночная капитализация, рыночная стоимость, стоимость собственного капитала, реальная капитализация, стоимостно-ориентированное управление.*

***Summary.** The paper studies the historical aspect of the scientist's views on the company's capitalization, identified the stages of value-based management concept development. The role and place of the market capitalization in the scorecard value-based management, given modern methodological approaches to the valuation of the company based on market capitalization. It outlines the current problems of the Ukrainian economy, which limits the widespread use of the market capitalization of listed companies and evaluating proposals for the assessment of the advisability of Ukrainian companies in indicators of the real capitalization.*

***Key words:** market capitalization, market value, equity value, real capitalization, value based management.*