

М. И. Масленников

## РЕГИОНАЛЬНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ КАПИТАЛИЗАЦИИ БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ РОСТА ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ<sup>1</sup>

*В статье анализируются региональные тенденции капитализации бизнеса в различных регионах мира в условиях повышающейся финансовой нестабильности как реакция на смещение акцентов в деятельности бизнеса с производственной на научно-технологическую, информационную и инновационные сферы деятельности, выявляется вклад различных компонентов экономики в формирование капитализации, анализируются показатели, отображающие уровень капитализации бизнеса и компаний в различных секторах экономики, ее взаимосвязь с показателями ВВП, выявляются альтернативные варианты развития, издержки и выгоды от повышения уровня капитализации бизнеса в целом и компаний-эмитентов в частности, исследуется взаимосвязь уровней, динамики и тенденций развития экономики в мире, России и регионах с показателями капитализации бизнеса, выясняются причины низких показателей капитализации фирм, котирующихся на Московской бирже, предлагаются меры по ее развитию, насыщению финансового рынка дополнительными инструментами, исследуются механизм и инструментарий стимулирования развития капитализации в регионах, исследуются внутренние и внешние факторы, влияющие на формирование капитализации как на развитых, так и на развивающихся рынках, с отображением разнонаправленных тенденций в деятельности ведущих компаний в различных регионах мира.*

**Ключевые слова:** капитализация, фондовая биржа, теория, бизнес, показатели, реальный и финансовый сектор, зарубежные страны, Россия, регионы

Рост кризисных явлений в реальном и финансовом секторах мировой и отечественной экономики, особенно после 2008 г., когда кредитный кризис перерос в мировой финансовый, а затем и экономический, обвалив основные индикаторы как развитых, так и развивающихся рынков (капитализация, процентные ставки, ВВП, денежная масса, цены, инфляция, спрос и предложение), усилил их волатильность с падением ликвидности, что усилило смещение акцентов в деятельности секторов с производственной на финансовую, научно-технологическую, информационную и инновационную и иные сферы. Бизнес был вынужден включить традиционный механизм самосохранения — оптимизировать рынок — через поглощения, присоединение, отторжение, межотраслевую и внутриотраслевую конкуренцию и изыскивать дополнительные источники и резервы роста и стимулы к труду. Компании всего мира, и прежде всего крупные

и крупнейшие в новейших (радиоэлектроника, биотехнологии, медицина, компьютерные и информационные технологии, инженерия, телекоммуникации, связь) и традиционных отраслях деятельности (нефтегазовая, металлургия, машиностроение, электроэнергетика, горнодобывающие), были вынуждены искать новые организационные и функциональные формы построения бизнеса, изыскивать новые сферы и регионы деятельности, перемещать производственные мощности в новые регионы, переориентировать финансовые потоки, добиваясь дополнительных льгот и привилегий от государства. Одной из таких форм конкурентной борьбы, активно используемых компаниями, стало наращивание капитализации бизнеса, его реального и функционирующего капитала.

Понятно «капитализация» — это развивающаяся экономическая категория. Так, в справочнике «Английские экономические термины» под капитализацией (*capitalization*) понимается превращение в капитал, общая сумма

<sup>1</sup> © Масленников М. И. Текст. 2014.

акционерного капитала. Капитализироваться могут накладные расходы, новые технологии, промышленная собственность (патенты, товарные знаки, лицензии и т. п.), доходы, прибыль, страхование и т. д. [5, с. 43]. И каждое из направлений капитализации имеет свою специфику формирования и расчета, т. е. процесс исследования данной категории находится в стадии развития, совершенствования и апробации.

В «Словаре иностранных слов» капитализация рассматривается в двух аспектах: во-первых, как определение ценности имущества по приносимому им доходу, с принятием за основу исчисления существующего в данное время учетного процента; во-вторых, как превращение прибавочной стоимости в капитал; как обращение имущества в денежный капитал [8, с. 279].

Английский перевод понятия «*capitalize*», «капитализировать, превращать в капитал, извлекать выгоду (прибыль) из чего-либо» означает завершенность процесса капитализации (стоимости, источника прибыли (дохода), права на промышленную стоимость и т. д.) и близок к понятию «*capitalization*», означающему, что данное явление (или процесс) находится в стадии развития [5, с. 43].

Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева в «Современном экономическом словаре» приводят следующее определение: «Капитализация рыночная — стоимость ценной бумаги, установленная котировкой на фондовой бирже; капитал, который необходимо предъявить на бирже в определенный момент времени для приобретения ценных бумаг. Различают капитализацию одной акции — стоимость этой акции по биржевому курсу — и капитализацию акционерной компании — произведение курсовой стоимости акций компании на число акций, составляющих ее акционерный капитал» [7, с. 214], а также рыночную капитализацию рынка отдельной страны, отрасли, группы компаний и т. д.

Аналогичное определение капитализации дает журнал «Эксперт», приводя данные рейтинга крупнейших промышленных компаний России, отождествляя понятия «рыночная стоимость компании» и «капитализация», отмечая, что «капитализация — произведение цены обыкновенных акций на их количество (по курсу ЦБ РФ на определенную дату, в нашем случае на 2 сентября 2013 г., равному 33,2474 руб./долл., по итогам торгов на Московской бирже, по МСФО). Кроме того, журнал приводит показатели отношения капитализации к

объему реализации ( $P/S$ ) и отношения капитализации к чистой прибыли ( $P/E$ ), тем самым указывая на их взаимосвязь. [2, с. 164, 165; 3, с. 176; 9, с. 148].

Т.А. Малова отмечает, что «капитализация» — это система экономических отношений на макро-, мезо- и микроуровне национальной экономики по поводу накопления капитала через капитализацию рыночной стоимости, опосредованной механизмами финансовых институтов и доминирующей в условиях формирования глобального пространства функционирования мировой экономики [4, с. 6].

Итак, капитализация — это двуединый процесс накопления (получение, приращение, аккумуляция, привлечение, поглощение, присоединение активов реального капитала в натуральной (материально-вещественной) и функционирующей (денежной) форме стоимости, или ее части, полученной за счет использования факторов производства — земли, труда и капитала, информации, менеджмента и других, в виде торговой прибыли, ссудного процента, предпринимательского дохода, заработной платы и вкладываемых в производство или в фиктивный капитал в целях его расширения или приращения), что находит свое отражение в котировке и продаже на фондовом рынке акций компании, с использованием существующих в данное время финансовых инструментов.

В производственном отношении увеличение капитализации предприятия отражает процессы централизации и концентрации капитала, то есть процесс реального накопления капитала, через аккумуляцию части его прибавочного продукта в материальные ценности, а с точки зрения рыночного обращения капитализация отражает мониторинг курсового значения акций данного предприятия (фирмы, корпорации). Поэтому под капитализацией бизнеса обычно и понимают стоимостную оценку предприятия (фирмы, компании, корпорации) на фондовом рынке инвесторами (держателями акций, собственниками, заемщиками и т. п. резидентами и нерезидентами) торгуемых его акций.

Рост показателя капитализации повышает рыночный рейтинг компании и создает тем самым ее кредитную и инвестиционную привлекательность.

Раскрытие сущности реального процесса капитализации даже одной отдельно взятой компании показывает, насколько это сложный, противоречивый, еще слабопроработанный и чаще всего стихийный процесс, но позволяю-

щий показать, каким образом компания (корпорация) преодолевает эту двойственность. Независимо от того, в какой сфере (производительной или денежной) и в какой форме осуществляется капитализация прибыли, дохода, активов или рыночной стоимости корпорации, ее результатом всегда является приращение ценности. В этом и состоит главная цель хозяйственного развития бизнеса, что создает условия для роста стоимости акционерного капитала, выраженного в ожиданиях инвесторов и реализующихся при покупке акций по более высокой цене под влиянием разнообразных внутренних и внешних факторов развития фирмы, отрасли, региона.

Показатели, как и механизм стоимостной оценки фирмы на фондовом рынке (капитализация), существенно отличаются от других показателей оценки стоимости предприятия и прежде всего внутренней или фундаментальной, потенциальной и реальной, инвентаризационной и кадастровой, балансовой и остаточной и иных форм стоимости активов предприятия, поскольку учитывает не только внутренние показатели деятельности фирмы (объемы реализации, доля на рынке, количество занятых, затраты на науку, издержки, цены реализации, капиталов-, энерго- и трудоемкость, менеджмент, человеческий потенциал, прибыль и т. п.), но и внешние, куда относят котируемость (бренд, имидж, репутация), инвестиции, уровень инфляции, фазу промышленного цикла развития, процентные ставки, риски, ликвидность, волатильность рынка, уровень его монетизации и т. д.

Стоимостная оценка фирмы на фондовом рынке является синтетическим интегральным показателем, отображающим уровень капитализации как самой фирмы, так и всего бизнеса, включающим учет всех вышеназванных многообразных факторов и условий развития бизнеса. Поэтому анализу ее сущности, особенностям формирования и проявления в различных регионах мира, исчисления компонентов, ее формирующих, в последние годы в мировой и отечественной экономике уделяется возрастающее внимание, поскольку уровень капитализации бизнеса является своего рода рампой, на фоне которой формируются интересы и приоритеты инвесторов, бизнеса и страны. И в этой связи следует указать на тот непреложный факт, как во всем мире, так и в российской экономике и ее регионах происходят не столь позитивные изменения и сдвиги: ситуация с октября 2012 г., вновь, как и в конце 2008 г. начала ухуд-

шаться, охватывая реальный и финансовый сектора отечественной экономики. За 2013 г. реальный ВВП в РФ вырос всего на 1,3 % (в мире на 2,4 %, в том числе в США — 1,8, Китае — 7,7, Японии — 0,2, Германии — 0,4, Франции — на -0,5, Великобритании — 0,3 %, Бразилии — 3,2 %, Италии — 0,7, Канаде — 1,2 %) и достиг 71,5 трлн долл., в США — 16,7, Китае — 8,9, Японии — 5,0, Германии — 3,6, Франции — 2,7, Великобритании — 2,65, Бразилии — 2,2, России — 2,1, Италии — 2,1, Канаде — 1,8 трлн долл. [6], промышленный рост оказался нулевым (0,1 %), дефицит бюджета РФ составил 0,5 % ВВП. Еще сложнее ситуация в инвестиционной сфере — ее показатели отображали нисходящий тренд, который пересек отрицательную зону роста, что заставило правительство сократить бюджетные расходы на 2014–2016 гг. в среднем на 5 %, а по отдельным позициям на 10 %. Это сужает реальные возможности по модернизации и инновационному развитию промышленных секторов экономики, вызывает возрастающее беспокойство в обществе, бизнесе и в правительстве, о чем впервые открыто заявили участники международного дискуссионного клуба «Валдай» (18–20 сентября 2013 г.), предложив принять срочные, масштабные, комплексные, а главное, действенные меры, чтобы избежать стагнации, а в последующем и рецессии, которая может перерасти в стагфляцию, поскольку уровень инфляции в стране не опускается ниже 6,5 %, ослабляя отечественную валюту. Начавшийся с ноября 2013 г. кризис межгосударственных отношений РФ и Украины лишь усилил проявление негативных тенденций в стране и в мире, подстегнув рост импортных цен, а следовательно и внутренних потребительских цен на товары и услуги.

Одним из факторов роста, как видится автору, могли бы стать меры по наращиванию капитализации реального и финансового секторов отечественной экономики. ЦБ РФ уже делает практические шаги по наращиванию капитализации банковской системы и прежде всего ведущих банков страны — СБ РФ, ВТБ, ВЭБ и других, в том числе и через отзыв лицензий у проблемных банков (в среднем по 30 за год). Важной мерой по стимулированию роста концентрации и централизации бизнеса, повышению его капитализации в условиях нынешнего ужесточения санкций со стороны США, ЕС, Канады и других стран мира может оказаться перевод активов и акций российских компаний-эмитентов, зарегистрированных на зарубежных биржах (Нью-Йоркской и Лондонской),

Таблица 1

## Уровень капитализации крупнейших российских эмитентов на ММВБ, млрд долл. [3, с. 168; 9, с. 140]

Показатель	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г. *	2012 г.**	2013 г.***
Величина капитализации	970	570	740	929	743	689

\* на 01.09.2011 г., \*\* на 01.09.2012 г., \*\*\* 02.09.2013 г.

Таблица 2

## Уровень капитализации крупнейших фондовых бирж мира (млрд долл., на 01.09.2012 г.) [2, с. 156]

NYSE	NAS-DAQ OMX	London SE	Tokyo SE	Hong Kong	Shanghai SE	Deutsche Borse	India	Korea Repab.	Johanesburg SE
13338	4705	3388	3296	2387	2241	1285	1068	1065	834

и перерегистрация на Московской бирже<sup>1</sup>, поскольку усилился отток капитала из России, составивший за первый квартал 2014 г. 50,6 млрд долл., в то время как за весь 2013 г. он составил около 63 млрд долл., против 54 млрд долл. в 2012 г., что привело к росту рисков и волатильности, снижению ликвидности рынка.

Металлургия вместе с нефтегазовым сектором (как крупнейшие производители, потребители и экспортеры своей продукции) хотя и играют роль основных драйверов отечественной экономики, поскольку именно они определяют динамику и свой вклад в создание ВВП, тем не менее заметно снижают показатели своей деятельности, а главное капитализации. Так, показатели капитализации 200 крупнейших компаний России за последнее пятилетие показали две волны роста и падения: достигнув в 2008 г. своего максимума в 970 млрд долл., в 2009 г. снизились до 570 млрд и вновь выросли до 929 млрд в 2011 г., с падением до 689 млрд долл. в 2013 г., тем самым отражая состояние отечественной экономики, переходящей в длительную и вялотекущую стагнационную фазу (табл. 1).

Наибольшее падение рыночной капитализации российского рынка произошло в 2013 г. в таких секторах экономики, как электроэнергетика (–39 %), химия и нефтехимия (–35 %), металлургия (–18 %), нефтяная и газовая промышленность (–7 %), банковская сфера (–1 %). Лишь отрасли телекоммуникации и связи показали повышательные тенденции в развитии (+71 %), в основном за счет IPO «Мегафона», что позволило повысить капитализацию российского рынка в 2013 г. на 21 млрд долл., или на 3 %.

Хотя по уровню капитализации Московская биржа (MICEX/RTS) входит в двадцатку крупнейших в мире (табл. 2), тем не менее, она уступает отдельным западным фирмам по этому

показателю, характеризуя собой довольно мелкий, узкий и слабо развитый фондовый рынок, даже среди стран, относимых к развивающимся рынкам. Так, из почти 4,8 млн предприятий России на Московской бирже котировались акции только 274 эмитентов, которые прошли листинг на внутреннем организованном рынке, в Индии — 5191 эмитент, в Польше — 844, в Китае их более 2500, Бразилии — около 350, даже в Сербии их свыше 1 тысячи (на 31.12.2012 г.). Кроме того, Московская биржа обладает не только низкой ликвидностью своих финансовых инструментов, но и высокой волатильностью. Так, индекс ММВБ менялся в пределах почти 400 пунктов — от 1400 (на 08.2010 г.) до 1850 (на 04.2011 г.) и вновь до 1430 (на 08.2012 г.), 1462 (на 31.01.2014 г.), 1298 (на 03.03.2014 г.) и 1207 (на 14.03.2014 г.) как реакция на события в Крыму и на Украине.

Московская биржа — крупнейший в России и Восточной Европе биржевой холдинг, образованный 19 декабря 2011 г. в результате слияния биржевых групп ММВБ (основанной в 1992 г.) и РТС (1995 г.). В состав группы Московской биржи входят центральный депозитарий (НКО ЗАО Национальный расчетный депозитарий), а также клиринговый центр (ЗАО АКБ Национальный клиринговый центр), выполняющий функции центрального контрагента на рынках. В феврале 2013 г. Московская биржа провела первичное публичное размещение своих акций. На протяжении первых восьми месяцев 2013 г. наблюдался пониженный интерес инвесторов к рынку акций. Однако с сентября, после перехода на режим торгов T + 2, объемы на рынке начали расти. В частности, рост в IV квартале 2013 г. составил 14 % по сравнению с аналогичным периодом 2012 г.

С переводом фондового рынка на режим торгов с частичным депонированием (T + 2) торговать на Московской бирже стало так же удобно, как и на ведущих мировых площадках, о чем свидетельствуют рост объемов торгов и успешные финансовые результаты компании.

<sup>1</sup> К которым призвал первый вице-премьер И. Шувалов 8 апреля 2014 г.



Московская биржа входит в двадцатку ведущих мировых фондовых площадок по объему торгов ценными бумагами, суммарной капитализации торгуемых акций и в десятку крупнейших биржевых площадок по объему торгов облигациями (в денежном выражении) производных финансовых инструментов и по числу торгуемых срочных контрактов. На Московской бирже проводятся торги акциями, облигациями, валютой, инвестиционными паями, биржевыми фондами ETF, товарами (зерном, золотом, серебром), производными финансовыми инструментами, в том числе и внебиржевыми деривативами. Общий объем фондовых торгов в ОАО Московская биржа в 2013 г. достиг 8,71 трлн руб., что на 25 % ниже уровня 2012 г. Общая капитализация рынка акций на конец 2013 г. составила 25,3 трлн руб., или 770,7 млрд долл. В начале 2014 г. на российском финансовом рынке наблюдаются высокая волатильность и снижение фондовых индексов до минимального уровня. При этом наблюдается значительный рост объемов торгов на большинстве рынков Московской биржи, в частности на валютном, денежном, срочном и рынке акций.

Неразвитость фондового рынка объясняется слабостью его инфраструктуры, а также неустойчивостью инвестиционного и делового климата в стране. Незрелость проявляется не только в количестве эмитентов на рынке, но и в продуктовом ряде инструментов, используемых на фондовом рынке, их ликвидности. Задача ныне состоит в том, чтобы улучшить условия делового климата в стране, «сжать» госограничители (госсобственность, нормотворчество и институциональные барьеры) для инвесторов, расчищать разного рода «завалы», создаваемые государством на пути бизнеса, создать прочные основы защиты инвестора, его собственности и результатов деятельности, в том числе и в интеллектуальной сфере. В этом плане весьма позитивным видится улучшение инфраструктуры фондового рынка за счет подтягивания российской торгово-учетной системы до общепризнанных мировых стандартов, с введением режима торгов T + 2, что позволило бы участникам рынка осуществлять операции на условиях частичного преддепонирования. Другой позитивной мерой видится запуск режима сделок репо с центральным контрагентом (ЦК), что позволило бы не допустить дальнейшего роста объема неисполненных обязательств по сделкам междиллерского репо, выросших с 0,5 млрд руб. в 2011 г. до 6 млрд в 2012 г. и до 11,5 млрд руб. за первую половину 2013 г.

Дополнительным стимулом для развития фондового рынка могут стать меры по допуску с 1 февраля 2014 г. иностранных инвесторов к российскому долговому рынку с открытием в Центральном депозитарии счетов Euroclear и Clearstream (в частности к торгам ОФЗ). Аналогичные меры могли бы быть приняты и в отношении российского рынка акций. В этом же направлении могли бы действовать меры по ослаблению госограничений в деятельности НПФ (неправительственные пенсионные фонды) и компаний, занимающихся страхованием жизни.

В США и Европе НПФ и компании страхования жизни являются крупнейшими инвесторами. Так, в США по объему активов (на 31.11.2011 г.) пенсионная система оценивалась почти в 11 трлн долл., или 107 % от ВВП страны, в Японии — в 3,3 трлн (55 % ВВП), в Великобритании — в 2,0 трлн долл. (101 % ВВП), в России — всего 0,076 трлн долл., или 2 трлн руб. (3 % ВВП), из которых 0,6 трлн руб. приходилось на НПФ и частные управляющие компании, остальными 1,4 трлн руб. управлял ВЭБ, находящийся под контролем государства [2, с. 156].

НПФ не могут инвестировать свои пенсионные накопления в акции таких крупнейших компаний России, как Газпром (капитализация которого на 01.09.2012) составляла 3745 млрд руб., или 115 млрд долл., в Роснефть (2074 млрд руб., или 6 млрд долл.), в Сургутнефтегаз (1007 млрд руб., или 31 млрд долл.), ГК «Норильский никель» (919 млрд руб., или 28 млрд долл.) и в ряд других отечественных компаний. Лишь Сбербанку России (2030 млрд руб., или 62 млрд долл.), «ЛУКОЙЛУ» (1573 млрд руб., или 48 млрд долл.) и «НоваТЭК» (1113 млрд руб., или 31 млрд долл.) предоставлена такая возможность.

В перспективе рынок пенсионных накоплений (обязательных) весьма интересен для формирования «длинных» денег и может сравняться с резервными (добровольными) взносами, формируемыми работниками и работодателями. Резервы чаще всего размещаются исходя из интересов корпораций и не в рынок, а в ЗПНФ и на депозиты. Неслучаен факт весьма жесткой борьбы, развернувшейся ныне в правительстве, бизнесе и в Государственной Думе, по поводу путей формирования и использования средств пенсионных фондов.

Хотя российский рынок и заинтересован в притоке отечественного и иностранного капитала, но на него, как правило, чаще всего приходится спекулятивный и с «короткими» сро-

ками жизни капитал, который в случае роста рисков тут же покидает этот рынок, поскольку он и так был «горячим» и зарегулированным. Наглядный тому пример — поведение иностранных инвесторов в период кризиса 2008 г., когда страну покинули почти 400 млрд долл. финансовых средств, поставив отечественную финансовую и банковскую системы на грань кризиса. И лишь масштабные правительственные меры и деятельность Минфина и ЦБ РФ позволили сгладить ситуацию, негативные последствия которой экономика ощущает и ныне в виде «теневое» и нецелевого использования бизнесом выделенных финансовых ресурсов, в том числе и через их увод за рубеж, в налоговые гавани.

Для российских компаний характерна их недооцененность, поскольку в доперестроечный период анализу и наращиванию капитализации предприятий и бизнеса не уделялось внимания, хотя в экономике страны и функционировали высокомонополизированные предприятия, так сказать «флагманы индустрии», которые и ныне определяют экономический и производственный потенциал страны. Это, прежде всего, предприятия нефтегазового, металлургического и электроэнергетического секторов экономики. Так, за период с 2000 по 2006 гг. капитализация предприятий нефтяной и газовой промышленности в РФ выросла в 12 раз, металлургических компаний — в 25 раз, электроэнергетического комплекса — в 7,4 раза. Вместе с тем капитализация этого комплекса составляет всего лишь 8,8 % от общей рыночной стоимости отечественных компаний. Телекоммуникации и связь — одна из быстро растущих отраслей экономики, на которую приходится 5,81 % от общей капитализации. Интенсивное развитие и укрупнение компаний обеспечили рост их капитализации в 5,7 раза [4, с. 7].

Своевременно и правильно определенная величина стоимости предприятия является основой для принятия обоснованных управленческих решений, ведущих к увеличению стоимости предприятия, повышению его конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности. А приняв решение о направлении средств на реновацию и обновление, модернизацию или замену оборудования, инвестор тем самым стимулирует экономическое развитие. Именно расходы компаний на инвестирование определяют технологическую и инновационную политику в целом. Так, в развитых странах (Япония, Норвегия, Швейцария) инвестиционные расходы доходят до 30 % ВВП, в то время

как в России — до 17 % ВВП, а в 1990-е годы — 5–7 % ВВП.

Исходя из теории вопроса и принимая, что фондовый рынок абсолютно эффективен и соблюдается информационная гипотеза, согласно которой вся информация о перспективах компании доступна инвесторам и уже нашла свое отражение в цене акции компании, — величина рыночной стоимости компании и рыночной капитализации совпадают. Все указанные модели при расчете ставки дисконтирования (CAPM, WACC) имеют именно такую предпосылку. Другими словами, все способы расчета стоимости компании (ECF, FCF, CCF) ведут к абсолютно одинаковым результатам, только если рыночная стоимость и капитализация компании совпадают (так как каждая модель основана именно на этом). На практике рынок не всегда объективен и эффективен. Очень часто (особенно в российских реалиях) получить данные, основанные на оценках фондового рынка, не представляется возможным. Приходится принимать определенные допущения, брать средние показатели. И задача оценки как раз и состоит в том, чтобы в этих условиях получить объективную рыночную стоимость компании. В этом и цель наращивания рыночной стоимости предприятия, его ценности (прибыльности, рентабельности), социально-экономической значимости, уникальности, инновационности и интеллектуализации выпускаемой продукции, работ, товаров и услуг.

Существуют разные способы оценки и подсчета капитализации предприятия. Так, метод капитализации прибыли в наибольшей степени отвечает ситуации, когда ожидают, что предприятие в течение длительного периода времени будет получать примерно одинаковую прибыль или темпы ее роста стабильны; метод капитализации (капитальных активов) в оценке имущества предприятия применяется в основном для оценки малых предприятий, а также для упрощенного расчета стоимости предприятия, когда нужно сделать экспресс-оценку. Первый из них предполагает, что стоимость доли собственности на действующем предприятии равна текущей стоимости будущих доходов. При использовании метода капитализации (капитальных активов) предполагают, что доходы от владения недвижимостью предприятия представляют собой текущие и будущие поступления от сдачи ее в аренду, доходы от возможного прироста стоимости недвижимости при ее реализации в будущем. Доходный метод базируется на принципе ожидания. Стоимость объекта может быть установ-

лена как его способность приносить доход в будущем. Этот подход основан на применении двух методов оценки: капитализации прибыли и дисконтирования денежных потоков.

Подходы к оценке имущества взаимосвязаны. Применение каждого из них требует различного объема необходимой и достаточной информации. Например, доходный подход предполагает использование коэффициентов капитализации, дисконтирования, рассчитываемых по данным рынка. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости объектов имущества предприятия. Однако предложение и спрос не часто находятся в равновесии.

В зависимости от цели применения оценочных подходов могут использоваться: рыночная, инвестиционная, залоговая, ликвидационная, налоговая, страховая, фундаментальная стоимости (стандарты). В целом суть методов подсчета заключается в установлении величины капитала, способного приносить такие доходы или прибыль при норме прибыли (отношение прибыли к стоимости капитала предприятия), равной среднему ссудному проценту.

Процессы концентрации и централизации капитала, активно, а порой и агрессивно протекающие в мировой и отечественной экономике, подстегивают массовый перелив (вывод) капитала за рубеж, в регионы, обеспечивающие наибольшие льготы, стабильность и выгоды. В одних из них растет уровень капитализации рынка вообще и компаний, в частности, в других происходит «сжатие» рынков (фондового, валютного, кредитного, рынка страхования, налогово-бюджетного и денежного рынков, рынка ценных бумаг) и деятельности компаний, а в целом идет процесс наращивания капитализации фондового рынка. Так, капитализация 500 крупнейших компаний мира (в конце 2010 г.) превысила 35 трлн долл. и опустилась в 2012 г. до 25 трлн долл. (табл. 3), а 200 российских — с 929 млрд в 2011 г. до 689 млрд долл. в 2013 г. На российский фондовый рынок приходилось в 2012 г. всего 2,4 % совокупной капитализации крупнейших финансовых рынков мира.

Крупнейшими компаниями мира по рыночной капитализации (конец 2010 г.) являлись такие представители нефтяной и газовой промышленности, как Exxon Mobil — 417,167 млрд долл., или 1,6 % в суммарной капитализации 500 крупнейших компаний мира, Petro China — 326,199 млрд, или 1,2 %, Petrobras — 247,18 млрд, Royal Dutch Shell — 228,129 млрд, Chevron — 215,781 млрд, в сфере информационных

технологий: Apple — 321,0 млрд, Microsoft — 213,336 млрд, IBM — 198,870 млрд, в банковской сфере — Industrial & Commercial Bank of China — 251,078 млрд долл. К июлю 2013 г., по данным FT-500, лидирующие позиции по капитализации заняла Apple (США), оттеснив американскую же Exxon Mobil.

К группе крупнейших примыкают и отечественные компании, функционирующие в сфере нефтяной и газовой промышленности, например, Газпром, с показателями капитализации в 190,829 млрд долл. (0,7 % в мировой капитализации среди 500 крупнейших). К сожалению, показатели капитализации российских компаний за последние три года существенно снизились, для Газпрома — со 144,408 млрд долл. (на 01.09.2011 г.) до 94,103 млрд (на 02.09.2013 г.), Роснефть — с 83,6 млрд до 78,1 млрд долл. Сбербанк России, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК, Сургутнефтегаз и ряд других, особенно региональные лидеры бизнеса, также снижают показатели капитализации (табл. 4).

Позитивные результаты по капитализации у Роснефти (ее президент И. Сечин на встрече с премьер-министром Д. Медведевым 24 января 2014 г. доложил о росте за 2013 г. почти на 18 % и рассчитывает на сохранение этих темпов и в 2014 г.) аналитики ставят под сомнение, поскольку показатель капитализации компании дан не за год, а за период с 23 июля 2012 г. по 24 января 2014 г., то есть за 1,5 года. Реально же с 24 января 2013 г. по 24 января 2014 г. на Московской бирже стоимость Роснефти упала на 8 %, или с 2,85 трлн руб. до 2,63 трлн руб., а на Лондонской (LSE) — на 25 %, или с 94,65 млрд долл. до 75,78 млрд долл. [1].

Выполнить прогноз по увеличению капитализации Роснефти на 18 % в 2014 г. будет весьма сложно, поскольку существенно изменились внешние и внутренние условия функционирования бизнеса — усилились процессы стагнации промышленного производства, падения объемов финансирования, ослабления российского фондового рынка и оттока капитала из развивающихся экономик, в том числе и из России в развитые страны. Обещанный синергетический эффект от слияния Роснефти с ТНК-ВР И. Сечин оценивал в 12 млрд долл., но он будет достигнут за пределами 2014 года. К тому же активность инвесторов, особенно зарубежных, весьма сдерживает непрозрачность бизнеса Роснефти, ее зарегулированность и подконтрольность правительственным структурам.

Ситуация с резким снижением капитализации российского бизнеса повторяется и в

Таблица 3

## Крупнейшие мировые компании по рыночной капитализации, млрд долл. [3, с. 169]

Год	Exxon Mobil	Petro China	Apple	Bank of China	Petro Bras	General Electric	Royal Dutch Shell	Chevron	Micro-soft	IBM
<b>Конец 2010</b>	417,1	326,2	321,0	251,0	247,4	212,9	228,1	215,8	213,3	198,8
<i>Доля в суммарной капитализации 500 крупнейших компаний мира, %</i>										
	1,6	1,2	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
<b>2012</b>	408,7	278,9	559,0	236,4	170,9	212,3	222,4	211,9	270,6	241,7
<b>2013 июль</b>	403,7	254,6	415,6	230,4	113,2	239,7	209,0	230,8	239,6	237,7

Таблица 4

## Крупнейшие российские и региональные компании по рыночной капитализации, млрд долл. [2, с. 158-165; 3, с. 170-177; 9, с. 142-149]

Компания	Регион	Отрасль	2011 г.*	2012 г.**	2013 г.***
Газпром	РФ	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	144,4	114,9	94,1
Роснефть	РФ	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	83,6	63,6	78,1
Сбербанк России	РФ	Банковская сфера	62,7	62,3	58,1
ГМК «Норильский никель»	РФ	Цветная металлургия	50,8	28,2	20,9
НоваТЭК	РФ	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	39,4	34,1	33,1
Магнитогорский металлургический комбинат	Челябинская область	Черная металлургия	6,880	3,270	2,706
ВСМПО-Ависма	Свердл. область	Цветная металлургия	1,912	1,845	1,976
Новороссийский морской торговый порт	Краснодарский край	Транспорт	1,821	1,761	1,953
«Славнефть-Мегионнефтегаз»	Тюмен. область	Нефтяная и нефтегазовая промышленность	1,446	1,361	1,464
ЧТПЗ	Челяб. область	Черная металлургия	1,290	0,410	0,336

\* на 01.09 и по курсу ЦБ РФ 28,9278 руб/долл., \*\* на 03.09 и по курсу ЦБ РФ 32,5669 руб/долл., \*\*\* 02.09 и по курсу ЦБ РФ 33,2474 руб/долл.

2014 г. Только 3 марта 2014 г. на российском фондовом рынке произошел обвал котировок более чем на 10 %. Стоимость одной ценной бумаги Роснефти снизилась на 5,8 % — до 226,56 долл. Вместе с падением российского рубля к американской валюте на 0,54 % рыночная капитализация Роснефти сократилась примерно на 4,55 млрд долл. Кроме нефтегазового сектора падение капитализации коснулось предприятий добывающего сектора, металлургии, нефтехимии, энергетики. С ухудшением ситуации на Украине, а главное, принятием разного рода санкций со стороны ЕС, Канады и США в отношении российского бизнеса, может повториться ситуация 2009 г., когда капитализация компаний российского сектора экономики упала в 5–7 раз, а цены на товары сырьевого сектора буквально рухнули.

Понижительные тенденции за последние три года характерны не только для крупных компаний, но и региональных, тех, кто вхо-

дит в список 200 крупнейших российских компаний-эмитентов с капитализацией свыше 1 млрд долл. Их было в 2013 г. всего 61, в то время как в 2012 г. — 67, а в 2011 г. — 80.

В целом из приведенного материала видно, что за последнее пятилетие процессы капитализации весьма неоднозначно развиваются в мире, особенно в России и ее регионах, усиливая негативные тенденции в экономике и в финансовой сфере, вызывая повышенную озабоченность бизнеса и общества относительно необходимости принятия срочных, масштабных бюджетно-налоговых, денежно-кредитных, административных и законодательных мер со стороны правительства по стимулированию развития экономики в целом и бизнеса в частности, изменения всей институциональной и функциональной структуры общества с широкой диверсификацией производственной деятельности, купированием симптомов так называемой «голландской болезни» (зависи-



мости всей экономической и финансовой деятельности от нефтегазового сектора) в непростых условиях функционирования отечественного бизнеса — спада производства, инвестиций, роста цен, нестабильности, инфляции, сжатия внутреннего рынка, сужения горизонта прогнозности развития экономики страны в предстоящие годы.

*Статья подготовлена при финансовой поддержке гранта РГНФ № 12-02-00266а.*

### Список источников

1. Иванкина Е. И. Сечин доложил Медведеву о мнимом росте капитализации «Роснефти» // РБК daily. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rbcdaily.ru/industry/562949990432613> (дата обращения 03.02.2014 г.).
2. Курятникова О., Митрофанов П. Капитализация. Лекарство от спекулянтов // Эксперт. — 2012. — № 39 (821). (1-7 окт.) — С. 156-165.
3. Курятникова О., Митрофанов П. Расписки для ликвидности // Эксперт. — 2011. — № 39 (772) (3-9 окт.). — С. 168-177.
4. Малова Т. А. Капитализация в условиях национальной экономики. Всероссийский заочный финансово-экономический институт : автореф. дисс. ... д-ра экон. наук. — М.: Всерос. заоч. финансово-эконом. ин-т, 2007. — 24 с.
5. Меньшикова М. А. Английские экономические термины. Справочник / Отв. ред. д-р экон. наук С. М. Меньшиков. — Новосибирск: Изд.-во «Наука». Сибирское отделение, 1983. — 262 с.
6. Полоцкий А. Великобритания станет лидером европейской интеграции вместо Германии // РБК daily. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rbcdaily.ru/download/08.26>. (дата обращения: 02.01.2014).
7. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — М.: Инфра-М, 2012. — 495 с.
8. Словарь иностранных слов / Под ред. И. В. Лехина и проф. Ф. Н. Петрова; 3-е перераб. и доп. изд. — М.: Госиздательство иностранных и национальных словарей, 1949. — 806 с.
9. Таранникова А., Митрофанов П. Наполнить инфраструктуру содержанием // Эксперт. — 2013. — № 40 (870) (7-13 окт.). — С. 140-149.

### Информация об авторе

**Масленников Михаил Иванович** (Екатеринбург, Россия), доктор экономических наук, профессор, ведущий научный сотрудник, Институт экономики Уральского отделения Российской академии наук (620014, г. Екатеринбург, ул. Московская, 29, e-mail: [mim1943@mail.ru](mailto:mim1943@mail.ru)).

**M. I. Maslennikov**

### Regional tendencies of business capitalization in the conditions of growth of financial instability

*In the article, the regional tendencies of business capitalization in various regions of the world in the conditions of raising financial instability as a reaction of the shift of accents in the business activity from production to activity of the scientific and technological, information and innovative fields are analyzed. The contribution of various components of the economy to the development of capitalization is revealed. The indicators displaying the level of capitalization of the business and companies in various sectors of economy, its interrelation with gross domestic product indicators are analyzed. Alternative options of development, expenses and benefits from the increase of the level of the business capitalization as a whole and companies issuers in particular are revealed. The interrelation of the levels, dynamics and tendencies of the economy development in the world, Russia, and regions with indicators of business capitalization is investigated. The reasons of the low indicators of the firms' capitalization, which are quoted at the Moscow exchange are found out; the measures for its development, saturation of the financial market by additional tools are offered. The mechanism and tools of the development stimulation of capitalization in the regions are investigated. The internal and external factors influencing the capitalization development on developed, and developing markets, with reflection of multidirectional tendencies in the activity of leading companies in the various regions of the world are analyzed.*

**Keywords:** capitalization, stock exchange, theory, business, indicators, real and financial sector, foreign countries, Russia, regions

*The article is prepared with the financial support of the grant of the Russian Humanitarian Scientific Fund No. 12-02-00266а.*

### References

1. Ivankina E. I. Sechin dolozhil Medvedevu o mnimom roste kapitalizacii «Rosnefti» [Sechin reported to Medvedev about the imaginary growth of Rosneft capitalization]. Available at: <http://www.rbcdaily.ru/industry/562949990432613> (date of access: 03.02.2014).
2. Kuryatnikova O., Mitrofanov P. (2011). Raspiski dlya likvidnosti [Receipts for liquids]. Expert. 39 (772). (3-9 of October), 168-177.
3. Kuryatnikova O., Mitrofanov P. (2012). Kapitalizacii: lekarstvo ot spekulyantov [Capitalization: medicine from speculators]. Expert. 39 (821). (1-7 of October), 156-165.
4. Malova T. A. (2007). Kapitalizatsiya v usloviyakh natsionalnoy ekonomiki. Vserossiyskiy zaochnyy finansovo-ekonomicheskiy institut. Avtoreferat na soiskaniye uchenyoy stepeni doktora ekonomicheskikh nauk. [Capitalization in condition national of the

economics. All-Russian tuition by correspondence financial-economics of the institute. Proceedings for the Doctor of Economics]. Moscow, 24.

5. Menhsikova M. A., Menshikov S. M. (Ed.) (1983). Angliyskie ekonomicheskie terminy. Spravochnik. Otv. redaktor doctor ekonomicheskikh nauk S.M. Menhsikov [English economic terms. Reference book. Under red. S. M. Mensikov's]. Nauka Publ., Sibirskoe otdelenie [Siberian department], Novosibirsk, 262.

6. Polotskiy A. Velikobritaniya stanet liderom evropeyskoy integratchii vmesto Germanii [Great Britain has been a leader of European integration instead of Germany]. Available at: <http://www.rbcdaily.ru/download/08.26> (date of access: 02.01.2014).

7. Raizberg B. A., Lozovskiy L. Sh, Starodubtcheva Ye. B. (2012). Sovremenniy ekonomicheskiy slovar. [Modern economic dictionary]. Moscow, Infra-M Publ., 495.

8. Lekhin I. V. (Ed.), Petrov F. N. (Ed.) (1949). Slovar inostrannikh slov [Vocabulary of foreign words] 3-e pererab. i dop. izdanie [3d revised and enlarged edition]. Gosizdatelstvo inostrannih i natsionalnikh slovarey [State Publishing house foreign]. Moscow, 806.

9. Tarannikova A., Mitrofanov P. (2013). Napolnit ifrastrukturu sodержaniem [Fill infrastrakchural with a content]. Expert, 40 (870). (7-13 of October), 140-149.

### **Information about the author**

**Maslennikov Mikhail Ivanovich** (Yekaterinburg, Russia) — Doctor of Economics, Professor, the Institute of Economics of the Ural Branch of the Russian Academy of Sciences (29, Moscovskaya st., Yekaterinburg, 620014, e-mail: mim1943@mail.ru).