

УДК 336.647

**Владислав ЗИМОВЕЦЬ,
Катерина БАГАЦЬКА**

КАПІТАЛІЗАЦІЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА НАСЛІДКИ

Досліджено обсяги та динаміку балансової капіталізації реального сектору економіки України. Визначено загальний рівень втрати капіталу, виявлено суттєві диспропорції в його структурі. Проаналізовано тенденції зміни власного капіталу реального сектору національної економіки порівняно зі змінами ВВП в Україні та окремих країнах світу. Встановлено низький рівень легальної продуктивності агрегованого власного капіталу підприємств згаданого сектору. Виявлено структурні деформації – низьку частку накопиченого капіталу у власному капіталі та високу залежність підприємств реального сектору вітчизняної економіки від поточних зобов'язань. Встановлено, що дефіцит власного капіталу у загальному секторі є перешкодою для макроекономічного зростання.

Ключові слова: корпоративні фінанси, балансова капіталізація, власний капітал, валова додана вартість, реальний сектор економіки.

Владислав Зимовец, Екатерина Багацкая

Капитализация реального сектора экономики Украины: тенденции и последствия

Исследованы объемы и динамика балансовой капитализации реального сектора экономики Украины. Определен общий уровень потерь капитала, выявлены существенные диспропорции в его структуре. Проанализированы тенденции изменения собственного капитала реального сектора национальной экономики по сравнению с изменениями ВВП Украины и отдельных стран мира. Установлен низкий уровень легальной производительности агрегированного собственного капитала предприятий данного сектора в Украине. Выявлены структурные деформации – низкая доля накопленного капитала в собственном капитале и высокая зависимость предприятий реального сектора отечественной экономики от текущих обязательств. Установлено, что дефицит собственного капитала указанного сектора является препятствием для макроэкономического роста экономики.

Ключевые слова: корпоративные финансы, балансовая капитализация, собственный капитал, валовая добавленная стоимость, реальный сектор.

Vladyslav ZYMOVETS, Kateryna BAGATSKA

The real sector of Ukrainian economy capitalization: trends and consequences

Introduction. The main trends in the corporate finance of Ukraine hardly could be explained with the traditional corporate finance frameworks which the trading-off or pecking order

approaches included. In the beginning of 2017, the whole corporate sector indebtedness (calculated as total unconsolidated debt to book value based equity ratio) was substantially higher than a proper level for emerging markets countries. The restoring of the real sector equity capital sufficiency is crucial for the whole financial system stabilization and investments fostering.

Purpose. *The investigation of the book value decapitalization in real sector of Ukrainian economy scale and its potential impact on the financial system stability and economic growth assessment.*

Methods. *International comparisons of the total book value capital to GDP ratios, the real book value capital (denominated by GDP deflator) trends and structural changes investigation.*

Results. *The volume and the dynamics of the book value capitalization in Ukrainian economy's real sector are investigated. The overall level of capital losses is determined (18% decline with 5 years) and significant structural imbalances are revealed. The trends of real sector book value equity changes analyzed comparing with the nominal GDP changes trends in Ukraine and foreign countries. A comparative analysis trends of real sector capital return in Ukraine and some European countries is conducted. The total book value capital to GDP ratio in Ukraine does not differ significantly from other countries. We explain these results capital by the low level of GDP in Ukraine and not by the book value capital sufficiency. The low level of legal productivity the real sector aggregate equity capital in Ukraine is determined. The share of accumulated capital in real sector book value equity in Ukraine was closed to 0 and fall negative in 2017. We explain this by the low level of legal productivity of equity capital in Ukraine.*

Conclusion. *The capital accumulation in the real sector of Ukrainian economy is structurally deteriorated and generates significant risks for the stability of country financial system. The lack of capital in real sector hardly can be compensated by the financial sector and government investments. Thus, we can conclude that deficiency of equity in real sector is a strong barrier for the economic growth.*

Keywords: *corporate finance, book value capitalization, equity, gross value added, real sector.*

JEL Classification: G32, G38, F38.

Постановка проблеми. Одним із важливих чинників безперервного функціонування та розвитку підприємств реального сектору економіки є їхня забезпеченість достатнім обсягом власного капіталу. Дослідження розвитку українського корпоративного сектору [1; 2; 3; 4] свідчать про актуальність проблеми нагромадження капіталу. Нарощування власного капіталу визначається як одне із завдань державної фінансової політики. Погоджуємося з думкою Н.В. Шевчук, що важливою передумовою залучення підприємством додаткового капіталу є зростання його капіталізації [5, с. 10]. У країнах з розвинутим фондовим ринком ринкова капіталізація включених

до лістингу підприємств є досконалим виміром їхньої ринкової вартості. У фінансових системах з недостатньо розвинутим фондовим ринком коректним показником нагромадження капіталу підприємств реального сектору економіки є балансова (реальна) капіталізація.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням сутності капіталізації підприємств приділяли увагу такі українські дослідники, як: І. Булеєв, Н. Брюховецька [2], В. Горячук [6], М. Козоріз [7], В. Приходько [2], А. Турило [8]. Поділяємо думку вказаних вчених щодо доцільності визначення балансової (або реальної) капіталізації підприємства як номінальної вартості його чистих активів.

Метою дослідження є оцінка тенденцій балансової капіталізації великих і середніх підприємств реального сектору економіки та їх наслідків для розвитку фінансової системи України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Останніми роками внаслідок впливу, передусім, макроекономічних чинників (падіння ВВП, знецінення гривні) загострилися проблеми дефіциту власного капіталу підприємств реального сектору економіки України, проявом чого стало стрімке зростання їхньої боргової залежності [3, с. 12]. В умовах надвисокого загального рівня внутрішньої і зовнішньої боргової залежності країни зростаючий агрегований дефіцит власного капіталу підприємств реального сектору не лише підвищує ризики їхнього функціонування, а й створює дедалі більші загрози для стабільності фінансової системи держави в цілому.

У табл. 1 наведено динаміку власного капіталу великих і середніх підприємств

реального сектору економіки України в розрізі видів економічної діяльності упродовж 2011–2016 рр. з урахуванням інфляції. Дисконтування номінальних значень агрегованого власного капіталу підприємств реального сектору за дефлятором ВВП здійснено задля порівнюваності показників у часових рядах.

Упродовж 2011–2016 рр. балансова капіталізація реального сектору вітчизняної економіки знизилася на 18%. При цьому до 2013 р. включно, тобто до початку військової агресії та окупації частини території України, мав місце стабільний приріст балансової капіталізації (в середньому на 4,5% за рік). У 2014–2016 рр. сформувалась тенденція до падіння показника агрегованої балансової капіталізації реального сектору економіки: загальна його декапіталізація в 2014 р. становила 35%, або 393,5 млрд грн у поточних цінах і 556,2 млрд грн у цінах 2011 р. Найбільших відносних втрат власного капіталу в 2014 р. зазнала сфера торгівлі (декапіталізація цієї галузі становить

Таблиця 1

Власний капітал реального сектору економіки України за видами економічної діяльності в 2011–2016 рр., млрд грн(у цінах 2011 р.)*

Галузь	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Сільське, лісове та рибне господарство	123,5	132,4	141,4	123,4	155,7	187,1
Промисловість	526,1	639,6	650,1	435,9	270,9	266,9
Будівництво та операції з нерухомим майном	166,1	154,3	156,5	32,9	-16,8	-27,9
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів	103,2	96,2	87,9	-18,1	-38,1	-13,8
Транспорт, логістика, поштова та кур'єрська діяльність	162,8	154,1	161,7	113,9	409,8	399,6
Тимчасове розміщування й організація харчування	11,8	12,2	12,4	2,5	-1,8	-3,1
Інформація та телекомунікації	45,6	30,5	26,5	2,9	43,7	6,5
Професійна діяльність та діяльність у сфері обслуговування**	286,2	320,1	319,2	311,6	396,8	361,4
Соціальна сфера та інші види послуг***	15,6	14,9	18,0	12,6	9,6	7,9
Усього реальний сектор економіки	1440,8	1554,3	1573,8	1017,6	1229,8	1184,7

* Складено на основі [13].

** Діяльність у сфері обліку і аудиту, права, консалтингу, архітектури, інжинірингу, реклами, туризму, охорони, найму персоналу тощо.

*** Діяльність у сфері освіти, медицини, культури і мистецтва, спорту, розваг і відпочинку тощо.

121%¹ або 106,0 млрд грн з урахуванням інфляції), що негативно вплинуло на стан банківської системи, оскільки на підприємства торгівлі на початок 2014 р. припадало 38% від загального обсягу кредитів сектору нефінансових корпорацій. Декапіталізація зазначеного ключового сегмента позичальників прискорила розгортання банківської кризи 2015–2016 рр.

Агрегований власний капітал окремих, найбільш чутливих до циклічних макрофінансових шоків, видів економічної діяльності (будівництво, операції з нерухомим майном та тимчасова організація харчування) було втрачено повністю. Проте за рахунок зростання власного капіталу в інших видах економічної діяльності (транспорт, професійна діяльність, діяльність у сфері обслуговування, сільське господарство) загальний номінальний приріст балансової капіталізації реального сектору в 2015 р. становив

60,8% (з урахуванням інфляції – 21%), а в 2016 р. згаданий темп приросту дорівнював лише 1,65% (з урахуванням інфляції мала місце декапіталізація на рівні 3,6%). Загалом номінальні обсяги власного капіталу реального сектору національної економіки упродовж 2011–2016 рр. зросли на 62,3%, що становить 897,7 млрд грн, реальні ж обсяги скоротились на 256,11 млрд грн.

Динаміка номінального обсягу власного капіталу реального сектору економіки, наочно відображена на рис. 1, свідчить про суттєві зміни у галузевій структурі вказаного капіталу. Основна частка власного капіталу реального сектору в 2015–2016 рр. була сконцентрована лише в чотирьох видах економічної діяльності: сільське господарство, промисловість, транспорт, професійна, наукова і технічна діяльність та діяльність у сфері адміністративного обслуговування.

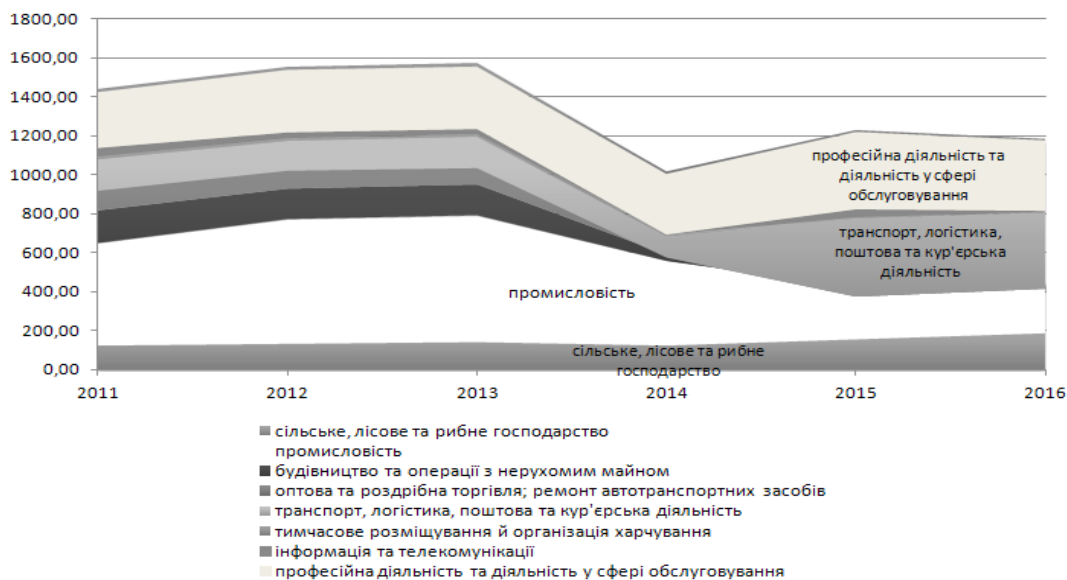


Рис. 1. Динаміка власного капіталу за галузями реального сектору економіки, млрд грн (у цінах 2011 р.)*

* Побудовано на основі [13].

¹ Якщо рівень декапіталізації перевищує 100%, то це означає повну втрату власного капіталу певним сектором економіки.

Агрегований власний капітал підприємств вказаних видів економічної діяльності на кінець 2016 р. становив 92,5% загального власного капіталу реального сектору вітчизняної економіки, тоді як у 2011 р. 37% такого капіталу було сконцентровано в промисловості, а решту (63%) розподілено між видами економічної діяльності відносно рівномірно.

Можна припустити, що процеси глобальної трансформації капіталу, які відбуваються наразі на світовому рівні (хоча на глобальному рівні трансформація капіталу відстежується не за балансовою, а за ринковою капіталізацією) і полягають у прискореному нагромадженні капіталу у сфері послуг, поширюються і на Україну. Проявом цього й стало зростання капіталізації сфери послуг, у якій на кінець 2016 р. було сконцентровано 65% власного капіталу реального сектору вітчизняної економіки. Незважаючи на зовнішню схожість кінцевого результату, ми звертаємо увагу на принципово інші фактори, які його спричинили: у світі в цілому – це прискорене нагромадження капіталу у сфері послуг, тоді як в Україні – це прискорена декапіталізація сфери матеріального виробництва, що не збігається із загальносвітовою тенденцією.

Масштаби декапіталізації реального сектору економіки України можуть бути оцінені на основі порівняння показників ринкової та реальної капіталізації з аналогічними показниками інших країн та світу загалом.

Відносна оцінка рівня агрегованої капіталізації реального сектору економіки, зазвичай, проводиться за допомогою показника У. Баффета – співвідношення обсягів ринкової капіталізації та ВВП. Згаданий показник розраховується як частка світової ринкової капіталізації усіх лістингових компаній до загальносвітового ВВП. В цілому по світу на кінець 2016 р. цей індикатор становив близько 99%, у Польщі – в середньому 35% за останні 5 років, у Туреччині – 28%,

у Німеччині – 47% [11]. Ринкова ж капіталізація українських лістингових компаній була майже у 13 разів меншою за балансову і становила на кінець 2016 р. близько 6% ВВП, що більш ніж у 15 разів нижче за загальносвітовий рівень.

Індикатор У. Баффета застосовується для оцінювання інвестиційної привабливості країни [12], високий його рівень означає те, що на фондовому ринку обертається відносно велика частина капіталу. Для країн зі слабо розвинутих фондовим ринком показник У. Баффета є недостатньо інформативним для оцінки тенденцій капіталізації реального сектору економіки. Для таких держав коректніше застосовувати показники балансової капіталізації згаданого сектору.

Порівняння динаміки зростання номінальної агрегованої балансової капіталізації реального сектору економіки України із динамікою номінального ВВП наведено на рис. 2.

Упродовж 2004–2013 рр. агрегований власний капітал реального сектору вітчизняної економіки перевищував номінальний ВВП і зростав приблизно однаковим з ним темпами, що дає підстави для висновку про відносну стійкість фінансової моделі (рис. 2). Починаючи з 2014 р., тенденція переривається й агрегований власний капітал “стискається” до рівня номінального ВВП (рис. 2).

Перевищення власного капіталу над ВВП в Україні може свідчити як про достатньо високий рівень агрегованої балансової капіталізації реального сектору економіки, так і пояснюватися низьким рівнем ВВП. Якщо взяти до уваги те, що у створенні ВВП бере участь не лише власний капітал (частка якого у фінансуванні продуктивного капіталу (активів) не перевищує 1/3 і не лише реальний сектор економіки, то перевищення обсягів власного капіталу над обсягами ВВП (за винятком 2014 і 2016 рр.) може бути свідченням як низької ефектив-

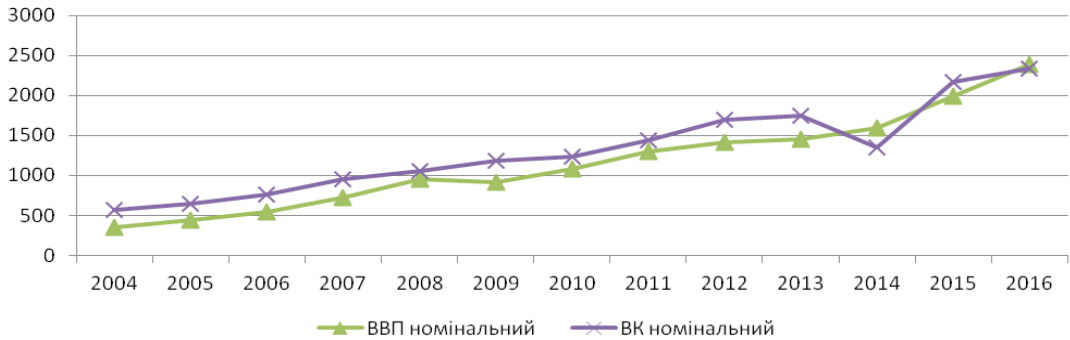


Рис. 2. Динаміка власного капіталу (ВК) реального сектору економіки та ВВП в Україні в 2004–2016 рр., млрд грн

* Побудовано на основі [14].

ності економіки в цілому (відповідно до отриманих даних – 100 грошових одиниць продуктивного капіталу створюють близько 30 грошових одиниць кінцевого продукту), так і про відносно вищу вартість чистих активів реального сектору, що можна вважати позитивною ознакою. Крім того, рівність власного капіталу реального сектору і ВВП країни, враховуючи низький рівень ВВП на душу населення, може означати значний ступінь тінізації вітчизняної економіки.

Для глибшого розуміння економічного змісту співвідношення власного капіталу

реального сектору економіки і ВВП України проаналізуємо таке співвідношення в інших розвинених країнах Європи (табл. 2).

За даними табл. 2 можна зробити висновок про значну капіталоємність реального сектору економіки окремих розвинутих країн Західної Європи – Франції, Фінляндії, Норвегії, які мають високі показники ВВП на душу населення і в яких загальна номінальна вартість власного капіталу вказаного сектору дорівнює або суттєво перевищує обсяги ВВП.

Україна за показником “забезпеченості” власним капіталом тяжіє саме до цієї гру-

Таблиця 2

Співвідношення власного капіталу підприємств реального сектору економіки ВВП окремих країн та України у 2007–2016 рр., %

Країна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Франція	192,8	118,3	139,3	134,6	113,6	123,5	136,4	122,7	111,7	108,7
Німеччина	109,7	73,8	84,7	84,2	70,0	80,4	92,1	80,8	73,9	71,7
Італія	126,7	106,4	101,6	86,8	77,7	84,4	95,7	85,6	79,9	74,6
Фінляндія	226,4	121,0	147,0	151,3	111,8	122,6	144,0	138,6	123,6	128,5
Норвегія	176,2	89,1	141,4	142,2	129,0	143,4	137,9	118,8	111,1	124,9
Чехія	65,1	54,1	58,2	55,4	49,3	51,1	45,1	37,0	33,1	30,9
Польща	58,2	38,6	43,5	40,5	31,1	35,9	37,5	31,9	28,3	26,7
Угорщина	73,5	59,9	65,0	59,3	51,5	57,5	58,8	50,9	52,5	51,9
Естонія	100,9	87,2	98,0	91,1	82,9	90,5	103,1	95,9	89,6	87,4
Україна	132,5	111,7	130,0	114,4	110,67	120,6	119,9	85,2	109,4	98,1

* Складено на основі [14].

пи країн і випереджає Німеччину та Італію, а також країни Східної Європи. Останні, окрім Естонії, мають нижчі показники співвідношення власного капіталу до ВВП. Однією з причин цього є порівняно короткий, ніж у західноєвропейських країнах, період існування ринкових відносин і нагромадження продуктивного капіталу. Вищий майже втричі, порівняно з країнами Східної Європи, рівень показника відносної капіталізації в Україні означає нижчий рівень капіталовіддачі, який не відповідає сучасному рівню економічного розвитку країни. Такий високий показник відносної капіталізації є властивим для розвинутих держав. Загалом за вибіркою країн (див. табл. 2) спостерігається тенденція до зниження показника “власний капітал/ВВП”, що при відносно повільному загальному підвищенні ВВП та швидшому за темпами зростанні власного капіталу може вказувати на повільну номінальну декапіталізацію реального сектору, проявом якої є зростання питомої ваги позикового капіталу, а також ролі фінансових корпорацій, домогосподарств і держави у створенні ВВП. На основі вищезазначеного

можна зробити висновок про завершення, виявленої Т. Пікетті, довгострокової тенденції зростання показника співвідношення приватного капіталу (капітал реального сектору та домогосподарств) до національного доходу в світі, яка тривала упродовж 1950–2010 рр. [10, с. 202].

Різний рівень відносної капіталізації країн пояснюється не лише досягнутим рівнем економічного розвитку (ефект багатства), а й іншими чинниками. Погоджуємося з твердженням Т. Пікетті про те, що відмінності показника “капітал/національний дохід” пояснюються тим, що від 20 до 30% національного доходу створюється державою [10, с. 188], що ставить під сумнів коректність співставлення капіталу з ВВП. Для усунення цього недоліку пропонуємо застосовувати показник віддачі власного капіталу реального сектору економіки, який визначається як співвідношення валової доданої вартості сектору нефінансових корпорацій до агрегованого власного капіталу (табл. 3).

Динаміка показника капіталовіддачі у різних країнах є нерівномірною (див. табл. 3), що пояснюється впливом внутріш-

Таблиця 3

Співвідношення валової доданої вартості до власного капіталу сектору нефінансових корпорацій зарубіжних країн та України в 2009–2016 рр., %*

Країна	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Франція	48,9	46,7	52,9	49,6	45,3	44,0	43,2	43,2
Німеччина	82,4	77,1	88,1	78,0	69,8	70,0	69,5	69,8
Італія	53,3	57,9	62,1	56,6	51,5	50,8	48,8	50,6
Фінляндія	49,1	44,4	57,5	53,2	46,7	43,0	43,4	40,6
Норвегія	71,9	70,7	76,6	74,3	70,3	68,0	61,9	56,6
Чехія	74,2	77,1	78,0	78,6	81,9	89,0	91,8	–**
Польща	71,7	71,5	81,5	78,2	76,4	77,6	79,6	–
Угорщина	56,1	55,3	55,3	54,1	54,5	54,0	47,7	–
Естонія	46,9	47,9	52,4	50,1	45,8	43,2	40,8	–
Україна	41,9	47,9	48,9	42,1	42,5	58,3	45,5	–

* Складено на основі [14].

** Дані відсутні.

ньо економічних чинників, проте в Чехії та Польщі помітна тенденція до зростання цього індикатора. Збільшення капіталовіддачі в Чехії зумовлене загальним скороченням обсягів номінального власного капіталу при зростанні валової доданої вартості на 18% упродовж 2009–2015 рр. У Польщі у цей період спостерігалось повільніше підвищення величини власного капіталу (на 29%), порівняно зі зростанням валової доданої вартості (на 37%). Отже, в згаданих країнах відбувалося підвищення ефективності використання власного капіталу реального сектору економіки. В решті країн вибірки показник капіталовіддачі поступово скорочувався, причому причиною цього стало випередження темпів нагромадження капіталу над темпами зростання валової доданої вартості, що хоча і вказує на певне зниження ефективності використання власного капіталу, але також свідчить про загальне зростання номінальної капіталізації, що, на думку Дж. Нітцана та Ш. Бічлера [9], є однією з ознак посилення економічної влади. Значення згаданого коефіцієнта в Україні наближається до рівня розвинутих країн, але дещо нижче, ніж у Польщі та Чехії.

Відносні показники капіталізації в Україні значно вищі за досягнутий рівень економічного розвитку. Якщо за рівнями відносної капіталізації та капіталовіддачі Україна наближається до розвинутих країн (див. табл. 2 і табл. 3), то за абсолютними показниками забезпеченості економіки власним капіталом на одну особу дефіцит капіталу є значним. Тому можна говорити про наявність значного потенціалу до зростання капіталізації реального сектору української економіки, принаймні в сферах акумуляції балансового капіталу через інструменти фондового ринку, приведення грошового виразу величини активів до справедливої вартості та легалізації тіншового бізнесу, включаючи офшорні капітали.

Роль власного капіталу реального сектору економіки не обмежується функцією джерела продуктивного капіталу як фактора виробництва. Не менш важливою функцією власного капіталу є захисна, яка полягає у покритті збитків за рахунок достатнього розміру нагромаджених власних фінансових ресурсів як гарантії дотримання інтересів кредиторів.

Динаміку питомої ваги власного капіталу у фінансуванні активів у розрізі видів економічної діяльності наведено в табл. 4. Як бачимо, простежується помірна відносна декапіталізація навіть у галузях економіки з максимальною концентрацією власного капіталу (див. рис. 1), за винятком сектору професійної, наукової і технічної діяльності та надання адміністративних і супутніх послуг, а також транспортно-логістичного сектору, які упродовж 2011–2016 рр. збільшили власний капітал не тільки в абсолютному, а й у відносному вимірі.

Критична ситуація декапіталізації спостерігається в будівництві та супутній йому сфері операцій з нерухомістю, а також у торгівлі. Максимальної втрати власного капіталу зазнала галузь тимчасового розміщення й організації харчування, де на кінець 2016 р. перевищення боргів над реальними активами становило 18,1%. Загалом агрегований власний капітал реального сектору вітчизняної економіки протягом 2011–2016 рр. не перевищував 35% сукупного обсягу джерел фінансування, а максимальне падіння вказаного показника до 23,9% мало місце в 2014 р. Скорочення частки власного капіталу означає погіршення фінансового стану та зростання ризиків у реальному секторі економіки. Тому погоджуємось із думкою Н. Шпигоцької, що незадовільний фінансовий стан підприємств є одним із ключових бар'єрів для розширення реального сектору економіки України [15, с. 70].

Частка власного капіталу в загальному капіталі реального сектору економіки України в 2011–2016 рр., %*

Галузь	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Сільське, лісове та рибне господарство	54,3	52,5	50,1	42,0	40,1	24,0
Промисловість	36,4	39,6	38,5	28,8	20,3	18,9
Будівництво та операції з нерухомим майном	26,9	24,7	23,4	6,1	-3,6	-6,3
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів	11,0	9,8	8,5	-2,1	-4,8	-1,5
Транспорт, логістика, поштова та кур'єрська діяльність	54,0	48,7	47,9	41,0	67,6	63,6
Тимчасове розміщування й організація харчування	39,3	39,6	37,3	12,2	-10,5	-18,1
Інформація та телекомунікації	45,1	37,3	32,7	4,1	41,4	8,8
Професійна діяльність та діяльність у сфері обслуговування	50,2	51,8	49,4	50,3	61,5	58,9
Соціальна сфера та інші види послуг	38,8	35,1	38,3	34,3	30,3	27,5
<i>Усього реальний сектор економіки</i>	<i>33,7</i>	<i>34,1</i>	<i>32,7</i>	<i>23,9</i>	<i>28,1</i>	<i>24,1</i>

* Складено на основі [13].

Питання визначення оптимального співвідношення між власним і позиковим капіталом є предметом наукової дискусії вже упродовж кількох десятиліть. Віддаючи належну увагу надбанням зарубіжної фінансової науки, яка дала світу такі відомі теорії структури капіталу, як концепції компромісу (trade off) та ієрархії (pecking order), а також численним емпіричним тестуванням цих теорій, вважаємо, що в Україні фактичну структуру капіталу підприємств необхідно розглядати з урахуванням впливу специфічних умов: слабкість фондового ринку, високі системні ризики, незахищеність власників від рейдерських захоплень, високий рівень тіньової економіки тощо. В сукупності всі ці фактори справляють значний вплив на прийняття рішень щодо вибору форми фінансування не на користь емісії акцій або залучення позикового капіталу на фінансових ринках (розміщення облігацій та отримання банківських кредитів).

Структуру капіталу реального сектору вітчизняної економіки відображено на рис. 3.

З діаграми наочно видно, що упродовж 2011–2016 рр. зберігалася висока пито-

ма вага поточних зобов'язань у загальному обсязі капіталу – на рівні близько 50% з поступовим зростанням після 2013 р. На кінець 2016 р. частка поточних зобов'язань у пасивах великих і середніх підприємств реального сектору економіки України досягла 59,2%. Перевагу короткостроковим зобов'язанням, як основному джерелу фінансування поточної діяльності, надає більшість галузей (за винятком освіти й охорони здоров'я, діяльності у сфері адміністративного і допоміжного обслуговування та транспортно-логістичної сфери).

Оцінююче твердження щодо ефективності, достатності чи ризиковості такої структури капіталу українських підприємств може бути остаточно сформоване в процесі подальших досліджень, проте порівняльна оцінка агрегованої структури капіталу вітчизняних підприємств і компаній реального сектору економіки інших країн дасть змогу зробити попередні висновки (табл. 5).

Структура капіталу підприємств реального сектору економіки Польщі упродовж 2013–2015 рр. була стабільною і низькори-

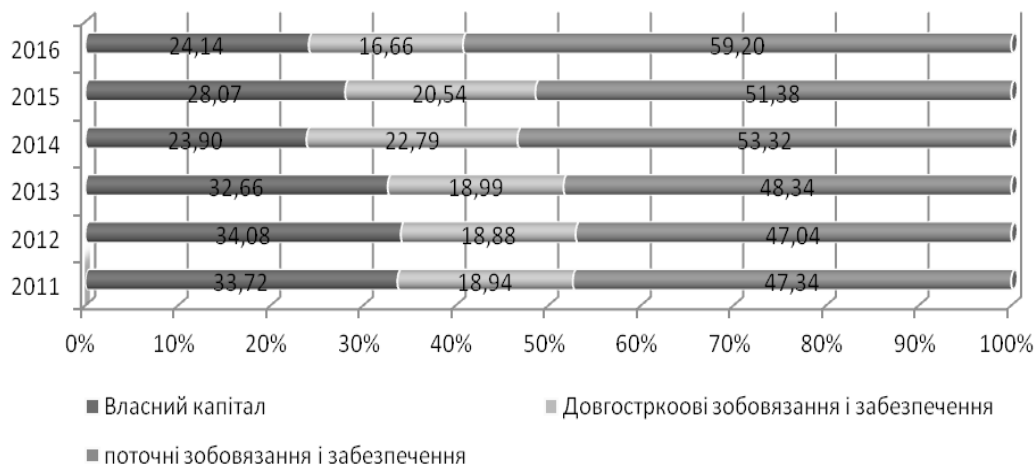


Рис. 3. Структура капіталу підприємств реального сектору економіки України у 2011–2016 роках, %*

* Побудовано на основі [13].

Таблиця 5

Структура власного капіталу реального сектору економіки окремих країн світу, %*

Стаття	Польща			Туреччина		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Власний капітал	50,8	49,9	49,4	38,9	37,7	34,7
Довгострокові зобов'язання	14,2	15,7	15,7	24,4	25,9	28,3
Поточні зобов'язання	26,9	25,9	26,2	36,8	36,4	37,0
Інші зобов'язання	8,1	8,5	8,7	–	–	–

* Складено на основі [16, 17].

зиковою, оскільки підтримувалася рівність власного та позикового капіталу, і, одночасно, зросла ефективність його використання (див. табл. 3). У Туреччині, яка за даними Світового банку посідає 17-те місце в світі за рівнем ВВП на одну особу [11], протягом зазначеного періоду мала місце подібна до українського реального сектору економіки структура капіталу в частині співвідношення власних фінансових ресурсів і боргу. Проте частка довгострокових зобов'язань у пасивах балансу підприємств Туреччини суттєво перевищувала відповідний показник для України, що свідчить про переважання стійких (постійні – власні кошти, та

умовно постійні – довгострокові боргові зобов'язання) джерел фінансування, які сукупно становлять понад 60% загального капіталу, тобто про значно нижчий рівень фінансового ризику, порівняно з вітчизняними підприємствами.

Джерелами балансової капіталізації реального сектору економіки можуть бути внески учасників суб'єктів господарювання, переоцінка активів і резерви, сформовані за рахунок чистого прибутку. Капіталізація прибутку підприємства не тільки свідчить про його успішну діяльність, а й про довіру власників, які не виводять прибутки з підприємства, а реінвестують у його розвиток.

Рівень капіталізації прибутку обчислюється шляхом ділення нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) на власний капітал. У табл. 6 наведено дані, що відображають динаміку капіталізації агрегованого прибутку реального сектору економіки України упродовж 2011–2016 рр.

Як бачимо, чистий прибуток не був домінуючим джерелом балансової капіталізації в жодній галузі реального сектору вітчизняної економіки упродовж 2011–2016 рр. Винятком є лише сільське господарство в період 2011–2013 рр., де частка прибутку у власному капіталі на кінець 2013 р. становила 54,5%. Більшість інших видів економічної діяльності реального сектору економіки були збитковими, починаючи з 2011 року, а в 2015 р. позитивний фінансовий результат спостерігався лише в сільському господарстві.

На кінець 2016 р. накопичений непокритий збиток реального сектору економіки України становив 38,2% від загальної величини власного капіталу, тому, враховуючи прогнозні темпи макроекономічного зростання, мож-

на впевнено констатувати, що найближчими роками значного приросту власного капіталу у вказаному секторі та відновлення його докризового рівня не варто очікувати.

Частка накопичення прибутку в агрегованому власному капіталі реального сектору економіки України вже перед початком гібридної війни (2011–2012 рр.) була суттєво нижчою, порівняно з іншими країнами й успішними зарубіжними компаніями. Так, на кінець 2016 р. для компанії Apple ця частка становила 80%, для компанії Alphabet – 76%, Ford – 54%, General Motors – 60%, Херох – 105% [18], а для великих і середніх підприємств Туреччини – 27% [16]. Для окремих українських компаній, акції яких перебувають у лістингу на іноземних фондових біржах, також характерний високий рівень капіталізації прибутку (“МХП” – 95%, “Астарта” – 56%, “Кернел” – 113%).

Номінальне зростання балансової капіталізації вітчизняних підприємств на фоні перманентної збитковості може бути ознакою виведення реальних прибутків з під-

Таблиця 6

**Частка капіталізованого прибутку у власному капіталі
за галузями реального сектору економіки України у 2011–2016 рр., %***

Галузь	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Сільське, лісове та рибне гос-во	49,9	54,2	54,5	0,6	0,7	0,7
Промисловість	11,2	10,2	8,8	-0,2**	-0,6	-0,6
Будівництво та операції з нерухомим майном	-42,7	-47,9	-56,5	-133,2	—***	–
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів	-0,6	-6,1	-31,7	–	–	–
Транспорт, логістика, поштова та кур'єрська діяльність	6,4	3,6	1,0	-0,1	-0,1	-0,1
Тимчасове розміщування й організація харчування	-36,8	-39,3	-49,8	-3,7	–	–
Інформація та телекомунікації	-2,1	2,3	-16,4	-8,3	-0,6	-3,5
Професійна діяльність та діяльність у сфері обслуговування	2,8	1,7	-1,9	-27,7	-17,5	-18,6
Соціальна сфера та інші види послуг	-46,3	-54,2	-51,4	-71,6	-87,2	-118,8
Усього реальний сектор	3,8	3,6	-0,4	-0,01	-0,4	-38,2

* Складено на основі [13].

** Знак “мінус” відображає частку накопиченого збитку.

*** Показник не наведено через відсутність власного капіталу.

приємства у вигляді внесків до статутного капіталу інших компаній (рециркуляція офшорного капіталу). Поряд із цим, причиною низького рівня капіталізації прибутку може бути його реінвестування до статутного капіталу, проте, на нашу думку, в умовах високої боргової залежності свідоме зростання відповідальності власників за боргами підприємства шляхом збільшення статутного капіталу за рахунок внутрішніх джерел не було поширеною операцією серед українських підприємств, хоча це твердження потребує окремих досліджень.

Загальна структура власного капіталу підприємств реального сектору економіки України показана на рис. 4.

Діаграма наочно демонструє вагому перевагу вкладеного капіталу, представленого зареєстрованим і додатковим, над накопиченим капіталом, який формується за рахунок нерозподіленого прибутку та резервів, протягом усього періоду, що аналізується.

Основною причиною високої частки додаткового капіталу є переоцінка необоротних активів за справедливою вартістю, що

в умовах високої інфляції дає змогу частково індексувати власний капітал. Якщо в 2011–2013 рр. сукупна частка вкладеного капіталу зростає з 85 до 92%, то в 2014–2016 рр. підприємства перекидали збитки та забезпечували номінальний приріст балансової капіталізації лише за рахунок згаданої переоцінки.

Висновки. Аналіз динаміки власного капіталу підприємств реального сектору вітчизняної економіки дає змогу зробити такі висновки.

Упродовж 2011–2016 рр. мала місце загальна декапіталізація реального сектору економіки на 18% (у цінах 2011 р., за показником балансової вартості власного капіталу), виникли структурні диспропорції у міжсекторальному розподілі капіталу. Дефіцит власного капіталу справляв подвійний негативний вплив на фінансову систему країни – як недостатність джерел фінансування продуктивного капіталу і як чинник системних ризиків. Номінальне зростання агрегованого власного капіталу підприємств реального сектору економіки упродовж

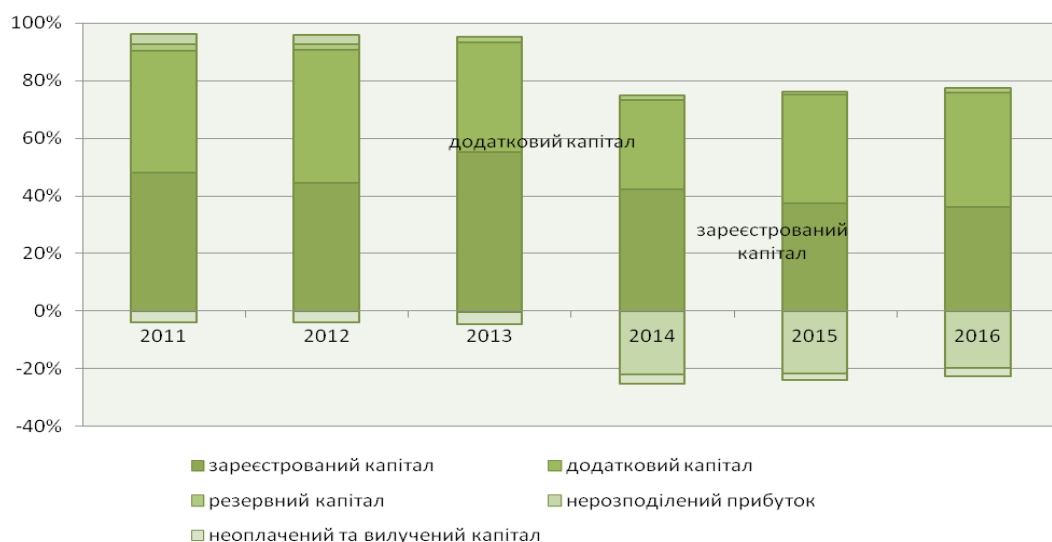


Рис. 4. Структура власного капіталу підприємств реального сектору економіки України у 2011–2016 рр., %*

* Побудовано на основі [13].

2011–2016 рр. було спричинене не капіталізацією прибутків, а відбувалося в основному за рахунок збільшення зареєстрованого та додаткового капіталу, що є нетиповим як для успішних великих корпорацій, так і нормально функціонуючих середніх підприємств, у яких зростання балансової капіталізації здійснюється за рахунок реінвестування нерозподіленого прибутку. Оскільки прибуток є ключовим фактором зростання вартості підприємства, то описана деформація при формуванні структури власного капіталу є непрямую ознакою її втрати.

Високий рівень показника відносної капіталізації є властивим для розвинутих країн і відображає результати нагромадження капіталу в реальному секторі економіки упродовж тривалого періоду існування ринкових відносин. Відносний рівень капіталізації реального сектору економіки України (співвідношення номінальної вартості капіталу до ВВП) значно перевищує відповідний показник у східноєвропейських країнах, що не оцінюється нами позитивно, це зумовлено неадекватно низьким рівнем декларованої (легальної) продуктивності власного капіталу в Україні. Відносно високий показник співвідношення номінальної вартості капіталу до ВВП на тлі поглиблення відставання України за рівнем забезпеченості власним капіталом на одну особу є результатом заниження ВВП і значно вищої частки тіньових доходів, порівняно зі згаданими державами. Варто також наголосити, що зростання валової доданої вартості, як і зростання власного капіталу в Україні забезпечується лише за рахунок інфляційного чинника, тоді як реальні показники знижуються, що в довготривалому періоді може призвести і вже нині призводить до втрат капіталу.

На фоні декапіталізації реального сектору вітчизняної економіки поглиблюються системні ризики, які генеруються сектором

нефінансових корпорацій. Частка власного капіталу у джерелах фінансування підприємств реального сектору економіки України становить близько 33–35%, а частка поточних зобов'язань перевищує 60% загального обсягу боргу, що створює критично високі ризики для функціонування інших сегментів фінансової системи держави. Надмірна боргова залежність підвищує ризики кредитування вітчизняних підприємств, що, зважаючи на значний відсоток проблемних кредитів у кредитному портфелі українських банків, не сприятиме активізації кредитування та відродженню банківської сфери.

Процес нагромадження капіталу в реальному секторі економіки України є деформованим за структурою, його динаміка не створює основи для розвитку і генерує значні системні ризики для стабільності національної фінансової системи. Оскільки суттєвого посилення інвестиційної активності держави та сектору фінансових корпорацій, що могло б компенсувати декапіталізацію реального сектору економіки упродовж найближчих років, очікувати не доводиться, то можна констатувати, що в Україні наразі дефіцит власного капіталу вказаного сектору залишається вагомим перешкодою для економічного зростання країни.

Список використаних джерел

1. Михайлів Г.В. Роль капіталізації підприємства для забезпечення активізації інноваційної діяльності / Г.В. Михайлів // *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. – 2014. – Вип. 10. – С. 88–94.
2. *Капіталізація підприємств: теорія і практика* : моногр. / под. ред. д. э. н., проф. И.П. Булеева, д. э. н., проф. Н.Е. Брюховецкой; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти ; ДонуЭП. – Донецк, 2011. – 328 с.
3. Даниленко А.І. *Декапіталізація фінансового сектору економіки України: причини і наслідки* / А.І. Даниленко, В.В. Зимовець, Н.М. Шелудько //

Економіка і прогнозування. – 2015. – № 4. – С. 7–28.

4. Говорушко Т.А. Тенденції та перспективи капіталізації підприємств харчової промисловості України / Т.А. Говорушко, К.В. Багацька // Бізнес-інформ. – 2013. – № 11. – С. 165–169.

5. Шевчук Н.В. Ринкова капіталізація промислових підприємств у контексті розвитку національної економіки / Н.В. Шевчук // Стратегія економічного розвитку України. – 2012. – № 30. – С. 9–16.

6. Горячук В.Ф. Системний аналіз процесу капіталізації економіки країни та визначення його як системи / В.Ф. Горячук // Теорія та практика державного управління. – 2010. – Вип. 1. – С. 270–278.

7. Козоріз М.А. Теоретичні засади дослідження капіталізації як економічної категорії / М.А. Козоріз // Матеріали круглого столу. – 2007. – С. 6–10.

8. Турило А.А. Теоретико-методологічні засади визначення сутності і оцінки капіталізації підприємства / А.А. Турило // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2013. – Вип. 1(2). – С. 159–162.

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

10. Пікеммі Т. Капітал у XXI столітті / Т. Пікеммі. – К. : Наш формат, 2016. – 696 с.

11. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс] / Інформаційна база та статистичні дані Світового банку. – Режим доступу : <http://data.worldbank.org/>.

12. Chang, Yu Sang and Pak, Do Hyun, Warren Buffett Value Indicator vs. GDP Size – Is the Relationship Superlinear? (January 11, 2017). Forthcoming, *International Journal of Economics and Business Research*, GCCR Working Paper Series 2017-01 [Electronic resource]. – Access mode : <https://ssrn.com/abstract=2897317> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2897317>.

13. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ukrstat.gov.ua.

14. Офіційний сайт ОЕСР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www. http://stats.oecd.org](http://stats.oecd.org).

15. Шпигоцька Н. Ефект витіснення та його вплив на масштаби кредитування економіки банківською системою України [Електронний ресурс] / Н. Шпигоцька // Світ фінансів. – 2015. – № 2 (43). – С. 61–71. – Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/svitfin_2015_2_7.

16. Офіційний сайт Державної служби статистики Туреччини [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/STATISTICS/Real+Sector+Statistics/Company+Accounts/Company+Accounts+Data>.

17. Офіційний сайт державної служби статистики Польщі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://stat.gov.pl/en/topics/economic-activities-finances/activity-of-enterprises-activity-of-companies>.

18. Yahoo Finance [Electronic resource]. – Access mode : <https://finance.yahoo.com/>.

References

1. Mykhailiv, H.V. (2014). *Rol kapitalizatsii pidpriemstva dlia zabezpechennia aktyvizatsii innovatsiinoi diialnosti* [The role of enterprise capitalization in provision of innovation activity]. *Aktualni problemy rozvytku ekonomiky rehionu – Actual problems of regional economic development*, 10, 88–94 [in Ukrainian].

2. Buleev, Y.P. & Bryuhovetskaia, N.E. (Ed.) (2011). *Kapitalizatsiya predpriyatii: teoriya i praktika* [Capitalisation of enterprise: theory and practice]. Donetsk [in Russian].

3. Danylenko, A.I., Zymovets, V.V. & Sheludko, N.M. (2015). *Dekapitalizatsiia finansovoho sektory ekonomiky Ukrayiny: prychny i naslidky* [Decapitalization of Ukraine's financial sector: causes and consequences]. *Ekonomika i prohnouzuvannia – Economy and forecasting*, 4, 7–28 [in Ukrainian].

4. Hovorushko, T.A. & Bagatska, K.V.(2013). *Tendentsii ta perspektyvy kapitalizatsii pidpriemstv kharchovoi promyslovosti Ukrainy [Tendencies and prospects of capitalisation of enterprises of the food industry of Ukraine].* *Biznes-inform – Business-Inform*, 11, 165–169 [in Ukrainian].

5. Shevchuk, N. V. (2012). *Rynkova kapitalizatsiia promyslovykh pidpriemstv u konteksti rozvytku natsionalnoi ekonomiky [Market capitalization of industry enterprises in the context of national economy development].* *Stratehia ekonomichnoho rozvytku Ukrainy – Strategy of economic development of Ukraine*, 30, 9–16 [in Ukrainian].

6. Horiachuk, V. F. (2010). *Systemnyi analiz protsesu kapitalizatsii ekonomiky krainy ta vyznachennia yoho yak systemy [System analysis of the capitalization process of the country's economy and its definition as a system]* *Teoriia ta praktyka derzhavnogo upravlinnia – Theory and practice of the state management*, 1, 270–278 [in Ukrainian].

7. Kozoriz, M.A. (2007). *Teoretychni zasady doslidzhennia kapitalizatsii yak ekonomichnoi katehorii [Theoretical foundations of the study of capitalization as an economic category].* *Materialy kruhloho stolu – The roundtable materials*, 6–10 [in Ukrainian].

8. Turylo, A.A. (2013). *Teoretyko-metodolohichni zasady vyznachennia sutnosti i otsinky kapitalizatsii pidpriemstva [Theoretical and methodological principles for determining the essence and assessment of enterprise capitalization].* *Teoretychni i praktychni aspekty ekonomiky ta intelektualnoi vlasnosti – Theoretical and practical aspects of economics and intellectual property*, 1(2), 159–162 [in Ukrainian].

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

10. Piketti, T. (2016). *Kapital u XXI stolitti [Capital in the XXI century].* Kyiv: Nash format [in Ukrainian].

11. Official site of World Bank. Databases. Available at: <http://data.worldbank.org/>.

12. Chang, Yu Sang and Pak, Do Hyun, *Warren Buffett Value Indicator vs. GDP Size – Is the Relationship Superlinear? (January 11, 2017).* Forthcoming, *International Journal of Economics and Business Research*, GCCR Working Paper Series 2017-01. Available at: URL: <https://ssrn.com/abstract=2897317> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2897317>.

13. Official site of the State Government Statistics Department of Ukraine. Available at: www.ukrstat.gov.ua.

14. Official site of OESD. Statistics. Available at: <http://stats.oecd.org>

15. Spygot'ska, N. (2015). *Efect vytisnennia ta yogo vplyv na mashtaby kredyuvannia ekonomiky bankivskoiu sistemoiu [Effect of displacement and its influence on the scale of lending to the economy by the banking system of Ukraine].* *Svit finansiv – Finance world*, 2 (43), 61–71. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/svitfin_2015_2_7.

16. Official site of the State government statistics department of Turkey. Available at: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/STATISTICS/Real+Sector+Statistics/Company+Accounts/Company+Accounts+Data>.

17. Official site of the State Government Statistics Department of Poland. Available at: <http://stat.gov.pl/en/topics/economic-activities-finances/activity-of-enterprises-activity-of-companies>.

18. Yahoo Finance. Available at: <https://finance.yahoo.com/>.

Стаття надійшла до редакції 3.11.2017.