

УДК 330.142.23

К. В. Багацька,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів, Національний університет харчових
технологій, м. Київ

ЕВОЛЮЦІЯ ПОНЯТТЯ "КАПІТАЛІЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА" В КОНТЕКСТІ СУЧАСНИХ ТЕОРІЙ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

К. Bagatska,
PhD, Associate professor, Assistant Professor of Finance department, National University of Food Technologies, Kyiv

EVOLUTION OF THE "ENTERPRISE CAPITALIZATION" CONCEPT IN THE CONTEXT OF MODERN THEORIES OF CORPORATE FINANCE

У статті досліджено витоки поняття "капіталізація підприємства". Підкреслено значення капіталізації підприємства в розвитку ринкової економіки. Досліджено еволюцію поглядів зарубіжних вчених на капіталізацію підприємств. Встановлено, що економічною сутністю капіталізації підприємств, як і любого активу, є теперішня вартість майбутніх доходів, згенерованих цим активом. Приведення майбутніх доходів до теперішнього часу являє собою процес дисконтування. Теорія капіталізації компанії в сучасному її контексті почала формуватися економістами-неокласиками з кінця XIX ст. і набула популярності в другій пол. XX ст. Теорія капіталізації дала поштовх відомим неокласичним теоріям корпоративних фінансів, як теорема іррелевантності, теорія ризику, теорія оптимізації інвестиційного портфеля, теорія арбітражного ціноутворення тощо. Встановлено, що згідно з теорією капіталізації, капіталізація підприємства і ринкова вартість підприємства є тотожними поняттями, хоча методики їх розрахунку відрізняються. Теорія капіталізації дала поштовх в розвитку багатьох сучасних фінансових теорій, які на сьогодні знаходяться у стадії розвитку і удосконалення.

In this article we investigate the origins of "Enterprise capitalization" concept. The importance of company capitalization in the development of a market economy were emphasized. The evolution of views on foreign scientists capitalization companies were researched. We have found that economic essence of company capitalization, as any asset, is the present value of future income generated by the asset. Transformation of future income to the present is available due to discounting process. Theory of capitalization in its modern context was formed by the Neoclassicists economists from the late XIX century and has become popular in the second half of XX century. The capitalization theory gave impetus to famous neoclassical theory of corporate finance, such as Irrelevance theory, Theory of risk, Theory of investment portfolio optimization, Theory of arbitrage pricing etc. We have found that according to the capitalization theory, company capitalization and market value of company are identical concepts, but their calculation methods differ. Capitalization theory has given impetus to the development of many modern financial theories that are currently under development and improvement.

Ключові слова: капіталізація, теорія капіталізації, теперішня вартість, дисконтування, вартість підприємства, фінансові теорії.

Key words: capitalization, theory of capitalization, present value, discounting, enterprise value, financial theories.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Одним з найважливіших факторів економічного зростання України і активізації залучення інвестицій є зростання капіталізації реального сектора економіки. Як підкрес-

лює О.Л. Яременко: "історична місія капіталізації господарюючих суб'єктів у ході ринкової трансформації складається з декількох важливих моментів. По-перше, вона відкриває господарюючим суб'єктам доступ до сучасних техно-

логій і забезпечує їх функціонування.... По-друге, капіталізація господарюючих суб'єктів формує корпоративну культуру як частину сучасної культури в широкому сенсі. Потретє, капіталізація створює систему додаткових стимулів і інтересів у вигляді отримання прибутку в його різних формах, сприяє зниженню витрат, що є істотним фактором технологічних змін і підвищення національної конкурентоспроможності. По-четверте, капіталізація господарюючих суб'єктів формує адекватний професійний менеджмент, що є запорукою подальшої капіталізації. Капіталізація домашніх господарств відкриває їм доступ до капітальних активів фінансового ринку, сприяє більш раціональній споживчій поведінці, надає можливість для використання кредитних ресурсів з метою оптимізації поточних і довгострокових бюджетних рішень" [3].

Адекватна і повна оцінка капіталізації галузі і окремого господарюючого суб'єкта як стану і як процесу можлива лише за умови точного трактування цього терміну. Різноманіття трактувань українськими вченими багатогранного терміну "капіталізація", виокремлення численних її різновидів, а також відсутність узгодженого підходу у визначенні економічної сутності капіталізації підприємства змушують нас звернутися до зарубіжних наукових праць і навчальної літератури з корпоративних фінансів і дослідити розвиток наукових підходів до визначення капіталізації підприємства в контексті теорії корпоративних фінансів.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Питанням капіталізації підприємств присвячено праці відомих зарубіжних теоретиків фінансової науки, зокрема таких, як І. Фішер, Фр. Феттер, Дж. Стокфіш, Дж. Нітцан та Ш. Бічлер, У. А. Мортон та багато інших. Багато українських вчених таких як Брюховецька Н. Е., Булеєв І. П., Горячук В. Ф., Буркинський Б. В., Нестречук Ю. О., Улянич Ю. В., Башнянин Г. І., Турянський Ю. І., Козоріз М. А. та інші також досліджували проблемні питання визначення сутності капіталізації як такої та процесів капіталізації підприємства, ринку, регіону тощо. Віддаючи належне вагомому внеску вітчизняної наукової думки в теорію капіталізації, вважаємо, що деякі теоретичні положення, які пояснюють зв'язок капіталізації бізнесу і його вартості (в контексті цінності) підприємства, викладені недостатньо.

МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою статті є з'ясування витоків і визначення економічної сутності поняття "капіталізація підприємства" на основі огляду неокласичних теорій корпоративних фінансів.

ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

У сучасній зарубіжній навчальній літературі капіталізація компаній розглядається з позиції вартісно-орієнтованого менеджменту. Підкреслюється, що метою будь-якого бізнесу є максимізація його вартості (або цінності). З огляду на це, як потенційним інвесторам, так і фінансовим менеджерам, потрібно знати вартість, яку створює окремий бізнес. А вартість бізнесу безпосередньо пов'язана з його капіталізацією [8]. Доволі часто ці поняття ототожнюються в навчальній літературі. Потреба в капіталізації з'являється на всіх стадіях бізнес-циклу компанії. Вважається, що капіталізація компанії (управління капіталізацією) є однією з найбільш вагомих сфер фінансового менеджменту.

Ринкова капіталізація являє собою величину, отриману шляхом множення поточної ціни акції на загальну кількість розміщених акцій. Хоча ринкова капіталізація компанії є одним з індикаторів її загальної ціни, вона виступає лише тимчасовою (приблизною) метрикою, що базується лише на

поточних даних ринку акцій. Якщо всі акції компанії продано, ринкова капіталізація може бути використана як дані для формування думки інвесторів про ціну компанії і є детермінуючим фактором у деяких методах оцінки акцій. А дійсна ринкова вартість підприємства, яка враховує її прибутки, ринкову позицію, структуру капіталу та безліч інших факторів, може дещо відрізнитися від ринкової капіталізації [6, с. 23]. Тому ми зустрічаємо поняття недооцінених і переоцінених компаній.

Для того, щоб зрозуміти перехід від класичного трактування капіталізації як процесу накопичення капіталу до трактування капіталізації як ринкової ціни акціонерного капіталу розглянемо сучасні теоретичні розробки з питань капіталізації. Дослідження сутності капіталізації в контексті сучасної фінансової науки детально викладене в праці Дж. А. Стокфіш "Невизначеність, теорія капіталізації і поведінка інвесторів" [7]. На думку автора, центральною ідеєю сучасної теорії капіталізації є те, що індивідуальний проект може генерувати унікальні доходи за рахунок активів, що використовуються в цьому проекті і підлягають оцінці. Використання поняття майбутнього доходу, який ділиться на поточну ставку дисконтування (або ставку капіталізації), дає на виході поточну ціну акції (активу). Ця ціна акції визначає ціну потиту, яку раціональний інвестор готовий сплатити за актив. Таким чином, теорія капіталізації робить всі активи однорідними, легко порівняними між собою, і призводить все не лише до єдиного грошового вимірника, але й до єдиного способу вимірювання [7].

Уолтер А. Мортон в праці "Теорія капіталізації інвесторів і вартість власного капіталу" [4, с. 248] зазначає, що метод прирівнювання майбутніх доходів до їх теперішньої вартості за допомогою ставки дисконтування дістав декілька назв, однією з яких є "теорія капіталізації економічної вартості". Ця назва не набула широкого поширення у вітчизняній економічній літературі: наші автори переважно користуються термінами "метод (чистої) теперішньої вартості", "метод дисконтування грошових потоків — DCF метод".

Твердження про те, що економічна вартість визначається капіталізацією доходу, не є новітнім. У. А. Мортон стверджує, що це положення походить з часів Адама Сміта. Увага вчених-економістів того часу більше акцентувалася на визначенні сутності ставки відсотка, або ставки капіталізації як норми доходу від використання активів [4, с. 249]. І незважаючи на те, що увага вчених не приверталася до питань визначення величини майбутніх доходів та факторів, що на них впливають, і положення про те, що теперішня вартість активу визначається величиною його майбутніх доходів, ще не висувалось, розробку теорії норми доходу можна вважати першим кроком у розвитку теорії капіталізації.

Розвиток і поглиблення неокласичної теорії капіталізації підійняв новітні і складні на той час (початок ХХ ст.) питання: так, для застосування в розрахунках ціни акцій майбутніх доходів, інвестор повинен мати точні прогнози цих доходів, тобто володіти досконалою інформацією про стан ринку і процеси, що відбуваються на ньому. Деякі вчені прийняли припущення про те, що інвестори володіють повною інформацією. Інші дослідники теорії капіталізації з метою приведення теорії до більш реалістичного вигляду запровадили використання концепції теорії ймовірності та математичної статистики і прогнозування очікуваного майбутнього доходу з урахуванням ймовірності його настання. Ці правила і розрахунки було покладено в основу теорії невизначеності і ризику, яка нерозривно пов'язана з сучасною теорією капіталізації.

Перші систематизовані правила дисконтування були сформульовані в середині ХІХ сторіччя групою німецьких

власників лісових господарств. Вони намагалися визначити, як їм слід оцінювати землю з лісопосадками та пов'язані з землею лісогосподарські роботи. В процесі апробації багатьох математичних формул виникла формула теперішньої вартості. Але оскільки процеси організації бізнесу тоді були слабо корпоративізовані, ці формули не знайшли широкого застосування і залишилися маловідомими. Знадобилося півстоліття, щоб формули були відроджені [5, с. 156].

Економістом, який відродив формули дисконтованої вартості і переніс у поняття капіталу поняття дисконту з практики фондового ринку, став професор Йельського університету І. Фішер. Він визначив капітал як певний запас, що генерує потік послуг у часі. Цінність капіталу є поточна вартість майбутнього потоку доходів, яка визначається як сума очікуваних доходів, дисконтована на ставку відсотка. Причому ставка відсотка розглядається у широкому значенні: вона охоплює усі економічні відносини і є зв'язуючою ланкою між теперішнім і минулим. Не капітал надає цінність, як стверджувала класична школа, а дохід надає цінність капіталу, оскільки вся економічна діяльність за сутністю своєю дивиться у майбутнє [2, с. 529].

Іншими словами, земля, нерухомість, акції, облігації, банківський вклад тощо — все це активи, які генерують прибутки. І ціна кожного з цих активів є приведеною (дисконтованою) до теперішнього часу сумою майбутніх грошових надходжень. Послідовник теорії дисконтування і капіталізації Фр. Феттер у 1914 році підкреслив, що процес дисконтування стосується не лише всіх активів, які приносять дохід, але й будь-яких періодів часу [5, с. 156].

Неокласична теорія капіталізації отримала поштовх для розвитку з поширенням теорії корисності. Майбутній дохід і майбутнє задоволення інвестора визнаються домінуючою мотивацією і головним ціноутворюючим фактором. Але економічним феноменом, який потребував пояснення були не майбутні, а поточні ціни на активи. Містком, що поєднав ці два полюси — теперішні ціни і майбутній дохід, стала теорія дисконтування. Таким чином, капіталізація стала альтернативним способом розуміння ринкового попиту на активи.

Проте, як підкреслює Дж.А. Стокфіш, більшість ранніх дослідників теорії корисності визнавали, що майбутній дохід і корисність відносяться до категорії невизначеності, але не вбачали в цьому проблеми [7]. Зростання проблеми необхідності оцінки невизначеності, що було зумовлено викликами капіталістичної економіки, змусило дослідників змінити існуючу концепцію оцінки майбутнього доходу і корисності. Так, І. Фішер у праці "Природа капіталу і доходу" зазначав, що невизначений майбутній дохід може бути трансформований у безризиковий шляхом множення величини доходу на коефіцієнт ймовірності [9, с. 275]. Хоча підхід Фішера до врахування фактору невизначеності в оцінці активів не можна вважати актуальним сьогодні, його праця стала відправною точкою в розвитку сучасних теорій ризику.

Центральною категорією в теорії капіталу і відсотка Фішера стала категорія "норма доходу понад витрат". Якщо ця норма вище ринкової ставки відсотка, це стимулює зростання інвестицій за рахунок позикових коштів. А підвищення цієї норми відбувається за рахунок прогресу технічних знань, впровадження в життя винаходів, профінансованих схильними до ризику інвесторами, які можуть у результаті отримувати дохід, що значно перевищує норму відсотка. До того ж, коли нововведення підвищує норму доходу понад витрати, підприємці в очікуванні високих прибутків готові позичати кошти за вищими, ніж раніше, відсотками, а кредитори часто готові кредитувати за тим же відсотком, що і раніше. В результаті зростає різниця між нормою доходу понад витрат і ставкою відсотка, що тягне

за собою зростання позик і інвестицій. Суспільство долучається до надлишкового інвестування заради майбутнього доходу.

Потік нових винаходів підвищує норму відсотка, оскільки завдяки цим винаходам існуючий потік доходів буде більшим у майбутньому, але з часом цей потік зменшується і зникає. Тоді настає період очікування низьких прибутків і потреби позичальників у зниженні норми відсотка, з чим не погоджуються кредитори. Тому підприємці позичають менше, інвестування уповільнюється, що змушує ставку відсотка поступово знижуватися [2, с. 531].

Подальший розвиток цих положень знайшов своє відображення в теоріях функціонування ринків грошей і капіталів, циклічності ринків. Дослідження впливу технологічних нововведень на капітал і відсоток у подальшому реалізувалося в теорії інноваційного менеджменту, в тому числі в теорії і методи оцінки капіталізації R&D витрат.

Незважаючи на переконливість, змістовність, елегантність і універсальність положень Фішера і Феттера, теорія вартості грошей в часі слабо привертала увагу дослідників протягом майже 50-ти років. Як зазначають Дж. Нітцан та Ш. Бічлер у праці "Капітал як влада" [5, с. 155], термін "капіталізація" "досяг повноліття" лише у середині ХХ століття. Історичною передумовою виникнення терміну "капіталізація" стала необхідність фізичного визначення і конкретної грошової оцінки таких понять, як "корисність", "абстрактна праця", і найголовніше — можливість виміру впливу на капітал економічних, політичних, правових і соціальних умов, що склалися в суспільстві. А вже будь-який "порядок" у суспільстві повинен бути описаний категоріями і термінами, найбільш дієвими, точними, всеохоплюючими з яких є числа [5, с. 148—149].

Значний теоретичний вклад і статистичне обґрунтування теорії капіталізації фінансових ринків зробив дослідник ринку акцій Фредерік Р. Макаулай. Зокрема він підкреслює, що прогнозування майбутньої ціни акцій є не суто математичною дією, але й потребує врахування економічного фактору, який часто додає абсурдності у прогнози [4, с. 251].

Автори монографії "Capital is a power" позиціонують капіталізацію як рушійну силу, двигун капіталізму і також стверджують, що процес капіталізації — приведення до поточної вартості величини майбутніх доходів. Коли мова йдеться про акумуляцію капіталу — це означає зростання капіталізації [5, с. 150]. Тільки зі стрімким зростанням сучасних корпорацій і поширенням масштабних фінансових ринків дисконтування із забутої практики перетворилося на міцну, розвинену ідеологію, укомплектовану детальними процедурами і техніками, жорсткими правилами і спеціально навченими фахівцями [5, с. 151].

Всеохоплюючим потужним тенденціям капіталізації стало неможливо опиратися, крім того, почали акумулюватися історичні дані з фінансових ринків, отже, економісти нарешті прийняли теорії Фішера і Феттера. В 50-х рр. ХХ ст. капіталізація нарешті сформувалась як рушійна сила і сенс капіталу, яка відтворена в обох частинах бухгалтерського балансу. На стороні активів чиста приведена вартість стала практикою вибору способу розміщення корпоративних ресурсів у процесі капітального бюджетування і способом оцінки вартості бізнесу. Тоді як на стороні зобов'язань і власного капіталу — винайденням портфельної теорії Г. Марковітца, моделі оцінки капітальних активів (САРМ) У. Шарпа і Дж. Літнера, доповнених концепцією ризику і, таким чином, здатною формалізувати чисельну оцінку обчислення фінансових інвестицій [5, с. 158].

Академічна фінансова спільнота другої половини ХХ ст. надала світу декілька провідних теорій, які охоплюють широке коло фінансових відносин:

— Марковіц довів, що оптимізація за середнім і дисперсією здатна максимізувати доходність за заданого рівня ризику;

— Міллер і Модільяні припустили, що процес оцінки вартості активів має бути незалежним від структури капіталу;

— Шарп, Лінтнер і Трейнор показали в своїй моделі CAPM, що очікувана доходність залежить виключно від ризику, що не підлягає диверсифікації (специфічного ризику), і асоційована з ринковим портфелем;

— Росс та Ролл представили теорію арбітражного ціноутворення (АРТ);

— Фама і Френч дослідили і обґрунтували значення більш, ніж одного (бета-коефіцієнт) фактора ризику;

— Блек і Шоулз ідентифікували конкретне значення оцінки опціонів;

— У працях Канемана і Тверські з біхевористичних фінансів висунуто тезу про поведінковий базис, який пояснює ринкову неефективність [1, с. 12].

Цей перелік теорій не є вичерпним. Завдяки поширенню комп'ютерних розрахунків, які дозволили формулам капіталізації стати відносно легкими у застосуванні і універсальними по відношенню до будь-яких активів, розвиток обох теоретичних напрямів (що мають відношення до активної і пасивної частин балансу) набув значного поширення так само, як і практична їх реалізація [5, с. 158].

Але наприкінці ХХ ст. сучасні фінансові теорії зіткнулися з новими викликами. Справа в тому, що вказані теорії мають спільний множник: вони всі покликані описувати, як має працювати світ корпоративних фінансів. Багато з авторів і послідовників теорій охоче визнавали, що ці теорії базуються на масиві неймовірних припущень. Тому для прийняття теорії як факту, необхідно приймати всі припущення як факт. Як зазначає Роберт Д. Арнотт, більшість спроб тестування теорій корпоративних фінансів доводять їх хибність з високим ступенем статистичної значущості [1, с. 13]. Вагомий теоретичний доробок і значимість вказаних теорій в розвитку світової фінансової думки не завжди означають їх практичну коректність і можливість застосування як основи для прийняття рішень.

Тому актуальним завданням розвитку сучасної теоретичної фінансової думки є удосконалення, інтерпретація існуючих механізмів функціонування світу фінансів.

ВИСНОВКИ

Огляд праць провідних науковців дозволив уточнити, що витоками сучасного уявлення про капіталізацію підприємства є теорія приведення прогнозованих майбутніх доходів до теперішнього часу і знаходження теперішньої вартості активу на основі його майбутніх доходів (грошових потоків). Таким чином, капіталізація підприємства відповідно до неокласичної теорії фінансів за економічною суттю являє собою теперішню вартість майбутніх очікуваних доходів підприємства. Хоча формули капіталізації підприємства і його ринкової вартості не тотожні, сутність цих категорій є однаковою, і вони беруть своє походження від уявлення про теперішню цінність активу на основі очікувань доходів від нього у майбутньому. Ця теорія в працях розглянутих вище вчених носить назву теорії капіталізації.

Стрімкий розвиток сучасних технологій і пов'язані з цим зміни у світовій фінансовій системі підвищують увагу дослідників до надзвичайно актуальних, але невирішених питань, пов'язаних з теорією капіталізації, які мають стати надбанням подальших наукових розвідок: оцінка ризику інвестування, врахування фактору невизначеності в прогнозуванні майбутніх доходів, прогнозування на ринках капіталу та фактори ціноутворення, вплив ринкової капіталізації на ВВП, кількісні і якісні фактори, що впливають на капіталізацію

компаній, методи капіталізації нематеріальних активів та витрат, пов'язаних з науковими розробками.

Література:

1. Arnott R. "Whither Finance Theory?" // Financial Analysts Journal. — 2005. — Vol. 61. — no.1. — Pp. 12—14, available at: <http://www.jstor.org/stable/4480630>

2. Гловели Г.Д. История экономических учений: учебное пособие / Г.Д. Гловели. — М.: Издательство Юрайт, 2011. — 740 с.

3. Институт инвестиционного менеджмента (2013), "Капитализация экономики: проблемы и перспективы: материалы семинара (Ч. 2)" [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.u-c-u.com/folder/seminar.pdf

4. Morton W. "The Investor Capitalization Theory of the Cost of Equity Capital" // Land Economics. — 1970. — Vol. 46. — no. 3. — Pp. 248—263, available at: <http://www.jstor.org/stable/3145380>

5. Nitzan J. and Bichler Sh. Capital is a power. A study of order and creorder, Routledge, Taylor and Francis Group. — London and New York, 2009.

6. Pachori S. and Navindra K. Totala (2012), "Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, India CA". — 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics (ICHGE'2012), Singapore, April 28—29, 2012.

7. Stockfish J. Uncertainty, Capitalization Theory and investor behavior. — Madison, 1955. — USA.

8. Masters of Business Administration notes (2015) "Theories of Capitalization", available at: <http://www.freemba.in/articlesread.php?artcode=299&stcode=10&substcode=19> (Accessed 21.07.2016)

9. Fisher I. The Nature of Capital and Income. — New York: Macmillan. — 1906.

References:

1. Arnott, R. (2005), "Whither Finance Theory?", Financial Analysts Journal, vol. 61, no. 1, pp. 12—14, available at: <http://www.jstor.org/stable/4480630>

2. Gloveli, H. D. (2011), Istorija ekonomicheskikh uchenij [The history of Economic studies], Jurajt, Moscow, Russia.

3. Institute of Investment management (2013), "Kapitalizaciya ekonomiki: problemy i perspektivy (Ch.2)", [Economic's capitalization: problems and prospects (part 2)], available at: www.u-c-u.com/folder/seminar.pdf (Accessed 23.07.2016).

4. Morton, W. (1970), "The Investor Capitalization Theory of the Cost of Equity Capital", Land Economics, vol. 46, no. 3, pp. 248—263, available at: <http://www.jstor.org/stable/3145380>

5. Nitzan, J. and Bichler, Sh. (2009), Capital is a power. A study of order and creorder, Routledge, Taylor and Francis Group, London and New York.

6. Pachori, S. and Navindra, K. Totala (2012), "Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, India CA", 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics (ICHGE'2012), Singapore, April 28—29, 2012.

7. Stockfish, J. (1955), Uncertainty, Capitalization Theory and investor behavior, Madison, USA.

8. Masters of Business Administration notes (2015), "Theories of Capitalization", available at: <http://www.freemba.in/articlesread.php?artcode=299&stcode=10&substcode=19> (Accessed 21.07.2016).

9. Fisher, I. (1906), The Nature of Capital and Income, New York: Macmillan.

Стаття надійшла до редакції 08.08.2016 р.