

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ В. Н. КАРАЗІНА

Економічний факультет
Кафедра економічної теорії та економічних методів управління

Допускається до захисту
В.о. завідувача кафедри
д.е.н., проф., акад. НАН України
Андрій ГРИЦЕНКО

КАПІТАЛІЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР РОЗВИТКУ БІЗНЕСУ

Кваліфікаційна робота магістра

Виконав: студент 2-го курсу, групи ЕЕ-61
Спеціальність: 051 «Економіка»
ОПП «Економіка та економічна політика»



Дмитро ЖУРАВЕЛЬ

Науковий керівник:
кандидат економічних наук
доцент



Юрій МІРЯСОВ

Рецензент:
кандидат економічних наук
доцент

Ігор ОСТРОВСЬКИЙ

Харків 2024

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

Факультет економічний
Кафедра економічної теорії та економічних методів управління
Рівень вищої освіти (освітньо-кваліфікаційний рівень) другий
Спеціальність 051 «Економіка»
Освітньо-професійна програма «Економіка та економічна політика»

ЗАТВЕРДЖУЮ
В.о. завідувача кафедри
Андрій ГРИЦЕНКО
підпис ініціали, прізвище
30. 06.2024 р.

**ЗАВДАННЯ
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ МАГІСТРА**

ЖУРАВЛЯ Дмитра Вікторовича

1. Тема роботи Капіталізація як фактор розвитку бізнесу

Керівник кваліфікаційної роботи: к.е.н., доцент Юрій МІРЯСОВ

затверджені наказом університету від «12» вересня 2024 року № 2101-5/2827

Строк подання студентом роботи 20.11. 2024

2. Перелік питань, які потрібно розробити:

- 1) сутність, зміст, теоретичні погляди щодо категорії капіталу та концепції капіталізації;
- 2) методологічні підходи та принципи дослідження капіталізації як фактору розвитку бізнесу;
- 3) характеристика капіталізації як нагромадження основного капіталу та його впливу на економічне зростання;
- 4) виявлення проблеми порівнянності та взаємозалежності виробничого та фінансового капіталу;
- 5) оцінка капіталізації бізнесу в залежності від стадій його розвитку та життєвого циклу;
- 6) аналіз інституційних передумов ринкової капіталізації, їх ефективності в національній економіці.

4. План роботи

Етапи роботи	Зміст етапів роботи
Підготовчий	Формулювання теми кваліфікаційної роботи з науковим керівником, її затвердження, означення робочої гіпотези, розробка плану роботи та отримання завдання
Інформаційно-дослідницький	Збір та аналіз первинної інформації відповідно до теми і плану роботи.
Аналітичний	Оцінка показників капіталізації як нагромадження основного капіталу та динаміки показників ринкової капіталізації
Проектний	Дослідження наявності інституціональних передумов та сучасного стану функціонування інститутів ринкової капіталізації в національній економіці
Підсумково-узагальнюючий	Оформлення тексту роботи з врахуванням остаточних зауважень наукового керівника. Публікація тез доповіді на науково-практичній конференції.
Заключний	Підготовка презентації та проходження передзахисту кваліфікаційної роботи. Подання роботи для перевірки на відсутність плагіату. Отримання відгуку і рецензії. Підготовка презентації для захисту.

5. Дата видачі завдання _____ 30.06.2024 р. _____

Студент  Журавель Д. В.
підпис ініціали, прізвище

Керівник роботи  Мірясов Ю.О.
підпис ініціали, прізвище

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЇ.....	9
1.1. Сутність та підходи до визначення капіталу	9
1.2. Методологічні розбіжності концепції капіталізації.....	13
РОЗДІЛ 2. КАПІТАЛІЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР РОЗВИТКУ БІЗНЕСУ.....	20
2.1. Нагромадження основного капіталу: капіталізація як запас.....	20
2.2. Активи фірми та ринкова капіталізація бізнесу.....	29
2.3. Оцінка вартості компанії та її капіталізації.....	37
2.4. Реальний та фінансовий капітал	42
РОЗДІЛ 3. ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКОВОЇ КАПІТАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ.....	51
3.1. Фондовий ринок та проблеми його формування.....	51
3.2. Особливості становлення корпоративних відносин в національній економіці.....	58
ВИСНОВКИ.....	68
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	70

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Розвиток та удосконалення системи господарських відносин в національній економіці вимагає застосування сучасних теоретичних підходів та концепцій у поєднанні з практикою їх втілення в реальні господарчі процеси, пошуку та впровадження сучасних форм організації та ведення бізнесу з огляду на світовий досвід та сучасні тенденції його реалізації. Бізнес сектор, представлений різними організаційними формами та підприємницькою активністю виступає рушійною силою розвитку економіки, залучення інвестицій, сприяє зростанню його міцності, стає джерелом інновацій, нових технологій, збільшення доходів та рівня добробуту суспільства. Ключовою проблемою при цьому завжди залишається фінансова стійкість, ресурсна забезпеченість та платоспроможність фірм і підприємств, що є складовою частиною фінансової системи країни як джерела розширеного відтворення. Динаміка капіталізації бізнесу сектору дозволяє оцінити не тільки конкурентоспроможність окремої компанії, а й перспективи стабільного розвитку економіки в цілому. Значущість підвищення капіталізації проявляється також у контексті проблеми зміцнення фінансової системи країни, тобто банків та, інших фінансових установ, що реально беруть участь у господарських процесах. Складність та багатомірність явища капіталізації пояснює той факт, що і зараз окремі аспекти цієї проблеми є недостатньо вивченими та вимагають подальшого аналізу та осмислення. Залишаються питання стосовно самого категоріального апарату та його визначення, недостатньо розкриті питання оцінки капіталізації на мезо- та макрорівні, капіталізації непублічних компаній, її впливу на ефективність виробництва. Зростання капіталізації є показником покращення фінансово-господарської діяльності та стану компаній, умовою їх фінансової стабільності, фактором підвищення ефективності, тому управління капіталізацією на рівні окремої компанії, на регіональному та макроекономічному рівнях – одне з найважливіших

фінансово-економічних завдань, тоді як недооцінка капіталізації, нерозуміння її інструменту може призвести до досить болючих наслідків для національної економіки.

Основна мета дослідження полягає в комплексному дослідженні категорії капіталізації, визначення її сутності та форм прояву, механізму забезпечення на різних рівнях господарської діяльності та способах її оцінки. *Відповідно до головної мети було поставлено такі завдання:*

- визначити вихідні принципи дослідження капіталізації як фактору розвитку бізнесу;
- виявити методологічні підходи до кількісної та якісної оцінки рівня капіталізації та їх відмінності;
- надати оцінку сучасних тенденцій капіталізації суб'єктів господарської діяльності;
- позначити специфіку фінансових та виробничих відносин, що знаходять прояв в процесі капіталізації;
- охарактеризувати фактори інституційного середовища, що забезпечують цей процес з врахуванням рівня їх розвитку в національній економіці.

Об'єктом дослідження є організаційні форми бізнесу, як сутнісний елемент господарської системи, функціонування та розвиток яких супроводжується використанням та накопиченням продуктивних ресурсів та забезпечується через фінансові ринки та фінансові інструменти.

Предметом дослідження є процес накопичення капіталу в формі виробничих активів та їх вартісної форми, що знаходить вираз в категорії капіталізації.

Методологічною основою дослідження в аспекті розкриття сутності основних категорій та методологічних розбіжностей, обумовлених концептуальними передумовами та історичним процесом економічного розвитку стали класичні теоретичні розробки У. Петті, К. Маркса, Дж. Кларка, А. Маршала, Р. Гіффена, Р. Гільфердінга, Й. Шумпетера, І. Фішера. Загальнотеоретичні погляди на ринкову капіталізацію та методику її оцінки

розкрито в роботах П. Бернштейна, М. Бренана, М. Гордона, А. Дамодарана, Т. Коупленда, Д. Нітцана, Дж. Тобіна. Теоретичні та прикладні аспекти висвітлення проблем капіталізації знайшли своє відображення в роботах вітчизняних економістів І. Алексєєва, А. Амоша, Н. Балицької, І. Бланка, О. Богуцької, В. Брюховецької, І. Булеєва, А. Гриценка, В. Зимовця, М. Козоріз, В. Корнеєва, М. Савлука, Л. Шаблістої та інших.

Методи дослідження теоретичних підходів до поняття капіталу та капіталізації, як його похідної ґрунтуються на застосуванні загально-наукових методів узагальнення, абстракції, що у поєднанні з історичною зміною поглядів на ці категорії дозволяють виявити їх єдність та особливість, генетичну спорідненість та спадкоємність. Методи порівняння, аналізу і синтезу дозволяють досліджувати капіталізацію відштовхуючись від категорії національного багатства та виокремлення його складових частин, що реалізуються через нагромадження реального капіталу та зростання фінансових активів економічних суб'єктів. Методи порівняння та аналогії застосовані у виокремленні явищ, що мають однакове підґрунтя – фінансовий та реальний капітал, гіпотетико-дедуктивні методи дозволяють сформулювати припущення про відокремленість та непорівнянність цих явищ, методи статистичної оцінки даних – перевірити сформовану гіпотезу. Конкретно-наукові методи фінансового аналізу застосовані при оцінці проявів ринкової капіталізації, вартості активів фірми. Ілюстративними методами представлення результатів дослідження є графічні методи, використання рисунків, таблиць та діаграм.

Апробацію результатів кваліфікаційної роботи представлено на науково-практичній конференції: Реформування та стабілізація економіки в контексті міжнародного співробітництва (м. Одеса, 25.10.2024 р.), за результатами якої опубліковано тези доповіді «Капіталізація як фактор розвитку бізнесу» - матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції: Львів-Торунь: Liha-Pres, 2024. – с. 32-36.

Структура та обсяг роботи складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи становить 74 сторінки (основний текст розміщено на 65 сторінках), містить 6 таблиць та 11 рисунків. Список використаних джерел налічує 55 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЇ

1.1. Сутність та підходи до визначення капіталу

В сучасній економічній теорії та практиці, поняття «капіталізація» використовується досить часто. Воно застосовується по відношенню до компаній та їх активів, окремих секторі економіки, регіонів і країн в цілому. Головною особливістю, яку при цьому можна означити, є надання різних смислів при аналізі цієї категорії. Тому насамперед слід детально розібратися зі всіма можливими способами її вживаннями з метою подальшого дослідження, об'єднати ці смисли, сформулювавши поняття «капіталізації підприємства». Подібна неоднозначність в підходах до капіталізації бере початок у неоднозначності її вихідного поняття – капіталу.

В своєму первісному значенні латинський термін «capitalise» означав домашню худобу, тобто по-перше, елемент багатства певного домогосподарства, по-друге, його можливості зростати, само-збільшуватись. Пізніше цей термін вже застосовується вже у сенсі «capitalis» - головний, найбільш важливий. Тобто всі елементи та фактори, що забезпечують багатство вже в стародавню епоху поділяються на головні і другорядні. Тож капітал як фактор виробництва чи економічний ресурс отримує статус головного, тому що здатен відтворюватись і забезпечувати власне зростання.

У доринковий період первісного накопичення з точки зору першого наряду економічних досліджень – меркантилізму, капітал виступає виключно в його грошовій формі, а джерелом його зростання уявляється обіг та накопичення грошей завдяки зовнішній торгівлі. Але вже посилення економічних зав'язків і початкова ринкова ідеологія змінює погляд на капітал, як на засоби виробництва або людську працю, яка отримує уречевлену форму. Це дає призводити до розмежування окремих форм капіталу, а саме основного і оборотного. Рікардіанство, а згодом і марксизм - це ранній період

індустріалізації, коли формується подвійний погляд на капітал - фізичний та грошовий. Оскільки і Рікардо і Маркс є прибічниками трудової теорії вартості, згідно якої саме праця є визначальним фактором виробництва, тому уречевлений або фізичний капітал як результат людської праці стає базовим в розумінні капіталу як економічного ресурсу, а формою його вираження виступає грошовий, або так званий фіктивний капітал, який уявляється похідним від його фізичного стану. З цього моменту двійчає розуміння капіталу постійно присутнє в економічній науці і різні вчені роблять акцент на одній з його форм. Австрійська школа політекономії розглядає саме грошовий капітал через призму фактору часу, де ціною капіталу є ставка відсотку, що виступає як винагорода від поточного споживання заради отримання грошей в майбутньому. Так само в неокласичному мейнстрімі економічної науки домінує підхід, згідно якому капітал - це гроші, що використовуються в господарській діяльності з метою отримання додаткового доходу. З іншого боку, матеріально-речова трактовка капіталу притаманна Лозаннській та Американській школі маржиналізму, сучасному неокейнсіанству. В першому випадку капітал розуміється як результат минулої праці, що має вартість і збільшує продуктивність інших факторів виробництва, у Дж. Кларка це сума активного виробничого багатства, в першу чергу матеріальних виробничих елементів, внесок яких у загальну вартість створеної продукції визначається їх граничною продуктивністю. Подібна трактовка стає ґрунтом для застосування математичних розрахунків, що дозволяють визначити пропорції цього внеску для будь-яких виробничих факторів. Саме з цього починається так звана дискусія «двох Кембриджів», що мала місце в середині XX століття між економістами англійського і американського університетів і внесла помітний внесок в теорію капіталу. Позиція американських дослідників, найбільш відомими з яких є Р. Солоу, Ф. Модільяні та П. Самуельсон, цілком наслідувала ідеям Кларка і відстоювала неокласичну традицію, в рамках якої капітал як фактор виробництва уявляється як абстрактний агрегований гомогенний показник або загальна маса капітального ресурсу, на який впливає

закон спадної віддачі, його зростання і розподіл визначаються його граничною продуктивністю, а технічний прогрес постає як фактор зовнішнього впливу. Подібні теоретичні передумови дозволяють пояснювати зворотну залежність між нормою прибутку, ставками заробітної платні та капіталоозброєністю праці. Результатом стає уявлення про процес виробництва та випуску продукції як функціональної залежності від заданої кількості трудового ресурсу та певного прирощення капітального ресурсу, що має незмінну ефективність. Альтернативну концепцію капіталу висунули представники англійського Кембріджу, чиї погляди представлені роботами Н. Калдора, Л. Пазінетті, Дж. Робінсон, Н. Сраффи та інших. Протиріччя викликав погляд на капітал як абсолютно гомогенний ресурс з незмінною продуктивністю. З погляду цих дослідників подібний технологічний підхід не дає змогу оцінити вартість капіталу, якщо не приймати до уваги розподіл та відносні ціни, які забезпечують відшкодування спожитого капіталу та сприяють перерозподілу чистого продукту між галузями. Капітал як фактор є не абстрактним елементом виробничої функції, а більш глибоким суспільним явищем, що має досліджуватись через виявлення закономірностей виробництва і розподілу суспільного продукту, через накопичення та розподіл чистого продукту між прибутком та заробітною платнею. Тож акцент робиться не на визначення оптимальності сполучення факторів виробництва, а на дослідженні фундаментальних факторів, що визначають динаміку розвитку країн, а саме накопичення капіталу, технічний прогрес та структурні зміни а також зростання населення, виробничу експансію. Подібне двоїсте розуміння капіталу можна побачити і в трактовках сучасних вітчизняних дослідників. Зокрема у Л. Коваленко під капіталом розуміються матеріальні засоби і грошові кошти, вкладені в підприємство з метою здійснення підприємницької діяльності [19]. Подібного визначення капіталу дотримується І. Бланк, розуміючи під капіталом накопичений запас економічних благ, шляхом заощаджень, у формі коштів і реальних капітальних товарів, що залучаються його власниками до економічного процесу як інвестиційний ресурс і фактор

виробництва з метою одержання доходу [2].. На відміну від цього у Г. Крамаренко капіталом є фінансові ресурси підприємства, які необхідні для організації його господарської діяльності і використовуються в господарському обороті для одержання доходу [24].. Аналогічно у В. Сопко під капіталом розуміється власність, визначена у вартості (грошах), боргові зобов'язання підприємства (юридичної) або громадянина (фізичної) особи по відношенню до іншого підприємства (юридичної) або громадянина (фізичної) особи [38]. Загальним для обох підходів виступає розуміння капіталу як 1. блага, створюваного або задіяного у подальшому виробництві товарів та послуг; 2. блага, яке здатне приносити додатковий приріст доходу у майбутньому. 3. блага, яке має цінність сьогодні завдяки потенційній можливості доходу у майбутньому. Таким чином ми бачимо кілька підходів до розуміння та визначення капіталу – як реального виробничого ресурсу, капіталу у грошовій формі та капіталу, як складового елементу суспільного багатства. Всі ці аспекти існування такої категорії як капітал мають право на своє існування і породжені трансформацією економічної реальності, на фоні якої капітал змінює свою форму, адже історичний розвиток економічних процесів поступово призвів до розділення реальності на два сектори – фінансовий та реальний сектор. В період становлення і розвитку індустріалізації економіки фінанси сприймаються більше як допоміжний засіб створення вартості, де головна роль належить виробничому капіталу, то в середині XX століття сфера фінансів стає самостійною і відносно незалежною від реальної економіки, тому акцент в розумінні капіталу зміщується. Тепер, якщо для економіста капітал це в першу чергу будь-який об'єкт чи власність, що є ресурсом, здатним створювати нову вартість і принести дохід, то з точки зору фінансиста капітал втілюється саме в грошовій формі, яка може приносити дохід навіть без зустрічного руху вартості. Аналогічно цьому в останні декади століття виникають нові уявлення про капітал. Т. Шульц вводить поняття «людського» капіталу, під яким розуміються особисті здібності та отримані людиною цінні якості, що можуть бути посилені

відповідними інвестиціями, і який має властивості невідчужуваності від носія, неможливості передачі, накопичення протягом тривалого часу, не підлягає оновленню, схильний до виснаження та старіння. Людська здібність до праці не розглядалась як основний фактор виробництва ані в епоху доринкових відносин – в період античного рабовласництва чи у середньовіччя, ані в епоху індустріального розвитку, оскільки найманий робітник в цей період виступає лише простим доповненням матеріального фактору – обладнання, верстата або машини, тобто як технічний виконавець тих функцій і завдань, які потрібні для функціонування головного капітального ресурсу. Важливо і те, що продуктивність ручної праці завжди є набагато нижчою, ніж продуктивність машинного виробництва, а самі робітники, які обслуговують машинне виробництво є в великій мірі взаємозамінними. Але ідея постіндустріального розвитку вимагала нових підходів, тож стверджується, що людська активність здатна виробляти вартість шляхом застосування своїх вроджених якостей, набутих умінь та здатності до оперування з інструментами. Спосіб оцінки людського капіталу в залежності від освіти, здоров'я, терміну життя, зроблені Г. Беккером базувався саме на принципах оцінки фінансового капіталу. Запозичення поняття «капітал» соціологією призвело до появи безлічі інших форм капіталу - символічного, культурного, соціального, людського, політичного тощо. Соціологічний підхід доповнив смисли, які прийнято вкладати в поняття капіталу в економічній науці, проте всіх їх поєднує принаймні одна головна риса - кожен із видів капіталу виділявся як спроможний створювати додаткову вартість..

1.2. Методологічні розбіжності концепції капіталізації

Якщо капітал це об'єкт чи його певний стан на визначений період часу, тоді капіталізацію слід сприймати як певний процес зміни стану самого об'єкту, в його динаміці, і як будь яка динаміка, капіталізація має виражатись в конкретних кількісних параметрах зміни самого капіталу. Аналогічно вислову Ансоффа, що розвиток – це питання не стільки того, що є, скільки

того, що може бути зроблене з тим, що є [1], капіталізація є динамічною і кількісною характеристикою капіталу.

Історично першим видом капіталу, який був досліджуваний економістами-теоретиками, був промисловий капітал. Його дослідження ретельно проведено в роботах К. Маркса, на думку якого вартість може зростати, будучи втіленою лише у виробничу форму. Зростання вартості у промисловому капіталі відбувається завдяки тому, що до предметів та засобів праці додається певна величина витрат праці, яка саме і є субстанцією вартості. Всі інші форми прояву капіталу – товарного та грошового стають лише формами його перевтілення і не створюють нової вартості. Вартість Маркс розуміє як ідеальний об'єкт. Вона існує лише як результат людської діяльності, через яку здійснює свій рух між різними предметними формами. У кожному окремому акті купівлі-продажу товарів вартість проявляється у вигляді ціни товару. В процесі свого руху вартість має постійно змінювати форми. «Якщо фіксувати окремі форми прояви, які зростаюча вартість позмінно отримує у своєму життєвому кругообігу, то маємо такі визначення: капітал є гроші, капітал є товар» [27, с. 147]. Але капітал не тотожний тим формам, яких він набуває. Рух по них якраз і потрібний для того, щоб сам капітал міг існувати. Тобто капітал – це процес руху вартості, втілений у різних предметних формах. А капіталізація - це процес, що надбудовується над капіталом і відображає зміну вартості, втіленої в ці предметні форми.

Дуже скоро в роботах неокласиків поняття вартості змінюється і суттєво відрізняється від запропонованого К. Марксом. А. Маршалл вказує: «Вартість, тобто мінова вартість будь-якої речі, виражена в певному місці і в певний момент в одиницях іншої речі, є кількістю одиниць останньої речі, яку можна там і тоді отримати в обмін на першу. Таким чином, поняття вартості є умовним і виражає відношення між двома речами у конкретному місці та у конкретний час» [28, с. 111.]. У цьому визначенні виникає низка принципових моментів, що відрізняють поняття вартості неокласичного напрямку, започаткованого А. Маршалом, від марксистського. Залежність вартості від

місця і часу за Маршалом робить її мінливою, а отже, залежною до впливу окремих економічних агентів. Щоб встановити вартість тієї чи іншої речі, слід здійснити дію з обміну її на якусь іншу річ (або на гроші). Тобто вартість стає наслідком конкретної дії. Ототожнення вартості з ціною стає значним кроком у розвитку фінансової науки - оскільки ціна має ситуативний характер і у кожному даному випадку вона може бути різною, з'являється можливість цілеспрямовано впливати на її величину або підвищуючи, або знижуючи її. Якщо вартість не є відображенням суспільно необхідних витрат праці у виробництві товару, то можливі й інші способи вимірювання величини вартості. Якщо відсутня конкретна прив'язка до витрат праці означає, що вартість може бути набагато вищою від витрат праці на виготовлення продукту, а вартісним може бути й те, що не є продуктом людської праці. З цієї точки зору стає природним і логічним, що вартість цінних паперів може бути значно вища за витрат на їх виготовлення, адже угода купівлі продажу цінних паперів, що відбувається за конкретною величиною і виявляє їхню вартість, а в процесі постійного виявлення вартості за результатами окремих угод її величина може постійно змінюватись. Останнє твердження вже дає шлях уявленню про капіталізацію як про процес постійної зміни величини вартості внаслідок конкретних людських дій. Ще більш чітко ця позиція про співвідношення форми капіталу та її реалізації була сформульована Р. Гільфердінгом: «Зміна величини вартості утворює зміст процесу зростання вартості. І якщо ця зміна відноситься до процесу виробництва, то метаморфоза форм - до процесу обігу. Адже існує лише дві форми, які може набувати вартості в суспільстві, збудованого на товарному виробництві: форма товару та форма грошей» [6, с. 56]. Він зазначає, що власник капіталу у грошовій формі може надавати його у користування капіталісту, який має потребу в капіталі, отримуючи в результаті позичковий відсоток за користування грошима, тим самим перетворюючи гроші на позичковий капітал. Однак потреба в капіталі у останнього може виявитися значнішою, ніж можливості власника капіталу. У результаті на перший план виходять фінансові установи,

які акумулюють вільні гроші одних суб'єктів і надають їх іншим. З'являється такий вид капіталу, який Гільфердінг назвав фінансовим капіталом, особливе місце в ньому відводиться акціонерному капіталу. Акція втілює головну особливість, що відрізняє її від позичкового капіталу. Ця особливість полягає в тому, що акціонер, який вкладає свої гроші в акціонерне товариство, втрачає право вимагати їх назад. Гроші вкладаються в акціонерне товариство остаточно. Єдиним випадком, коли акціонер може отримати свої гроші назад є ліквідація товариства. Існує й інший спосіб повернення вкладених у компанію грошей. Спеціально для цього створюється спеціальний фінансовий інститут - фондова біржа. «Лише розвиток цього ринку і дає характер суто грошового капіталу акціонерному капіталу, який тепер можна «реалізувати» у будь-який час» [6, с. 109]. Незважаючи на те, що в момент випуску кожна акція має певну ціну продажу, на біржі вони набувають самостійної ціни, або курсу акцій, який не залишається незмінним, а постійно коливається під впливом цілого ряду факторів. Таке коливання курсу акцій повністю відповідає поняттю вартості, введеному А. Маршалом. Вартість акцій виявляється щоразу при проведенні угоди купівлі-продажу на фондовій біржі, а особливості функціонування акціонерних товариств створюють ефект розділення капіталу. З одного боку він існує як капітал, вкладений у засоби виробництва та застосований на підприємстві і це є саме той капітал, який, зокрема, досліджував Маркс. Іншим проявом цього капіталу стають гроші, які акціонер може виручити в момент продажу своїх акцій. Ці гроші ніяк не належать до того капіталу, який був сформований під час заснування акціонерного товариства. Це додаткові гроші, необхідні для обігу акцій, свідчень прав на капіталізований дохід. Ціна акції – це капіталізована частка доходу, яка залежить від рівня відсотку. «Акція – юридичне обґрунтування права на дохід, боргова претензія на майбутнє виробництво, свідоцтво на виторг. Тому що цей виторг капіталізується, і цим визначається ціна акції, здається, що начебто у вигляді ціни акцій виникає інший капітал» [6, с. 111]. Слід також приймати до уваги, що матеріальні об'єкти кінцеві, тому з часом

ефективність використання такої форми капіталу, як виробничий, починає знижуватися. З'являється більше власників, які прагнуть отримувати дохід з однієї й тієї величини вкладеного капіталу. У зв'язку з цим фінансовий капітал, не може мати жорсткої прив'язки до матеріальних носіїв, і залежить лише від людської активності та здатності спекулювати на фондовому ринку, стає більш ефективним порівняно з продуктивним.

Ту саму ідею можна побачити у Й. Шумпетера, який визначав капітал «як суму грошей та інших платіжних коштів, що будь-якої миті може бути надана у розпорядження підприємця» [44, с.196]. Шумпетер, як і Маркс, відокремлює сам капітал від його матеріального втілення. Однак акценти при розгляді капіталу різні. Якщо для першого капітал це необхідний засіб, що дозволяє підприємцю досягати своїх цілей та забезпечувати цим економічний розвиток, то для другого важливим виявляється сам процес руху вартості лише фізичного капіталу та її переходу в різні форми. Специфічною функцією капіталу Й. Шумпетер називає надання допомоги підприємцю в отриманні виробничих благ, потрібних для досягнення своїх цілей. «Капітал є не що інше, як важіль, що дозволяє підприємцю отримувати у своє повне розпорядження потрібні йому конкретні блага, не що інше, як засіб, що дає підприємцю можливість використовувати ці блага для досягнення нових цілей, а також орієнтувати виробництво в новому напрямі» [44, с.190]. Метою, заради якої існує капітал, є отримання виробничих благ з областей їхнього попереднього застосування. Ніяк інакше підприємець, що здійснює нові комбінації, зможе отримати у своє розпорядження виробничі блага, призначені задля забезпечення нормального господарського кругообігу. Цій меті можуть відповідати не тільки гроші, а й негрошові платіжні інструменти. Необхідність останніх виникає, оскільки підприємець неспроможний заздалегідь мати необхідну суму грошей, через відсутність їх в економіці. Єдиним способом отримати у своє розпорядження необхідні засоби виробництва стає кредит. А цей кредит оформляється тим, що сьогодні називають фінансовими інструментами. Зростання кількості видів капіталу

призводить до того, що для забезпечення їхнього руху в економіці повинні випускатися нові і нові засоби обігу – гроші або фінансові інструменти. Така потреба виникає тому, що оцінити результат руху вартості, як було зазначено вище, можна лише за допомогою переходу її у грошову форму. Шумпетер вказує, що ці платіжні інструменти, випущені понад необхідних задля забезпечення нормального товарообігу економіки, мають погашатися з допомогою майбутніх результатів діяльності підприємців. Зокрема, на прикладі акцій це означає, що їхній курс повинен залежати від очікувань майбутнього приросту матеріальних благ, які може зробити підприємець.

Аналіз теорій капіталу та його зростання дозволяє виділити два основних підходи до розгляду проблеми капіталізації в цілому. Перший - з позиції ринкової оцінки вартості бізнесу, що обумовлений певними формами його організації, розвитку та способами залучення ресурсів. Другий – з погляду широкого розуміння категорії зростання у політекономічному контексті з боку структури, якості, продуктивності, а звідси вартості капітального багатства, яке сформувалося в умовах національного господарства. З погляду першого підходу «капіталізація» - динамічний, надзвичайно рухливий показник, що відображає зміни результатів економічної діяльності фірми, а саме, величину чистих активів та грошових потоків, якість менеджменту, ступінь відкритості та публічності її діяльності, нарешті, комплекс характеристик, визначених як репутація фірми. З позиції досягнення ринкової ефективності збільшення ринкової капіталізації є однією з головних стратегічних цілей бізнесу. Означимо ключові мотиви зростання капіталізації. По-перше, вона дозволяє інвестору отримати більше коштів за участь у капіталі. По-друге, це нижча вартість позикових коштів у разі запозичення фінансових ресурсів. По-третє, висока капіталізація дає певний захист від недружнього поглинання. В-четверте, збільшення капіталізації полегшує узгодження інтересів різних груп акціонерів.

Слід також відзначити, що сучасна концепція капіталу, представлена в економічній теорії, не завжди є адекватною проблемі підвищення ринкової

капіталізації активів в умовах нестаціонарних (трансформаційних) станів. У зарубіжній економічній науці відсутні теорії лібералізації господарської діяльності, перетворення форм власності та інші. До них повною мірою можна віднести і теорію ринкової капіталізації активів економіки трансформаційного типу. Очевидно, що пошук теоретичних і методологічних передумов побудови такого роду теорії слід вести з урахуванням досягнень усіх наукових шкіл і напрямів, що склалися в цій сфері, враховуючи основні відмінності двох напрямів у теоріях капіталу, які виявила дискусія про капітал.

РОЗДІЛ 2. КАПІТАЛІЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР РОЗВИТКУ БІЗНЕСУ

2.1. Нагромадження основного капіталу: капіталізація як запас

У вітчизняній літературі категорія капіталізація висвітлюється достатньо широко. Змістовний і сутнісний політекономічний аналіз цього поняття був наданий А. Гриценко. Підкреслюється, що капіталізація є в першу чергу реальним процесом створення і примноження нової вартості, який має свою фінансову складову, взаємодіє з нею, але не зводиться до неї, це складний багаторівневий процес, який охоплює всю економіку і модифікується в залежності від того, на якому рівні, в якій сфері та за допомогою яких механізмів вона відбувається [17, с.7]. Виходячи з цього виділяється реальна, фінансова, фіктивна капіталізація, капіталізація факторів виробництва, самого процесу та результатів виробництва, розглянуті два типи капіталізації – класичний та реверсійний, а також структурні рівні капіталізації економіки. Дослідженню інституціональних аспектів стратегії і капіталізації підприємств і економіки в цілому присвячені роботи Н. Брюховецької та І. Булеєва, порівнянню процесів капіталізації в Україні та у світовій економіці Н. Кізим, В. Хаустова, різні аспекти капіталізації підприємств висвітлено зокрема в роботах В. Зимовця, Н. Землянкіна, О. Богущької, С. Сербіна. Проблематику капіталізації банківської системи розкрито в роботах Є. Андрущак, І. Бланка, М. Крупки, С. Савлука та інших. Можна помітити, що основна спрямованість дослідження капіталізації у вітчизняних дослідженнях лежить у площині розкриття макроекономічних аспектів накопичення капіталу як складової частини національного багатства, або стосується аналізу динаміки нагромадження основного капіталу підприємства як вихідного моменту капіталізації. Подібний напрям пошуку можна пояснити кількома причинами. По-перше, науковий пошук відштовхується від реальності, що спостерігається, аналізуються і досліджуються реальні процеси, які відбуваються в національній економіці, яка за останні тридцять років так і не змогла стати достатньо стійкою щоб перейти до стадії впевненого розвитку, і

є глибоко залежною від внутрішніх та зовнішніх чинників, до яких можна віднести і фактори тиску з боку політичних інтересів, і величезну корупційну складову, і зовнішні впливи, включаючи збройну агресію проти країни. Все це відзначається на економічних процесах, пов'язаних з організацією бізнес діяльності, привабливістю для інвесторів, рівнем корпоратизації підприємств, розвитком ринкової інфраструктури, зокрема функціонуванням первинного та вторинного ринків цінних паперів. Якщо ці та інші елементи, які відіграють значну роль в процесі капіталізації бізнесу залишаються нерозвиненими або не стійкі, тоді дослідження процесів інвестиційної привабливості і ринкової капіталізації компаній залишаються доволі уривчастими, позбавленими надійної статистичної і інформаційної бази. По-друге, наукова економічна школа, сформована ще у радянські часи значною мірою спирається на установки на марксистсько-рікардіанського напрямку. З огляду на це в багатьох роботах присвячених капіталізації, точка відліку, а саме погляд на капітал як ключовий її фактор, виходить з протиставлення понять реального капіталу та сектору економіки, пов'язаного із створенням нової вартості та фінансового або фіктивного капіталу, що не створює нової вартості і має теоретично віддзеркалювати вартість фізичного капіталу. По-третє, точка зору на капітал, накопичення якого кваліфікується як зростання суспільного багатства в макроекономічному аспекті дозволяє вести пошук саме в цьому напрямі, не звертаючись до мікроекономічного аналізу. Подібний підхід, перенесений на мікрорівень, реалізується як оцінювання в поточних цінах загального майна, що належить фірмі, тобто вартості споруд і приміщень, основного та оборотного капіталу, який є в наявності, товарно-матеріальних та складських запасів, зобов'язань фірми перед зовнішніми контрагентами. В цьому випадку можна говорити про оцінку матеріального капіталу з точки зору його наявності, або капіталу фірми як «запасу».

Перші спроби в цьому напрямі були зроблені ще У. Петті, який оцінював національне багатство, включивши до його складу вартість землі, будинків, флоту, худоби, золотої та срібної монети, товарів, посуду з золота й срібла,

меблів, населення. В кінці XIX століття Р. Гіффен бере за основу національного багатства дані щодо надходжень податку на доходи, капіталізувавши їх для отримання цінності майна за різними відсотками, виходячи з різновиду майна. Найбільш масштабними стають в цей же період подібні дослідження в США. В офіційній статистиці національне багатство як категорія з'являється вже наприкінці XX століття в дослідженнях Світового банку, де воно виступає результатом чотирьох елементів капіталу (рис.2.1.)



Рис.2.1. Національне багатство за підходом Світового Банку, Джерело:[3]

Глобальне обстеження за регіонами, де національне багатство було обчислене як поточна вартість майбутнього споживання дало наступну картину.

Таблиця 2.1

Національне багатство світу за регіонами у 1994 р., (дол. на одну особу).

Світовий регіон	Націо- нальне багатство, усього	Людські ресурси	Вироб- лений капітал	При- родний капітал	Структура національного багатства, %		
					Людські ресурси	Виробничі активи	Природ- ний капітал
Північна Америка	326 000	249 000	62 000	16 000	76	19	5
Тихоокеанський регі- он	302 000	205 000	90 000	8 000	68	30	2
Західна Європа	237 000	177 000	55 000	6 000	74	23	2
Близький Схід	150 000	65 000	27 000	58 000	43	18	39
Південна Америка	95 000	70 000	16 000	9 000	74	17	9
Північна Африка	55 000	38 000	14 000	3 000	69	26	5
Центральна Америка	52 000	41 000	8 000	3 000	79	15	6
Карибський регіон	48 000	33 000	10 000	5 000	69	21	11
Східна Азія	47 000	36 000	7 000	4 000	77	15	8
Східна та Південна Африка	30 000	20 000	7 000	3 000	66	25	10
Західна Африка	22 000	13 000	4 000	5 000	60	18	21
Південна Азія	22 000	14 000	4 000	4 000	65	19	16
Середнє значення за регіонами	115 500	63 000	25 333	10 083	68,3	20,5	11,17

Джерело: [50]

В ньому було оцінено на основі дисконтування вартість основного капіталу, ефективність та потенціал людських ресурсів та запаси природного капіталу, виходячи з оцінок природничої ренти. До нематеріального капіталу віднесено інші активи, не враховані в оцінках виробленого, людського та природного капіталу, такі як соціальний капітал, якість інституцій та інші. На основі отриманих розрахунків відзначається, що чим багатшими є країни, тим вищою в них є частка основного капіталу та нематеріальних активів у порівнянні з обсягом природних ресурсів. У найбагатших країнах, за оцінками фахівців Світового банку, частка природного капіталу у національному багатстві на початку XXI ст. сягала лише 2%, питома вага фізичного капіталу – менш ніж 20%, а нематеріального капіталу – 80%

Таблиця 2.2

**Структура національного багатства на одну особу
за групами країн, 2000 р., %**

Країни за рівнем достатку	Природ- ний капітал	Виробле- ний капі- тал + місь- кі землі	Немате- ріальний капітал	Величина національного багатства на одну особу, дол. США			
				Природ- ний капітал	Вироблений капітал + міські землі	Немате- ріальний капітал	Усього
Бідні	26	16	59	1925	1174	4434	7532
Середні	13	19	68	3496	5347	18773	27616
Багаті	2	17	80	9531	76193	353339	439063
Світ	4	18	78	4011	16850	74998	95860

Джерело: [55].

Подібні комплексні наукові розробки даної проблематики в Україні були проведені двічі у 1996 та 2006 р. Інститутом економіки та прогнозування НАН України за різними методиками обчислень, які дали майже подібні результати, за якими національне багатство України у 2005 р. оцінювалось за структурою як 48,9 – 46,9% людського капіталу, 34,9-36,6% природного капіталу, 7,6-14,5% реального капіталу; 4,4-4,6% фінансового капіталу, 1,4% резервних активів [3].

За підходом, який реалізований в Системі національних рахунків, національне багатство виступає сукупністю економічних активів, що поділяються на нефінансові та фінансові.

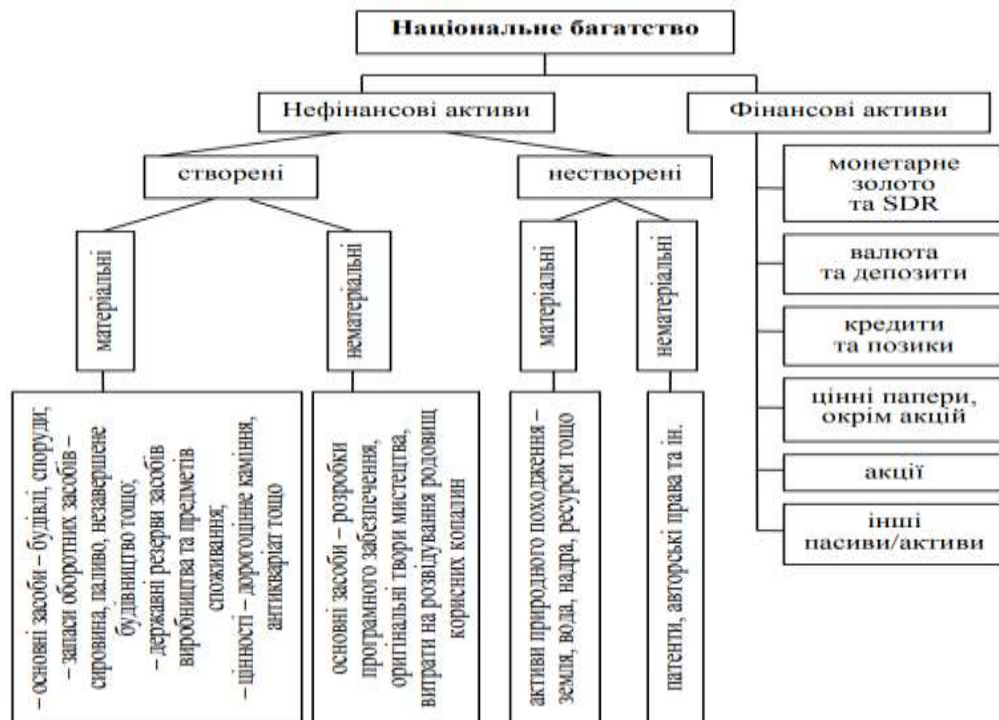


Рис.2.2. Капітал в структурі національного багатства за стандартами СНР. Джерело:[34]

Відповідно нефінансові активи, що перебувають у власності економічних суб'єктів, віднесено до реального сектору. За походженням вони поділяються на а) створені матеріальні - основний капітал та оборотні засоби що задовольняють виробничі та споживчі потреби, та створені цінності; б) нестворені – природні ресурси суспільства, елементи інтелектуального капіталу (патенти, ліцензії, права інтелектуальної власності).

Подібний «виробничий» підхід, згідно якого капіталізація бізнесу розглядається як накопичення основного та обігового капіталу та зміна його «запасу», зустрічається у багатьох українських економістів. Так, на думку Л. Шабалиста для кожного підприємства має існувати рівновага між з одного боку позичковим капіталом і фінансовими активами, нефінансовими активами та власним капіталом з іншого боку: «Для кожного підприємства може бути визначена точка рівноваги, в якій власний капітал забезпечує нефінансові

активи, а фінансові активи покривають зобов'язання підприємства. Практично завжди існують відхилення від цієї точки. Величина відхилення є індикатором фінансово-економічної стійкості» [42, с.37]. При цьому наведені дані по формуванню капіталу за джерелами його фінансування в Україні (табл. 2.3) свідчать або про повну відсутність фінансової стійкості всіх нефінансових корпорацій бізнес сектору, або про повну відсутність кореляції між фінансовими та нефінансовими активами.

Таблиця 2.3

Формування капіталу та джерел його фінансування в нефінансових корпораціях України за період 2005–2010 рр., млрд грн

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Усього за 2005–2010 рр.
Приріст капіталу	162,3	210,8	390,9	738,0	418,5	414,4	2334,9
<i>у тому числі:</i>							
– чисте нагромадження матеріальних активів (оборотних і необоротних)*	40,0	60,5	99,2	124,8	33,8	59,9	418,2
– чисте придбання фінансових активів	122,3	150,3	291,7	613,2	384,7	354,5	1916,7
Джерела фінансування	162,3	210,8	390,9	738,0	418,5	414,4	2334,9
<i>у тому числі:</i>							
– зміна чистого багатства за рахунок заощадження та капітальних трансфертів	6,2	13,5	27,3	15,3	-4,9	-39,8	17,6
– зовнішні джерела фінансування капіталу	156,1	197,3	363,6	722,7	423,4	454,2	2317,3

Джерело: [42]

Згідно передумови тотожності матеріального та «фіктивного» капіталу «нагромадження основного капіталу залишається матеріальною основою цього процесу (капіталізації), без якої все інше втрачає своє історичне, фундаментальне і функціональне підґрунтя» [4, с.32]. З цим твердженням можна б було погодитись, але дані, наведені авторами, більшою мірою спростовують це твердження, ніж підтверджують його: «Результати дослідження світової практики показують, що розвинутим країнам і країнам, що розвиваються, притаманна висока норма нагромадження основного капіталу. Так, за даними Світового банку у 2011 р. найбільший показник валового нагромадження основного капіталу (у % до ВВП) характерний для

таких країн, як Туркменістан (54,1%), Монголія (49,36%), Китай (45,51%), Білорусь (37,98%), В'єтнам (31,91%), Індія (29,52) та інші» [4, с.31].

Таблиця 2.4.

**Валове нагромадження основного капіталу в різних країнах світу
(% до ВВП), 2003-2011 рр.**

Країна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
США	18,19	18,80	19,52	19,70	18,96	17,82	15,20	14,44	14,69
Японія	20,49	24,78	30,63	25,45	27,48	27,85	25,15	22,99	24,51
Китай	39,38	40,73	40,14	40,66	39,11	40,79	45,96	45,73	45,51
Канада	19,63	20,32	21,30	22,38	22,70	22,87	21,32	22,07	22,54
Франція	18,30	18,68	19,34	20,04	20,91	21,31	19,49	19,45	20,09
Гонконг	21,65	21,82	21,40	22,43	20,62	20,54	20,46	21,77	22,50
Південна Корея	29,34	29,20	28,86	28,68	28,53	29,30	29,08	28,27	27,44
Великобританія	16,44	16,70	16,61	17,03	17,71	16,80	14,89	14,91	14,21
Польща	18,24	18,08	18,22	19,65	21,56	22,26	21,17	19,86	20,13
Росія	18,42	18,39	17,76	18,50	21,00	22,29	22,00	21,76	21,29
Індія	24,58	28,72	30,33	31,29	32,92	32,35	31,62	30,38	29,52
Йорданія	20,49	24,78	30,63	25,45	27,48	27,85	25,15	22,99	24,51
Афганістан	38,78	47,19	46,11	43,64	40,45	37,79	33,47	26,52	25,42
Австралія	25,75	26,35	26,89	27,89	27,62	28,60	28,04	27,53	26,48
Білорусь	23,75	25,32	26,52	29,66	31,38	33,30	35,90	39,34	37,98
Казахстан	23,04	25,08	27,96	30,20	30,02	26,84	27,79	24,33	20,70
В'єтнам	33,35	33,25	32,87	33,35	38,27	34,61	34,52	35,56	31,91
Україна	20,60	22,55	21,97	24,60	27,08	26,39	18,35	19,24	18,83

Джерело: [4]

По-перше, наводяться агреговані макроекономічні показники валового накопичення основного капіталу економік окремих країн, які навряд чи можуть бути адекватними для розкриття впливу капіталізації на економічний розвиток. Лідерами за темпами накопичення за означений період є Китай, Білорусь, Індія, Туркменістан, Йорданія, Монголія і навіть Афганістан. По закінченні наступного десятиліття можна стверджувати, що подібне лідерство за валовим накопиченням аж ніяк не визначає ані якість розвитку, ані темпи економічного зростання, ані рівень життя населення країни. Більше того, країни з найменшими показниками валового нагромадження капіталу – це США, Великобританія, Франція, Польща. Єдине, що можна побачити, це те, що існує певна норма накопичення основного капіталу, на рівні 25-30% в середньому для всіх країн за період. По-друге, наведені розбіжності даного

показника для різних країн можна пояснювати вихідними стартовими умовами накопичення. Зрозуміло, що країни, що розвиваються, матимуть більші темпи приросту завдяки невеликій капітало-озброєності на старті модернізації свого виробництва, ніж розвинуті країни. По-третє, важливим є не стільки швидкість приросту валового капіталу до ВВП (який до речі може скорочуватись при паралельному збільшенні нагромадження), скільки якість накопичуваного капіталу та структурні зміни в економіці, до яких вони призводять. Якщо взяти до уваги ці та інші можливі зауваження, залишається питання – чи насправді нагромадження основного капіталу може виступати підґрунтям процесу капіталізації, або існує хоча б якась кореляція між накопиченням матеріального капіталу та фінансовою капіталізацією? Звісно можна і треба звертатись до показників валового нагромадження капіталу, порівнювати їх з даними по валовим заощадженням відповідно до статистичних даних в системі національних рахунків для порівняння рівня чи стадій розвитку певних країн. Однак ці показники є характеристикою поточної оцінки накопиченого капіталу, тоді як реалізація капіталу, як продуктивного блага виступає нічим іншим, як процесом зміни його форми, за допомогою якої можна судити про наявність чи відсутність процесу зростання вартості. Сам собою, цей процес неможливо побачити. Про нього можна судити за допомогою постійної фіксації станів, що досягаються в ході цього процесу. Такими станами є форми, що приймає вартість в процесі руху капіталу. А зіставлення, з метою характеристики результатів процесу, можливе тільки для грошових форм, оскільки, наприклад, засоби виробництва порівнювати між собою безглуздо.

Система національних рахунків дає розбивку нагромадження капіталу за інституційними секторами, де суб'єкти господарської діяльності поділені на кілька груп - фінансовий сектор (ФК), нефінансові корпорації (НФК), домашні господарства (ДГ), некомерційні організації (НКО), сектор загального державного управління (ЗДУ). Перші три сектори, а саме фінансові, нефінансові корпорації та домогосподарства відносяться до бізнес сектору, в

якому безпосередньо реалізується головна мета бізнесу – виробництво та надання товарів та послуг з метою отримання прибутку. Сектор домашніх господарств пов'язаний з бізнес діяльністю лише частково – в тому розрізі, в якому відбувається підприємницька діяльність (наприклад в рамках функціонування ФОПів). В секторах загального державного управління та некомерційних організацій в процесі їх дії також відбуваються процеси нагромадження основного капіталу, але вони не є і не можуть розглядатись з точки зору господарської діяльності елементами створення нової вартості, адже задіяні в процесах перерозподілу та споживання вже створеної вартості, але не є виробничими секторами. Навіть з цієї причини аналіз валового накопичення капіталу не буде показовим, адже повинен включати в себе лише дані, які стосуються бізнес сектору.

Оцінка окремих підприємств за рівнем накопичення основного капіталу також не може вважатися показовою, адже підприємствам часто вигідно мати спотворені оцінки основних фондів порівняно з так званими ефективними потужностями. На фонди нараховується амортизація, що скорочує базу оподаткування. З іншого боку, їх ніщо реально не спонукає до того, щоб списувати чи знижувати непотрібні фонди, підвищувати чи намагатися демонструвати ефективність використання капіталу. Внаслідок цього можливе зростання доходів підприємств не буде супроводжуватись відповідним зростанням ринкової вартості їх активів. Одночасно, через занижену вартість основних фондів приватизованих компаній вітчизняні підприємства можуть списувати на амортизацію значно меншу суму коштів, ніж аналогічні іноземні компанії – до третини обсягу капітальних вкладень. Тоді формується хибне коло - дохід підприємств зростає, але його зростання, з одного боку, не пов'язане зі зміною рівня накопичення та якості активів, з іншого боку, не призводить до зміни їхньої вартості, що в результаті стримує зростання їхньої капіталізації. У свою чергу низька капіталізація основних фондів не відповідає динаміці випуску виробників. Аналізуючи проблему підвищення капіталізації активів, слід враховувати і те, що вартість капіталу

(накопичений матеріальний капітал) та ринкова капіталізація не мають прямої залежності. Бухгалтерський баланс сучасної зарубіжної компанії іноді може включати лише 20 – 30 % реальної вартості її активів, де все інше віднесено на рахунок нематеріальних активів, тож ринкова оцінка компанії може бути високою за дуже незначних накопичених активів, і навпаки. Тож, як справедливо визначає В. Корнєєв: «стратифікація капіталізації адитивно базується на таких складових, По-перше, це кошти, вкладені засновниками (акціонерами) в організацію започаткування та/або підтримки-розширення діяльності підприємства. Сукупний обсяг таких коштів формує статутний (акціонерний) капітал. По-друге, це частина прибутку після оподаткування (за винятком дивідендних виплат), що реінвестується з метою фінансування розширеного відтворення бізнесу, або «капіталізований прибуток». По-третє, це сукупна вартість всіх активів компанії, оцінена в ринкових цінах в конкурентному середовищі. Це й є капіталізація, яка визначає ринковий розмір компанії чи ємність конкретного сегмента ринку» [22,с.33]. Тим самим підкреслюється, що оцінка капіталізації можлива і дійсна лише при аналізі бізнес-сектору, а саме діяльності його вихідної ланки – фірми, підприємства, компанії.

2.2. Активи фірми та ринкова капіталізація бізнесу

Сучасна фірма як первісна ланка бізнес діяльності в своєму розвитку пройшла кілька етапів, починаючи з ремісницьких майстерень середньовіччя або купецьких об'єднань заради морської торгівлі з колоніями. Вже в той час подібні організаційні форми ведення бізнесу отримали статус абстрактної юридичної особи, вели свою діяльність безвідносно до конкретних фізичних осіб, що були її організаторами або кінцевими власниками та вигодоотримувачами цієї діяльності. Подібний тип формальної юридичної особи зберігається за будь якою фірмою або підприємством і в наш час, де фірма виступає юридично зареєстрованим суб'єктом господарювання, має відповідати вимогам існуючого законодавства для контролю і оцінки її

діяльності органами державної влади; має право на виробництво і реалізацію продукції чи послуг; отримує право укладати угоди з іншими контрагентами; відповідає власним майном по всім зобов'язанням перед кредиторами або державними органами; самостійно веде власну звітність; має юридичну адресу та власну назву. Всі подібні ознаки бізнес організації, випробувані століттями необхідні для того, щоб ця діяльність сприяла і була можливою заради досягнення єдиної і головної мети – отримання прибутку.

Відповідно до напрямів обраної діяльності фірми класифікуються: 1. За типом діяльності. В Україні за міжнародним стандартом вони визначені класифікатором видів діяльності, або КВЕД, що включає 17 основних напрямів, та 6 додаткових кодів в кожному. 2. За формою власності – приватні, суспільні, колективні, іноземні, змішані, а також підприємства державного сектору – казенні підприємства та державні акціонерні товариства. За підсумками 2020 року підприємства державного сектору склали лише 0,5% від загальної кількості суб'єктів господарювання, але концентрували у себе майже 8% загального економічного потенціалу, а за кількістю працівників їх питома вага сягала 11,5% [11]. 3. За розміром фірми, за яким виділяються мікропідприємства, підприємства малого, середнього та великого бізнесу (табл. 2.5)

Таблиця 2.5.

Класифікація видів підприємств за розміром

№ з/п	Найменування показника	Категорія підприємства			
		Мікро	Мале	Середнє	Велике
1	2	3	4	5	6
1	Балансова вартість активів*, євро/грн**	До 350 000/11 308 147	До 4 000 000/129 235 970	До 20 000 000/646 179 848	Понад 20 000 000/646 179 848
2	Чистий дохід від реалізації***, євро/грн**	До 700 000/22 616 295	До 8 000 000/258 471 939	До 40 000 000/1 292 359 696	Понад 40 000 000/1 292 359 696
3	Середня кількість працівників****, чол.	До 10	До 50	До 250	Понад 250

Джерело: [25]

4. За формою організації – фізична особа-підприємець (ФОП), товариства з повною/обмеженою/додатковою відповідальністю, корпорації, холдингові компанії, фінансово-промислові групи та консорціуми.

Оскільки фірма є автономною, самостійною господарською одиницею, пов'язаною з іншими суб'єктами ринку лише контрактними відносинами, вона потребує додаткових капіталовкладень, або інвестицій, може виступати об'єктом купівлі продажу на ринку, отже мати певну вартість, яку можна було б оцінити. При розгляді питання купівлі фірми оцінка грає ключову роль. Фірма або індивідуальний покупець повинні ухвалити рішення щодо справедливої вартості фірми, що купується, перш ніж пропонувати ціну за неї, а фірма, призначена до продажу, повинна визначити власну розумну ціну, перш ніж прийняти або відкинути пропозицію. Оцінка ринкової вартості бізнесу застосовуються не тільки у межах угод купівлі-продажу, а й при визначенні обсягів інвестування, заставної вартості об'єкта, угод про злиття та поглинання, при прийнятті грамотних стратегічних і управлінських рішень, підготовки управлінської звітності відповідно до вимог міжнародного інвестиційного співтовариства, тощо. Привабливою задля інвестицій або продажу фірма стає лише у випадку можливості створювати прибуток у майбутньому - чим більше потенційна можливість бізнесу приносити прибуток, тим більшою буде його вартість. Подібне оцінювання вартості будь-якого бізнесу на основі майбутньої його прибутковості уявляє вже не оцінку її вартості, як «запасу» наявного капіталу, а вартості можливого «потoku» доходів, який вона принесе. В цьому випадку накопичений капітал фірми уявляє собою вже не просто не майно, а активи, під якими розуміється будь-який ресурс, здатний або створювати в майбутньому притік коштів, або скорочувати їх відтік. Ресурс вважається активом, якщо фірма придбала його в минулому, але можливо з належною точністю кількісно оцінити майбутні вигоди від нього. Вартість активів в першу чергу визначається його первісною або історичною вартістю, скоригованою у бік підвищення, щоб врахувати поліпшення, що були зроблені з цим активом після купівлі, а також у бік

зниження, щоб врахувати втрату вартості, пов'язану із старінням ресурсу. Така історична вартість уявляє собою балансову вартість активу. Всі активи відносяться до кількох основних груп:

- основні засоби, що включають довгострокові активи, такі як будівлі, земля та обладнання;
- короткострокові активи охоплюють матеріально-виробничі запаси: сировину, напівфабрикати та готові вироби;
- дебіторська заборгованість або всі кошти, що позичені фірмою, а також власні кошти. Дані активи класифікуються як оборотні кошти.
- фінансові інвестиції в активи та ліквідні цінні папери інших фірм;
- нематеріальні активи, до яких віднесено як патенти, торгові марки та індивідуально оцінювані активи, такі як репутація, що виникає внаслідок придбань, зроблених фірмою.

Також активи можна класифікувати за ознакою вже здійснених інвестицій (розміщені чи визначені активи) та очікувані інвестиції (активи зростання). Будь-який актив, як фінансовий, так і реальний, має певну вартість. Для успішного інвестування та управління активами потрібне не тільки розуміння того, що таке «вартість», а й знання тих факторів, які на неї впливають. Оцінити можна будь-який актив, хоча щодо одних активів це зробити легше, ніж щодо інших.

Задля забезпечення стабільності поточного доходу, зниження можливих ризиків фірма має визначити основні етапи свого розвитку. На етапі аналізу власного та позикового капіталу виявляється найбільш сприятлива фірмі структура фінансового капіталу. Фірма повинна знайти баланс між власними та позиковими коштами, мінімізувати ризиків від запозичень із зовнішніх джерел у вигляді корпоративних облігацій та кредитів які створюють певні ризики для ведення бізнесу. На етапі утворення та управління основними активами передбачається віднесення до категорії активів наявних ресурсів, фізичного капіталу та елементів інфраструктури, що можуть бути використані для отримання доходів та прибутку протягом терміну їх експлуатації,

контроль за придбанням нових активів компанії. Управління оборотними активами передбачає контроль за короткостроковими активами, дебіторською заборгованістю, товарно-матеріальними запасами. На етапі управління інвестиціями відбуваються формування портфелю фінансових інструментів, який найкраще забезпечує розподіл ризиків та отримання прибутків. Нарешті, етап управління та формування власних фінансових ресурсів передбачає нагляд за внутрішніми фінансовими ресурсами компанії, такими як нерозподілений прибуток, з метою максимізації її вартості та прибутковості.

Класифікація активів і звіт про прибутки та збитки фірми дозволяє визначити поточний рівень прибутковості, що припадають на ті чи інші частини активів та, а отже визначити рівень прибутку, який можна очікувати в майбутньому як в абсолютних показниках так і у відносних. Для вираження віддачі існують два основні коефіцієнти. Показник доходності активів фірми (ROA - *return on assets*) відображає прибутковість по відношенню до сукупної вартості активів, які належать фірмі:

$$\text{Доходність активів без врахування податків} = \frac{\text{Прибуток до виплати податків та відсотків}}{\text{Сукупні активи}}$$

В такому вигляді показник застосовується, якщо фірма чи її підрозділ оцінюються з метою придбання покупцем.

Доходність власного капіталу (ROE - *return on equity*) відображає прибутковість капіталу, залученого для досягнення певної норми прибутковості на інвестиції. Це може бути зроблено або з погляду інвесторів (тобто стосовно власного капіталу), або з погляду фірми в цілому.

$$\text{Доходність власного капіталу} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Балансова вартість капіталу}}$$

Тут також застосовується показник прибутковості капіталу (ROC - *return on capital*), що співвідносить операційний дохід з капіталом, вкладеним у фірму,

коли капітал визначається як сума балансової вартості боргів і власного капіталу.

Розуміння майна фірми як активу та можливість визначення вартості та прибутковості його елементів дає змогу оцінювати капітал фірми з точки зору «потоків», або майбутньої доходності або грошового потоку, який може генерувати цей капітал. Для того, щоб оцінити цей потік вихідним принципом виступає метод оцінки дисконтування грошового потоку (*discounted cash flow* — *DCF*). Фундамент, що лежить в основі даної оцінки - це правило приведеної або поточної вартості (*present value* - *PV*), згідно з яким вартість будь-якого активу відповідає приведеній вартості очікуваних грошових потоків, що припадають на цей актив. Так, потік доходів постійної або змінної величини E , що має отримуватись протягом n періодів, буде дисконтований шляхом послідовного нарахування відсоткової ставки:

$$K_t = \frac{E_{t+1}}{1+r} + \frac{E_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E_{t+n}}{(1+r)^n}, \text{ де}$$

K_t - дохід, який буде отриманий через певний період часу t ;

E – додатковий приріст доходу/прибуток через період часу t ;

$1/(1+r)$ - ставка дисконтування.

Якщо виплати прогнозуються однаковими протягом певного часу ($E_{t+1} = E_{t+2} = \dots = E_{t+n}$), їх капіталізована вартість буде дорівнювати:

$$K_t = \frac{E}{r} \times \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right),$$

Якщо припустити, що однакові виплати продовжувались нескінченно, тоді поточна вартість матиме вигляд

$$K_t = \frac{E}{r}$$

Таким чином співвідноситься вартість активу з поточною вартістю очікуваних у майбутньому грошових потоків, що припадають на цей актив. В найпростішому вигляді методика дисконтування застосовувалась ще у середньовіччі при наданні грошей у позику. Однак церква виступала проти лихварства, тому

подібна практика не була досконалою, адже для нарахування складних відсотків потрібне певне теоретичне підґрунтя і спеціальні розрахунки. Тільки у XX столітті з появою сучасних корпорацій та поширенням фінансових ринків дисконтування перетворилося з розрізненої практики на повноцінну ринкову ідеологію з професійним фінансовим аналізом та аналітиками, чіткими правилами та методиками рахівництва. Її теоретичні основи були сформульовані 1907 р. І. Фішером, на думку якого капіталізація у вигляді дисконтування є універсальним принципом, який слід застосовувати не тільки до оцінки боргу, але і до кожного активу, що приносить дохід. Не лише облігації та векселі, а й усі цінні папери передбачають у своїй ціні та очікуваній прибутковості відсоткову ставку. Неявна відсоткова ставка присутня в акціях, облігаціях і в кожному іншому елементі капіталу. Це підтверджує приклад, наведений Фішером - щорічний врожай коштуватиме 1000 доларів не тому, що сад, в якому він вирощений, коштує 20 000 доларів, а тому, що річний врожай коштує 1000 доларів, і сад буде коштувати 20 000 доларів. 20 000 доларів є дисконтованою вартістю очікуваного доходу 1 000 доларів на рік; а в процесі дисконтування з'являється процентна ставка у розмірі 5 відсотків. Хоча критики і непорозуміння щодо ринкової капіталізації в цей період було більш ніж достатньо, поступове оформлення правил фондових ринків, посилення вимог до прозорості звітності корпорацій, розробка Г. Марковіцем теорії «обрання портфелю» та моделі ціноутворення капітальних активів (CAPM) У. Шарпом к середині XX століття формалізували розрахунки фінансових інвестицій і започаткували окремий напрям фінансового аналізу, а поширення електронних обчислень дозволило легко та універсально застосовувати формули капіталізації до всіх можливих активів у світі.

Вихідним правилом дисконтування є твердження про те, що гроші сьогодні завжди є більш цінними, ніж гроші завтра, що пояснюється тим, що а) гроші у майбутньому втрачають частину вартості і своєї купівельної спроможності через інфляцію; б) інвестор або покупець бізнесу завжди має

можливість вкласти гроші в інші менш ризикові проекти; в) отримання грошей/прибутку у майбутньому завжди супроводжується певною долею ризику їх втрати. Отже інвестиції або купівля бізнесу стає можливою тільки за умов отримання додаткового прибутку, який перевищує первісні витрати і є ефективним у порівняння з іншими альтернативами з урахуванням ризику.

Слід також враховувати, що різні види активів, які є в наявності у фірми генерують різні види грошових потоків. Це можуть бути дивіденди, що отримуються акціонерами, купони або відсотки, що отримуються власниками облігацій чи боргових зобов'язань, навіть грошові надходження після сплати податків у разі реалізації реальних проектів. Тому ставка дисконтування є ще і функцією ризику очікуваних грошових потоків – за вищими ставками дисконтуються більш ризиковані активи, за зниженим - проекти із більшою безпекою. За рівнем ризику оцінки дисконтованих грошових потоків можна розмістити на умовній безперервній шкалі. З одного її краю буде вільна від ризику дефолту облігація з нульовим купоном та гарантованими грошовими потоками в майбутньому. Дисконтування грошових надходжень за безризиковою ставкою буде відповідати вартості облігацій. Далі за шкалою йдуть корпоративні облігації, для яких грошові потоки створюються купонами і є ризик відмовитися від платежів. Вартість даних облігацій можна визначити за допомогою дисконтування грошових потоків за процентною ставкою, що відображає ризик відмови від платежів. Далі вгору за шкалою ризикованості йдуть акції без фіксованого дивіденду (*equities*), для яких грошові потоки характеризуються високим ступенем невизначеності. Вартість в даному випадку слід визначати на основі приведеної вартості очікуваних грошових потоків, що дисконтуються за високою ставкою, що відповідає рівню даної невизначеності.

Оцінюючи таким чином різні дисконтовані грошові потоки, стає можливим визначити внутрішню вартість (*intrinsic value*) активу, що базується на фундаментальних факторах. Що таке внутрішня вартість? За недоліком кращого визначення прийнято вважати, що це вартість, приписана фірмі добре

відомим аналітиком, який не тільки коректно оцінив очікувані грошові потоки фірми, а й вірно визначив ставку дисконтування даних потоків, а його оцінки були абсолютно точними. Вже безпосередньо на ринку внутрішня вартість стає вихідним моментом для визначення ціни бізнесу. Завдання визначення внутрішньої вартості в окремих випадках може здатися нездійсненним, наприклад при оцінюванні молодих компаній з властивою їм невизначеністю щодо майбутнього, адже їх оцінки можуть відрізнятися від ринкових цін, приписаних таким компаніям. Це означає лише те, що ринкова оцінка недовершена, а ринки також роблять помилки. Однак, хоча ринкові ціни і можуть відхилятися від внутрішньої вартості (заснованої на фундаментальних факторах), очікується, що ці дві величини рано чи пізно зближуються.

2.3. Оцінка вартості компанії та її капіталізації

Вартість компанії, оцінена на основі балансової вартості її активів, рахунку про прибутки та збитки і рахунку про рух грошових коштів стає вирішальним моментом щодо визначення її майбутньої прибутковості на основі методу дисконтування і прийняття рішень щодо обсягу капіталовкладень та їх структури з боку інвесторів, можливості купівлі або продажу даної компанії на ринку, прийняття рішень про можливе злиття або поглинання. Таким чином, ціна бізнесу визначається на основі майбутніх доходів, які він згенерує в наступних періодах, або його ринкової капіталізації. Подібна методика працює в першу чергу для публічних компаній, основна звітність яких є прозорою і наявною у відкритому доступі. За формою організації такі компанії виступають у формі корпорації, акції яких або знаходяться на ринку у вільному обігу, або розподілені серед приватних інвесторів, зацікавлених у розвитку компанії. Тож функціонування фондового ринку стає одним з вирішальних чинників визначення ринкової капіталізації, адже стає можливою стає її оцінка, що уявляє собою загальну вартість її акцій, які торгуються на фондовому ринку, або:

$$\text{Ринкова капіталізація} = \text{кількість акцій в обігу} \times \text{ціна акцій}$$

Показник ринкової капіталізації є динамічним і постійно змінюється, що залежить від багатьох факторів, таких як кількість акцій в обігу, зміни в політиці та стратегії розвитку компаній, зміни ринкової кон'юнктури або державної політики, очікувань інвесторів і акціонерів та інших. За рівнем ринкової капіталізації компанії та фірми поділяються на кілька груп.

1. До групи компаній з високою капіталізацією («блакитні фішки») відносяться фірми, рівень капіталізації яких більший за 10 млрд. дол. Це компанії, присутність яких на ринку має достатньо довгу історію, їх акції забезпечують відносно передбачуваний і стабільний рівень доходності, а самі компанії суттєво впливають на ринкову політику і вважаються системними для даного ринку. Капіталізація подібних компаній постійно відстежується провідними світовими рейтинговими агентствами і відображена у відповідних індексах, таких як Dow Jones, Nasdaq-100, PWC, S&P-500, Nikkei, FTSE-100 (табл.2.6).

Таблиця 2.6.

Найбільші за капіталізацію компанії світу, 2022 – 2023 рр.

	Назва компанії	Країна	Сектор	Зміна місця (+/-) до 2022р	Капіталізація 2023 (млрд. \$)	Капіталізація 2022 млрд. \$)
1	APPLE INC	US	Information Technology	0	2,609	2,850
2	Microsoft Corporation	US	Information Technology	0	2,146	2,311
3	SA Oil Company	Saudi Arabian	Energy	0	1,893	2,297
4	ALPHABET INC	US	Communication Services	0	1,330	1,842
5	AMAZON.COM INC	US	Consumer Discretionary	0	1,058	1,659
6	NVIDIA Corporation	US	Information Technology	2	685	684
7	Berkshire Hathaway Inc.	US	Financials	0	676	780
8	TESLA INC	US	Consumer Discretionary	-2	659	114
9	META PLATFORMS	US	Communication Services	0	550	605
10	Visa Inc	US	Financials	3	464	464
11	Tencent Holdings Limited	China	Communication Services	3	462	456

12	LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton	Europe	Consumer Discretionary	7	460	363
13	Taiwan Semiconductor Company	Taiwan	Information Technology	-3	453	453
14	Exxon Mobil Corporation	US	Energy	7	446	350
15	UnitedHealth Group	US	Health Care	-4	441	480

Джерело: [52]

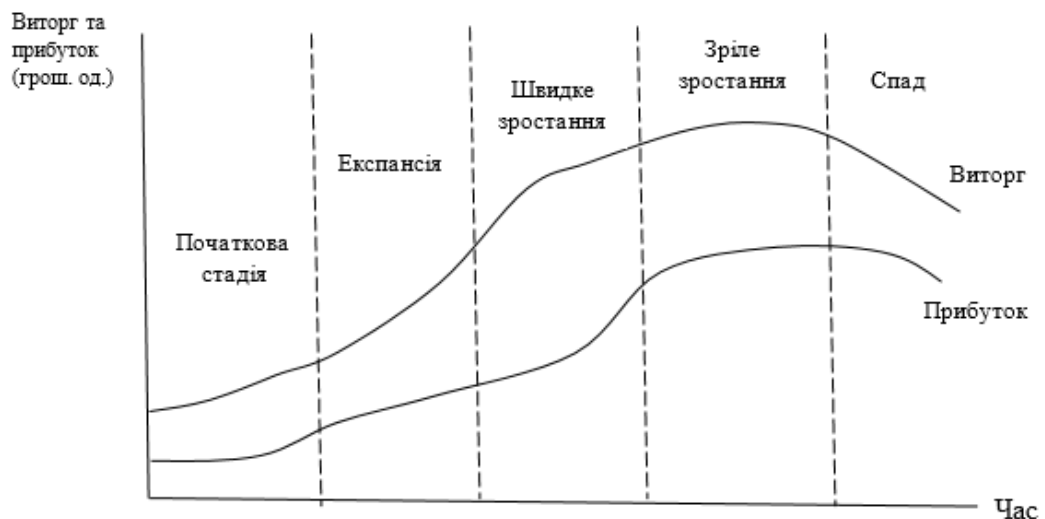
2. Компанії з середньою капіталізацією – це більшість фірм, що довгий час стабільно присутні на ринку, але не є лідируючими, або є новими перспективними фірмами з високими темпами зростання, що мають капіталізацію в інтервалі 2-10 млрд. дол.

3. Діяльність компаній з низьким рівнем капіталізації, що не перевищує \$2 млрд. доларів пов'язана або з невеликими сегментами ринку, або це нещодавно створений бізнес, який не є високо привабливим в очах інвесторів та акціонерів, отже інвестиції в них вважаються більш ризиковими а акції мають більшу волатильність.

4. До групи мікро-компаній відносяться фірми, звітність яких не настільки прозора, а діяльність не викликає довіри у великих інвесторів. Часто це фірми, які швидко покидають ринок, домігшись короткострокових результатів, тому їх акції котируються більшою мірою на вторинному ринку цінних паперів.

Подібний поділ ґрунтується на очікуваних прибутках від діяльності бізнесу і залежить в тому числі від вартості компанії відповідно до її життєвого циклу (рис.2.3). Оцінюючи фірми на кожному етапі її життєвого циклу інформація отримується із трьох джерел. Основними мають бути поточні фінансові звіти фірм. Вони використовуються для визначення того, наскільки прибуткові інвестиції фірми, що здійснюються або вже зроблені, і скільки вона реінвестує з метою забезпечення майбутнього зростання, а також для отримання всіх вхідних даних, необхідних при будь-якій оцінці. Інше джерело – це історія фірми, представлена у вигляді її доходів та ринкових цін. Історія доходів та виторгу фірми за певний відрізок часу дозволяє судити про те,

наскільки циклічним був бізнес фірми і які темпи зростання він демонстрував, тоді як цінова історія фірми допомагає виміряти ризикованість її операцій. Третім джерелом є порівняна фірма-конкурент чи група зіставних фірм для визначення, наскільки краще чи гірше виглядає фірма, що аналізується, з конкурентами, це також дає можливість оцінити ключові чинники ризику, зростання і грошових потоків. Існують три групи фірм, для яких оцінка стає більш складною справою і при цьому пов'язана з підвищеною невизначеністю. До першої групи входять фірми, які мають негативні доходи. Друга група фірм, для яких важко провести оцінку, складається з молодих фірм із незначною фінансовою історією або зовсім без неї. Тут інформація про порівнянні фірми може замінити історичні відомості і дозволить аналітикам визначити вхідні дані, необхідні для оцінки. Третя група фірм, оцінка яких може бути утруднена, включає унікальні фірми з невеликою кількістю або повною відсутністю порівнянних компаній. Якщо ж всі три проблеми сходяться разом в одній і тій же фірмі, тобто негативні доходи, обмежена історія та невелика кількість порівнянних фірм, то труднощі зростають у кілька разів.



*Рис. 2.3. Життєвий цикл бізнес-організації.
Джерело: побудовано автором за [9]*

Початкова стадія будь якого бізнесу відповідає умовам, коли компанія, як і її продукт ще не перевірені ринком та не мають своїх прибічників. Оцінка нової чи фірми-початківця так само виступає як наведена вартість очікуваних грошових потоків від її діяльності, хоча оцінки цих очікуваних грошових потоків можуть вимагати виходу за межі наших звичайних джерел інформації, до яких належать історичні фінансові звіти та оцінка зіставних фірм. Подібна фірма має у своєму розпорядженні небагато з того, що має відношення до поточних операцій, у неї відсутня операційна історія та можливості порівняння її з аналогічним видом бізнесу. Ціна такої компанії повністю визначається потенціалом її майбутнього зростання. Найбільше перешкод в оцінці виникає через незначний обсяг корисної інформації, від якого можна відштовхуватись. Необхідно оцінити витрати і, ймовірно, їх оцінка буде включати серйозні помилки. Оцінка можливого зростання часто ґрунтується на визначенні компетенцій її менеджменту та його здатності перетворити перспективну ідею на комерційний успіх. Часто це є причиною, чому фірми в цій фазі наймають керівників із успішним послужним списком перетворення ідей у гроші, оскільки це забезпечує довіру з боку тих, хто надає їм фінансову підтримку.

Якщо фірма входить в етап швидкого зростання доступної інформації вже стає більше, а оцінка вхідних даних спрощується. Виторг компанії швидко збільшується, а доходи, скоріш за все наслідуватимуть виторгу з певним запізненням. Поточні операції фірми та її операційна історія вже містять необхідну інформацію, яку можна застосувати використана при оцінці її вартості. Число фірм для порівняної оцінки на цій стадії зазвичай стає найбільшим і подібний бізнес суттєвіше відрізняється один від іншого в залежності від того, на якій стадії життєвого циклу знаходяться аналогічні для порівняння фірми - від менш успішних і прибуткових фірм з повільнішим зростанням до більших фірм з швидким зростанням. Активи фірми на цьому етапі мають значну вартість, але основна частина цієї вартості все ще припадає на очікування майбутніх прибутків.

На етапі зрілого зростання, коли збільшення виторгу стає стабільнішим, вхідні дані для оцінки вартості стають стабільними. Зазвичай тут можна спостерігати два протилежні процеси: доходи та грошові потоки продовжують швидко зростати, компенсуючи попередні інвестиції, а потреба в нових інвестиційних проектах скорочується. На цій стадії фірма здійснює поточні операції, які вже можна екстраполювати на майбутнє, у фірми є накопичена операційна історія, що містить значний обсяг інформації про її стратегію розвитку, її накопичені активи вже забезпечують стабільне зростання її вартості. Поряд також функціонує певна кількість зіставних конкурентів на тій самій стадії життєвого циклу.

Останньою стадією даного життєвого циклу, через яку проходить будь який бізнес, є спад, що вимагає або кардинальної перебудови діяльності, менеджменту та пошуку нових стратегій розвитку, або веде до занепаду бізнесової активності. Оцінка вартості фірми при цьому стає найлегшою. У фірми на цьому етапі починається зменшення і виторгу і прибутку, оскільки бізнес вже сягнув піку і нові конкуренти починають її обганяти. Існуючі інвестиції продовжують забезпечувати грошові потоки, хоч і з спадними темпами, а фірма не відчуває великої потреби в нових інвестиціях. Як наслідок, вартість фірми залежить в першу чергу від раніше накопичених активів. Хоча на цій стадії число фірм для порівняння в оцінці вартості скорочується, вони найчастіше перебувають у стадії або зрілого зростання, або спаду.

2.4. Реальний та фінансовий капітал

В одних компаній ринкова капіталізація є доволі високою, в інших вона значно менша. Виникає питання, чим визначається рівень ринкової капіталізації різних фірм? В попередніх розділах було показано, що рівень капіталізації та її внутрішня вартість залежить від попиту на активи фірми, які здатні генерувати прибуток в наступних періодах. Стадії життєвого циклу також впливають на ці показники. Тоді як і яким чином ринкова капіталізація

може бути пов'язана з тим, що і марксистська і неокласична традиції розуміють під реальним капіталом, в першу чергу основними фондами, накопиченими фірмами. Вихідна передумова базується на простій ідеї про те що реальний (матеріальний) капітал виступає основою для оцінки можливості бізнесу створювати прибуток, тобто її фінансові рахунки або фінансовий капітал є похідним в цій зв'язці. В марксистській термінології він характеризується як фіктивний капітал. Подібна логіка спостерігається і у викладках неокласичного напрямку. Капіталізація в такому розумінні це процес утворення фіктивного капіталу, коли капіталізується кожен вид отримуваного доходу - земельна рента, прибуток, дивіденди, тощо, який нараховується за середньою нормою позичкового відсотку. В цьому контексті будь-який прибуток, отриманий власником цінних паперів у вигляді дивідендів сприймається як відсоток на деякий капітал, який в реальності відсутній. Випущені цінні папери (акції, корпоративні або державні облігації) перетворюються на капітал, що приносить відсотки. Підвищення курсу акцій, яке особливо притаманне циклічній стадії економічного зростання, призводить до накопичення фіктивного капіталу, який кількісно значно перевищує обсяг накопичення реального капіталу та визначається своїми закономірностями. Надмірне зростання загальної маси фіктивного капіталу рано чи пізно призводить до біржового краху, а отже помітно впливає на процес накопичення реального капіталу, оскільки вся маса фіктивного капіталу є капіталізованим доходом, а зміна його вартості залежить від руху вартості реального капіталу, що він представляє. Тому за цією логікою ринкова капіталізація означає подальшу фетишизацію капіталістичних виробничих відносин.

Подібне пояснення може вважатися обґрунтованим, для початкового етапу індустріалізації економіки, коли в передових європейських країнах впроваджувались технології машинного виробництва, що потребували значної кількості фізичного капіталу, рівень продуктивності праці зростав поступово, а фондові ринки і процес корпоратизації лише починав свій шлях. Подальша

еволюція процесу виробництва поступово змінює цей вектор. Для прикладу можна навести дані для двох провідних фірм, що тривалий час очолюють рейтинги високо-капіталізованих компаній, але відносяться до різних високотехнологічних галузей - General Motors та Microsoft.

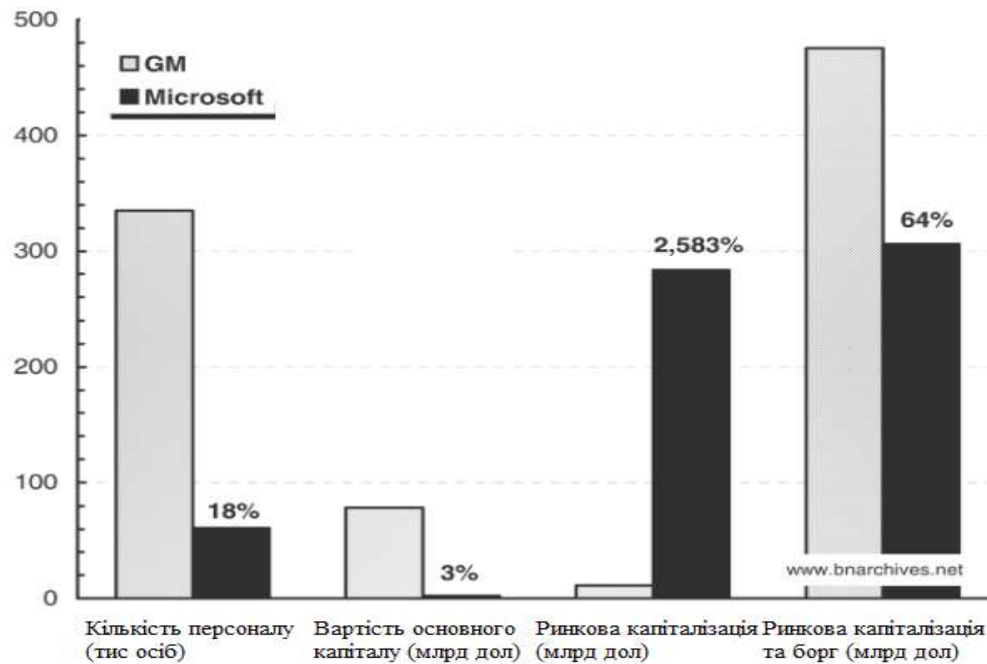


Рис. 2.4. Відносна капіталізація компаній GMC та MSI, Джерело: [53]

Порівняння їх операційної діяльності призводить до певних висновків. За даними виробничої діяльності, а саме – наявної чисельності персоналу та вартості основного капіталу компанія GM тримає, що природньо, безумовну першість, адже виробництво машин, техніки і устаткування вимагає великих витрат на утримання основного капіталу і робочої сили. Відповідно до статистичних даних «виробничі потужності» GM у 2005 році становили 78 мільярдів доларів, і цей показник в 33 рази більше, ніж у Microsoft, чий основний капітал оцінювався у 2,3 мільярда доларів. З боку оцінки ринкової капіталізації результат виглядає абсолютно протилежним. Якщо кількість персоналу Microsoft становить лише 18%, а вартість основного капіталу – 3% від аналогічних показників GM, то ринкова капіталізація Microsoft у 26 разів більша у порівнянні з GM (283 млрд. доларів проти 11 млрд.) [32]. Навіть з

урахуванням загальної суми боргових вимог на виробничі активи компаній капіталізація GM лише на 55% перевищує аналогічний показник Microsoft. Таким чином, очевидна невідповідність між обсягами фізичного капіталу, яким забезпечені компанії та їх фінансовим капіталом, що оцінений ринком через показник капіталізації.

Більшість сучасних пояснень подібної розбіжності лежить в площині виокремлення нематеріальних активів які є у розпорядженні фірми - ідеї, започаткованої ще А. Маршалом, який відзначав особливу роль технологій та людського капіталу, що може впливати на різницю між подібними видами бізнесу. Важливість нематеріальних активів в капіталізації бізнесу підкреслюється і досліджується багатьма вченими з різних областей знання - від соціології та менеджменту до бухгалтерського обліку і фінансового аналізу. Як вже визначалось, в структурі балансового звіту корпорацій виділяються два типи активів: матеріальні та нематеріальні. Згідно з загальноприйнятою системою класифікації, матеріальні активи складаються з капітальних товарів — машин, устаткування, конструкцій і навіть програмного забезпечення. До нематеріальних активів відносять інтелектуальну власність, знання, технології, організацію, ділову репутацію та інші метафізичні сутності. З точки зору економіста обидва типи активів вважаються продуктивними, але з точки зору бухгалтерського рахівництва існують певні труднощі такого об'єднання, адже підхід до їх обліку має відмінності. Матеріальні активи купуються і продаються на ринку, де їх ціна визначена і зрозуміла, тож сприймається як об'єктивна величина і, тому може бути легко внесена до балансу. На відміну від цього, більшість нематеріальних активів виробляється самої фірмою. Вони генеруються за рахунок внутрішніх витрат на рекламу, науково-дослідні розробки фірми, інших витрат, пов'язаних з структурною організацією, стилем керування, корпоративним реінжинірингом. Подібні впровадження не є комерційними і не мають ринкової ціни, адже не можуть бути оцінені на ринку, не можливо виявити їх об'єктивний внесок ані у вартість продукції ані у вартість самої фірми. А

активи, які не мають обумовленої кількості, якими б продуктивними вони були, не можуть потрапити в баланс. Найкраще, що можуть зробити бухгалтери, це віднести їх до поточних витрат у звіті про прибутки та збитки. Виключенням з цього правила є ситуації, коли ціна певних нематеріальних активів дійсно може бути визначена ринком, як у випадку купівлі-продажу патенту, авторських прав, франшизи, торгової марки, або у випадку злиття компаній, якщо одна фірма купує іншу за ціною, більшою ніж балансова вартість придбаної компанії. Внаслідок такого злиття не створюються нові матеріальні активи, тому з точки зору звітності, надбавка в ціні угоди може розцінюватись як плата за нематеріальні активи придбаної фірми, визнана ринковою угодою як об'єктивна і включена до балансу. Отже є три категорії активів, що враховує ринкова капіталізація: а) матеріальні активи, включені до балансу, б) нематеріальні активи, включені до балансу, та в) нематеріальні активи, не включені до балансу (рис.2.5). Однак, реальний, або фізичний капітал сформований лише його першою статтею. Тоді ринкова, або «фіктивна» капіталізація (як сума наявних активів) все одно значно перевищує показник «реальної» капіталізації, як вартості основних фондів.

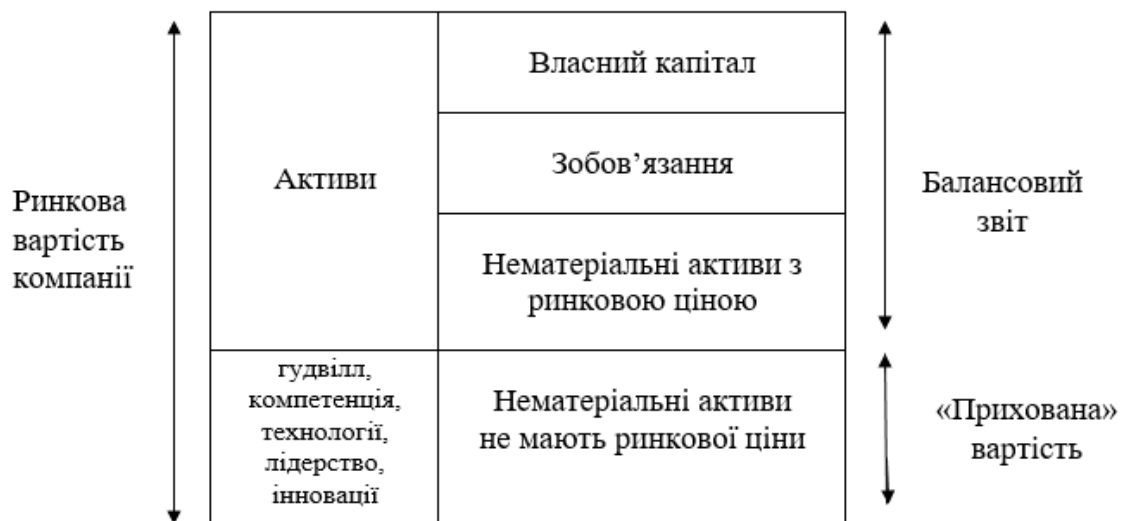


Рис. 2.5. Нематеріальні активи в балансі компанії
Джерело: побудовано автором за [17]

Тож, парадокс, який продемонстрований різницею між реальною і ринковою капіталізацією Microsoft можна пояснювати наявністю в неї більшої кількості нематеріальних активів у вигляді «ноу-хау», сучасних технологій та способів їх застосування. Однак, це зовсім не означає, що таких саме нематеріальних активів немає у GM. Простіше допустити, що відсутні засоби визначення їх кількісну оцінку. Як визначають цю проблему з оцінкою нематеріальних активів: «їх не завжди можна додавати, як у разі неможливості єдиної вартісної оцінки усіх форм, так і з метою уникнення подвійного рахунку. Ускладнює завдання властивість усіх форм капіталу до взаємної конвертації, що є одним із способів перерозподілу капіталу» [17, с.44]. Тоді обґрунтування ринкової капіталізації бізнесу як наслідку накопичення «реального» капіталу, доповнене поняттям нематеріальних активів уявляється доволі сумнівним.

Увага до ролі нематеріальних активів часто пояснюється тим, що за останні десятиліття більшість великих компаній та виробництв увійшли в постіндустріальну фазу розвитку, зазнавши «невідчутну революцію». Економіка стала високотехнологічною, коли інформація та інтелектуальний капітал почали відігравати вирішальну роль. Внаслідок цих змін накопичення матеріальних активів уповільнюється, а зростання нематеріальних активів прискорюється. Якщо внесок нематеріальних активів не можна розрахувати точно, тоді, з точки зору сучасної неокласики їх внесок можна визначити як різницю між показником ринкової вартості фірм та ціною основних фондів, припустивши, що різниця дорівнюватиме кількості нематеріальних активів. Використовуючи подібний метод, окремі дослідження компаній, що входять до індексу S&P 500, вказують, що на початок XX століття за кілька десятиліть співвідношення між їх ринковою капіталізацією та балансовою вартістю матеріальних активів зросло більш ніж у чотири рази: з 1,2 у 1975 р. до 5 в 2005 р. [45]. Якщо у 1975 р. нематеріальні активи становили 17% від загального обсягу активів, то у 2005 р. вони вже сягали 80%. Більшість цього збільшення пояснюється зростанням позабалансових нематеріальних активів, частка яких у ринковій капіталізації за цей період, за оцінками, зросла з 15%

до 65% . Якщо припустити, що у ринковій вартості провідних компаній 50-80% припадає саме на нематеріальні активи, а залишок у 20-40% належить реальному капіталу означає, що «матеріальна» основа капіталізації у розмірі більше 20-40% є доволі хиткою основою для пояснення точки відліку ринкової капіталізації. Крім того, сам метод залишкового приписування вартості різним часткам активів не здається надійним та гідним теорії, яка визначає себе мейнстрімом економічної науки. Нарешті, коливання ринкової вартості компаній, яке відбувається чи не щоденно, певною мірою повинно відбиватись у коливанні вартості як виробничих активів, так і нематеріальних. Залишається незрозумілим, в яких пропорціях і чому розподіляється це коливання між двома складовими вартості бізнесу і чи можливим є співпадіння цієї вартості на певних історичних етапах економічного розвитку.

Звичайне пояснення відхилення реальної та капіталізованої вартості виходить з того, що в періоди зростання ділової активності збільшення інвестицій у виробничі активи розпалює очікування інвесторів, змушуючи їх оцінювати фінансові активи ще вище. Наприклад, у 1990-ті роки розвиток «високотехнологічного» сектору, ІТ-індустрії та програмного забезпечення призвів до надмірної переоцінки фінансових активів інформаційних та телекомунікаційних компаній, таких як Amazon, Ericsson, Nortel, набагато вищої за темпів зростання їх реальної вартості. Схожий сценарій спостерігався у 2000 та 2009 роках, коли інвестори довели капіталізацію нерухомості та її похідних фінансових та структурованих інвестиційних інструментів до рівня, що набагато перевищував базове «фактичне» багатство. Відбулось те, що називається «ринковим відхиленням», спричинивши невиправдану інфляцію цін на активи. Надмірна капіталізація, створювана очікуваннями надприбутків, в основному створює «фіктивне» багатство, де надкапіталізована вартість неминуче призводить до фінансових «бульбашок». Однак тут присутній позитивний зв'язок між надмірним зростанням «фіктивного» багатства і зростанням «реального» багатства в одному напрямі. В періоди циклічного спаду процес йде у зворотному напрямі. Коли «реальна»

економіка сповільнюється, інвестори знижують ціни на активи набагато сильніше, ніж це передбачає виробничий потенціал. Ілюстрацією може бути Велика депресія, де за чотири роки з 1928 по 1932 р. грошова вартість основних фондів корпорацій скоротилася на 20%, тоді як ринкова вартість акцій впала на 70%. Схожий процес відбувався під час азіатської фінансової кризи 1997 р., де ринкова вартість часто скорочувалась на 50% і більше на тлі стагнації або помірнього зниження вартості основного капіталу. Однак і тут залежність цих скорочень була взаємоспрямованою: падіння «фіктивної» вартості, яким би перебільшеним воно не було, супроводжувалось уповільненням «продуктивного» капіталу. Логічність цього пояснення ставиться не витримує лише одного – реальності.

На рисунку 2.6 наведено динаміку зміни вартості основних фондів провідних корпорацій США за кілька десятиріч, оцінених за поточною вартістю їх відновлення, тобто вартості реального капіталу, і темпи зростання ринкової вартості цінних паперів тих самих корпорацій, або їх ринкової капіталізації. Обидва показники згладжені як 10-річні середні ковзаючі. Їх порівнянна динаміка свідчить, що коливання ринкової капіталізації замість того, щоб наслідувати зміні вартості реальних активів, рухаються в абсолютно протилежному напрямі.

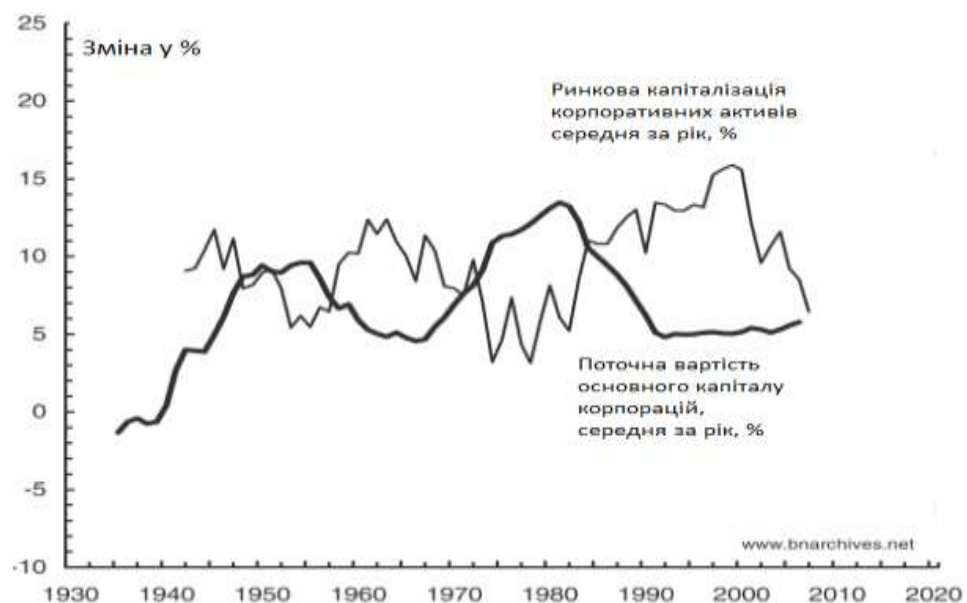


Рис. 2.6. Вартість основного капіталу та ринкова капіталізація.

Джерело: [53]

Важливим є те, що дане порівняння відображає не короткострокові коливання ділового циклу, а довгострокові хвилі тривалістю приблизно 30 років. В певні моменти часу реальна та ринкова капіталізація співпадають, як і стверджує теорія щодо ліквідації переоцінених фінансових активів і неминучості їх краху. Це співпадіння можна пояснювати або системними кризами економічної циклічності, або започаткуванням нових технологічних хвиль, або іншими чинниками, тож воно вимагає подальших досліджень. Однак очевидним стає те, що жорсткої кореляції між реальним капіталом та ринковою капіталізацією не існує. Більше того, ця протилежність їх руху не виглядає випадковою, а досить систематичною: щоразу, коли темпи зростання «реальних» активів уповільнюються, темпи зростання ринкової капіталізації прискорюються, і навпаки. Таким чином навряд чи можливо виводити ринкову капіталізацію як похідну від реального капіталу, стверджуючи, що довгострокові темпи її зростання обумовлені накопиченням «реальних» активів. Застосування категорії «нематеріальних активів» для пояснення перевищення ринкової капіталізації над реальною, якою великою не була б їх величина, також не спроможне пояснити той факт, що ці два показники рухаються в абсолютно протилежних напрямках. Таким чином ринкова капіталізація навряд чи може бути взагалі пов'язана з накопиченням основного капіталу та основними фондами компаній. Вона виступає як самостійний елемент фінансового сектору, який оцінюється, змінюється і підкорюється іншим закономірностям, ніж сектор виробництва та оцінки вартості компаній з позиції капітального нагромадження.

РОЗДІЛ 3. ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКОВОЇ КАПІТАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ

3.1. Фондовий ринок та проблеми його формування

Процес ринкової капіталізації та аналіз її динаміки неможливі без існування відповідних інститутів, що забезпечують і оформлюють цей процес. Саме тут виникають проблеми у висвітленні цих питань у вітчизняних дослідженнях. Їх ускладненість і навіть неможливість обумовлена відсутністю основних механізмів, що забезпечують ринкову капіталізацію бізнесу, а саме – функціонування фондового ринку та його відповідних інструментів та розвинутого інституту корпоратизації, завдяки якому залучаються інвестиції та формується фінансовий капітал бізнесу. У більшості розвинутих країн ці інститути формувались протягом десятиліть. На початку реформування національної економіки в ній також були запуснені ці процеси, але цей шлях був настільки невпевненим і невизначеним, що можна скоріше констатувати процес їх деградації, ніж розвитку.

Фондовий ринок є саме тим механізмом, який забезпечує обіг цінних паперів бізнес, дає оцінку його ринкової вартості, забезпечує інвестиційні процеси. Ринкова капіталізація компаній, представлена на ньому відображає очікування потенційних інвесторів, які, виходячи з цього визначають власні стратегії щодо інвестицій та отримання доходу. Загальна вартість фінансового капіталу, який проходить через первинний ринок цінних паперів відображається як рівень капіталізації фондової біржи. За визначенням - капіталізація лістингових компаній це грошова оцінка капіталу, існуючого у вигляді цінних паперів, що обертаються на фондових біржах, насамперед у вигляді акцій. Капіталізація компаній фондового ринку, або загальна сума капіталізацій, представлених на ньому компаній-емітентів, акції яких внесені до біржового реєстру як такі, що відповідають вимогам відповідного рівня лістингу. У розрахунок включаються акції, які внесені до біржового реєстру всіх організаторів торгівлі. У порівнянні з країнами з розвинутою ринковою

економікою, капіталізація фондових бірж України навіть в найкращі часи була надзвичайно низькою, становивши 0,4% від сукупного світового ВВП, у той час, як у США – 21,1%, Японії – 7%, Німеччині – 4,5%, Африці – 3,2% [30]. При цьому навіть у розуміння поняття «капіталізація фондової біржі» в нормативних документах було закладено не ринкову вартість цінних паперів, що котируються на ній, а сумарну номінальну вартість зареєстрованих випусків акцій, або показник номінальної капіталізації.

За останні тридцять років від отримання незалежності ринок капіталу так і не став дієвим та ефективним механізмом капіталізації та залучення інвестицій. На початку 1990-х років в Україні, як і в сусідніх країнах Центральної та Східної Європи було започатковано фондовий ринок і першим етапом його становлення мала стати сертифікатна приватизація, в процесі якої кожен мав безплатно отримати свою частку державної власності, доля якої на той момент сягала 96%, та розпоряджуватись нею. Підприємства отримали можливість акціонування, а громадяни безоплатно отримали ваучери, які можна було обмінювати акції цих підприємств. Працівники підприємств могли обмінювати ваучери на частки своїх товариств за номінальною вартістю, їх можна було обмінювати на паї інших підприємств на конкурсних засадах, або віддати в управління інвестиційному фонду чи трасту. Хоча на той момент вже існував польський та чеський досвід, механізм національної приватизації зламався на самому початку. Відмітимо лише кілька основних моментів цього:

- не було ухвалено закон про приватизацію землі, тож земельні ваучери фактично не брали участі в обміні;
- на відміну від сусідніх країн, уряд не створив умов для участі в приватизації іноземних інвесторів;
- ускладнена оцінка вартості ваучеру і об'єкту для вкладень постійно змінювалась, а галопуюча інфляція 1992–1994 рр. звела всі розрахунки нанівець: на момент емісії ціна ваучерів становила більше \$1,5 тис. дол., тоді як реально на чорному вони оцінювались у 10 дол.;
- на відкритих приватизаційних аукціонах доступ був вкрай обмеженим;
- низька обізнаність населення, а ще більше вкрай низький рівень життя, викликаний гіперінфляцією призвели до того, що

ваучери обмінювались на дефіцитні товари або продавались за копійки. Внаслідок цього всупереч ухваленим концептуальним рішенням приватизація почалася не з малих, а з великих найбільш привабливих підприємств, які давали валютну виручку. Перші фондові біржи утворювались за участю керівників великих підприємств, що дозволяло проводити приватизацію через закриті аукціони та інші інсайдерські схеми. Внаслідок цього через ваучерні механізми було приватизовано лише 3% активів замість визначених законом 70%. Помітну роль в цьому зіграв Фонд державного майна, що мав всі повноваження відстежувати хід приватизації і перетворився на орган, що приймав будь які рішення. За участю політичної еліти вище керівництво фонду штучно гальмувало приватизацію найцікавіших підприємств, очікуючи моменту, коли можна буде забрати великі підприємства собі і виставляло на продаж об'єкти, що не мали великої ціни. Отримати право власності можна було лише завдяки політичній та особистій лояльності політичному керівництву країни, що повністю перекреслювало сенс ринкової масової ваучерної приватизації. Підсумками цього етапу приватизації на початок 2001 р. частка основних засобів державної форми власності становила 32,6 відсотка, комунальної — 21,9 відсотка. Безоплатно передано фізичним особам майна за приватизаційні папери на 11,2 млрд. грн., майна підприємств агропромислового комплексу на 3,5 млрд. грн., втрати державного бюджету, до якого за цей період приватизації надійшло 6,1 млрд. гривень (для порівняння в Угорщині — 12,8 млрд. дол.) [12]. Найсуттєвішим негативним наслідком стало формування нової структури власності, де найбільша її частка на фондовому ринку - 95% акцій компаній знаходилась у власності кількох груп (на розвинених ринків, частка великих власників не перевищує 30–50%), а отже економічна влада і політичний вплив сконцентровані в руках кількох десятків осіб — олігархів.

Навіть подібна «прихована» приватизація призвела до активізації фондових ринків на другому етапі. Перший поштовх у середині нульових був пов'язаний з показовим перепродажем на прозорому конкурсі

«Криворіжсталі» світовому концерну Mittal Steel. Угода була оцінена у шість разів дорожчою, ніж її попередній продаж Р. Ахметову та В. Пінчуку. В країну почали заходити великі іноземні інвестори (купівля групою Raiffeisen банку «Аваль» за 1 млрд., дол., придбання Укрсоцбанку групою UniCredit за 2 млрд дол.). Пожвавилась діяльність біржі, торговців, депозитарів, на яких торгувалися акції приватизованих підприємств, держоблігації, компенсаційні сертифікати вкладників, векселі. Торгівля переважно йшла через депозитарні розписки, у вигляді купівлі акцій українських підприємств через розписки на розміщення коштів на спеціальних рахунках. Найсприятливішими були 2005 – 2007 рр., адже зростання економіки призвело до появи власних капіталізованих компаній, що отримували прибуток і виплачували дивіденди: «Укрнафта», Полтавський ГЗК, «Київенерго», Авдіївський коксохім та інші. На кінець 2007 р. в країні, працювали 334 керівні компанії з активами у 41 млрд. грн. або 8 млрд дол.. На фондових ринках з'явилися корпоративні облігації, іпотечні облігації, угоди РЕПО, сертифікати інвестиційних фондів, інші контракти. На вітчизняному фондовому ринку кількість бірж помітно зросла до восьми, три з яких були регіональними: Українська біржа; «ПФТС»; «Перспектива»; Київська міжнародна фондова біржа; Українська фондова біржа; Українська міжбанківська валютна біржа; «ІННЕКС»; «Універсальна», де ПФТС, створена у 1996 р., вважалась основним гравцем на вітчизняному ринку. Однак не в змозі належним чином організувати електронну торгівлю, обрала у якості співвласника замість надійних західних партнерів російську біржу ММВБ, що призвело до суттєвої втрати ліквідності, скорочення капіталізації і обсягів торгівлі. Альтернативою стала Українська біржа, що за підтримки українських акціонерів відтягнула на себе частку ринку акцій, розпочавши торгівлю ф'ючерсами і опціонами на власний індекс. Пожвавлення призвело до підвищення міжнародного інвестиційного рейтингу України з боку S&P та Міжнародної фінансової корпорації з рівня проблемних ринків до ринків, що розвиваються, засвідчуючи поліпшення інвестиційного клімату для портфельних інвесторів. Для залучення коштів українські

компанії почали виходити на світові фондові ринки, здійснюючи там первинне розміщення своїх акцій (агрокомпанія «Кернел» - IPO на 220 млн. дол. у Варшаві, Ferretхро – IPO на \$202 млн. дол. на Лондонській біржі). Склад національних «блакитних фішок» поповнився новими компаніями, до яких було віднесено підприємства горно-металургійного сектора: Азовсталь (AZST), Алчевський металургійний комбінат (ALMK), Єнакіївський металургійний комбінат (ENMZ), Авдіївський коксохімічний завод (AVDK), Ясинівський коксохімічний завод (YASK), Хімічний концерн Стирол (STIR); енергогенеруючі компанії: ЦентрЕнерго (CEEN), ЗахідЕнерго (ZAEN); машинобудувна галузь: Моторсіч (MSICH), Сумське машинобудівне НПО ім. Фрунзе (SMASH); нафтогазовий сектор – Укрнафта (UNAF); банківський сектор: банк Форум (FORM), Укрсоцбанк (USCB), Райффайзен банк Аваль (BAVL).



Рис. 3.1. Найбільші за рівнем капіталізації публічні українські компанії у 2020 р., млн. дол. Джерело: [8]

З початком світової кризи 2008-2009 рр. на тлі 15% падіння ВВП, банківської кризи, неплатежів по валютних кредитах та знецінення гривневих активів фондовий ринок зазнав дефолту. Корпоративні облігації перестали обслуговуватись або вимагали реструктуризації боргів, прибутки корпорацій скоротились і індекс капіталізації ПФТС – головної фондової біржи обвалився на 74%. Якщо до 80% угод з акціями на ній припадали на іноземних інвесторів, то після обвалу майже всі вони пішли з ринку. Кінець кризи призвів до певного

зростання торгів, що досяг піку в 636 млрд грн. у 2011 р. за рахунок активізації індивідуальних інвесторів та інвестиційних фондів, але політика нової влади країни, що змінила політичний курс, відмовившись від лібералізації ринку призвела до затухання біржової активності. Біржові торги акціями у 2012-му впали у три рази. Через концентрацію активів в руках олігархів список провідних капіталізованих національних компаній значно зменшився, а ціна їх акцій почала стрімко знижуватись. Ці процеси супроводжувались юридичного та політично вмотивованими гучними скандалами: Акції «Мотор Січі» було заарештовано за позовом правоохоронців з 2018 року, «Турбоатом», виплачуючи дивіденди державі, зупинив виплати міноритарним власникам, «Укрнафта» стала об'єктом позову між державою та її міноритарним власником І. Коломойським. Внаслідок цього капіталізація фондового ринку за період 2010–2019 роках знизилась з 16,5% до 0,04% ВВП, а торгівля акціями на ньому скоротилась у 130 разів, а найбільша кількість цінних паперів, що перебували в обігу на фондових біржах, була сконцентрована на трьох основних біржах - ПФТС (38,37%), «Перспективі» (22,57%) та «Українській біржі» (19,63%).

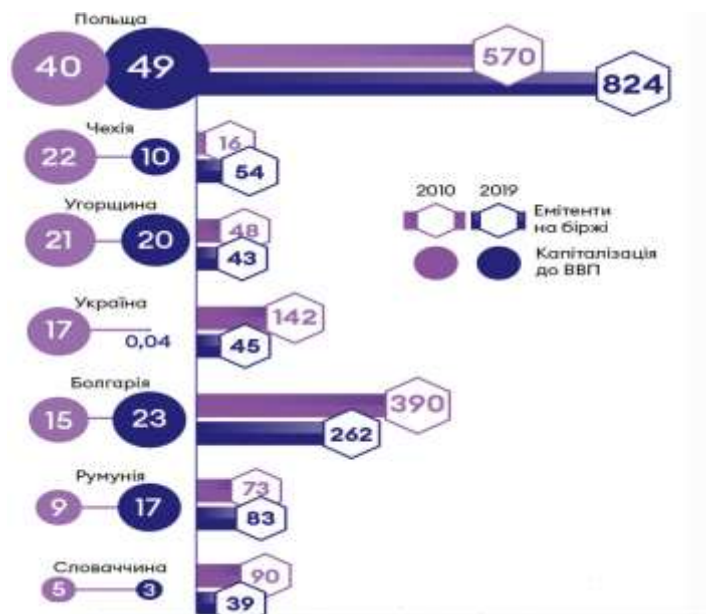


Рис. 3.2. Рівень капіталізації фондових ринків та кількість емітентів в Україні та країнах Східної Європи, 2010 – 2019 рр. Джерело: [8]

Наприкінці 2020 року формально на біржах були присутні акції чотирьох десятків компаній, але реальна торгівля йшла лише по кільком з них. Наслідками збройної агресії проти країни у 2022 р. стала втрата певної кількості підприємств, що відносились до категорії системних і повний вихід інвесторів з національного ринку, а серед торговельних інструментів залишились 93% торгів приходилось на облігації внутрішньої державної (військової) позики, обсяг торгів за якими у 2023 року зріс у 2,7 рази - до 436,43 млрд грн., частка ПФТС у загальному обсязі торгів становила 62,9%, «Перспективи» - 33,7% і УБ - 3,4%. На поточний момент обсяг торгівлі на двох найбільших біржах ПФТС та УБ не змінився (рис.3.3)



*Рис.3.3. Динаміка фондових індексів в Україні, 2024 р.
Джерело: [31]*

Для поживавлення торгівлі на вітчизняний ринок було допущено пакети акції іноземних емітентів Microsoft, AMD, Visa, Tesla, Netflix і Facebook, іноземних біржових фондів Vanguard 500 і Invesco QQQ та казначейські облігації уряду США з датою погашення у 2050 р. загальною кількістю 34 найменування. Однак недотримання ПФТС нормативів, введених регулятором у зв'язку з війною у вигляді наявності 50% власного капіталу в "живих" грошах або у ОВДП веде до відкликання її ліцензії, що може вплинути на

обсяги торгівлі ОВДП, зменшуючи їх привабливість для інвесторів, обмеження можливостей щодо запозичень уряду задля фінансування обороноздатності країни та підтримання її фінансової стійкості.

3.2. Особливості становлення корпоративних відносин в національній економіці

В загальноекономічному розумінні інститут корпоратизації окрім безпосередньо самої корпорації, як первісної ланки бізнесу, включає також ті організації, установи та підприємства, що забезпечують реалізацію корпоративних відносин, сприяють їх оформленню та розвитку – фондові біржі, трейдери, управляючі компанії, депозитарії, інституційні інвестори та інші учасники фондового ринку. Основним чинником впливу на формування корпоративного управління слід вважати ступінь розвиненості фондового ринку та принципальний розподіл акцій, що надходять у вільний продаж. Відповідно до цього більшість досліджень, пов'язаних з організаційною структурою сучасних корпорацій виділяє три основні моделі корпоративного управління, що відображають національні або географічні особливості інституту корпоратизації – американську, континентальну та азіатську.

Американська модель корпоративного управління, що існує у США, Канаді, Великій Британії, Австралії, Новій Зеландії, заснована на особливостях національної акціонерної власності та передбачає наявність великої кількості власників, які не претендують на участь у раді директорів, а також на високому рівні ліквідності акцій, що обертаються на фондовому ринку. Вона орієнтована на залучення капіталу із зовнішніх джерел. Формами ринкового контролю виступають злиття, поглинання та викуп акцій. Для неї характерною є низька мобільність 20-30% акцій які надовго осідають в руках обмеженого кола власників, що формують контрольний пакет акцій, а інші 70-80% акцій високо мобільні, обертаються на фондовому ринку, змінюючи своїх власників. Типовою є ситуація, коли значний відсоток акцій (до 90%) належить власникам, які придбали їх на фондовому ринку. Основними

власниками в подібній моделі корпоративного управління переважно виступають інституційні інвестори - пенсійні, страхові, трастові, інвестиційні, сімейні фонди, фонди громадських організацій. У США спільне інвестування тривалий час було відокремлене від банківської діяльності, однак законодавство дозволяє банкам створювати трастові відділи, які займаються управлінням коштами клієнтів за договорами доручення, тому банки США є одним з основних елементів системи спільного інвестування, що можуть виступати і як суб'єкти, що акумулюють кошти інших інституційних інвесторів, і в ролі компанії, що управляють коштами інститутів спільного інвестування. Безумовно, не існує ідеальної моделі корпоративного управління, кожній притаманні свої негативні риси, тому в подібній моделі корпоративного управління завжди наявне протиріччя між інтересами зовнішніх інституційних власників, що прагнуть високих прибутків та поточними інтересами самої компанії. Його підкреслює дворівнева структура управління корпорації, що складається з ради директорів, представлених виконавчими особами самої корпорації та незалежними директорами з боку її акціонерів.

Континентальна або європейська модель побудована на принципах корпоративної організації, закладених німецькими компаніями і наслідується в тому числі країнами Центральної Європи та Скандинавії. Її характерною рисою є висока концентрація акціонерного капіталу, при якій 70-80% акцій зосереджені в руках постійних акціонерів, а 20-30% акцій надходять у вільний продаж та розглядаються інвесторами як об'єкт тимчасового розміщення коштів. Як відмічається, наприкінці 90-х років 27 із 40 найбільших німецьких корпорацій мали принаймні одного власника, частка якого в акціонерному капіталі перевищувала 10% акцій корпорації, у 70% корпорацій основний власник концентрував у себе більше 50% акцій, а для 35% компаній всі 100% акцій перебували у власності однієї особи [5]. На відміну від американської моделі, в цьому випадку власники зацікавлені не стільки у використанні свого права на отримання доходу, скільки у особистій участі в управлінні

корпорацією або контролі за її менеджментом, а принцип соціальної взаємодії, притаманний європейським цінностям передбачає, що всі особи, зацікавлені у господарсько-фінансових результатах діяльності – мажоритарні, міноритарні та зовнішні власники мають змогу брати участь в прийнятті рішень щодо розвитку компанії, розподілу прибутків і дивідендів. Особливістю є також і те, що банки в європейській моделі корпоративного управління виступають її основними учасниками. Крім основних своїх функцій вони також займаються посередництвом у питаннях цінних паперів, гарантуванням їх розміщення та іншими операціями ринку капіталу. На їхню частку припадає до 30% акціонерного капіталу, тоді як на частку корпоративних акціонерів до 40%. Інша частина припадає на долю інституційних інвесторів, керуючими компаніями яких знову виступають дочірні банківські установи. При тому, що система корпоративного управління в континентальній моделі є дворівневою, що включає наглядову раду та правління корпорації, банкам дозволено контролювати корпорації так само, як і головним акціонерам корпорації контролювати правління банку. Банки як провідні акціонери та кредитори здатні здійснювати нагляд за правлінням фірмами за допомогою прямого доступу до інформації та в разі необхідності можуть втручатися у політику корпорацій.

Японська система корпоративного управління формувалася в середині XX століття, зазнавши впливу з боку США. Одночасно національний менталітет вніс значні корективи в цей процес, що дозволило говорити про японську, а потім і азіатську модель, адже її основні принципи поширились на процеси корпоратизації в інших регіонах Південно-Східної Азії. Японська модель корпоративного управління ґрунтується на принцип соціальної єдності не тільки всіх учасників акціонерного товариства на рівні окремої компанії, а як взаємопов'язаної групи підприємств і суспільства в цілому. Як структурна одиниця функціонує не одна компанія, а група взаємозалежних компаній на основі перехресного володіння акціями учасників групи. Орієнтиром розвитку тут стає успіх всієї фінансово-промислової групи, а не окремих компаній.

Найбільш відомими фінансовими групами, організованими за вертикальним принципом об'єднання компаній в єдиний виробничий ланцюг є Toyota, Nissan та Sony. На горизонтальних зв'язках між банками та відносно незалежними компаніями функціонують Mitsubishi, Mitsui Sumitomo, Fuji, Sanwa. Управління такою групою концентрується навколо ключового банку та фінансово-виробничої мережі компаній. Банк виступає основним джерелом фінансування групи, головним власником акцій пов'язаних корпорацій, а також надає кредити, випускає облігації, акції, здійснює розрахунки та консалтингові операції. Подібна закритість та внутрішній банківський контроль суттєво зменшує вплив менеджерів на прийняття рішень та вплив фондового ринку. Особливості розуміння соціальної відповідальності у межах азіатської моделі виявляються в специфічному уявленні підприємства як «виробничої сім'ї», що дія на основі «принципів старшинства» та «довічного найму» при визначенні кар'єрного зростання персоналу. Подібні норми не мають юридичного оформлення, але застосовуються на неформальному рівні в більшості великих компаній. Ті ж неформальні норми та зв'язки підтримуються на рівні взаємодії між постачальниками сировини та комплектуючих з компаніями кінцевого виробництва, між менеджерами споріднених компаній, при прийнятті рішень про виділення кредитів та інвестицій. Ще однією неформальною нормою азіатської моделі є активна підтримка державної політики, яка в свою чергу тривалий час була суттєвою у підтримці національних компаній та визначала стратегічні орієнтири розвитку бізнесу. Подібний національно-колективістський підхід має і зворотну сторону, що проявляється у недостатній прозорості інформації про діяльність акціонерного товариства, а отже низькій системі захисту прав дрібних акціонерів, відсутності орієнтації щодо підвищення ринкової капіталізації компаній на світовому ринку.

Поряд з основним виділяють також моделі, що складно віднести до однієї із зазначених вище. Зокрема такою є сімейна модель корпоративного управління, яка присутня у країнах Латинської Америки, Азії, а в окремих

європейських країнах – Італії, Франції, Швеції, Швейцарії частка таких корпорацій сягає 30%. Її особливістю є управління членами однієї сім'ї, де капітал концентрується та розподіляється по сімейних каналах. Контроль над компаніями вибудовується у вигляді пірамідальної організації так, що група компаній, які контролюються сімейним холдингом у свою чергу контролює наступну групу фірм і так далі. Прибутки підприємств, які входять у холдингову структуру, перераховуються на рахунки головної компанії, якій належать всі права на капітал і яка має повний контроль над іншими. Для збереження контролю над фірмами групи, випускаються кілька видів акцій з нерівними правами голосу, де головній фірмі належать акції з більшою кількістю голосів що мають пріоритет правом при виборі членів ради директорів, а акції з меншою кількістю голосів на акцію розміщуються на біржі. Інвестори залучаються тільки за необхідності отримання додаткового капіталу та не можуть володіти більшістю голосів в фірмах, що належать до сімейного холдингу, а зовнішнє фінансування йде через банки, які часто стають частиною її загальної структури і також контролюються сім'ями.

Типологія корпоративних структур за національно-географічною ознакою доповнюється також критерієм контролю, за яким виділяються інсайдерські та аутсайтерські моделі корпоративної організації. Тут є кілька ключових характеристик. За структурою акціонерної власності аутсайдерський тип корпорації є розпорошеним, з високою чисельністю зовнішніх акціонерів – індивідуальних та інституційних, які не мають прямого відношення до діяльності компанії. Право їх голосу може бути реалізовано безпосередньо або за дорученням, тому головну роль у визначенні політики компанії відіграють менеджери, інститути спільного інвестування, ради директорів, рейтингові агентства, консалтингові фірми, урядові установи. Фондовий ринок є основним джерелом фінансування. Інформація про діяльність компаній стандартизована, прозора і відкрита. В інсайдерській моделі акціонерна власність більш концентрована в руках безпосередніх власників або споріднених фірм, банків, фінансових організацій та трудових

колективів. Банки відіграють ключову роль в системі фінансування, що призводить до виникнення холдингів, фінансово-промислових груп та консорціумів, зовнішні акціонери як і фондовий ринок виконують вторинні функції, а політика компаній визначається в контексті політичних і національних інтересів.

Процес формування корпоративних структур носить суперечливий та непослідовний характер, а національна модель корпоративного управління і досі перебуває у стадії формування. Аналіз її кількісного складу вказує на те, що загальна кількість АТ серед юридичних осіб України є відносно незначною, та має тенденцію до скорочення (рис.3.4) як у абсолютних так і у відносних показниках з 1,19 % у 2017 році до 0,5 % у 2021 році.

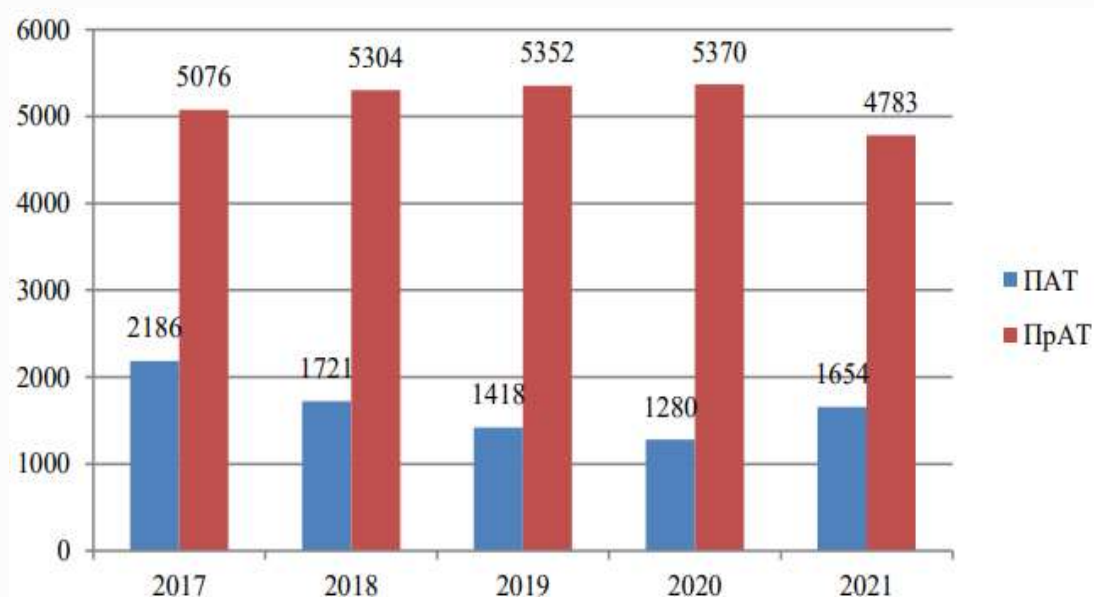
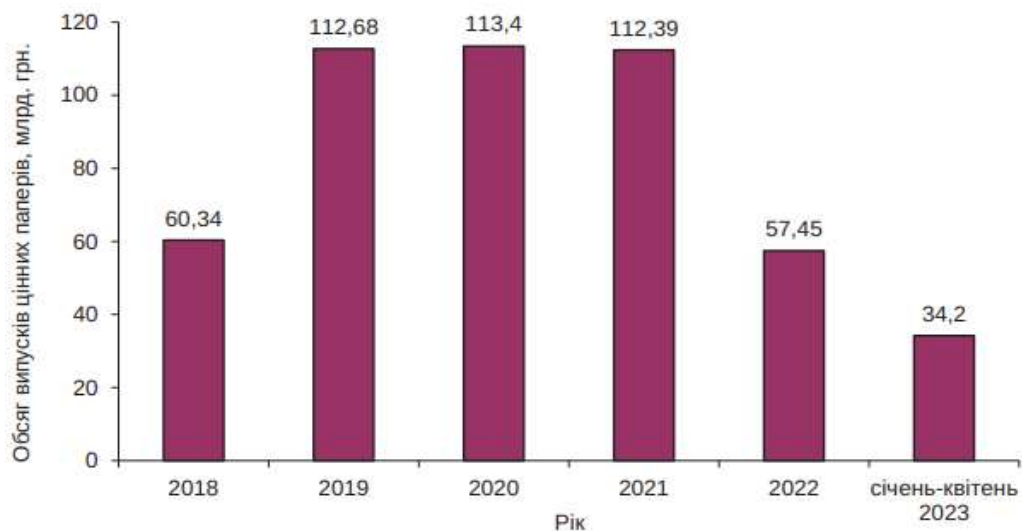


Рис. 3.4. Кількість ПАТ і ПрАТ, 2017-2021 рр., Джерело: [10]

Частково на це вплинули зміни національного законодавства, що регулює діяльність АТ. Основними документами тут є Закон України «Про акціонерні товариства», Закон України «Про господарські товариства», Господарський кодекс України та інші. Законом «Про акціонерні товариства» визначаються два типи АТ: публічне та приватне, де публічне (ПАТ) — це акціонерне товариство, до акцій якого здійснено публічну пропозицію та/або акції якого допущені до торгів на фондовій біржі в частині включення до біржового

реєстру, а приватне (ПрАТ) — товариство, яке має статутний капітал, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства. Прийнятий у 2018 р. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів», та Закон України «Про акціонерні товариства» зі змінами і доповненнями від 27.07.2022 року помітно вплинули на процес реєстрації національних компаній, коли більшість ПАТ почали зміну своєї форми господарювання на ПрАТ, або на товариство з обмеженою відповідальністю (ТОВ), адже ці організаційні форми мають значно більше переваг у порівнянні з АТ. Підтвердженням цього є динаміка частки ТОВ в загальній кількості суб'єктів господарювання у 2013 - 2019 році - їх частка поступово зростала – на 4,51% у 2016 році, на 1,75%, у 2018 р., на 2,01% у 2019 р., та на 2,1% у 2020 р. [13]. Найбільше акціонерних товариств на 2022 рік відносились до галузей переробної промисловості (1608), оптової та роздрібної торгівлі (більше 1000 компаній), фінансовій та страховій діяльності (915), операціях з нерухомим майном (669) та у будівництві (554). Список найприбутковіших очолювали видобувні, сировинні та енергетичні компанії, такі як АТ «Укргазвидобування» (прибуток: 60,58 млрд грн.), ПрАТ «Нафтогазвидобування» (прибуток: 18,89 млрд грн.), ПрАТ «Укргідроенерго» (прибуток: 11,82 млрд грн.), ПрАТ «Київстар» (прибуток: 9,60 млрд грн.), АТ «Укртранснафта» (прибуток: 5,06 млрд грн.), ПрАТ «Полтавський ГЗК» (прибуток: 4,38 млрд грн.). З лістингу найприбутковіших сім компаній належали до фінансово-промислової групи СКМ Р. Ахметова, дві компанії - до групи «Укрпромінвест» П. Порошенка. В довоєнний період це супроводжувалось певною активністю фондового ринку: у 2021 р. було випущено цінних паперів на суму 112,39 млрд грн, з яких 99,02 % припадало на корпоративні цінні папери, а серед фінансових інструментів найбільший обсяг емісії приходився на акції корпоративних інвестиційних фондів – 45%, акції підприємств – 38% та облігації – 9% (рис.3.5). Зрозумілим є падіння цих

показників у 2022 році. Тим не менш, за структурою найбільшими емітентами були фінансові та банківські установи - АТ «Державний експортно-імпортний банк України» 20,74%, АТ «ПУМБ» 14,49%, АТ «Ощадбанк» 13,04%, ПАТ АБ «Південний» - 4,99%, АТ «Таскомбанк» – 4, 97% та інші, що свідчить про нестачу фінансових ресурсів в цьому секторі та вкрай малу частку ресурсів фондового ринку, залучених підприємствами реального сектору [37].



*Рис. 3.5. Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів
Джерело: [35]*

З огляду на історичні тенденції формування інституту корпоратизації в Україні, його поточного стану, структури корпоративної власності та процесу залучення фінансових ресурсів можна робити певні висновки про ступінь його відповідності розглянутим вище моделям корпоративної організації та управління. Вибір на користь континентальної моделі є обґрунтованим, адже означає економічне зближення з країнами європейської спільноти, однак цей шлях супроводжується проблемами, закладеними ще в період початку приватизації власності в країні, головною з яких є чітке визначення та специфікація права власності. Тому сфера відносин власності ще не стала передумовою і результатом утворення та ефективного використання капіталу, виникнення нових комбінацій активів та зростання їх вартості. Навіть права власності на активи навіть найбільших компаній інтегрованих у бізнес групи

розмиті між офшорними компаніями, номінальними власниками акцій, підприємствами та фізичними особами, а акціонерний капітал використовується в основному як інструмент перерозподілу або збереження власності, а не його зростання. Більшість вітчизняних акціонерних компаній є господарствами з «розпорошеною» власністю і містять велику кількість міноритарних акціонерів що є ознакою аутсайдерської моделі. Зокрема Інститутом реформ Лондонської бізнес-школи наведено наступну структуру власності українських акціонерних товариств: державна власність – 8%; менеджери – 8%; українські компанії – 13%; українські фонди – 7%; працівники 47%; громадяни України – 13%; українські банки – 1%; іноземні компанії – 3% [16]. З іншого боку державна участь у багатьох системних компаніях та «непрозорість» відносин власності, коли фактично неможливо чітко визначити реальних та номінальних власників, призводить до значної концентрації власності в руках менеджменту, політика якого керується не принципами максимізації курсу акцій та дивідендів, а спрямована на самозбагачення шляхом різних схем з активами підприємства та приховуванням прибутку, при тому що дрібні акціонери практично не мають впливу на керівництво. Цьому сприяє також незрілість інститутів спільного інвестування, низький ступінь готовності багатьох інституційних інвесторів до роботи з реальними інвестиційними ресурсами за відсутності умов для розміщення коштів на фондовому ринку, тому зовнішні та іноземні інвестори не зацікавлені вкладати кошти в компанії, влада в яких фактично належить домінуючій групі акціонерів. Відсутність дієвих механізмів зовнішнього впливу на капіталізацію компаній, насамперед, фондового ринку, орієнтація на банківське, а не емісійне фінансування, що призводить до зменшення обсягів цінних паперів у вільному обігу та невизначеності рівня ринкової капіталізації, постійний перерозподіл власності через скуповування пакетів акцій на вторинному ринку або лобіювання конкретних угод із пакетами акцій, що перебувають у державній власності, добровільне або адміністративне залучення акціонованих підприємств в холдингові структури або фінансово-

промислові групи дає можливість констатувати всі ознаки інсайдерської моделі,

ВИСНОВКИ

Подвійний погляд на капітал як на виробничий ресурс, призначений для створення нової вартості та гроші, як результат її реалізації, заклав неоднозначну трактовку капіталізації, коли капіталізація розуміється і досліджується, як процес зростання загального обсягу реального капіталу фірми, що є в її розпорядженні, і як оцінка майбутньої ефективності і прибутковості фірми з точки зору потенційних інвесторів у вигляді ринкової капіталізації. Ці два підходи можуть бути охарактеризовані в категоріях «запасу» накопиченого капіталу та «потoku» очікуваних прибутків від інвестицій, тож є методологічно непорівняльними. Розуміння накопиченого капіталу як запасу, співвідносно з категоріями багатства або майна фірми і лише умовно надає інформацію про наявність ресурсних можливостей задля розвитку бізнесу. Порівняння його зміни і динаміки за різні періоди також не дає можливості оцінити його якісні характеристики, адже балансова вартість активів виступає лише кількісною ознакою, тоді як виробничий або «реальний» капітал є багатофакторною величиною, що містить в собі різні за продуктивністю елементи капіталу. Тож обсяги нагромадження є лише стартовою умовою для оцінки минулих капіталовкладень, але не для прогнозів і перспектив розвитку. З цього боку саме ринкова капіталізація, в основі якої закладений принцип дисконтування майбутніх прибутків на основі поточного рівня доходності різних фінансових інструментів стає прийнятною для визначення перспектив розвитку бізнесу.

Однією з методологічних проблем є зв'язок ринкової капіталізації бізнесу з реальною вартістю активів. Вихідною передумовою виступає ідея, що фінансові активи, або «фіктивний» капітал, є похідними від вартості реального капіталу, його віддзеркаленням, хоча значно перевершують її. Однак дослідження рівнів капіталізації подібних фірм вказує на те, що по-перше, не існує відповідності між обсягами реального капіталу та ринковою капіталізацією бізнесу, по-друге, сама динаміка цих показників на

довготривалому тренді свідчить, що між ним відсутня будь-яка кореляція, а протилежність їх руху є не випадковою і навіть систематичною. Це дозволяє стверджувати, що ринкова капіталізація визначається дією інших сил і не є залежною від обсягів і вартості основних фондів. Частково це пояснюється вартістю нематеріальних активів фірм, доля яких з переходом до постіндустріальної стадії розвитку суттєво збільшилась.

Забезпечення розвитку бізнесу та залучення капіталу вимагає відповідного інституційного середовища. Інститут корпоратизації, наявність фондових ринків, інститутів спільного інвестування та стабільної банківської системи є передумовами цього процесу. Їх організація та стабільне функціонування дозволяє оцінювати вихідні передумови та перспективи розвитку компаній на основі показників їх капіталізації, де вартість компанії, оцінена на основі балансової вартості її активів, рахунку про прибутки та збитки і рахунку про рух грошових коштів стають вихідними щодо визначення її майбутньої прибутковості, рішень щодо інвестицій, купівлі або продажу або про злиття або поглинання. Подібна оцінка багато в чому визначається етапом життєвого циклу компаній, наявністю фірм для порівняння, фінансовою історією фірми. Аналіз інституційного середовища національної економіки вказує на те, що процес корпоратизації, що вибудовується за континентальним зразком, поки має викривлений характер, поєднуючи відразу ознаки інсайдерської і аутсайдерської як моделі. Це доповнюється нестійкістю фондових ринків, внаслідок чого ринок корпоративних цінних паперів залишається малоспроможним задовольнити потреби підприємств у залученні ресурсів, а акціонерний капітал не отримує можливостей для ефективного функціонування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ансофф І. Стратегічне управління / пер. с англ. – М.: Економіка, 1989. – 519 с.
2. Бланк І.А. Управління формуванням капіталу / Бланк І. А. – К. : «Ника-Центр», 2000. – 512 с.
3. Бобух І.М. Оцінка національного багатства у контексті міжнародного досвіду. - Економіка і прогнозування. - 2011. - № 2. - С.24-39.
4. Брюховецька Н.Ю., Єфименко Г.В. Забезпечення капіталізації економіки шляхом нагромадження основного капіталу. Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку. - 2012. С. 30-38.
5. Велика О.Ю., Заславська К.А. Місце інсайдерської та аутсайдерської моделей корпоративного управління в економіці України. – Економіка і суспільство, № 10, 2017. с. 207-212.
6. Гільфердинг Р. Фінансовий капітал – М.: Державне видавництво, 1924. – 460 с.
7. Головкова Л.С. Особливості формування та розвитку корпоративних структур в економіці України // Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. – 2009. – №7. – С. 60–68.
8. Гордієнко О. Від дикого Заходу до Сахари. Падіння фондового ринку України. - <https://forbes.ua/money/blizko-nulya-03012021-818>.
9. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: Інструменти та методи оцінки активів / пер. с англ. — 5-е вид. — М., Альпіна Бізнес Букс, 2008. — 1340 с.
10. Державна служба статистики України : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
11. Державні підприємства в Україні: ефективність бізнес-моделей.- Український інститут майбутнього. Аналітичний звіт. <https://uifuture.org/publications/derzhavni-pidpryyemstva-v-ukrayini-efektyvnist-biznes-modelej>.
12. Десятирічний процес приватизації та його наслідки//Голос України-
<http://www.golos.com.ua/article/246027>.

13. Дехтяр Н.А., Пігуль Н.Г. Особливості фінансового менеджменту акціонерних товариств, Вісник СумДУ. Серія «Економіка», № 4. 2022. С.72-81.
14. Довгань Л.Є., Малик І.П. Корпоративне управління: інституціональні аспекти: Монографія / За ред. Л.Є. Довгань. – К.: Політехніка, 2006. – 340 с.
15. Закон України «Про акціонерні товариства» від 27.07.2022 №2465-IX. - <https://www.rada.gov.ua/news/razom/226090.html>.
16. Ігнатська І.А. Корпоративне управління: підручник. – К.: «Центр учбової літератури», 2013. – 600 с.
17. Капіталізація економіки України / За ред. акад. НАН України В.М. Гейця і д-ра екон. наук, проф. А.А. Гриценка. – К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2006. – 199 с.
18. Капіталізація підприємств: теорія и практика: моногр. / під ред. д.е.н., проф. І.П. Булеєва, Ін-т економіки пром-сти; ДонУЕП. – Донецьк, 2011. – 328 с.
19. Коваленко Л. О., Ремньова Л. М. Фінансовий менеджмент – 2-ге вид.. – К. : Знання, 2005. – 485 с.
20. Козоріз М.А., Калинець К.С. Капіталізація фондових бірж України: особливості и проблеми// Регіональна економіка. - 2008. - № 4. - С. 157-162.
21. Конкурентоспроможність: проблеми науки та практики: монографія. – Х., ВД «Інжек», 2007. – 264 с.
22. Корнєєв В.В. Номінальна та ринкова капіталізація: інструменти оцінки вартості фінансових активів// Економіка та прогнозування. – 2005. - №3. С.32-40.
23. Корпоративні структури в національній інноваційній системі України/ під ред. Федулової Л.І. – К.: УкрІНТЕІ, 2007. – 812 с.
24. Крамаренко Г.О. Фінансовий менеджмент / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К. : Центр навч. літератури, 2006. – 520 с.

25. Критерії визначення розмірної категорії підприємства в 2022 році: <https://services.uteka.ua/publication/data-16-finansovaja-otchetnost-dani-303-kriterii-opredeleniya-razmernoj-kategorii-2022>.
26. Ляшенко Г.П. Управління капіталом підприємства: конспект лекцій – [Електронний ресурс] : <http://www.vuzlib.net>.
27. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії, т.1 Кн. I: – М.: Політгиздат, 1983. – 905 с.
28. Маршалл А. Основи економічної науки. – М.: Ексмо, 2007. – 832 с.
29. Методи розвитку та забезпечення капіталізації промислових підприємств в умовах інституціональних змін: моногр. / І.П. Булеєв, та ін.; НАН України, Ін-т економіки пром-ті. – Київ, 2016. – 312 с.
30. Методологічні основи оцінки рівня капіталізації суб'єктів господарювання: монографія / під ред. М.А. Козоріз. – Львів: Інститут регіональних досліджень НАН України, 2008. - 290 с.
31. Мінфін: Український портал про фінанси і інвестиції. Фондові індекси бірж - <https://index.minfin.com.ua/ua/markets/stock/>
32. Мірясов Ю.О. Бізнес-економіка: посібник для студентів економічного факультету – Харків, ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2024. – 112 с.
33. Мозковий О., Баторшина А. Світові ринки акцій: досвід для України // Ринок цінних паперів України. – 2004. – №11-12. – С. 47-54.
34. Моторин Р.М. Міжнародна економічна статистика: Підручник. - Київ: КНЕУ, 2004. – 324 с.
35. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: <https://www.nssmc.gov.ua/>
36. Найбільші компанії України 2020. <https://youcontrol.com.ua/data-research/top-1000-naybilshykh-kompaniy-ukrayiny-za-dokhodamy-u-2020-rotsi/>
37. Пілявоз Т., Глущенко Л. Сучасний стан ринку корпоративних цінних паперів в Україні // Економіка та суспільство, № 51, 2023.

38. Сопко В.В., Завгородній В.П. Організація бухгалтерського обліку, економічного аналізу і контролю. – К. : КНЕУ, 2000. – 255 с.
39. Стельмах М. Дивідендна політика: зарубіжний корпоративний досвід і українські реалії // Економічний аналіз. – 2010. – №7. – С. 202 – 205.
40. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання - навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2007. – 320 с.
41. Фінанси суб'єктів господарювання в умовах трансформації економічних відносин : монографія / за ред. д.е.н. О.О. Солодовнік. – Харків : Лідер, 2020. – 392 с.
42. Шаблиста Л.М. Капітал підприємств: природа, структура, тенденції формування та відтворення. // Економіка і прогнозування. 2012. № 4. С. 36-45.
43. Шевченко Н.В. Роль і функції капіталізації в забезпеченні ефективного розвитку промислових підприємств // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 1(80). – С. 101– 105.
44. Шумпетер Й.А. Теорія економічного розвитку. Капіталізм, соціалізм та демократія - М.: Ексмо, 2008. – 864 с.
45. Шумська С.С. Капіталізація і зростання економіки: економетричні оцінки взаємозв'язку //Економіка і прогнозування. – 2004. – № 4. – С. 79-93.
46. Bernstein, P. 2005. Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street New York: John Wiley & Sons. 340 p.
47. Buffett, W. E., and L. A. Cunningham. 2001. The essays of Warren Buffett: Lessons of corporate America. Minneapolis, MN: Cunningham Group.
48. Cardoza K, Basara J, Cooper L, 2006. The Power of Intangible Assets. An Analysis of the S&P 500. Intellectual Capital Equity Chicago: Ocean Tomo.
49. Damodaran A. 2016. Country Risk: Determinants, Measures and Implications. Stern School of Business.
50. Estimating National Wealth: Methodology and Results / A. Kunte, K. Hamilton, J. Dixon, M. Clements. – Washington, D.C.: The World Bank, 1998.

51. Forbes Ukraine: <https://forbes.ua/money/ukrainskie-birzhi-obrastayut-inostrannymi-bumagami>.
52. Global Top 100 companies by market capitalisation
<https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/top100/pwc-global-top-100-companies-2023.pdf>.
53. Nitzan J, Bichler S. 2009. Capital as power: a study of order and disorder. NY. Jonathan Routledge.
54. O'Byrne, S. F., and S. D. Young. 2000. EVA and value-based management. New York: McGraw-Hill. Peters, E. E. 1991. Chaos and order in the capital markets. New York: John Wiley & Sons.
55. Where is the Wealth of Nations? / World Bank. – Washington, DC, 2006. : <http://siteresources.worldbank.org/INTEEI/214578-1110886258964/20748034/All.pdf>.

