

С. В. Силифонкина

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ НА УСТОЙЧИВОСТЬ РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

Проанализировано понятие капитализации, приведен обзор существующих видов стоимости, методов оценки капитализации открытых и закрытых компаний, регионов как суммы капитализации предприятий, выделены основные проблемы их практического применения. Рассмотрена связь между капитализацией и устойчивостью развития, приведены основные ее критерии для компании и региона.

По мере стабилизации экономики страны наращивание потенциала отечественного бизнеса — объективный экономический процесс, следствием которого, как правило, является капитализация хозяйствующих субъектов. Рост капитализации выступает показателем улучшения финансового состояния предприятий и организаций, а также условием укрепления их финансовой устойчивости, фактором повышения эффективности деятельности. Управление капитализацией, использование ее инструментария на внутрихозяйственном, региональном и макроэкономическом уровнях — одна из важнейших финансово-экономических задач. Напротив, недооценка теории и практики капитализации, непонимание инструментария капитализации может привести к весьма болезненным последствиям для отечественного рынка [1].

По данным рейтинга крупнейших компаний мира [2], лидерами по сумме капитализации остаются компании США, хотя постепенно они теряют свои позиции. Сейчас их доля составляет около 40 %, два года назад она превышала 50 %. Ни одной другой стране пока не удалось достичь более 10 %. Данные по странам, входящим в первую десятку рейтинга суммарной капитализации, приведены в табл. 1.

Таблица 1

Рейтинг стран, компании которых вошли в число крупнейших

| Место в рейтинге | | Страна | Число компаний | Капитализация, млрд дол. | Доля, % |
|------------------|------|----------------|----------------|--------------------------|---------|
| 2007 | 2006 | | | | |
| 1 | 1 | США | 178 | 10656,6 | 40,07 |
| 2 | 3 | Великобритания | 37 | 2405,0 | 9,04 |
| 3 | 2 | Япония | 48 | 1971,0 | 7,41 |
| 4 | 4 | Франция | 32 | 1819,7 | 6,84 |
| 5 | 5 | Германия | 20 | 1086,9 | 4,09 |
| 6 | 22 | Китай | 13 | 875,7 | 3,29 |
| 7 | 6 | Швейцария | 12 | 863,6 | 3,25 |
| 8 | 7 | Канада | 25 | 787,0 | 2,96 |
| 9 | 8 | Россия | 9 | 671,4 | 2,52 |
| 10 | 11 | Испания | 13 | 654,6 | 2,46 |

Россия с объемом капитализации 671,4 млрд дол. находится на 8-м месте; ее доля в капитализации крупнейших компаний мира составляет 2,52 %. В список 500 крупнейших вошли 9 российских компаний: «Газпром» (236,38 млрд дол. и 6-е место), НК «Роснефть» (91,833 млрд, 69-я строчка рейтинга), Сбербанк РФ (84,837; 78-я позиция), Лукойл (67,832; 109-е место), ПАО «ЕЭС России» (53,970;

147), «Сургутнефтегаз» (47,158; 174), ГМК «Норильский никель» (36,581; 238), «ТНК — ВР Холдинг» (33,358; 256), МТС (19,435; 492-я строчка).

Россия находится на пороге вступления в ВТО, и в перспективе местным компаниям предстоит конкурировать с международными бизнес-структурами, которые не только имеют большой опыт успешной деятельности в условиях рынка, использования широкого ассортимента финансовых инструментов, но и, как правило, обладают более существенными материальными, корпоративными и инновационными ресурсами. В этих условиях российские компании начинают активно выходить на IPO (initial public offering — первичное размещение ценных бумаг). Им необходимо обновить основные фонды, развить сбытовые сети, повысить конкурентоспособность товаров и услуг и соответственно эффективность деятельности, укрепить положение на рынке. Вопреки расхожему мнению, для средней компании IPO не самый дешевый способ увеличения капитализации. Его следует использовать, если предприятие не может привлечь средства из других источников. При выходе на биржу компания несет значительные расходы: услуги консультантов и инвестиционных банков, увеличение налоговых выплат (за счет повышения прозрачности бизнеса), подготовка и аудит отчетности по МСФО обходятся недешево.

Несмотря на теоретическую и практическую значимость капитализации, отечественных публикаций, посвященных этому вопросу, немного. Недооценка капитализации современными российскими экономистами привела к тому, что отечественная практика в этой области опережает теорию. Представители современного крупного российского бизнеса рассматривают капитализацию как важнейшую финансовую характеристику предприятия и широко используют ее в маркетинговых целях.

В экономической литературе нет устоявшегося понятия капитализации, каждый автор трактует ее по-своему. Тем не менее можно выделить два основных подхода к определению этого термина. Часть авторов (В. П. Попков, Е. В. Евстафьева, Г. И. Хотинская) под капитализацией понимают процесс преобразования будущих доходов, ожидаемых от объекта оценки, в его стоимость. Такое же определение дает экономико-математический словарь: «капитализация — превращение в капитал будущих доходов» [3]. Другие авторы (Л. Григорьев, И. А. Смирнова) рассматривают капитализацию как результат этого процесса, т. е. стоимость бизнеса.

Классическое определение дано в «Большой экономической энциклопедии»: «Капитализация — превращение прибавочной стоимости в капитал, т. е. использование ее на расширение производства» [4]. В ней же при определении капитализации прибыли указано, что «таким образом расширяется существующее производство и повышается стабильность организации», т. е. рост капитализации компании связывается с повышением устойчивости ее функционирования.

Проследить зависимость между капитализацией компании и ее устойчивостью можно с помощью графика (рис. 1). Учтены данные 31 компании, представленной одновременно в рейтинге капитализации «Эксперт РА» [5] и кредитном рейтинге «Standard&Poors» [6], что позволяет соотнести эти два показателя. Как видно, в данном случае зависимость (между рыночной капитализацией и устойчивостью предприятия как заемщика) является параболической функцией. Возможно, если ассоциировать устойчивость фирмы с другими показателями или вместо рыночной использовать внутреннюю стоимость, то кривая будет меняться.

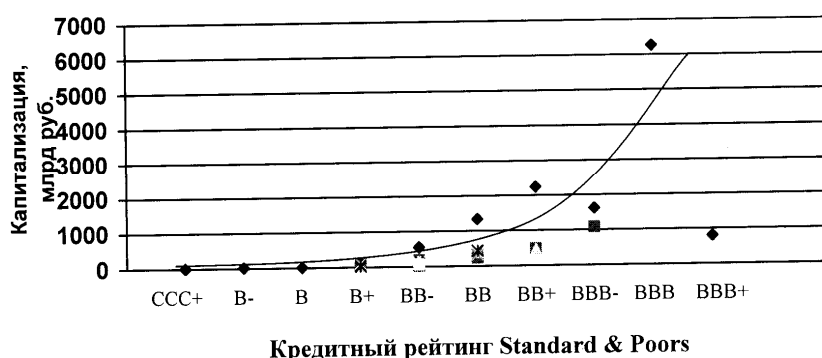


Рис. 1. Влияние капитализации на устойчивость компании. Точки на графике обозначают компании, представленные в соответствующих рейтингах

Проблемы равновесия (устойчивости) экономисты рассматривали еще в XVIII в. А. Смит анализировал процесс «выравнивания» рыночных условий с помощью «естественного порядка» («невидимой руки»). Л. Вальрас в конце XIX в. предложил первую математическую модель экономического равновесия. Справочник по теории систем и системному анализу под редакцией В. Н. Волковой и А. А. Емельянова определяет устойчивость экономических систем как «способность возвращаться в состояние экономического равновесия после того, как они были из этого состояния выведены под влиянием внешних и/или внутренних возмущающих воздействий» [7]. Там же говорится, что с учетом самоорганизации экономических систем «их устойчивость необходимо рассматривать как отражение бинарности естественных процессов устойчивость-управляемость, устойчивость-развитие».

Поскольку изменения системы протекают во времени, анализ устойчивости требует построения динамической модели. Примером может служить паутинообразная модель, угол наклона кривых которой позволяет системе возвращаться в равновесное состояние (на рис. 2 представлена модель рыночного равновесия).

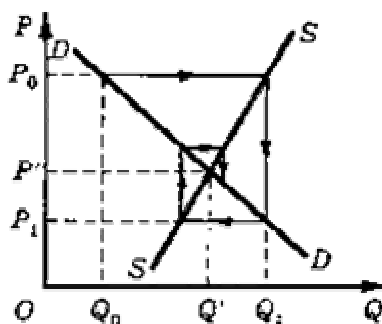


Рис. 2. Паутинообразная модель устойчивого развития:
 P — цена товара, Q — объем производства

Согласно определению А. М. Ляпунова, состояние устойчивости представляется как некий коридор, в пределах которого проходит траектория развития системы. При этом можно указать пределы возмущений, при которых

система не выйдет из данного коридора. Соответственно при определении устойчивости системы необходимо выявить, постоянство каких черт является для нее значимым и в какой мере.

Как известно, фирма может менять размер, сферу деятельности, название, место расположения и регистрации, организационно-правовую форму, владельцев и работников, оборудование, технологии, структуру управления и при этом продолжать свое существование.

В работе Д. С. Вахрушева [8] указано, что устойчивость характеризует способность системы выполнять свойственные ей функции. Например, устойчивость банка отражает способность выполнять традиционные банковские операции и обеспечивать выполнение принятых долговых обязательств. В. Н. Волкова и А. А. Емельянов [7] такое функционирование фирмы называют низкоуровневым равновесием и помимо него выделяют высокоуровневое, при котором система осуществляет текущее функционирование, выполняет обязательства и выделяет ресурсы на развитие.

Если за основу брать постоянство выполняемых функций, то базовым критерием устойчивости компании будет являться способность приносить прибыль и выполнять долговые обязательства. А критерием, отражающим развитие, является капитализация, так как она увеличивается при расширении производства, закупке высокотехнологичного оборудования, запуске новых проектов. Это согласуется с определением Е. С. Докучаева и А. М. Рогачевой: устойчивость — это «способность компании в течение длительного времени обеспечивать рентабельность активов, удовлетворяющую минимальным требованиям акционеров в отношении размера дивидендов и капитализации акций» [9].

На устойчивость компании могут оказывать влияние различные факторы. В диссертационных работах российских ученых анализируются следующие аспекты: конкурентоспособность (А. В. Кучерявый), формирование системы резервов (А. А. Мартыанов), экономико-правовые факторы (С. С. Смирнова), использование производственных мощностей (А. М. Фаттахов), рентабельность хозяйственных операций (О. Г. Королев), аутсорсинг (Д. В. Зиньков), государственные финансы (Т. Н. Бурделова), денежные потоки (Н. В. Недбайлова), глобализация мировой экономики (Е. В. Макарова), логистические факторы (А. И. Гриценко), случайные параметры (И. С. Орлов).

В справочнике [7] говорится, что равновесие экономических систем определяется балансом параметров «спрос — предложение», «доходы — расходы», «заемные — собственные средства», «объем производства — реализация» и др.

По мнению И. Д. Аникиной, критериями финансовой устойчивости могут являться [10]:

- внутренняя стоимость собственного капитала;
- рыночная капитализация;
- темпы прироста внутренней стоимости и рыночной капитализации;
- соотношение внутренней стоимости и рыночной капитализации;
- соотношение темпа роста рыночной капитализации и фондового индекса.

Идея определения устойчивости компании по данным капитализации также предложена в работе Е. С. Докучаева и А. М. Рогачевой [9]: «характер динамики уровня капитализации компании — важнейший показатель ее устойчивости», поскольку служит индикатором развития системы во времени.

Финансовую устойчивость предприятия как способность стабильно функционировать в течение длительного периода времени традиционно характе-

ризируют с помощью показателя «финансового рычага», т. е. соотношения собственных и заемных средств. На западе оптимальным считается соотношение 40–60 %, в Японии — 30–70 %, в России же долгое время считалось, что устойчивой можно считать компанию, в которой собственные средства составляют не менее 70 % капитала. Но если более глубоко рассматривать проблему устойчивости развития, то помимо соотношения собственных и заемных средств необходимо учитывать их структуру, поскольку она будет определять величину бизнес-риска. Спектр возможных источников финансирования достаточно широк. Они различаются по издержкам привлечения средств, срокам возмещения, доступности, требованиям к активам и другим условиям, предъявляемым поставщиками капитала.

В качестве собственных источников финансирования предприятие может использовать краткосрочные (кредиторскую задолженность, кредиты на рынке денежно-кредитных операций, необеспеченные и обеспеченные займы) и долгосрочные (средства собственников, нераспределенную прибыль).

К основным способам привлечения заемных средств относятся:

- 1) кратко-, средне- и долгосрочные займы;
- 2) частное размещение, привлечение стратегического инвестора, IPO.

«Оптимальная структура капитала — такая структура капитала, которая минимизирует стоимость капитала фирмы и, следовательно, максимизирует стоимость самой фирмы» [11].

Стоимость компании оценивается по совокупности имеющихся в ее собственности активов. В составе капитала фирмы можно выделить материальные активы (здания и сооружения, земельные участки, машины и оборудование) и нематериальные (интеллектуальная собственность, имущественные права, гудвилл). Востребованность оценочных услуг по видам активов отражена на рис. 3.

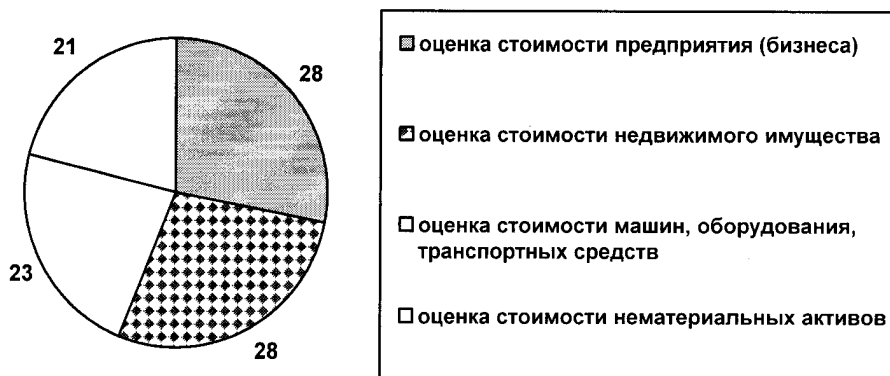


Рис. 3. Основные виды оценочных услуг в России, % [12]

Существует два пути привлечения денег на развитие производства: продемонстрировать наличие хороших материальных активов либо привлечь инвестора нематериальными. Главный материальный актив — основные фонды — у большинства российских предприятий находятся не в лучшем состоянии, их изношенность составляет 38–60 %. Но неплохие перспективы есть у нематериальных активов. Кроме того, для крупнейших 500 мировых компаний соотношение рыночной и балансовой стоимости составляет 8:1, т. е. примерно 12 %

стоимости составляют материальные активы, остальные 78 % приходятся на гудвилл [13].

Доля основных средств в структуре активов мировых компаний по отраслям промышленности представлена в табл. 2 [14].

Таблица 2

Основные средства в балансе крупнейших мировых компаний в 2003 г.

| Отрасль | Количество предприятий | Доля основных средств в структуре активов, % | | |
|--------------------------|------------------------|--|----------|------------------|
| | | минимум | максимум | среднее значение |
| Машиностроение | 16 | 13 | 46 | 22 |
| Топливная промышленность | 28 | 42 | 85 | 57 |
| Цветная металлургия | 32 | 12 | 80 | 52 |
| Черная металлургия | 19 | 22 | 69 | 48 |

Как видно из табл. 2, основные средства составляют существенную часть активов и стоимости компаний сферы материального производства.

Можно выделить несколько основных видов стоимости предприятия, используемых в процессе оценки:

- рыночная;
- замещения объекта оценки;
- воспроизводства объекта оценки;
- ликвидационная;
- инвестиционная.

Рыночная стоимость компании, торгующейся на бирже, оценивается как произведение рыночной цены одной акции эмитента на их общее количество. В список 200 крупнейших по капитализации российских компаний (по данным «Эксперт РА» на 31 августа 2007 г. [6]) вошли 7 компаний, зарегистрированных в Тюменской области: «Сургутнефтегаз» (1135836,5 млн руб.; 6-е место в рейтинге), «НОВАТЭК» (389649,1 млн руб.; 13-е место), ОГК-4 (152059,3 млн руб.; 26-е место), «Славнефть-Мегионнефтегаз» (79459,4 млн руб.; 44-е место), «Варьеганнефтегаз» (20376,1 млн руб.; 103-я позиция в списке), «Авиакомпания Ютэйр» (8500 млн руб.; 142-е место) и НК «ЮКОС» (20192 млн руб.; 104-е место), которая вошла в рейтинг, но 13 ноября была снята с торгов на РТС.

По аналогии с рейтингом капитализации компаний по странам мною была проведена сравнительная оценка капитализации российских компаний по субъектам Федерации (табл. 3).

Как показал анализ, 66,73 % российской капитализации представлено компаниями, зарегистрированными в Москве (18020197,1 млн руб.). Тюменская область (с округами) занимает 2-е место среди российских регионов (1806072,4 млн руб.), ее доля в суммарной капитализации крупнейших компаний составляет 6,69 %.

Оценить капитализацию компаний, не входящих в листинг торговых площадок ММВБ и РТС, значительно сложнее. Здесь в зависимости от целей исследования можно говорить о стоимости ликвидационной, инвестиционной или замещения, воспроизводства.

Таблица 3

**Сравнительная оценка субъектов РФ,
компании которых вошли в число крупнейших (на 31.08.2007 г.)**

| Место в рейтинге | Субъект Федерации | Число компаний | Капитализация, млн руб. | Доля, % | Кредитный рейтинг S&P* |
|------------------|----------------------------------|----------------|-------------------------|---------|------------------------|
| 1 | Москва | 50 | 18020197,1 | 66,73 | BBB+/стаб/- |
| 2 | Тюменская область | 7 | 1806072,4 | 6,69 | BBB/поз/- |
| 3 | Таймырский (Долгано-Ненецкий) АО | 2 | 1276275,7 | 4,73 | — |
| 4 | Санкт-Петербург | 8 | 919974,2 | 3,41 | — |
| 5 | Липецкая область | 3 | 531780,1 | 1,97 | — |
| 6 | Вологодская область | 3 | 477968,2 | 1,77 | BB-/стаб/- |
| 7 | Челябинская область | 7 | 477485,5 | 1,77 | — |
| 8 | Республика Татарстан | 6 | 431363,9 | 1,60 | BB-/поз/- |
| 9 | Свердловская область | 10 | 431207,7 | 1,60 | BB/стаб/- |
| 10 | Пермский край | 5 | 298209,6 | 1,10 | — |
| 11 | Республика Башкортостан | 9 | 256367,2 | 0,95 | BB/поз/-- |
| 12 | Самарская область | 3 | 233196,9 | 0,86 | BB/поз/-- |
| 13 | Иркутская область | 4 | 158993,4 | 0,59 | B+/стаб/- |
| 14 | Кемеровская область | 3 | 154214,6 | 0,57 | — |
| 15 | Нижегородская область | 6 | 148118,5 | 0,55 | — |
| 16 | Краснодарский край | 4 | 124426,8 | 0,46 | BB-/поз/-- |
| 17 | Ставропольский край | 3 | 108089,5 | 0,40 | B+/стаб/- |
| 18 | Московская область | 4 | 107863,6 | 0,40 | BB/поз/- |
| 19 | Красноярский край | 3 | 87081,1 | 0,32 | — |
| 20 | Оренбургская область | 1 | 86590,2 | 0,32 | — |
| 21 | Брянская область | 2 | 86185,0 | 0,32 | — |
| 22 | Удмуртская Республика | 3 | 75607,6 | 0,28 | — |
| 23 | Республика Хакасия | 1 | 74639,0 | 0,28 | — |
| 24 | Волгоградская область | 2 | 68107,9 | 0,25 | B+/стаб/- |
| 25 | Новосибирская область | 4 | 61523,6 | 0,23 | — |
| 26 | Ростовская область | 4 | 52286,2 | 0,19 | — |
| 27 | Ярославская область | 3 | 48966,0 | 0,18 | — |
| 28 | Республика Чувашия | 2 | 45692,7 | 0,17 | — |
| 29 | Хабаровский край | 1 | 45436,2 | 0,17 | — |
| 30 | Астраханская область | 2 | 41221,0 | 0,15 | — |
| 31 | Тульская область | 2 | 39583,0 | 0,15 | — |
| 32 | Белгородская область | 2 | 35554,8 | 0,13 | — |
| 33 | Новгородская область | 1 | 29242,0 | 0,11 | — |
| 34 | Республика Дагестан | 2 | 24095,7 | 0,09 | — |
| 35 | Приморский край | 2 | 19266,4 | 0,07 | — |
| 36 | Омская область | 2 | 17692,7 | 0,07 | — |
| 37 | Читинская область | 2 | 10675,5 | 0,04 | — |
| 38 | Амурская область | 1 | 9762,4 | 0,04 | — |
| 39 | Ульяновская область | 1 | 8181,9 | 0,03 | — |
| 40 | Республика Саха (Якутия) | 1 | 7901,6 | 0,03 | — |
| 41 | Саратовская область | 1 | 7194,8 | 0,03 | — |
| 42 | Смоленская область | 2 | 7173,4 | 0,03 | — |
| 43 | Томская область | 2 | 6240,7 | 0,02 | -/-/- |
| 44 | Республика Коми | 1 | 5899,9 | 0,02 | — |
| 45 | Владимирская область | 1 | 4253,3 | 0,02 | — |
| 46 | Курская область | 1 | 4223,1 | 0,02 | — |
| 47 | Воронежская область | 1 | 3885,4 | 0,01 | — |
| 48 | Ивановская область | 1 | 3533,5 | 0,01 | — |
| 49 | Рязанская область | 1 | 3455,9 | 0,01 | — |
| 50 | Мурманская область | 1 | 3448,9 | 0,01 | — |
| 51 | Кировская область | 1 | 3437,4 | 0,01 | — |
| 52 | Пензенская область | 1 | 3291,9 | 0,01 | — |

Окончание табл. 3

| Место в рейтинге | Субъект Федерации | Число компаний | Капитализация, млн руб. | Доля, % | Кредитный рейтинг S&P* |
|------------------|--------------------|----------------|-------------------------|---------|------------------------|
| 53 | Тверская область | 1 | 3009,7 | 0,01 | — |
| 54 | Тамбовская область | 1 | 2607,9 | 0,01 | — |
| 55 | Калужская область | 1 | 2516,8 | 0,01 | Отозван |
| 56 | Псковская область | 1 | 2438,2 | 0,01 | — |
| 57 | Республика Бурятия | 1 | 2418,1 | 0,01 | — |
| Сумма | | 200 | 27006126,0 | 100,00 | — |

*Standard and Poor's

В международной и российской практике оценки бизнеса используется три основных подхода: затратный, сравнительный и доходный. Затратный (имущественный) предполагает оценку активов компании с позиции понесенных издержек. Собственный капитал представлен в виде разницы рыночной стоимости активов и обязательств. В рамках данного подхода используются методы стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости. Сравнительный подход предполагает сопоставление оцениваемой фирмы с аналогичной, торгующейся на рынке. В зависимости от целей, объекта и условий оценки в рамках сравнительного подхода используются методы:

- компании-аналога;
- сделок (продаж). Рассматриваются цены приобретения предприятия или контрольного пакета акций, включающие премию за элементы контроля;
- отраслевых коэффициентов. Для оценки используются рекомендованные соотношения между ценой и конкретными финансовыми параметрами, которые рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных статистических наблюдений.

Соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым параметром называют мультипликатором. Умножив величину определенного мультипликатора на тот же финансовый показатель оцениваемой компании, можно получить ее стоимость.

Метод компании-аналога (с применением мультипликатора цена/чистая прибыль) использовался мною при расчете капитализации предприятий Курганской и юга Тюменской области, акции которых не торгуются на биржах. В табл. 4 на примере Уральского федерального округа представлен второй возможный вариант оценки капитализации регионов — на основании суммы капитализации пяти крупнейших компаний каждого из субъектов РФ.

Таблица 4

Оценка регионов УрФО по сумме капитализации крупнейших предприятий

| Место в рейтинге | Регион | Капитализация 5 крупнейших предприятий, млн руб. | Кредитный рейтинг S&P* |
|------------------|----------------------|--|------------------------|
| 1 | ХМАО | 1407923,3 | BBB-/стаб/-- |
| 2 | Челябинская область | 460313,2 | — |
| 3 | ЯНАО | 392913,1 | BB+/поз/-- |
| 4 | Свердловская область | 371898,5 | BB/стаб/- |
| 5 | Тюменская область | 78064,6 | — |
| 6 | Курганская область | 2583,9 | — |

*Standard and Poor's.

Как показывают данные табл. 4, на первом месте по капитализации пяти крупнейших предприятий среди субъектов УрФО стоит Ханты-Мансийский автономный округ (1407923,3 млн руб.), на последнем — Курганская область (2583,9 млн руб.), Тюменская область (без округов) занимает предпоследнюю строчку (78064,6 млн руб.)

Проведенный мною анализ (табл. 3, 4) показал, что уровень капитализации регионов в целом соответствует их кредитному рейтингу, присвоенному агентством Standard and Poor's на основе оценки:

- экономики (демографическая ситуация, перспективы роста, диверсификация экономики);
- стабильности и предсказуемости изменений системы государственных и муниципальных финансов (соотношение доходов и расходов, правовая база, правила, принципы бюджетной политики);
- качества управления (прозрачность и раскрытие информации, бюджетирование, долгосрочное финансовое планирование, управление доходами и расходами, долгом, денежными средствами и ликвидностью, муниципальными предприятиями);
- финансовой гибкости (структура расходов и доходов);
- бюджетных показателей; ликвидности и управления долгом (риски ликвидности, валютный, процентный, операционный); долговой нагрузки; забалансовых обязательств.

Результаты анализа лишней раз демонстрируют наличие связи между капитализацией и устойчивостью развития.

Оценка бизнеса с использованием доходного подхода предполагает сопоставление будущих доходов инвестора с текущими затратами с учетом факторов времени и риска. В рамках данного подхода применяются методы капитализации и дисконтирования дохода. И. Л. Артеменков, член Правления Международного комитета по стандартам оценки, доказывает, что предпосылке «действующего предприятия», которая «позволяет оценить бизнес по стоимости выше ликвидационной и учесть все имеющиеся у него активы, в том числе гудвилл», больше удовлетворяет модель Гордона, представляющая собой детализацию модели дисконтированных денежных потоков (ДДП) [15]. Важно отметить, что дисконтированный доход может стать моделью капитализации.

Все описанные методы в различных сочетаниях используются оценщиками для определения стоимости бизнеса; это зависит от целей, объекта оценки, доступной информации. Возможные предпочтения применения подходов к оценке нематериальных активов в условиях несбалансированного рынка отражены в табл. 5. Каждый из подходов имеет определенные преимущества, но в их применении есть ряд проблем.

Для обеспечения объективности сравнительного подхода необходимо наличие достаточно развитого, открытого и активного финансового рынка, который в России пока не сформирован. Затратный подход предусматривает определение стоимости нематериальных активов, но нет общепринятой методики такой оценки. Одной из актуальных проблем применения доходного подхода в оценке имущества является прогнозирование показателей доходности, что требует построения и обработки временных рядов, анализа трендов. Для измерения количественной связи между ранжированными показателями используется метод ранговой корреляции, для определения зависимости между двумя и более переменными — парный (многофакторный) регрессионный

анализ. Также в оценочной практике используются методы кластерного анализа, оптимального планирования.

Таблица 5

Предпочтения применения подходов к оценке нематериальных активов [11]

| Виды нематериальных активов | Применение подходов | | |
|--|---------------------|----------------|---------------|
| | в 1-ю очередь | во 2-ю очередь | в 3-ю очередь |
| Патенты и технологии | Доходный | Сравнительный | Затратный |
| Товарные знаки | » | » | » |
| Объекты авторского права | » | » | » |
| Права по франчайзингу | » | » | » |
| Квалифицированная рабочая сила | Затратный | Доходный | Сравнительный |
| Информационное программное обеспечение менеджмента | » | Сравнительный | Доходный |
| Программные продукты | Доходный | » | Затратный |
| Дистрибьюторские сети | Затратный | Доходный | Сравнительный |
| Корпоративная практика и процедуры | » | » | » |

На основании изложенного можно сделать вывод о недостаточной изученности влияния капитализации на устойчивость функционирования компании. Целью дальнейшего исследования являются разработка динамической модели устойчивости компании, критерием которой служит показатель капитализации, и оценка динамики капитализации региона на ее основе.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гальцева Е. В. Капитализация как фактор укрепления финансовой устойчивости предприятий сферы услуг: Дис. ... канд. экон. наук. — М., 2005. — 133 с.
2. Хвостик Е., Ладьгин Д. Крупнейшие компании мира // «Коммерсант «Деньги». — 2007. — № 18. — С. 109–136.
3. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь. — М.: Наука, 1993. — 448 с.
4. Большая экономическая энциклопедия. — М.: Эксмо, 2007. — 816 с.
5. «Капитализация — 200»: рейтинг крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации) на 31 августа 2007 года // Эксперт РА. — Режим доступа: www.gaeexpert.ru, свободный.
6. Кредитные рейтинги: данные за 26 ноября 2007 года // Standard and Poors. — Режим доступа: www.standardandpoors.ru, свободный.
7. Теория систем и системный анализ в управлении организациями: Справочник: Учеб. пособие / Под ред. Волковой В. Н. и Емельянова А. А. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 848 с.
8. Вахрушев Д. С. Самоорганизация и динамическая устойчивость экономических систем: теоретико-методологические аспекты: Дис. ... д-ра экон. наук. — Кострома, 2004. — 324 с.
9. Докучаев Е. С., Рогачева А. М. Суть категории «устойчивость компании» и аспекты оценки капитализации вертикально интегрированных нефтяных компаний как ее основного индикатора // Нефтегазовое дело. — 2006. — 11 с.
10. Аникина И. Д. Институциональное развитие корпоративного капитала и определение рыночной стоимости акций российских компаний: Дис. ... канд. экон. наук. — Волгоград, 2004. — 186 с.
11. Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. (мл.). Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. — 11-е изд. — М.: Вильямс, 2001. — 992 с.
12. Попков В. П., Евстафьева Е. В. Оценка бизнеса: схемы и таблицы: Учеб. пособие. — СПб.: Питер, 2007. — 240 с.
13. Пресса о РАМ: еще один фактор капитализации // Эксперт. — № 43. — 2002.

14. Морина Н. Справедливая оценка стоимости основных средств // GAAP.ru. — 2004, ноябрь. — Режим доступа: www.gaap.ru, свободный.

15. Артеменков И. Л., Артеменков А. И., Микерин Г. И. Об интегрированной теории оценки стоимости бизнеса. — Режим доступа: www.valuer.ru/files/prividenie/Integr_teor_08.doc, свободный.

S. V. Silfonkina

ON ANALYZING INFLUENCE OF CAPITALIZATION UPON SUSTAINABILITY
OF DEVELOPMENT OF A COMPANY

The article considers a notion of capitalization, reviewing the existing value types, methods of estimating capitalization of open/closed companies and regions as a sum of capitalization of enterprises, distinguishing basic questions of their practical application. Subject to consideration being also a relation between capitalization and sustainable development, together with its basic criteria with a view to a company and a region.