

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕСУ КАПІТАЛІЗАЦІЇ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Запропоновано загальне визначення поняття капіталізації, зроблено аналіз методів її оцінки на мікро та макрорівні, здійснено аналіз оцінок ролі нематеріальних активів у формуванні рівня капіталізації, визначенні напрямів державного впливу на регулювання процесу капіталізації в умовах переходу до постіндустріального суспільства.

The general definition of concept of capitalization is offered, the analysis of methods of its estimation on micro and a macro level is realized, the analysis of estimations a role of non-material actives in formation of a level capitalization is carried out, directions of the state influence on regulation of process capitalization in conditions to transition to a postindustrial society are determined.

Ключові слова: капіталізація, методи оцінки, нематеріальні активи, механізми державного впливу, державна політика, інституційне середовище, людський капітал.

Підвищення рівня капіталізації компаній та країни в цілому має стратегічне значення для України. У системі державного регулювання процесом капіталізації постійно відбуваються зміни, пов'язані з переходом до більш досконалих методів і форм регулювання національного господарства. Ці зміни мають потребу в теоретичному осмисленні, бо наявний рівень теоретичної та практичної розробленості проблеми капіталізації недостатній для формування державної політики в цій галузі.

Сучасна наука використовує поняття капіталізації, в основному як узагальнюючий показник економічного стану суб'єкта господарської діяльності. Більшість наукових досліджень присвячена питанням капіталізації компаній [4; 5; 7; 13]. У той же час, недостатня увага приділяється дослідженню теоретичних питань капіталізації, особливо стосовно країни та її регіонів.

Метою роботи є запропонувати загальне визначення поняття капіталізації, здійснити аналіз методів її оцінки на мікро- та макрорівні, провести аналіз оцінок ролі нематеріальних активів у формуванні рівня капіталізації, визначити механізми державного впливу на регулювання процесу капіталізації в умовах переходу до постіндустріального суспільства.

Сучасний етап інституційних перетворень в економіці України характеризується розвитком елементів ринкової інфраструктури, підвищенням їхньої спеціалізації, збільшенням різноманітності застосовуваних методів і інструментів. Це обумовлює необхідність розвитку теоретичних і практичних підходів до питань державного регулювання процесом капіталізації. В умовах перехідної економіки України капіталізація є важливим чинником економічного зростання держави. Підвищення рівня капіталізації забезпечує зростання обсягів доходів компаній і валового внутрішнього продукту країни.

В основу теоретичного аналізу капіталізації, на наш погляд, слід покласти зміст поняття капіталу. Аналіз визначень капіталу, наведених у працях А. Сміта, Д. Рікардо, К. Маркса, Т. Мальтуса, Л. Вальраса, К. Кніса, Дж. Мілля, А. Маршалла, Дж. Хікса та інших дослідників, дозволяє сформулювати два загальних визначення капіталу [8; 15; 16; 20]. Перше – як ресурси (запаси), друге – як вартість, що приносить додаткову вартість. Різноманітні визначення поняття капіталізації, які використовуються в економічній науці та практиці менеджменту, мають похідний характер від цих двох визначень капіталу.

Законодавство України визначає капіталізацію як вартість компанії чи об'єкту [1–3]. У більшості наукових досліджень капіталізація визначається як ринкова ціна компанії [4; 5; 7; 13; 17]. Поряд із цим існує низка визначень капіталізації різних за змістом, які використовуються для аналізу певних економічних процесів. Капіталізацію розуміють як вартість цінних паперів, що котуються на фондовому ринку; оцінку вартості компанії за його прибутком; ефективність використання капіталу компанії; кількісну характеристику компанії щодо створення додаткової вартості; перетворення ресурсу у капітал; обсяг власного капіталу банку [12; 14; 21; 23]. Як зазначає В. Геєць, використання різних визначень одного і того ж поняття для означення різних за своїм змістом процесів пов'язано з тим, що вони можуть бути різноманітними формами прояву одного і того ж, по суті, явища [9]. Тому необхідно знайти таке визначення поняття капіталізації, яке забезпечить основу для подальшої його специфікації і конкретизації залежно від рівня та сфери прояву цього складного явища.

Загальною рисою більшості вищевказаних визначень капіталізації є те, що вони визначають вартісну оцінку капіталу, по-перше, з точки зору витрат на його створення (відновлення), а по-друге, з точки зору його спроможності створювати додану вартість. Виходячи з цього, пропонується таке загальне визначення капіталізації: вартісна оцінка капіталу з точки зору витрат на його створення (відновлення) або його спроможності створювати додану вартість. Це загальне визначення набуває більш конкретного змісту залежно від контексту, в якому воно розглядається.

Важливим аспектом визначення капіталізації є методи її оцінки. На мікрорівні для оцінки капіталізації компанії з точки зору створення (відновлення) її капіталу використовуються облікові або бухгалтерські методи [18]. Вони базуються на оцінці вартості активів компанії і відповідають розумінню капіталу як запасу (ресурсу).

Необхідно відзначити, що облікові методи не враховують результатів роботи компанії, вони розглядають компанію не як суб'єкт господарської діяльності, а як цілісний майновий комплекс.

Для оцінки капіталізації компанії з точки зору спроможності капіталу створювати додану вартість використовуються дві групи методів: на основі оцінки створюваних доходів (дохідні методи) та на основі ринкової оцінки (ринкові методи) [18].

Дохідні методи засновані на оцінці майбутніх доходів компанії. Існує два основні різновиди цих методів: метод дисконтованих грошових потоків і метод капіталізації доходів.

У першому випадку рівень капіталізації компанії розраховується як чистий дисконтований грошовий потік на заданому інтервалі часу (підсумком, що наростає). У другому випадку рівень капіталізації компанії розраховується на основі середньої величини річного доходу, поділеного на ставку капіталізації.

Ринкові методи оцінки капіталізації компанії ґрунтуються на котируванні її акцій на фондовому ринку, аналогічних угодах на ринку, поправочних галузевих коефіцієнтах [18].

Для оцінки капіталізації компаній найчастіше використовуються дохідні та ринкові методи. Це пов'язано з тим, що, купуючи компанію, інвестор у дійсності купує майбутні грошові потоки. Облікові методи доцільно використовувати, коли дохідність компанії незначна або вона збиткова і не має перспектив у подальшому, але в той же час вартість її чистих активів достатньо велика.

Порівнюючи дохідні та ринкові методи з обліковими методами, слід відзначити, що компанія, яка успішно працює, має додаткову цінність, що не властиво цілісному майновому комплексу. Її величина дорівнює тієї додатковій вартості, що може одержати на ринку власник компанії понад ціну чистих активів.

На макрорівні для оцінки капіталізації країни та її регіонів також можуть бути використані вищезазначені підходи та методи. Оцінка капіталізації, з точки зору створення (відновлення) капіталу може бути здійснена на основі статистичних даних про активи підприємств країни (регіону). А з точки зору спроможності капіталу – створювати додану вартість, може бути здійснена в рамках дохідного підходу методом капіталізації, де в якості доходу використовується валовий внутрішній продукт (валовий регіональний продукт), а ставка капіталізації є сумою безризикової ставки й ставки ризику країни.

Незадовільний рівень розвитку фондового ринку України не дозволяє здійснити оцінку капіталізації країни (регіону) в рамках ринкового підходу на основі загальної вартості акцій компаній, представлених на фондовому ринку, оскільки на цьому ринку представлена лише мала частина компаній країни.

Вищерозглянуті методи оцінки капіталізації, в основному, відображають фінансову складову цього процесу, внаслідок чого може виникнути думка, що капіталізація є фінансовим явищем. Але це є лише однією зі сторін цього явища. Перш за все капіталізація є процесом створення доданої вартості, який має свою фінансову складову, але не зводиться до неї.

Перехід багатьох держав до етапу постіндустріального розвитку та неможливість вирішення низки питань державного управління і соціально-економічного розвитку суспільства, спираючись тільки на поняття фізичного капіталу обумовили необхідність формування концепції капіталу держави у широкому розумінні. У сучасних умовах, коли рівень освіти, інновації й інформатизація стали визначальними факторами соціально-економічного розвитку суспільства, коли провідну роль в економіці стали відігравати високотехнологічні компанії, в яких фізичний капітал перестав відігравати визначальну роль, значно зросла роль людського та інтелектуального капіталів, нематеріальних активів.

У зв'язку з цим важливого значення набула оцінка ролі інтелектуального капіталу та нематеріальних активів у формуванні рівня капіталізації компаній та країни. Сьогодні немає єдиного визначення інтелектуального капіталу та нематеріальних активів. Різні дослідники по-різному визначають їх: одні вважають, що нематеріальні активи є частиною інтелектуального капіталу, інші навпаки, деякі ототожнюють їх [19]. Найбільш розповсюджений підхід до оцінки ролі нематеріальних активів у формуванні рівня капіталізації компанії полягає в тому, що вона визначається на основі питомої ваги нематеріальних активів у ринковій вартості компанії, а сама вартість нематеріальних активів визначається як різниця між ринковою вартістю компанії та балансовою вартістю її активів [10–11]. Результати розрахунків відповідно до цього підходом показують, що в багатьох компаніях вартість нематеріальних активів становить понад 50 % [11], а у сфері інформаційних технологій – до 90 % ринкової вартості компанії [6] (табл.).

На підставі цього було здійснено висновок, що нематеріальні активи відіграють вирішальну роль у формуванні ринкової вартості компанії. Не заперечуючи важливість ролі нематеріальних активів, слід зазначити, що використання вищевказаного підходу до оцінки ролі нематеріальних активів у формуванні рівня капіталізації компанії методологічно не обґрунтовано.

Таблиця

Показники компаній Microsoft і Google станом на 31 грудня 2007 р.

	<i>Microsoft Corporation</i>		<i>Google Inc.</i>	
	<i>вартість, млрд \$</i>	<i>у % до капіталізації</i>	<i>вартість, млрд \$</i>	<i>у % до капіталізації</i>
Активи компанії	61,17	18,54	25,33	11,68

	<i>Microsoft Corporation</i>		<i>Google Inc.</i>	
	<i>вартість, млрд \$</i>	<i>у % до капіталізації</i>	<i>вартість, млрд \$</i>	<i>у % до капіталізації</i>
Нематеріальні активи*	268,83	81,46	191,67	88,32
Капіталізація	330,00	100,00	217,00	100,00

* вартість нематеріальних активів визначена як різниця ринкової вартості (капіталізації) компанії та вартості її активів.

Оскільки при визначенні вартості нематеріальних активів використовуються вартість компанії, визначена ринковими методами, та вартість активів компанії, визначена за допомогою облікових методів. Тобто використовуються різні методологічні підходи до визначення вартості компанії та її активів. Якщо здійснювати оцінку активів компанії та її нематеріальних активів на єдиній методологічній базі, наприклад, використовуючи облікові методи, то частка нематеріальних активів у загальних активах компаній Microsoft та Google станом на 31 грудня 2007 р. становить менше 2 % [6].

Як перший, так і другий розрахунок вартості нематеріальних активів не дає уяви про їхню дійсну роль у капіталізації компанії. Говорячи про капіталізацію компанії, необхідно зазначити, що вона значною мірою залежить від людського капіталу компанії, а також від синергетичного ефекту взаємодії фізичного та людського капіталів і нематеріальних активів компанії. Крім того, рівень капіталізації компанії залежить від зовнішніх факторів.

Дослідження останнього десятиліття свідчать, що економічне зростання і відповідно підвищення рівня капіталізації країни визначаються не лише обсягом окремих видів капіталу, але й загальною їх продуктивністю, яка значною мірою залежить від стану інституційного середовища, створеного державною владою в країні [22]. Це відображає той факт, що капітал – це не тільки багатство, але і суспільні відносини. Мало мати ресурси, треба створити умови, щоб цими ресурсами можна було ефективно розпорядитися. Тобто, якщо міркувати на рівні держави, то щоб ресурси стали капіталом і щоб вони ефективно використовувалися, необхідне створення відповідного інституційного середовища з певним вектором розвитку, а саме: формування розвинених фінансових механізмів, створення дієвого правового середовища, зниження трансакційних витрат економічних обмінів, розвиток державно-приватного партнерства, зниження рівня корупції, створення конкурентного середовища та відповідних інститутів, що перетворюють економіку на ефективну динамічну систему. Головна роль у цьому процесі належить державі.

Сьогодні роль держави як суб'єкта процесу капіталізації зростає. У першу чергу, це пов'язано з необхідністю здійснення в економіці України структурних змін. За роки незалежності в умовах відсутності цілеспрямованої державної політики щодо капіталізації у структурі економіки країни відбулися негативні зміни, пов'язані зі збільшенням питомої ваги галузей з низьким рівнем переробки, а саме добувної та металургійної промисловості, у той же час суттєво зменшилася роль машинобудування та інших високотехнологічних галузей.

Для України важливо здійснити перехід від експорто-орієнтовного розвитку до інноваційного типу економічного зростання. В останнє десятиріччя експорт становить близько 50 % валового внутрішнього продукту країни, що робить економіку країни залежною від кон'юнктури на світових ринках.

Здійснення структурних перетворень в економіці та перехід на інноваційний шлях розвитку неможливо здійснити без розвитку людського капіталу, накопичення нематеріальних активів і залучення їх в економічний обіг.

Людський капітал необхідно регулярно відтворювати та розвивати, а це неможливо без активної участі в цьому процесі держави. Як показує світовий досвід, саме за допомогою розвинених державних систем охорони здоров'я, освіти і перепідготовки кадрів, а також системи соціальних гарантій забезпечується відтворення людського капіталу. Приватні структури можуть тільки доповнювати зусилля держави у цій сфері, але не замінити їх.

Отже, можна зробити такі висновки.

Капіталізація – це вартісна оцінка капіталу з точки зору витрат на його створення (відновлення) або його спроможності створювати додану вартість. Наявні облікові та дохідні методи оцінки капіталізації дозволяють її здійснювати залежно від контексту, в якому вона розглядається. Капіталізація за своєю суттю, в першу чергу, є процесом створення доданої вартості, який має свою фінансову складову, але не зводиться до неї. Оцінка вартості нематеріальних активів як різниці між ринковою вартістю компанії та балансовою вартістю її активів та здійснення на цій підставі висновку про вирішальну роль нематеріальних активів у формуванні ринкової вартості компанії методологічно необґрунтовано. Рівень капіталізації країни визначаються не лише обсягом окремих видів капіталу, але й загальною їх продуктивністю, яка, в першу чергу, залежить від стану інституційного середовища, створеного державною владою в країні. Важливою умовою підвищення рівня капіталізації України є здійснення структурних змін в економіці, перехід від експорто-орієнтовного розвитку до інноваційного типу економічного зростання. На державному рівні повинно ставитися завдання щодо підвищення рівня капіталізації країни шляхом збільшення кількості здорового дієздатного населення та зростання рівня освіти і кваліфікації людей. Витрати на освіту та охорону здоров'я слід розглядати не як споживання, а як інвестиції в людський капітал. Зростання рівня капіталізації країни повинно стати одним з напрямів державної стратегії економічного зростання України.

Література:

1. Закон України “Про оцінку земель” від 11 грудня 2003 р. № 1378-IV. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>
2. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” від 10 вересня 2003 р. № 1440. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>
3. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про схвалення проекту Положення про функціонування фондових бірж” від 23 листопада 2005 р. № 683. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>
4. *Артемов С. В.* Выявление ключевых факторов создания стоимости компании при оценке интернет-фирм доходным подходом / С. В. Артемов, И. В. Березинец // Корпоративные финансы. – 2008. – № 3 (7). – С. 17–32.
5. *Байбурина Э. Р.* Эмпирическое исследование интеллектуальной стоимости крупных российских компаний и факторов ее роста / Э. Р. Байбурина, Т. В. Головкин // Корпоративные финансы. – 2008. – № 2 (6). – С. 5–23.
6. *Бельшева И.* Нематериальные активы компании: классификация и учет / И. Бельшева, Н. Козлов // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2008. – № 4.
7. *Браверман А.* Еще один фактор капитализации / А. Браверман, В. Цветков В. // Эксперт. – 2002. – № 43 (350).
8. *Видяпина В. И.* Бакалавр экономики / В. И. Видяпина. – Т. 2 : [хрестоматия]. – Режим доступа : <http://lib.vvsu.ru/books/Bakalavr02/>.
9. Капіталізація економіки України / [за ред. акад. НАН України В. М. Гейця, д-ра екон. наук А. А. Гриценка]. – К. : Ін-т екон. та прогноз., 2007. – 220 с.
10. *Козырев А. Н.* Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов : [рабочий документ для обсуждения на заседании рабочей группы по капитализации интеллектуальных активов Европейской комиссии ООН (19 – 20 ноября 2002 г.)] / А. Н. Козырев. – Режим доступа : <http://www.labrate.ru/kozyrev/>
11. *Костин А.* Вредные советы по оценке ОИС и НМА / А. Востин // Режим доступа : <http://www.abm-partner.ru>.
12. *Лафин А.* НБУ вновь принялся наращивать капитализацию банков. Нерезиденты покупают облигации / А. Лафин // Эксперт Украина. – 2005. – № 43 (46). – Режим доступа : <http://www.expert.ru/printissues/ukraine/2005/43/43uk-obzor0/>
13. *Лукашов А. В.* Глобализация стоимости: Рыночная капитализация и механизмы формирования стоимости нефтегазовых компаний. Сектор E&P (часть 1) / А. В. Лукашов, Ю. В. Тюрин // Управление корпоративными финансами. – 2007. – № 5 (23). – С. 262–282.
14. *Малова Т.* Капитализация в условиях российской экономики: Теоретические и практические аспекты. – Изд. 2-е. / Т. Малова. – М. : КД “ЛИБРОКОМ”, 2009. – 208 с.
15. *Маркс К.* Капитал. Процесс производства капитала. Т. 1. Кн. I. / К. Маркс. – 990 с. – Режим доступа : <http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital1/>
16. *Маршалл А.* Принципы экономической науки. – Кн. II. Некоторые основные понятия. Приложение Е. Определение капитала / А. Маршалл. – Режим доступа : <http://ek-lit.narod.ru/marsod2.htm>
17. *Медиков В. Я.* Капитализация по-русски / В. Я. Медиков, Д. Ю. Бобошко // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 5.
18. Оценка бизнеса. В поисках капитала-невидимки. – Режим доступа : http://www.logis.com.ua/41_1330.html.
19. *Просвирина И. И.* Интеллектуальный капитал: новый взгляд на нематериальные активы / И. И. Просвирина // Финансовый менеджмент. – 2004. – № 4.
20. *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов. – Кн. II. О природе капитала, его накоплении и применении / А. Смит. – Режим доступа : http://www.cato.ru/library/smith/wealth_of_nations_2.
21. *Чернышев С.* Страна, не стоящая почти ничего / С. Чернышев // Эксперт. – 2004, № 44 (444).
22. *Шараев Ю. В.* Теория экономического роста / Ю. В. Шараев. – М. : ИД ГУ ВШЭ, 2006. – 254 с.
23. *Экономический словарь.* – Режим доступа : <http://abc.informbureau.com>.

Надійшла до редколегії 17.07.2009 р.