



Корнєєв В.В., д-р екон. наук
Інститут економічного прогнозування НАН України

НОМІНАЛЬНА ТА РИНКОВА КАПІТАЛІЗАЦІЯ: ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ

Розглядаються питання номінальної та ринкової оцінки капіталізації фінансового ринку України в трьох сегментах: банківський сектор, фондовий і страховий ринки. Застосовані системно-діалектичний та індуктивний методи дослідження. Обґрунтовано доцільність і можливість впровадження інституційних передумов підвищення рівня капіталізації вітчизняного фінансового ринку.

Вивчення теоретичних питань руху капіталу з екстраполяцією отриманих результатів у практичну площину належить до постійно актуальних і затребуваних в професіональному середовищі. Капітал був об'єктом досліджень у працях багатьох представників різних наукових напрямів, – від фізіократів до послідовників сучасної течії "неокласичного синтезу", перелік котрих навряд чи може бути вичерпним в межах представленої статті. Разом з тим завжди зберігається необхідність моніторингу процесів утворення і відтворення капіталу, – іншими словами – капіталізації, де перетинаються комбіновані інтереси різних економічних суб'єктів.

Стосовно сфери фінансового ринку, де продукуються і обертаються фінансові активи, необхідність оцінки вартості останніх з фіксацією відповідного рівня капіталізації в умовах сьогодення України набуває особливого значення. І в першу чергу значення стратегічного, індуктивного, а не тільки статистично-аналітичного – з метою встановлення можливих перспективних орієнтирів розвитку фінансового ринку.

Практично завжди виникає потреба уточнення сутності терміну "капіталізація", оскільки, залежно від предмета дослідження, йдеться про утворення капіталу на макро- чи мікрорівні з використанням тих чи інших фінансових інструментів. У тлумачних фінансових словниках відповідні пояснення зводяться до таких визначень: а) перетворення доданої вартості у капітал; б) процес формування капіталу у вигляді цінних паперів; в) процес реалізації майна підприємства з метою збільшення грошового капіталу; г) включення відсотка, що нараховується протягом періоду кредитування, до суми основного боргу; д) оцінка біржової вартості акціонерного товариства множенням кількості емітованих акцій на біржовий курс; е) перетворення резервів компанії у капітал; ж) грошовий еквівалент активу, що приносить регулярний дохід [1, с. 207; 2, с. 65; 3, с. 299]. Для уникнення термінологічної дезорієнтації та зважаючи на множинність визначень категорії "капіталізація", доцільно виокремити базисну етимологічну основу, субстанцію, платформу, яка забезпечує усталене розуміння сутності цієї дефініції.

Субстанцією терміну "капіталізація" є категорія "вартість". Капіталізація виростає з вартості (початкової, або номінальної), приростає доданою вартістю і фіксується в кінцевому значенні як капіталізована, – тобто стає нарощеною вартістю тих чи інших попередньо авансованих активів.



У даному дослідженні термін "капіталізація" означає номінальну чи/або понадпервісну вартість фінансових активів, що розміщені на ринку. Іншими словами, це узагальнена ринкова оцінка вартості активів, що визначається у процесі їх купівлі-продажу.

Поелементна 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. Іншими словами, у цьому випадку мова йде про "капіталізований прибуток". *По-третє*, це сукупна вартість всіх активів компанії, оцінена в ринкових цінах в конкурентному середовищі. Це й є ринкова капіталізація, яка визначає ринковий розмір компанії чи ємність конкретного сегмента ринку. Оскільки акції найадекватніше відображають мобільність руху фінансового капіталу, то ринкова вартість активів у корпоративному секторі справедливо співвідноситься з вартістю акцій компанії. Звичайно номінальна вартість є стартовою оцінкою і формується в межах первинного ринку, а наступна оцінка ринкової капіталізації можлива тільки за наявності вторинного ринку¹.

Зазначені вище два перші компоненти капіталізації є номінальною або бухгалтерською формою відображення вартості активів компанії. Номінальна оцінка капіталу нічого не говорить про те, скільки компанія може коштувати на ринку. Тому реальна капіталізація потребує ринкових, а не директивних підходів до її визначення. Зауважимо, що ринкова капіталізація зазвичай справедливо оцінюється як вища за номінальну – у цьому випадку акції торгуються вище номінальної ціни. Але можлива ситуація зниження інвестиційної привабливості акцій, і відповідно ринкова капіталізація буде нижчою за номінальну.

Відслідкуємо процеси капіталізації у трьох сегментах фінансового ринку України: банківська сфера, фондовий і страховий ринки (які достатньо повно представлені за обсягами операцій та послуг).

Оцінка капіталізації банків. На сьогодні фінансова система країни стикається з необхідністю активізації виконання своєї основної посередницької функції щодо акумуляції максимально можливого обсягу вільних фінансових ресурсів із наступним їх розміщенням (інвестуванням) у різноманітні проекти. Абстрагуючись від багатьох "мозаїчних" причин цієї проблеми, очевидно, що в її основі лежить недостатність ресурсної бази фінансових посередницьких структур, і в першу чергу недостатність обсягів їх статутного капіталу. На прикладі діяльності банків як основних фінансових посередників проаналізуємо стан їх капіталізації і його вплив на розвиток економіки.

¹ Слід застерегти від так званої "кризи синтаксису". Оскільки номінальна капіталізація відбувається в межах первинного ринку, то формально з цієї позиції оцінка номінальної вартості активів теж є ринковою. І тому термін "ринкова капіталізація" потребує апеляції щодо первинної чи вторинної форми торгів. Відмова від визнання первинного ринку як власне ринку не є доцільною, оскільки має місце факт економічного обміну – купівлі фінансових активів за гроші.



Оскільки сумарний статутний капітал вітчизняних банків становить значну питому вагу його загального регулятивного капіталу², є підстави говорити про концентрацію банківського капіталу саме через аналіз динаміки обсягів статутного капіталу банків, який прослідковується за даними табл. 1.

Таблиця 1

Розподіл банків України за розміром статутного капіталу у 2001–2004 рр.*, на кінець відповідного року

Капітал статутний, млн євро	2001		2002		2003		2004	
	Кількість діючих банків	%	Кількість діючих банків	%	Кількість діючих банків	%	Кількість діючих банків	%
<3	38	24,8	42	26,8	31	19,7	19	11,9
3–5	54	35,3	55	35,0	63	40,1	60	37,5
5–10	37	24,2	37	23,5	36	23,0	49	30,0
10–20	16	10,5	16	10,2	17	10,8	20	12,5
>20	8	5,2	7	4,5	10	6,4	12	7,5
<i>Всього</i>	153	100,0	157	100,0	157	100,0	160	100,0

* Складено за даними Національного банку України.

У кількісному і відносному виразі має місце зростання статутного капіталу вітчизняних банків відповідно до представленого стратифікаційного розподілу рівнів їх капіталізації. Порівняно позитивніші зрушення спостерігаються в останні два роки. Але незважаючи на те, що сукупний приріст капіталу у банківській системі України склав у 2003 р. 31,4% (3,2 млн грн), а у 2004 р. – 37% (5,5 млн грн), що загалом наприкінці 2004 р. становило понад 18,4 млрд грн (приблизно 3,4 млрд дол. США), цього явно не достатньо. За звітними даними найкращого з-поміж інших 2004 р., статутний капітал обсягом понад 20 млн євро мали тільки 12 вітчизняних банків, практично половина діючих банків володіли статутним капіталом до 5 млн євро, а восьма частина – взагалі до 3 млн євро. Така статистика може відповідно екстраполюватись на дані компаративного аналізу концентрації банківського капіталу в інших країнах, – і переважно не на нашу користь. Так, у США за останні двадцять років (1984–2004 рр.) кількість банків зменшилася практично вдвічі – з 14,9 до 7,8 тис. одиниць, і, за експертними оцінками, тенденція до укрупнення банківських інститутів буде продовжуватися. Корпорація "Сітігруп" у сукупності міжнародних структур банківського бізнесу у 2004 р. оцінювалась як лідер за рівнем ринкової капіталізації у 259,2 млрд дол. США [4, с. 50].

Важливість вирішення проблеми підвищення капіталізації вітчизняних банків обґрунтовується такими міркуваннями. Обсяг статутного капіталу є фундаментальною характеристикою діяльності будь-якого банку, вимоги до якого окремо зафіксовані у Законі "Про банки і банківську діяльність". Статутний капітал банку складає переважну питому вагу його регулятивного капіталу, на основі якого розраховуються всі економічні нормативи діяльності банків згідно з відомою Постановою НБУ від 28 серпня 2001 р. № 368 [5].

² Наприклад, за результатами діяльності банків у 2004 р., сумарний статутний капітал банків становив 62% регулятивного капіталу.



Номінальна та ринкова капіталізація..

Вимоги до обсягу регулятивного капіталу фігурують у цьому документі як норматив № 1. Інші ключові нормативи банківської діяльності – адекватності капіталу, ризиків, інвестування та інші залежать від обсягу капіталу. За рівнем достатності капіталу банки п'ятиступенево стратифікуються як добре та достатньо капіталізовані, недокапіталізовані, значно і критично недокапіталізовані. Статутний капітал може бути використаний і як практично ідеальний ресурс для проведення довгострокових операцій банку, потреба в яких є суттєвою для клієнтів (оскільки в іншому випадку може мати місце непропорційне формування довгострокових активів на основі порівняно короткострокових зобов'язань, що загрожує розривом фінансових потоків і банкрутством).

Особливого значення набуває проблема капіталізації банків і у зв'язку з перспективою вступу України до СОТ. У міжнародному ринковому середовищі стартовою платформою конкурентоспроможності є рівень капіталу банку, в іншому випадку вітчизняні банки можуть бути поглинуті агресивними західними структурами, – як це відбулося в окремих східноєвропейських країнах – Угорщині та Чехії. У разі вільного допуску іноземних банків на внутрішній ринок проблема конкурентоспроможності вітчизняних банків вирішується насамперед через підвищення їх капіталізації. Проте частка іноземного капіталу в статутному капіталі вітчизняних банків залишається незначною і протягом 2003–2004 рр. зменшилася з 11,3 до 9,6% [6, с. 12].

Таким чином, капітальна база банку визначає загальні можливості його функціонування, перелік ліцензованих операцій і спектр пропонованих послуг, відносини з клієнтами та органами нагляду.

Разом з тим необхідно зауважити, що сукупність міркувань і вимог щодо прийнятності рівня капіталізації банків містить і елемент неефективності. Його сутність пояснюється наявністю асиметрії розподілу інформації – банк має більше можливостей інформаційного та аналітичного забезпечення процесу прийняття чи уникнення ризиків порівняно як з клієнтами, так і з органами регулювання. Відповідно банк має кон'юнктуру можливість управляти ризиками і без необхідності збільшення капітальної бази. Вихід з цього становища – синхронізувати оцінку банківського ризику з рівнем капіталізації банку.

Особливістю розвитку вітчизняних банків у 2002–2003 рр. було майже двократне перевищення темпів зростання банківських активів порівняно з темпами зростання банківського капіталу, що містило загрози дестабілізації банківської системи в цілому. У зв'язку з цим, Нацбанк України, починаючи з 01.03.2004 р., підвищив норматив адекватності регулятивного капіталу з 8% до 10%. Як наслідок темпи зростання капіталу та активів вітчизняних банків практично вирівнялись: у 2004 р. активи банків зросли на 34,1% (порівняно у 2003 р. на 55,7%), а регулятивний капітал на 38,6% (31,4% у 2003 р.).

Відслідкуємо взаємозв'язок між масштабами капіталу банку та умовами забезпечення макроекономічного зростання в цілому. Банківська діяльність ґрунтується, як зазначалося вище, на послідовній організації процесів залучення та розміщення фінансових ресурсів. Саме капітал банку визначає можливості реалізації цих угод. Тому в основі будь-яких програм розвитку банківської системи основною має бути вимога підвищення рівня їх капіталізації. Це питання загальнодержавної, а не внутрішньокорпоративної ваги. Завдання кардинального підвищення розміру капіталу банків одночасно виступає інструментом державної економічної політики, оскільки за таких умов



акумулюється загальний позиковий фонд, що має позитивні синергічні наслідки для економіки держави в цілому.

Оцінка капіталізації фондового ринку. Капіталізація ринку цінних паперів України у звітній інформації Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) подається виключно як номінальна, що співвідноситься з вартістю емітованих акцій. Іншими словами, номінальна капіталізація відображає кількісний результат ємності первинного ринку. Статистична зручність при цьому полягає в тому, що кінцева кількісна оцінка номінальної капіталізації утворюється після вибірки та узагальнення обсягів обов'язкової реєстрації випусків цінних паперів в ДКЦПФР. Оцінку номінальної капіталізації вітчизняного фондового ринку представлено в табл. 2.

Таблиця 2

Оцінка номінальної капіталізації ринку цінних паперів України*
(станом на 01.01. відповідного року)

Показник	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Обсяг, млрд грн	11,26	23,1	31,32	46,51	68,43	81,23	98,13
Абсолютний приріст, млрд грн	–	11,84	8,22	15,19	21,92	12,8	16,9
Відносний приріст, %	–	205,0	136,0	148,0	147,0	119,0	120,8
Відношення до ВВП, %	10,9	17,7	18,4	22,7	30,9	30,3	28,4

* За матеріалами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Інформаційна обмеженість номінальної капіталізації очевидна. У цьому розумінні слід говорити вже не стільки про статистичну зручність, скільки про статичну незручність, коли повністю відсутня інформація про динамічну характеристику ринку. У зв'язку з цим виникає потреба відслідковування ситуації щодо обігу цінних паперів і стану вторинного ринку. Відомо, що на сьогодні основним організатором торгівлі на фондовому ринку України є ПФТС – у 2004 р. її питома вага в організованій частині ринку склала 75%, а у 2000–2003 рр. перевищувала 90%. Тому аналіз функціонування цього фондового майданчика є достатньо репрезентативним для оцінки стану фондового ринку України в цілому³. Оцінка капіталізації ринку в межах ПФТС здійснюється ринковим методом – як середня ціна між найкращими цінами попиту та пропозиції протягом звітного періоду. За офіційними даними, у 2003–2004 рр. капіталізація ПФТС зросла у 2,8 раза – з 25,3 млрд грн до 71,08 млрд грн, що є найвищим рівнем за всі роки її діяльності [7]. Відповідним чином максимального рівня досяг і індекс ПФТС – 260,13 пункта наприкінці минулого року (історичний максимум був зафіксований 12 лютого 2005 р. – 346 пунктів). П'ять емітентів-лідерів, чії акції торгуються в ПФТС, кумулятивно забезпечили у 2004 р. 45,5 млрд грн капіталізації ПФТС (64 % від загального обсягу). Серед них такі ВАТ: "Укртелеком" – 13,72 млрд грн, "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча" – 10,41 млрд грн, "Азовсталь" – 9,92 млрд грн, "Укрнафта" – 6,89 млрд грн, "Запоріжсталь" –

³ ПФТС може бути як вторинним, так і первинним ринком. Але, зважаючи на те, що акції завжди розміщуються за ціною не нижче за номінальну, є обґрунтовані підстави сприймати оцінку капіталізації ПФТС як ринкову, що відображає реальний попит і пропозицію на фондові активи.



Номінальна та ринкова капіталізація..

4,56 млрд грн. Зазначена концентрація інвестиційно привабливих активів в обмеженому колі емітентів свідчить і про обмежені можливості диверсифікованого вкладення вільних коштів в цінні папери.

Особливістю вітчизняного фондового ринку є надзвичайно низька частка торгів в його організованій частині. Організований ринок цінних паперів України (це, на сьогодні, десять торговельних майданчиків: вісім бірж та дві торговельно-інформаційні системи) протягом 2000–2003 рр. акумулював відповідно 10; 13,5; 6; 1,8% угод від їх загального обсягу.

Слід підкреслити, що оцінка капіталізації фондового ринку є оцінкою смності виключно організованого ринку. Тому без усунення диспропорції між обсягами організованих і неорганізованих торгів оцінка капіталізації фондового ринку вбачається статистично недосконалою і епізодичною.

Оцінка капіталізації страхового ринку. Страховий ринок України в останні роки розвивається надзвичайно бурхливо, – наприклад, у 2004 р. відношення валових страхових премій до ВВП склало 5,6%, що є найбільшим показником в порівняній ретроспективі.

Стосовно визначення особливостей капіталізації вітчизняного страхового ринку вирізняються дві позитивні обставини.

По-перше, відповідно до законодавчих вимог, станом на 07.11.2004 р. повинні бути зафіксовані статутні капітали обсягом 1,5 млн євро – для компаній зі страхування життя, та 1 млн євро – для всіх інших. Невиконання цих мінімальних стандартів дозволяє державному регулятору (Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг) призупинити чи відзвати відповідні ліцензії. Попри очікування результатів такого "ліцензійного" регулювання в частині зменшення кількості страховиків з одночасною їх капіталізацією, по закінченні першого кварталу 2005 р. інформація щодо таких адміністративних заходів відсутня (в державному реєстрі перебувають 338 страховиків, що навіть більше, ніж рік тому). За інформацією Держфінпослуг, обсяги сплачених статутних капіталів страховиків наприкінці 2004 р. перевищили 5,5 млрд грн, а в розрахунку на одну компанію склали 14,2 млн грн. Для порівняння – у 2002 р. сумарний статутний капітал страховиків становив 1,5 млрд грн, і, відповідно, на кожного страховика припадало 4,6 млн грн, – тобто має місце трикратне зростання капіталізації страхового ринку в останні три роки.

По-друге, на капіталізацію вітчизняного страхового ринку суттєво вплинули зміни в регулюванні операцій перестраховування (насамперед, введення 15-відсоткових штрафних стягнень на угоди з "нерейтинговими" перестраховальниками-нерезидентами). У 2004 р. переважна частина страхових ризиків була перестрахована в межах України, і тільки 9,8% – за кордоном. Тобто за таких умов значний обсяг капіталу залишається в межах національної економіки як інвестиційний ресурс внутрішнього походження. Взаємопов'язано зі зростанням капіталізації спостерігається і позитивна динаміка зростання обсягів зібраних страхових премій – у 2004 р. було закумульовано 9,664 млрд грн страхових премій (на 29% більше, ніж у попередньому році).

У логічній послідовності, відповідно до даних аналізу капіталізації в трьох вищезазначених секторах фінансового ринку, виникає питання: де знайти ресурси для капіталізації різних фінансових установ та ринків? Відповідно до зазначених вище складових капіталізації, є два шляхи: а) власні фінансові можливості тих чи інших установ; б) ресурси екзогенного по-



ходження. Апелюючи до банків як найрозвинутіших структур фінансового посередництва, покажемо зазначені шляхи капіталізації переважно на прикладі банків.

Щодо першого із зазначених шляхів капіталізації, то мова йде про капіталізацію прибутку (після оподаткування) зі зростанням статутного і додаткового капіталу. Фінансовий результат банківської діяльності – прибуток після оподаткування – протягом 2001–2004 рр. зріс у 2,3 раза і відповідно становив: 530 млн; 683 млн; 827 млн; 1261 млн грн. Таким чином, спостерігається тренд зростання цього важливого показника для оцінки банківської капіталізації. З урахуванням незначного вторинного ринку акцій та фактичної відсутності дивідендних виплат на частки власності реінвестування прибутку банків є найбільш прийнятним варіантом капіталізації. Вітчизняні банки саме до нього найбільш схильні. Але доцільно було б ввести юридичну норму щодо пільгового оподаткування частини прибутку, яка спрямовується на капіталізацію.

На можливість капіталізації банків впливає також і структура залучених ресурсів, що проявляється через залучення заощаджень населення в організований кругообіг капіталу та участь індивідуальних інвесторів у придбанні фондових активів. Протягом останніх років зниження інфляції та збільшення обсягів заощаджень домогосподарств сформували тенденцію випереджаючого зростання вкладів населення порівняно з темпами росту обсягів депозитів юридичних осіб. Так, за 2001–2004 рр. вклади населення у комерційних банках у національній та іноземній валюті зросли у 3,7 раза (з 11,08 млрд грн до 41,6 млрд грн), а залишки на рахунках підприємств та організацій – у 2,8 раза (з 14,4 млрд грн до 41,3 млрд грн). Враховуючи, що залучення заощаджень населення через банківські рахунки в організований оборот є дорожчими операціями, ніж залучення коштів підприємств (порівняні пропозиції відсоткових ставок для домогосподарств вищі, ніж для підприємств та організацій), то така ситуація призводить до подорожчання залучених коштів в цілому. У кінцевому підсумку це обмежує прибутки банків і можливість використання власних джерел для капіталізації.

Обмеженим є й таке джерело капіталізації банків, як кошти акціонерів та власників, що спрямовуються як ресурс для збільшення статутного капіталу. Особливо це проявляється у випадках, коли фундаторами банку виступають підприємства. Для останніх банківський бізнес переважно є інфраструктурним, тобто непрофільним (оскільки підприємства – власники банку розвивають свої сегментовані ринкові ніші), і після виконання банком нормативних початкових вимог капіталізації її подальше зростання залишається більше "внутрішньобанківською" проблемою.

Таким чином, внутрішньосистемні важелі підвищення рівня капіталізації вітчизняних банків не можуть бути достатньо вичерпними – загалом тому, що слабкість вітчизняних банків обумовлюється слабкістю їх клієнтів, і розвиток фінансових установ віддзеркалює розвиток економіки в цілому.

Пошук ресурсів екзогенного походження пов'язується з вирішенням у першу чергу проблеми детінізації економіки. Нелегалізований оборот фінансових ресурсів поза межами офіційної економіки не піддається точному виміру, але, щонайменше, дорівнює обсягу ВВП країни – з урахуванням, що загальний рівень тінізації економіки сягає 50% (на фондовому ринку практично вісім-дев'ять угод із десяти відбуваються за межами торговельних майданчиків). У неорганізованому секторі економіки – в першу чергу поза банка-



ми, – залишається невирішеною проблема залучення все ще значних обсягів заощаджень домогосподарств та легалізація результатів діяльності юридичних осіб. Тут справа – за стимулюючими змінами у оподаткуванні.

Легалізація обігу фінансових активів буде мати результатом також підвищення питомої ваги вторинних торгів на організованих майданчиках, що уособлюється з розвитком прозорого вторинного ринку капіталів. В Україні практично відсутня практика котирування акцій банків на організованому вторинному ринку, і це попри те, що 56% із загальної кількості банків мають статус відкритих акціонерних товариств. У лістингу Першої фондової торговельної системи (ПФТС) станом на кінець 2004 р. котирувались акції тільки чотирьох банків [8, с. 48]; зовсім відсутні в котирувальних списках ПФТС акції страховиків та інших небанківських структур.

Поряд зі зростанням капіталу за рахунок зазначених джерел, потрібна також консолідація фінансового капіталу з використанням процедур реструктуризації банківських та небанківських структур – злиття, поглинання, приєднання. Відповідні методичні розробки вже впроваджені як нормативні акти НБУ та Держфінпослуг. Також ефективним засобом підвищення капіталізації фінансових установ в цілому з одночасним збереженням малих та середніх діючих структурних одиниць може бути створення холдингів та фінансово-промислових груп. В Україні започаткована і поширюється практика об'єднання банківського, небанківського і промислового капіталу. Наприклад, розвиваються діяльність холдингової групи "ТАС", афілійовані відносини між АППБ "Аваль" та АСК "Еталон". Загалом у площині фінансового посередництва співробітництво між банками та страховиками є найпоказовішим порівняно з позиціями інших структур та варіантів поєднання їх ринкових позицій. Об'єднання різних фінансових установ у холдинг дозволяє досягти належного рівня концентрації капіталу, підвищити рівень управління пасивними й активними операціями та забезпечити відповідну фінансову стійкість учасників-фундаторів холдингу.

З позицій фінансового менеджменту на мікрорівні має місце безпосередній взаємозв'язок між дивідендною політикою і оцінкою капіталізації підприємства – як фінансового, так і нефінансового секторів. Обсяги реінвестування прибутку мають обернену залежність відносно обсягів дивідендних виплат. Іншими словами, можна сказати про дивідендну політику як про антикапіталізацію. У цьому значенні стосовно практики управління корпоративними правами держави у капіталі різних господарських товариств – коли дивіденди спрямовуються у директивному порядку до бюджету – є протиріччя між бюджетною політикою і необхідністю зростання капіталізації. Сутність такого протиріччя полягає в тому, що в Законі "Про Державний бюджет" щорічно фіксується сума дивідендних надходжень від володіння державними корпоративними правами. З точки зору підприємства – це вплив його капіталу, тобто йдеться про зменшення можливого рівня капіталізації. Разом з тим, слід зважити на позитивний синергічний вплив сплати дивідендів на курсову вартість акцій (так званий ефект ММ-парадоксу в оцінці вартості бізнесу притаманний більше ринкам з розвинутою вторинною



формою торгів, що не є показовим для України)⁴. Іншими словами, зменшення номінальної капіталізації внаслідок дивідендних вилучень частини прибутку не обов'язково означає пропорційне зменшення ринкової капіталізації: за усталених і погоджених умов ведення бізнесу дивідендне зменшення капіталізації часто спонукає до зростання ринкової капіталізації.

Отже, оцінка капіталізації ринку в цілому, окремих його сегментів та підприємницьких структур зводиться до характеристики номінальної, окремо чи з доповненням до неї ринкової форми, капіталізації. В узагальненому вигляді оцінка капіталізації залежить від повноти розвитку ринкового середовища – встановлення та дотримання вимог достатності регулятивного і статутного капіталу, відсутності чи наявності вторинних торгів активами, що імпліцитно обумовлює застосування відповідно статичного чи динамічного інструментарію такої оцінки. Стратегічним завданням на сьогодні для державних регуляторів та позавідомчих структур фінансового ринку повинно стати забезпечення можливості релевантної оцінки саме ринкової капіталізації ринку в цілому та окремих його сегментів.

Література

1. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3-тє вид., – К.: Т-во "Знання", 2000. – 587 с.
2. *Финансы*: Толковый словарь: Англо-русский. – М.: ИНФРА-М, Изд-во "Весь мир", 1998. – 496 с.
3. *Бернар И., Колли Ж-К.* Толковый экономический и финансовый словарь. – М.: Международные отношения. – Т.1. – 1994. – 784 с.
4. *Бизнес*. – 2004. – 7 июля. – № 23.
5. Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: Постанова Правління НБУ від 28 серпня 2001 р. № 368.
6. *Фабер С., Карчева Г.* Фінансовий стан та основні проблеми в діяльності банків у 2004 році // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 9–18.
7. Річний звіт Першої фондової торговельної системи за 2004 рік. – www.pfts.com/ukr/news/news.php?id=1879
8. *Бизнес*. – 2004. – 29 ноября. – № 48.

⁴ ММ-парадокс (аббревіатура за першими літерами прізвищ Ф.Модільяні та М.Міллера) пояснює пасивну роль дивідендів і означає, що на досконалих ринках дивідендна політика не впливає на вартість акцій та благополуччя акціонерів. При цьому оцінка вартості фірми визначається переважно дохідністю її активів.