

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ «ЧЕРНІГІВСЬКА ПОЛІТЕХНІКА»**

Кваліфікаційна наукова праця  
на правах рукопису

**ВОРОБЕЙ РУСЛАН ЄВГЕНІЙОВИЧ**

УДК 658.14:631.11(043.5)

**ДИСЕРТАЦІЯ**  
**УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЄЮ АГРОПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ**

072 Фінанси, банківська справа та страхування  
07 Управління та адміністрування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії (PhD)

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело.



Р. Є. Воробей

Наукові керівники: Давиденко Надія Миколаївна, доктор економічних наук, професор; Щур Роман Іванович, доктор економічних наук, професор.

Чернігів – 2024

## АНОТАЦІЯ

Воробей Р. Є. **Управління капіталізацією агропромислових компаній.**  
Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії зі спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». Національний університет «Чернігівська політехніка». Чернігів, 2024.

Дисертацію присвячено поглибленню теоретико-методичних засад та розробленню практичних рекомендацій щодо капіталізації агропромислових компаній.

У дисертації проведено аналіз та систематизацію сутності терміну «капітал», здійснено класифікацію їх видів, досліджено еволюцію теоретичних підходів до трактування економічної категорії «капіталізація» та запропоновано власне її визначення, ми пропонуємо розглядати капіталізацію як «процес авансування ресурсів, управління ними та ефективністю роботи підприємства в рамках операційної діяльності з метою нарощування його ринкової вартості, дійсної вартості активів, конкурентоспроможності та фінансової стійкості».

Встановлено, що економічна категорія «капіталізація» охоплює значну кількість аспектів суспільно-економічних відносин, сформовано класифікацію видів та форм капіталізації та з метою розширення понятійного апарату досліджуваної тематики, було запропоновано доповнити існуючу класифікацію видів та форм капіталізації виокремивши такі класифікаційні: за способом формування (зовнішня та внутрішня), за джерелом формування (навичок, засобів виробництва, бренду, фінансових ресурсів, соціальна).

Систематизовано теоретико-методологічні підходи до дослідження капіталізації компаній. Ми вважаємо, що з метою нівелювання фактора сезонності діяльності агропромислових компаній при розрахунку показників, які включають такі складові як виручка або прибутковість, варто використовувати ковзні дані за останні 4 квартали або 12 місяців (trailing twelve months) на противагу використанню даних лише за 1 звітний період (квартал).

Сформульовані теоретичні напрацювання створюють наукове підґрунтя для удосконалення процесів розробки управлінських рішень з метою максимізації економічного ефекту та ринкової вартості, а також як основа досліджень подібних економічних питань та в побудові економетричних моделей.

Проведено оцінку структури та вартості капіталу досліджуваних агропромислових компаній. Зроблено висновок про те, що їх вартість капіталу структурно сформована за рахунок елементів, які мають значну різницю у вартості – власний капітал, як правило, більш дорогим, ніж позиковий за рахунок показника премії за ризик країни, який знаходився є високим. Це обумовлено кредитним рейтингом країни та іншими ризиками економічного середовища для підприємницької діяльності.

Встановлено, що досягнення оптимальної структури та вартості капіталу може досягатись різними шляхами, проте обов'язково при формуванні зміні структури капіталу з метою зниження середньозваженої вартості капіталу мають враховуватись інші показники, як от показники фінансової стійкості та платоспроможності. Перспектива подальших досліджень полягає в аналізі аналогічних показників інших компаній агропромислової та інших галузей економіки та врахування показників фінансової стійкості та платоспроможності при моделюванні оптимальної структури капіталу з мінімально можливою середньозваженою вартістю капіталу.

Досліджено взаємозв'язок між змінами в загальній ринковій вартості досліджуваних агропромислових компаній та макроекономічними індикаторами. Було встановлено, що індекс виробництва промислової продукції та світові ціни на нафту марки Brent мають значний вплив на зміни загальної ринкової вартості досліджуваних українських агропромислових компаній. Ми вважаємо, що розуміння впливу конкретних макроекономічних факторів на зміну ринкової вартості агропромислових компаній базуючись на історичних показниках може бути корисним в процесі прийняття рішень зацікавленими сторонами щодо перерозподілу ресурсів, а також у процесі планування економічних показників державними інституціями.

Проведено оцінку взаємозв'язку між внутрішніми показниками діяльності досліджуваних агропромислових компаній та змінами цін на їх акції за наступний квартал після звітного, оскільки фондовий ринок реагує на надходження інформації з певним часовим лагом після її отримання. Беручи за основу результати проведеної оцінки, на наше переконання, можна зробити висновок, що значною мірою рентабельність продажів та, менш значущою мірою, балансова вартість власного капіталу мають вплив на коливання середньої вартості акцій за наступний квартал після звітного для вибірки досліджуваних агропромислових компаній.

Розуміння впливу конкретних мікроекономічних факторів на зміну вартості акцій агропромислових компаній базуючись на історичних показниках здатні допомогти в процесі прийняття рішень стейкхолдерами компаній щодо прогнозованої вартості компанії та прийняття відповідних управлінських рішень щодо алокації ресурсів.

Сформульовано та обґрунтовано алгоритм оптимізації структури капіталу агропромислових компаній, який на відміну від існуючих включає одразу 3 критерії оптимізації в порядку наступної пріоритетності: мінімізація фінансових ризиків через забезпечення критерії фінансової стійкості, мінімізація середньозваженої вартості капіталу, максимізація ефекту фінансового важеля. Використання запропонованого алгоритму при плануванні структури капіталу компаній залежно від очікуваної вартості фінансування, інвестицій в необоротні активи, прогнозованої рентабельності активів дозволить ефективно управляти структурою. При цьому, на нашу думку, можливо знизити критерії забезпечення фінансової стійкості, якщо було досягнуто висновку за рахунок подальших розрахунків, що це не зашкодить сталості операційної діяльності підприємства, при цьому можна зміщувати структуру для більшого акценту на мінімізації середньозваженої вартості капіталу та максимізації ефекту фінансового важеля.

Наголошено на існуванні значного взаємозв'язку між вартістю акцій досліджуваних агропромислових компаній та окремими макро- та мікроекономічними факторами. Доведено, що за допомогою регресійної моделі,

яка включає в себе такі незалежні змінні як обсяг ВВП, курс валют та суму прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію можливо пояснити значну частку змін курсу акцій досліджуваних агропромислових компаній.

Розуміння впливу конкретних детермінант на зміну курсу акцій на основі історичних даних може допомогти в процесі прийняття управлінських рішень щодо розподілу ресурсів для досягнення необхідної фінансової ефективності та рівня капіталізації в короткостроковій перспективі.

Досліджено вплив інноваційного розвитку країн на рівень добробуту їх населення. Було встановлено, що інноваційний розвиток країн спричиняє 62% змін у ВВП на душу населення серед усієї вибірки країн та 66% серед країн, частка нафтової ренти в структурі ВВП яких не перевищує 10%.

Також було встановлено, що видатки загального фонду державного бюджету України та загальна економічна додана вартість досліджуваних компаній є статистично значущими для пояснення змін в їх загальній середньорічній ринковій вартості. Врахування впливу інноваційного розвитку на економічні показники можуть бути використані окремими компаніями та державними органами для планування показників та удосконалення діяльності в межах їх компетенції.

**Ключові слова:** управління капіталізацією, агропромислова компанія, структура капіталу, вартість капіталу, ринкова вартість, ціна акцій, капіталізація, фондовий ринок, цінні папери, інноваційний розвиток.

## ABSTRACT

Vorobei R. Ye. **Management of agro-industrial companies' capitalization.**  
Qualification scientific work on the rights of the manuscript.

The thesis for the degree of a Doctor of Philosophy of the specialty 072 «Finance, Banking and Insurance». Chernihiv polytechnic national university. Chernihiv, 2024.

The dissertation is devoted to deepening theoretical and methodological principles and the development of practical recommendations for capitalization of agro-industrial companies.

In the dissertation, an analysis and systematization of the essence of the term 'capital' have been conducted, including the classification of its types. The evolution of theoretical approaches to interpreting the economic category of 'capitalization' has been investigated, and a distinct definition is proposed. We suggest considering capitalization as «the process of advancing resources, managing them, and optimizing enterprise performance within operational activities aimed at increasing its market value, actual asset value, competitiveness, and financial stability».

It has been established that the economic category of «capitalization» encompasses a significant number of aspects within socio-economic relations. A classification of types and forms of capitalization has been formulated. In order to broaden the conceptual framework of the researched theme, an augmentation of the existing classification of types and forms of capitalization has been proposed. This augmentation involves the identification of the following classifications: based on the method of formation (external and internal), based on the source of formation (skills, means of production, branding, financial resources, social).

Theoretical and methodological approaches to studying company capitalization have been systematized. We believe that, in order to mitigate the impact of seasonal fluctuations in the operations of agro-industrial companies when calculating indicators such as revenue or profitability, it is advisable to utilize trailing twelve months' data,

encompassing the last 4 quarters or 12 months, as opposed to relying solely on data from a single reporting period (quarter).

The formulated theoretical advancements provide a scientific foundation for enhancing the development of managerial decisions aimed at maximizing economic outcomes and market value. Additionally, they serve as the basis for researching similar economic inquiries and constructing econometric models.

An assessment of the structure and value of capital within the investigated agro-industrial companies has been conducted. It has been concluded that their capital value is structurally formed by elements that significantly differ in value—specifically, equity capital, which typically holds a higher cost compared to borrowed capital due to the country risk premium factor, which was observed to be high. This is attributed to the country's credit rating and other risks within the economic environment for entrepreneurial activities.

It has been established that achieving an optimal structure and cost of capital can be pursued through various paths. However, when shaping changes in the capital structure to reduce the weighted average cost of capital, other indicators such as financial stability and solvency must be considered. The prospect for further research lies in analyzing similar indicators within other companies in the agro-industrial sector and other economic domains. Additionally, considering financial stability and solvency indicators when modeling an optimal capital structure with the lowest possible weighted average cost of capital.

The correlation between changes in the overall market value of the studied agro-industrial companies and macroeconomic indicators has been investigated. It has been established that the industrial production index and global prices of Brent crude oil significantly influence changes in the overall market value of the researched Ukrainian agro-industrial companies. We believe that comprehending the impact of specific macroeconomic factors on changes in the market value of agro-industrial companies, based on historical indicators, can be beneficial in decision-making processes for stakeholders regarding resource reallocation. Additionally, it can aid in planning economic indicators by governmental institutions.

An assessment of the correlation between internal performance indicators of the studied agro-industrial companies and changes in their stock prices for the subsequent quarter after reporting has been conducted. This is because the stock market reacts with a certain time lag after the information becomes available. Based on the results of this assessment, we believe that the sales profitability significantly influences, while the book value of equity to a lesser extent, impacts the fluctuations in the average stock price for the subsequent quarter after reporting for the sampled agro-industrial companies.

Understanding the impact of specific microeconomic factors on changes in the stock value of agro-industrial companies based on historical indicators can aid stakeholders in the decision-making process regarding the forecasted company value and making appropriate managerial decisions regarding resource allocation.

An algorithm for optimizing the capital structure of agro-industrial companies has been formulated and substantiated, which, unlike existing methods, simultaneously incorporates three optimization criteria in the following order of priority: minimizing financial risks by ensuring criteria for financial stability, minimizing the weighted average cost of capital, and maximizing the financial leverage effect. The use of this proposed algorithm in planning the capital structure of companies based on expected financing value, investments in non-current assets, and forecasted asset profitability, allows for effective management of the structure. Moreover, in our opinion, it is possible to reduce the criteria for ensuring financial stability if subsequent calculations conclude that it wouldn't compromise the operational stability of the enterprise. Consequently, the structure can be adjusted to focus more on minimizing the weighted average cost of capital and maximizing the financial leverage effect.

Considerable correlation between the stock value of the studied agro-industrial companies and specific macro- and microeconomic factors has been emphasized. It has been demonstrated that through a regression model encompassing independent variables such as GDP volume, currency exchange rates, and the profit amount per share over the last 12 months, a significant portion of the fluctuations in the stock prices of the researched agro-industrial companies can be explained.



Understanding the impact of specific determinants on changes in stock prices based on historical data can aid in making managerial decisions regarding resource allocation to achieve necessary financial efficiency and capitalization levels in the short-term perspective.

Research into the impact of a country's innovative development on the well-being of its population has been conducted. It was established that innovative development contributes to 62% of changes in GDP per capita across the entire sample of countries and 66% among countries where the share of oil rent in GDP structure does not exceed 10%.

Furthermore, it was found that the expenditures of the general fund of the state budget of Ukraine and the overall economic value added by the researched companies are statistically significant in explaining changes in their overall average market value. Considering the impact of innovative development on economic indicators can be utilized by individual companies and governmental bodies for planning metrics and enhancing their activities within their scope of competence.

**Keywords:** capitalization management, agro-industrial company, capital structure, cost of capital, market value, stock price, capitalization, stock market, securities, innovative development.

## СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### Статті у наукових фахових виданнях України

1. Воробей Р. Є. Theoretical approaches to the determination of the economic categories "capital" and "capitalization". *Економіка та суспільство*. 2022. № 45. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-45-64>. (0,7 друк. арк.)
2. Воробей Р. Є. Agro-industrial companies' capital cost and structure. *Причорноморські економічні студії*. 2023. № 81. С. 91-98. DOI: <https://doi.org/10.32782/bses.81-16>. (0,9 друк. арк.)
3. Воробей Р. Є. Оптимізація структури капіталу агропромислових компаній. *Агросвіт*. 2023. № 18. С. 116-122. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6792.2023.18.116>. (0,8 друк. арк.)

### Стаття у науковому виданні, включеному до міжнародних наукометричних баз даних Scopus та/або Web of Science Core Collection

4. Vorobei R. Determinants of ukrainian agro industrial companies' stock price movements. *Intelektinè ekonomika*. 2022. № 16.1. Pp. 24-40. DOI: <https://doi.org/10.13165/IE-21-15-2-02>. (1,9 друк. арк.)

### Тези наукових доповідей

5. Воробей Р. Є. Теоретичні підходи до визначення поняття «капіталізація». *Фінансові механізми сталого розвитку України в умовах сучасних викликів: тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Київ, НУБіП України, 18 березня 2021 року)*. Київ : ЦП «КОМПРИНТ», 2021. С. 259-261. (0,2 друк. арк.)
6. Воробей Р. Є. Методи оцінки ринкової вартості компаній. *Вдосконалення фінансово-кредитного механізму забезпечення інноваційного розвитку аграрного сектору економіки та сільських територій : збірник тез Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (м. Дубляни, 20 травня 2021)*. Дубляни, 2021. С. 61-64. (0,2 друк. арк.)

7. Воробей Р. Є. Динаміка структури капіталу агропромислових компаній. *Аграрна політика України в умовах глобальних викликів*: тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, НУБіП України, 23-24 вересня 2021 року). Київ: Редакційно-видавничий відділ НУБіП України, 2021. С. 121-123. (0,2 друк. арк.)

8. Vorobei R. Assessment of ukrainian agro-industrial companies' financial stability. *Ukraine, Bulgaria, EU: Economic and Social Development Trends*: VI International Scientific and Practical Conference. Burgas, Bulgaria, 2022. Pp. 108-112. (0,3 друк. арк.)

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	13
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ТА КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЙ</b> .....	21
1.1. Теоретичні підходи до визначення поняття капіталізація .....	21
1.2. Джерела формування капіталу та види капіталізації .....	35
1.3. Методологічні підходи до оцінки капіталізації та структури капіталу агропромислових компаній .....	49
Висновки до розділу 1 .....	62
<b>РОЗДІЛ 2. СУЧАСНИЙ ФІНАНСОВИЙ СТАН АГРОПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ ТА ФАКТОРИ ВПЛИВУ НА ЇХ КАПІТАЛІЗАЦІЮ</b> .....	64
2.1. Оцінка структури та вартості капіталу агропромислових компаній .....	64
2.2. Аналіз зовнішніх факторів впливу на ринкову вартість агропромислових компаній .....	86
2.3. Дослідження впливу економічної ефективності діяльності агропромислових компаній на їх ринкову вартість.....	107
Висновки до розділу 2 .....	124
<b>РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ НАПРЯМКІВ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЄЮ АГРОПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ</b> .....	125
3.1. Оптимізація структури капіталу агропромислових компаній.....	125
3.2. Прибутковість та економічне середовище як детермінанти змін у вартості акцій агропромислових компаній.....	148
3.3. Інноваційний розвиток та економічна додана вартість як складові управління капіталізацією агропромислових компаній.....	169
Висновки до розділу 3 .....	185
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	186
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b> .....	189
<b>ДОДАТКИ</b> .....	208

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Агропромислова галузь економіки України є основою забезпечення продовольчої безпеки держави, а також є джерелом надходжень значної частини експортної виручки.

Агропромисловий сектор також є одним із драйверів зростання економіки України: галузь мала стабільний темп зростання до початку повномасштабних військових дій щорічно на 5-6 %, частка аграрного виробництва в структурі ВВП впродовж 2010-2020 рр. перебувала на рівні 8-12 %, а включно із переробкою сировинної аграрної продукції становила близько 16 %.

Для забезпечення реалізації Національної економічної стратегії на період до 2030 року від 03.03.2021 р., у якій визначено прагнення України бути одним з глобальних центрів продовольчої безпеки, постачальником продуктів харчування з високою доданою вартістю, а також технологій та сервісів для аграрної галузі, необхідним чинником є достатній обсяг фінансових та матеріальних ресурсів. В цій же стратегії одними з висновків аналізу агропромислового сектору зазначено те, що підвищення доступу до фінансових та освітніх ресурсів сприятиме розвитку сільськогосподарської діяльності, а також те, що підвищення технологічності виробництва дасть змогу наростити продуктивність агропромислового сектору економіки.

Щоб забезпечити конкурентоздатність агропромислових компаній як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, а також для підтримки безперервності їх функціонування та сталого розвитку необхідною передумовою є акумуляція значного обсягу капіталу та інвестування його в інноваційну діяльність, розробку та впровадження новітніх технологій виробництва.

Вихід на фондовий ринок з метою залучення додаткових ресурсів на фінансування виробничої діяльності є одним з дієвих способів фінансування компаній.

Показники капіталізації компанії після залучення коштів шляхом емісії акцій, зокрема динаміка ринкової вартості, яка виражена в ціні акцій є важливими індикаторами для оцінки ефективності діяльності та розвитку компанії, а також добробуту власників та інвесторів.

Питання управління показниками капіталізації, структурою капіталу, а також факторами, які впливають на їх зміну є актуальними, оскільки від цього залежить стабільність функціонування компанії, її фінансова стійкість, а також забезпечення інтересів стейкхолдерів.

Фундаментальні основи дослідження процесів капіталістичних відносин, управління формуванням капіталу та ринковою вартістю закладені в працях таких вітчизняних науковців, як Акименко О., Андрійчук В., Багацька К., Базилевич В., Барановський О., Біла О., Бланк І., Данілов О., Дуда С., Гриценко А., Давиденко Н., Забаштанський М., Зимовець В., Золотаренко В., Зятковський І., Катан Л., Коваленко Л., Клименко С., Крамаренко О., Літвінов О., Майдула Г., Маргасова В., Момот Т., Мочерний С., Назаренко І., Невдачина О., Ніколаєва А., Поддєрьогін А., Подольська В., Пронько Л., Ремньова Л., Роговий А., Садчиков В., Семенов Г., Спільник І., Терещенко О., Чорна О., Швиданенко О., Шевчук Н., Шумська С., Щербань О., Яріш О. та ін.

Значний вклад в дослідження питань пов'язаних капіталом та капіталізацією також здійснили і іноземні науковці, серед яких: Бенаковіч Д., Бігер Н., Веблен Т., Гільфердінг Р., Ергун У., Кейнс Дж. М., Кіка Д., Кларк Дж., Кросс В., Маршалл А., Менгер К., Міленковіч І., Павоне П., Пателл Дж., Петті У., Садорські П., Сапутра Ф., Сінгх Т., Сміт А., Фішер І., Фостер Дж., Хікс Дж., Шарма С., Яблоньські Б.

Незважаючи на істотні наукові здобутки, значні теоретичні та прикладні надбання вітчизняних та іноземних вчених, залишаються аспекти, які потребують систематизації, уточнення та розвитку подальшої дискусії. Зокрема, визначення сутності управління капіталізацією агропромислових компаній, систематизація видів капіталізації, аналіз вартості капіталу та оцінка економічного розвитку агропромислових компаній, дослідження динаміки змін

їх ринкової вартості та ідентифікація факторів, які на них впливають. Зазначені аспекти обумовили вибір теми дисертаційного дослідження, його об'єкт, предмет, мету, завдання та зміст.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертація виконана з врахуванням напрямку науково-дослідної роботи кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України «Інвестиційне забезпечення розвитку аграрного сектору економіки України» (номер державної реєстрації 0116U001877).

**Об'єкт дослідження** – процеси управління капіталізацією агропромислових компаній.

**Предмет дослідження** – сукупність теоретичних, методичних і практичних аспектів фінансових відносин, які виникають в процесі управління капіталізацією агропромислових компаній.

**Мета дослідження** – розвиток теоретичних і практичних методів управління показниками капіталізації агропромислових компаній та обґрунтування шляхів їх удосконалення.

Відповідно до встановленої мети було визначено наступні завдання:

- узагальнити та систематизувати еволюцію теоретичних підходів до визначення поняття «капіталізація» для поглиблення понятійно-категорійної бази дослідження;
- структурувати джерела формування капіталу та види капіталізації, розкрити їх вплив на ефективність діяльності підприємства та різних сфер суспільно-економічних відносин;
- здійснити обґрунтування вибору методології дослідження капіталізації агропромислової компанії та уточнити її з врахуванням специфіки аграрної галузі економіки;
- охарактеризувати структуру та вартість капіталу досліджуваних агропромислових компаній та визначити фактори, які на них впливають;
- оцінити вплив макроекономічних індикаторів на ринкову вартість досліджуваних агропромислових компаній та оцінити його суттєвість;

- дослідити вплив мікроекономічних показників на ціну акцій досліджуваних агропромислових компаній та оцінити його суттєвість;
- уточнити підходи до оптимізації структури капіталу агропромислових компаній;
- визначити ступінь комплексного впливу макроекономічного середовища та прибутковості діяльності на вартість акцій досліджуваних агропромислових компаній;
- встановити вплив інноваційного розвитку та економічної доданої вартості на капіталізацію агропромислових компаній для удосконалення управління нею.

**Методи дослідження.** Основою дослідження метод пізнання явищ і процесів, які пов'язані з формуванням та використанням капіталу, управлінням капіталізацією агропромислових компаній та факторами, які на неї впливають. В процесі дослідження було використано історичний метод – для дослідження еволюції поглядів науковців різних економічних шкіл на поняття «капітал» та «капіталізація»; метод морфологічного аналізу – для розкриття змісту та сутності економічної категорії «капіталізація»; метод наукового абстрагування та узагальнення – для впорядкування та систематизації досліджуваних явищ та процесів; метод статистичного аналізу – для дослідження взаємозв'язку між зовнішніми та внутрішніми факторами впливу та ринковою вартістю агропромислових компаній; розрахунково-конструктивний метод – для формування та обґрунтування алгоритму оптимізації структури капіталу; методи індукції, дедукції, аналізу та синтезу – для формування теоретичних узагальнень та висновків проведених досліджень.

**Інформаційною базою** дослідження є законодавчі положення та нормативні акти України, наукові праці вітчизняних та іноземних авторів з питань дослідження капіталістичних економічних відносин, управління вартістю та структурою капіталу, аналізу та оцінки діяльності підприємств, змін їх ринкової вартості. Також були використані матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства економіки



України, Державної податкової служби України, Національного банку України, Державної служби статистики України, проміжні та річні звіти, а також інша загальнодоступна інформація агропромислових компаній.

Для подальшого аналізу обрано 5 агропромислових компаній: ПрАТ «МХП», ПАТ «Кернел», ПАТ «Астарта», ПАТ «ІМС», ПАТ «Ovostar Union». Критеріями вибору компаній були виробнича спеціалізація (діяльність в різних напрямках сільського господарства та переробної промисловості) та інформаційна доступність (фінансова звітність, звіти для інвесторів).

**Наукова новизна.** Результати дослідження полягають в розвитку та удосконаленні теоретико-методологічних засад управління капіталізацією агропромислових компаній, а також розробці практичних рекомендацій щодо його здійснення.

Основні положення дисертації, які мають наукову новизну і виносяться на захист, полягають у такому:

**вперше:**

- запропоновано алгоритм забезпечення оптимальної структури капіталу з урахуванням забезпечення фінансової стійкості, мінімізації середньозваженої вартості капіталу та максимізації ефекту фінансового важеля. На основі запропонованого алгоритму розраховано оптимальну пропорцію між власними та позиковими коштами для агропромислових компаній.

**удосконалено:**

- класифікацію видів капіталізації підприємств, яка, на відміну від існуючих, виокремлює такі нові класифікаційні ознаки: за способом формування, за джерелом формування, що дасть змогу поглибити знання у галузі капіталізації, її аналізі, уточнити процес планування на підприємстві.

- методичний підхід до оцінки показників ефективності діяльності агропромислових компаній за рахунок пропозиції нівелювати фактор сезонності, використовуючи ковзні дані останніх 12 місяців, як показник прибутковості, замість показників за 1 звітний період.

**набули подальшого розвитку:**

- на основі вивчення та систематизації поглядів вітчизняних та зарубіжних науковців запропоновано інтерпретацію дефініції «капіталізація», яка на відміну від існуючих, визначена, процес авансування ресурсів, управління ними та ефективністю роботи підприємства в рамках операційної діяльності з метою нарощування його ринкової вартості, дійсної вартості активів, конкурентоспроможності та фінансової стійкості. Дане визначення дозволяє поглибити науковий підхід щодо понятійного апарату стосовно управління вартістю агропромислових підприємств.

- метод комплексного вивчення зв'язку між ринковою вартістю агропромислових компаній та макроекономічними показниками. На основі кореляційно-регресійного аналізу встановлено значний вплив на ринкову вартість агропромислових компаній таких факторів, як індекс промислового виробництва та світові ціни на нафту марки Brent. Дана модель дозволить підвищити ефективність планування економічних показників, пов'язаних з ринковою вартістю агропромислових компаній.

- методика проведення дослідження зв'язку між вартістю акцій агропромислових компаній та мікроекономічними показниками діяльності. На основі кореляційно-регресійного аналізу встановлено помірно-значний вплив на вартість акцій агропромислових компаній таких факторів, як рентабельність продажів та балансова вартість власного капіталу на 1 акцію. Розуміння впливу конкретних мікроекономічних факторів на зміну вартості акцій агропромислових компаній базуючись на історичних показниках здатні допомогти в процесі прийняття рішень стейкхолдерами компаній щодо прогнозової вартості компанії та прийняття відповідних управлінських рішень щодо алокації ресурсів.

- методика проведення дослідження зв'язку між ринковою ціною акцій окремих агропромислових компаній та комплексом показників: ВВП, курс валют та прибуток на акцію. На основі регресійно-кореляційного аналізу встановлено суттєвий вплив комплексу згаданих показників на рухи акцій досліджуваних агропромислових компаній. Дана модель дозволить підвищити ефективність прогнозування вартості акцій.

- аналітичний підхід до вивчення впливу інноваційного розвитку на економічний добробут країн та ринкову вартість компаній агропромислових компаній з врахуванням показника їх економічної доданої вартості. На основі регресійного аналізу встановлено суттєвий вплив глобального індексу інноваційного розвитку на показник ВВП на душу населення, при цьому в країнах з часткою нафтової ренти в структурі ВВП на рівні менше 10% такий вплив є більш суттєвим. Також встановлено, що видатки державного бюджету на дослідження в сфері аграрної галузі економіки та економічна додана вартість є статистично значущими та суттєвими для пояснення 68% змін ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній.

**Практичне значення отриманих результатів** полягає в можливості їх застосування в економічних відносинах, пов'язаних з управлінням капіталізацією агропромислових компаній. Обґрунтований автором алгоритм забезпечення оптимальної структури капіталу може бути використаний у роботі Управління фіскальних ризиків Міністерства фінансів України в частині оцінювання фіскальних ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки (довідка №24020-18/В-1743/2045 від 08.11.2023 р.). Запропоноване уточнення поняття «капіталізація» та встановлений вплив індексу промислового виробництва та світових цін на нафту на ринкову вартість агропромислових компаній застосовуються в діяльності Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (довідка №147 від 17.11.2023 р.). Елементи обґрунтованого зв'язку ринкової вартості агропромислових компаній з мікро- та макроекономічними показниками використовуються в роботі ТОВ «Чернігівська індустріальна молочна компанія» (довідка ЧМ 01-06-663 від 13.12.2023 р.). Результати досліджень щодо впливу ВВП, курсу валют та прибутковості діяльності на ринкову вартість компаній будуть використані у фінансовому плануванні ТОВ «Констракшн машинері» (довідка №8 від 24.01.2024 р.).

Практичне значення результатів дослідження також підтверджується використанням положень і висновків дисертації у навчальному процесі кафедри фінансів, банківської справи та страхування НУ «Чернігівська політехніка» при

розробці методичних матеріалів, а також під час проведення лекційних та практичних занять з дисциплін «Фінанси підприємств» та «Фінансовий менеджмент» (довідка 202/08-931/ВС від 22.04.2024 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійно виконаною завершеною кваліфікаційною науковою працею. Усі результати дослідження, що містяться в дисертації, позиції наукової новизни, висновки і пропозиції отримані й сформульовані автором особисто.

**Апробація результатів дисертації.** Основні результати дисертації було апробовано і схвалено на таких всеукраїнських і міжнародних науково-практичних конференціях: III Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених «Фінансові механізми сталого розвитку в умовах сучасних викликів» (м. Київ, 18 березня 2021 року); Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Вдосконалення фінансово-кредитного механізму забезпечення інноваційного розвитку аграрного сектору економіки та сільських територій» (м. Дубляни, 20 травня 2021 року); Міжнародна науково-практична конференція «Аграрна політика України в умовах глобальних викликів» (м. Київ, 23-24 вересня 2021 року); 3. XIII INTERNATIONAL FORUM OF FINANCE AND BANKING (Warsaw, November 25-26, 2021); VI International Scientific and Practical Conference «Ukraine, Bulgaria, EU: Economic and Social Development Trends» (Burgas, August 26, 2022).

**Публікації.** Результати дисертації опубліковано у 8 наукових працях, з них: 1 стаття – у періодичному науковому виданні іншої держави, що індексується в наукометричній базі Scopus, 3 статті у наукових фахових виданнях України категорії «Б», 4 праці – в інших наукових виданнях.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг роботи становить 231 сторінку друкованого тексту. Робота містить 65 таблиць, 45 рисунків. Список використаних джерел складається з 206 найменувань.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ТА КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЙ

### 1.1. Теоретичні підходи до визначення поняття капіталізація

У сучасній ринковій економіці капітал відіграє ключову роль у формуванні та перерозподілі фондів фінансових ресурсів. Капіталізація компаній, в свою чергу, являє собою важливий показник ефективності діяльності суб'єктів господарювання, зміни їх вартості та є основою для економічного зростання.

Поняття «капіталізація» є багатогранним економічним явищем, яке достатньо часто привертає до себе увагу вчених-економістів та досліджується в контексті різних аспектів проблематики фінансово-господарської діяльності підприємств та економіки в цілому.

Для переходу до дослідження дефініції «капіталізація», вважаємо за необхідне спершу проаналізувати та систематизувати підходи до визначення сутності терміну «капітал», від якого походить згадане поняття.

Перші спроби дослідити сутність суспільних відносин, які відповідно до сучасних підходів відносять до капіталістичних, були здійснені Аристотелем в IV ст. до н.е., він з'ясував, що «гроші можна використовувати як для отримання в процесі торгівлі (обміну) необхідних життєвих благ, так і для наживи за рахунок лихварських операцій» [111, с. 24].

Арістотель розрізняв два види багатства:

1. Багатство як сукупність вартостей споживчих благ. «Мова йде про нагромадження засобів, необхідних для життя і корисних для державного чи домашнього об'єднання, щоправда, міра володіння власністю, що необхідна для забезпечення добробуту, не безмежна» [6, с. 25].

2. Багатство як накопичення грошей. «Існує ще один вид мистецтва набуття, яке здебільшого слушно називають мистецтвом наживати статок, з чим і пов'язане уявлення, нібито багатство і нажива не мають ніяких меж» [6, с. 25].

Згідно з таким підходом, Арістотель поділив науки про багатство на дві сфери – «економіку» і «хрематистику» [56, с. 28]. Сам Арістотель описував цей поділ так: «Через те, що хрематистика є двоїста — одна належить до торгівлі, друга до економіки, остання потрібна й гідна похвали, перша побудована на циркуляції і справедливо зазнав огуди (бо вона спирається не на природу, а на обопільне ошуканство)» [126, с. 10]. Таким чином Арістотель засуджував капіталістичний підхід до обміну економічними благами та вважав нарощування статків неприродним явищем.

З початком формування капіталістичних відносин у XV – XVI ст., підходи до дослідження сутності «капіталу» перейшли від фрагментарних тлумачень окремих положень до більш комплексних трактувань сутності економічної категорії «капітал».

Представники меркантилізму (А. Монкретьєн, Г. Скарuffі, Т. Ман) основою багатства вважали гроші у вигляді дорогоцінних металів – золота та срібла. Ототожнюючи капітал з грошима, меркантилісти вбачали процес його накопичення в активному зовнішньоторговельному балансі, описуючи це ситуацією, коли країна більш дорого продає або більш дешево купує [11, с. 85].

Після меркантилістів продовжили дослідження природи капіталу представники економічної школи фізіократів – А. Тюрго, П. Буагільбер, Ф. Кене. Фізіократи стверджували, що сільське господарство – єдине джерело створення багатства. Капітал ними розумівся як сукупність речових факторів виробництва і визначався як запас засобів виробництва, що застосовуються у землеробстві [91, с. 99]. Крім цього, фізіократами було сформовано прототип поділу капіталу на «щорічні аванси» - оборотний капітал, весь об'єм якого входить до поточних витрат виробництва, та «первинні аванси» - основний капітал, який входить до поточних витрат виробництва лише частково.

Основоположники школи класичної політичної економії (А. Сміт, Д. Рікардо, У. Петті) розглядали працю, як першоджерело багатства. А. Сміт стверджував, що капітал є головною рушійною силою економічного зростання, а сутність капіталу вбачав у запасі продукції, що приносить прибуток або з

використанням якого створюються нові блага [56, с. 78]. Також представниками школи класичної політичної економії було розвинуто думку фізіократів про поділ капіталу на основний та оборотний. А. Сміт відносив до основного капіталу виробниче устаткування, знаряддя праці, будівлі та споруди, а також «людський капітал», як сукупність придбаних навичок та здібностей членів суспільства. А. Сміт класифікував навички та здібності працівників капіталом базуючись на думці, що їх набуття також потребує матеріальних ресурсів, а отже, крім заробітної плати, робітники мають отримати відшкодування витрат на навчання та певний прибуток на них. До оборотного капіталу А. Смітом було віднесено гроші, запаси та готову продукцію.

Наступний значущий крок в тлумаченні сутності капіталу був зроблений німецьким економістом та філософом-соціалістом К. Марксом. Капітал в працях К. Маркса розглядався в трьох вимірах:

1. Капітал як самозростаюча вартість. «Кожний новий капітал у першій своїй інстанції виходить на сцену, тобто на ринок, на товаровий ринок, на робочий ринок або грошовий ринок, завжди у формі грошей,— грошей, що через певні процеси повинні перетворитися на капітал» [73, с. 101].

2. Капітал як певний вид специфічних суспільних відносин. «Капітал постає лише там, де посідач засобів продукції й засобів існування знаходить на ринку вільного робітника як продавця своєї робочої сили» [73, с. 122]; «Робітник працює під контролем капіталіста, якому належить його праця. Капіталіст доглядає за тим, щоб працю виконувалося як слід і щоб засоби продукції вживано доцільно, отже, щоб не марнувалося сировинного матеріалу та щоб із знаряддям праці поводитись ощадно, тобто, щоб його зужитковувалось лише стільки, скільки цього вимагає вживання його в праці» [73, с. 136].

3. Капітал як сукупність засобів виробництва. «...та частина капіталу, яка перетворюється на засоби продукції, тобто на сировинний матеріал, допоміжний матеріал і засоби праці, не змінює в процесі продукції величини своєї вартості. Тому я називаю її сталою частиною капіталу, або, коротше, сталим капіталом» [73, с. 157].

Синтезуючи підходи К. Маркса можна узагальнити трактування капіталу як вартість у вигляді грошей, які в процесі виробництва за допомогою знарядь праці, виробничих устаткувань та найманої робочої сили переносяться на виготовлену продукцію з доданою вартістю тим самим нарощуючи початково авансовану вартість.

Представники Австрійської економічної школи (К. Менгер, О. Бем-Баверк, Ф. фон Візер) розглядали капітал як проміжний продукт, який походить від первинних факторів виробництва – землі і праці, та спрямований на підвищення продуктивності виробництва. О. Бем-Баверк класифікував капітал на дві категорії - приватний і суспільний. Під першим розумів сукупність засобів (коштів), призначених для придбання благ. Під другим — сукупність проміжних продуктів, призначених для виробництва продуктів споживання [55, с. 327].

У Кембриджській школі (А. Маршалл, А. Пігу) розглядали капітал в двох представленнях:

1. Торгово-промисловий капітал. «Такий капітал можна визначити як те, що складається з тих зовнішніх благ, які людина використовує на своєму підприємстві, або зберігаючи їх з метою продати за гроші, або застосовуючи їх для виробництва речей, які потрібно продати за гроші» [178, с. 84]. До такого капіталу відносили виробниче устаткування, сировину та інші об'єкти, що прямо або опосередковано застосовуються для виробництва.

2. Цінності, які здатні приносити дохід у грошовій формі. «До речей, що у його володінні, необхідно додати й ті, куди поширюється його право і з яких він одержує дохід, включаючи сюди позички, надані їм під заставні або в іншій формі, та всякий контроль над капіталом, який він може придбати, користуючись складними механізмами сучасного «грошового ринку» [178, с. 84].

Таким чином, представники Кембриджської школи виділили дві форми прояву капіталу, а саме матеріальні ресурси, що безпосередньо задіяні у процесі виробництва благ, та фінансовий капітал у вигляді інвестованих фондів, що приносять дохід.



Американський економіст, представник неокласичної школи Дж. Кларк уточнив поділ капіталу на основний та оборотний. Основним або активним капіталом вчений називав «машини, що видозмінюють речовину, засоби транспорту, що пересувають її, та будівлі, що її захищають, - все це входить до цієї категорії; сюди відносяться ті засоби, які в боротьбі між людиною і природою, стають на бік людини і допомагають їй підкорити для її користування елементи природи, що опираються». До оборотного або пасивного капіталу вчений відносив «матеріали, що обробляються інструментами», при чому «не тільки та необроблена речовина, з якої починається виробництво, а й продукти, що переходять у незакінченому стані з однієї виробничої групи до іншої» [136]. Таким чином вчений притримувався матеріалістичного погляду на сутність капіталу.

Американський вчений-економіст неокласичного напрямку І. Фішер трактував капітальне багатство як «ті частини матеріального всесвіту, які в будь-який час перебувають під владою людини». При цьому капітал розглядався в трьох сенсах:

1. Капітальне майно – уречевлені капітальні блага.
2. Капітальна вартість.
3. «Бажаність (цінність) капіталу» – суб'єктивний капітал.

У будь-якому з цих сенсів І. Фішер вбачав капітал у якості «очікуваного доходу, який складається з потоку послуг або їх вартості». За наведеним підходом причинність руху вартості полягає не від капіталу до доходу, а від доходу до капіталу; не від теперішнього до майбутнього, а від майбутнього до теперішнього [193].

Один з найвідоміших та найбільш авторитетних економістів ХХ століття Дж. М. Кейнс описував капітал як «річ, яка протягом свого існування приносить дохід своїй початковій цінності» [175, с. 69]. Він стверджував, що «єдина причина, чому той чи інший вид капіталу дає можливість отримувати протягом терміну його служби дохід, що перевищує своєю величиною його початкову ціну пропозиції, полягає в тому, що він є рідкістю» [175, с. 69]. Отже, Дж. М. Кейнс не ототожнював капітал з чимось виключно матеріальним, а ключовим його атрибутом вважав притаманну йому здатність приносити дохід.

Представник неокейнсіанства, англійський економіст Дж. Хікс розглядав капітал у формі «грошового капіталу» в тому сенсі, що являє собою засоби виробництва, які можна позичити [166, с. 141].

Американський економіст, основоположник інституціоналізму Т. Веблен поділяв капітал на реальний – продуктивні матеріальні ресурси, які задіяні в процесі виробництва, та фінансовий або фіктивний – право власності на ресурси завдяки володіння якими отримується прибуток [204].

На нашу думку такий підхід найкраще відображає економічну природу капіталу на сучасному етапі розвитку суспільства.

Також вважаємо необхідним дослідити погляди вітчизняних вчених на природу капіталу. В таблиці 1.1 наведено підходи українських науковців до визначення поняття «капітал».

Таблиця 1.1

#### Підходи вітчизняних науковців до трактування поняття «капітал»

Автор	Трактування
1	2
В. Д. Базилевич	Капітал – це самозростаюча авансована вартість, а також певні вкладення або активи, які уможливають отримання доходу.
С. В. Мочерний	Капітал - це сукупність виробничих відносин капіталістичного способу виробництва, за яких засоби праці, певні матеріальні блага, гроші, об'єкти інтелектуальної власності та різні види цінних паперів тощо є знаряддям експлуатації, привласнення частини чужої не оплаченої праці.
О. Д. Данілов	Капітал – це сукупність ресурсів, наявних у розпорядженні товаровиробника, які можуть бути використані для створення нової вартості та отримання економічної вигоди.
О. Г. Крамаренко, О. Є. Чорна	Капітал — це фінансові ресурси підприємства, необхідні для організації його господарської діяльності і використання в господарському обороті для одержання доходів і прибутку.
Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова	Капітал — це матеріальні засоби і грошові кошти, вкладені в підприємство з метою здійснення підприємницької діяльності.
І. В. Зятковський	Капітал — це сукупність фондів грошових коштів, доходів, відрахувань або надходжень, що перебувають у розпорядженні підприємств.

## Закінчення табл. 1.1

1	2
Л. І. Катан	Капітал – це накопичений шляхом збереження запас благ у формі грошових коштів і капітальних товарів, що залучаються його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з фактором часу, ризику і ліквідності.
О. Г. Біла	Капітал – це сукупні грошові ресурси, що використовуються на підприємстві; авансований у господарську діяльність капітал власний, позичений і залучений у сукупності.
С. М. Клименко	Капітал – це сукупність матеріальних цінностей і коштів, фінансових вкладень і витрат на придбання прав і привілеїв, необхідних для здійснення його господарської діяльності.
А. М. Поддєрьогін	Капітал – це фінансові ресурси, які залучені до господарського обороту, що забезпечує їхній приріст.

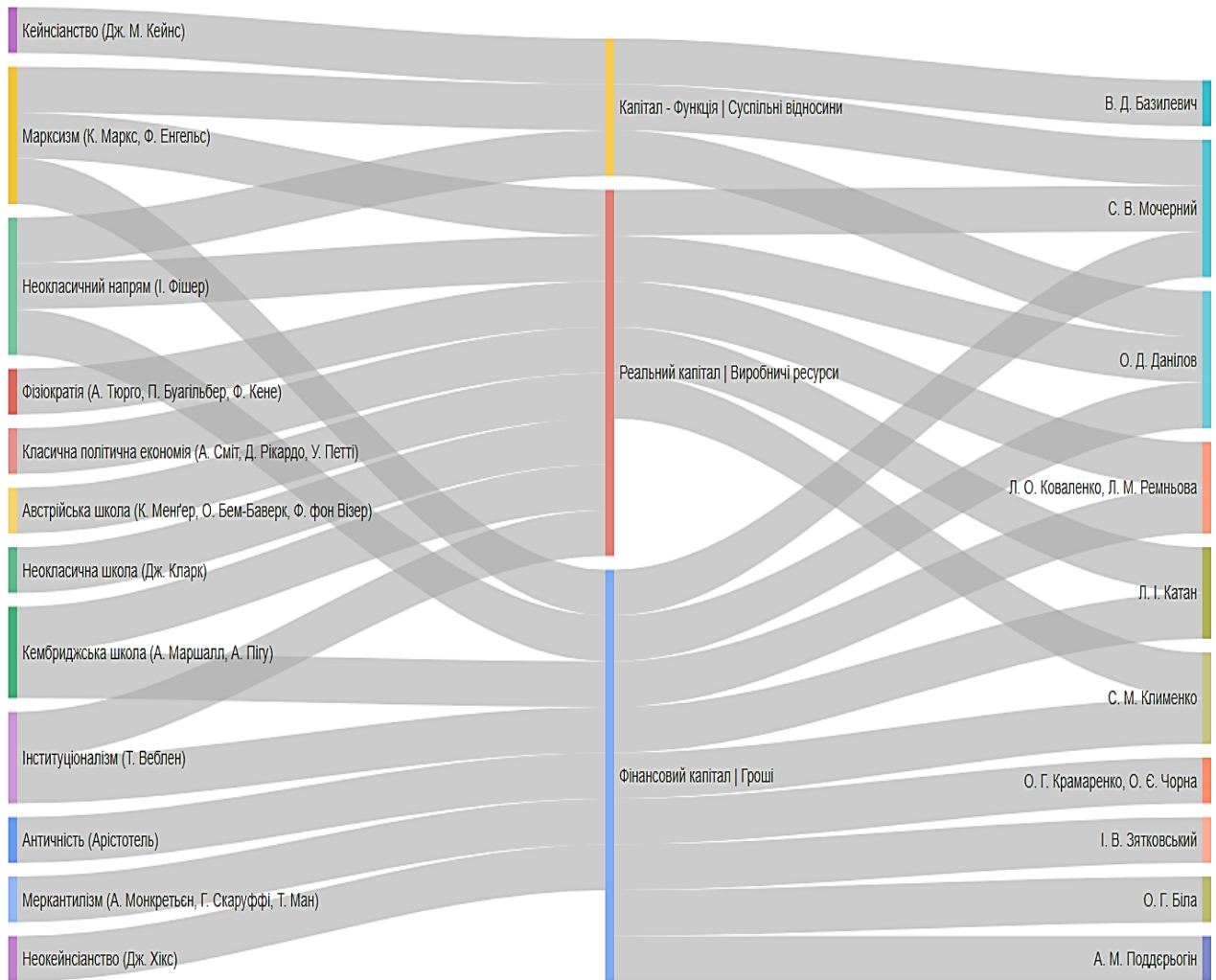
Джерело: складено автором за [10, 14, 33, 48, 50, 52, 53, 60, 89, 95].

Як ми бачимо, єдиного визначення капіталу як в зарубіжній, так і у вітчизняній науковій думці не існує, його трактування залежить від мети з якою використовують дану економічну категорію. Виглядає так, що найвищою класифікаційною ознакою, яка часто переплітається в поглядах науковців та за якою можна поділити підходи до визначення поняття «капітал» є класифікація за формою прояву:

1. Капітал як виробничий ресурс або реальний капітал.
2. Капітал як гроші або фінансовий капітал.
3. Капітал як функція або специфічні суспільні відносини.

Розглянемо погляди на капітал в контексті заданої класифікації у зарубіжних економічних шкіл та вітчизняних вчених на рис. 1.1.

Як ми бачимо на рис. 1.1, в поглядах зарубіжних вчених переважає класифікація капіталу як виробничих ресурсів, в той час як в поглядах вітчизняних вчених переважає класифікація капіталу в якості грошових фондів.



*Рис. 1.1. Погляди вітчизняних вчених та вчених світових економічних шкіл на форму прояву капіталу*

Джерело: узагальнено автором.

В законодавстві України, згідно Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», власний капітал визначається як «різниця між активами і зобов'язаннями підприємства» [100], що, на нашу думку, відповідає матеріалістичному підходу, оскільки базовою величиною є вартість активів, яка є більш мінливою під впливом різних факторів, ніж вартість зобов'язань.

Для ширшого розуміння процесів суб'єктів господарювання та суспільства, до яких залучений капітал, систематизуємо класифікацію його видів з визначеннями в табл. 1.2.

### Класифікація видів капіталу та визначення їх змісту

Характеристика	Вид	Зміст
1	2	3
За типом власності	Власний	Формується за рахунок власних джерел
	Позиковий	Формується за рахунок позикових джерел
За формою власності	Приватний	Формується за рахунок внесків приватних інвесторів
	Комунальний	Формується за рахунок ресурсів громад
	Державний	Формується за рахунок централізованих фондів держави
За формою залучення	Індивідуальний	Формується за рахунок індивідуальних прямих внесків
	Пайовий	Формується за рахунок фондів пайових внесків
	Акціонерний	Формується за рахунок продажу акцій
За формою застосування	Виробничий	Задіяний у функціонуванні підприємств виробничої сфери
	Торгівельний	Задіяний у функціонуванні підприємств торгівельної сфери
	Фінансовий	Задіяний у функціонуванні банків, страхових компаній та інвестиційних фондів
За терміном залучення	Довгостроковий	Залучається на строк більше 1 року або 1 операційного циклу
	Короткостроковий	Залучається на строк менше 1 року або 1 операційного циклу
За способом перенесення вартості на кінцевий продукт	Основний	Переносить вартість на готовий продукт частково у вигляді амортизаційних відпрахувань протягом терміну корисного використання
	Оборотний	Переносить ва вартість на виготовлений продукт повністю і використовується лише впродовж 1 операційного циклу
За значенням у створенні та перерозподілі доданої вартості	Реальний	Безпосередньо залучений у створенні доданої вартості
	Фіктивний	Формує ресурсну базу для створення доданої вартості при залученні і відображає ринкову оцінку компанії в подальшому
За типом вигодонабувачів	Індивідуальний	Приносить вигоду окремому інвестору
	Колективний	Приносить вигоду групі осіб через інвестиційний або пайовий фонд
	Суспільний	Приносить матеріальні або нематеріальні вигоди всьому суспільству або окремій його групі

## Закінчення табл. 1.2

1	2	3
За масштабом функціонування	Домогосподарства	Формується та використовується на рівні окремого домогосподарства
	Компанії	Формується та використовується на рівні окремого підприємства або їх групи
	Регіону	Задіяний у функціонуванні суб'єктів господарювання та інституцій регіону
	Національний	Задіяний у функціонуванні суб'єктів господарювання та інституцій країни
	Міжнародний	Задіяний у функціонуванні наднаціональних суб'єктів господарювання та інституцій
За статтями фінансового обліку	Зареєстрований	Статутний, пайовий та інші внески засновників
	Капітал у дооцінках	Вартісний ефект переоцінки активів
	Додатковий	Емісійний дохід, додатково вкладені кошти або безоплатно отримані активи, курсові різниці
	Резервний	Сформований резерв, відповідно до політик
	Нерозподілений	Накопичений прибуток або збиток діяльності
	Вилучений	Вилучені акції, вклади та паї
	Неоплачений	Зареєстрований, але неоплачений капітал
	Забезпечення майбутніх виплат	Забезпечення виплат за відпустками, пенсійними платежами, гарантійними зобов'язаннями, призовими фондами та іншими виплатами
	Цільові надходження	Державні субсидії, благодійна допомога та інші цільові надходження

Джерело: узагальнено автором.

Як бачимо з табл. 1.2, капітал має багато видів та форм прояву, що дозволяє зробити висновок про його важливе місце в суспільно-економічних відносинах на сучасному етапі розвитку.

Переходячи до огляду трактувань поняття «капіталізація», варто зазначити, що оскільки поняття є похідним від економічної категорії «капітал», то як і базова дефініція також розглядається в різних контекстах та формах прояву.

В законодавстві України поняття капіталізація визначено в постанові Кабінету міністрів України № 1440, згідно із згаданим положенням капіталізація - це визначення вартості об'єкта оцінки на підставі очікуваного

доходу від його використання. Капіталізація може здійснюватися із застосуванням ставки капіталізації (пряма капіталізація) або ставки дисконту (непряма капіталізація чи дисконтування) [101].

В довіднику «Словник сучасної економіки Макміллана» термін капіталізація трактується як конвертація чистого нерозподіленого прибутку або резервів в емітований акціонерний капітал [108, с. 212].

С. В. Мочерний в «Економічній енциклопедії» визначає капіталізацію як використання частини додаткової вартості на розширення капіталістичного виробництва, а також процес вкладання частини доходів у цінні папери й отримання на них прибутку в формі відсотка капіталізації [89].

В даних визначеннях капіталізація розглядається як процес перенесення доданої вартості, згенерованої реальним капіталом у його розширення або у фіктивний капітал для отримання доходів власниками цінних паперів компанії.

Переважає кількість зарубіжних авторів визначають капіталізацію як величину, що виведена шляхом множення ринкових котирувань акцій на їх кількість.

Зокрема, П. Павоне зазначає, що капіталізація компанії - це добуток ціни акції на кількість випущених і розміщених на фондовій біржі акцій. Сума капіталізації компаній, що котируються на ринку, дорівнює загальній капіталізації цього фінансового ринку [188].

За таким підходом капіталізація виступає динамічною величиною, яка змінюється в залежності від поточної ціни та кількості акцій, що перебувають в обігу в конкретний момент часу.

К. Маркс розглядав капіталізацію як процес, в другому томі «Капіталу» він зазначав, що «..в нормальних умовах одна частина додаткової вартості завжди мусить витрачатися як дохід, а друга капіталізуватися», а також по відношенню до власників капіталу стверджував наступне - «щоб акумулювати капітал, він мусить насамперед деяку частину додаткової вартості, що до нього допливає з циркуляції, вилучати з циркуляції в грошовій формі і збільшувати її

як скарб доти, доки вона дійде розмірів, потрібних для того, щоб поширити старе підприємство або відкрити нове поряд старого [74].

У. А. Мортон Однією з назв методу приведення майбутніх доходів до теперішньої вартості є «теорія капіталізації економічної вартості» [180].

В. Г. Андрійчук трактує капіталізацію як процес інтенсивного нарощування капіталу галузі з метою підвищення його продуктивності шляхом капіталізації власних доходів сільськогосподарських товаровиробників, вливання капіталу з інших сфер економіки, залучення інвестицій та руху капіталу всередині галузі від менш ефективних власників до ефективніших [4].

О. Барановський трактує капіталізацію у формі сталої величини і трактує її як показник, що розраховується множенням загальної кількості акцій даного емітента на середню ціну кращих котирувань акції на купівлю і продаж [12].

Л. М. Пронько дотримується підходу до капіталізації як дисконтованої вартості майбутніх грошових потоків і визначає капіталізацію як «оцінка вартості підприємства, земельної ділянки, цінних паперів та іншого майна, шляхом визначення суми очікуваного доходу за період, протягом якого планується його використання» [102].

А. А. Гриценко дотримується підходу до капіталізації як процесу перетворення ресурсів у авансовану вартість для отримання майбутніх економічних вигід, визначаючи капіталізацію як перетворення будь-яких ресурсів у вартість, здатну продукувати нову вартість [25].

Визначені напрямки умовно можна поділити на такі, які описують капіталізацію як величину та такі, які описують капіталізацію як процес. На рис. 1.2 згруповано та наведено базові напрямки форм прояву капіталізації.

Таким чином, систематизація існуючих наукових поглядів на економічну категорію «капіталізація» дала нам можливість сформулювати власне її трактування, ми вважаємо, що капіталізація - це процес авансування ресурсів, управління ними та ефективністю роботи підприємства в рамках операційної діяльності з метою нарощування його ринкової вартості, дійсної вартості активів, конкурентоспроможності та фінансової стійкості.





*Рис. 1.2 Базові напрямки форм прояву капіталізації*

Джерело: узагальнено автором

Переважна більшість антропогенних процесів піддаються управлінню.

С. Приживара визначає управління як вид діяльності, предметом якої є діяльність інших людей і метою якої є розвиток об'єкта управління [98].

Наше бачення взаємозв'язків між складовими елементами процесу капіталізації систематизовано та наведено на рис. 1.3.

Отже, проведені дослідження дозволили нам сформувані наступні підходи до розуміння сутності економічної категорії капіталізації компанії:

- капіталізація, як сукупна балансова вартість матеріальних та нематеріальних активів;
- капіталізація, як сукупна ринкова вартість емітованих акцій;
- капіталізація, як дисконтована вартість майбутніх грошових потоків;
- капіталізація, як авансування ресурсів в інструменти надходження майбутніх економічних вигід;
- трансформація доходів від діяльності підприємства в капітал.

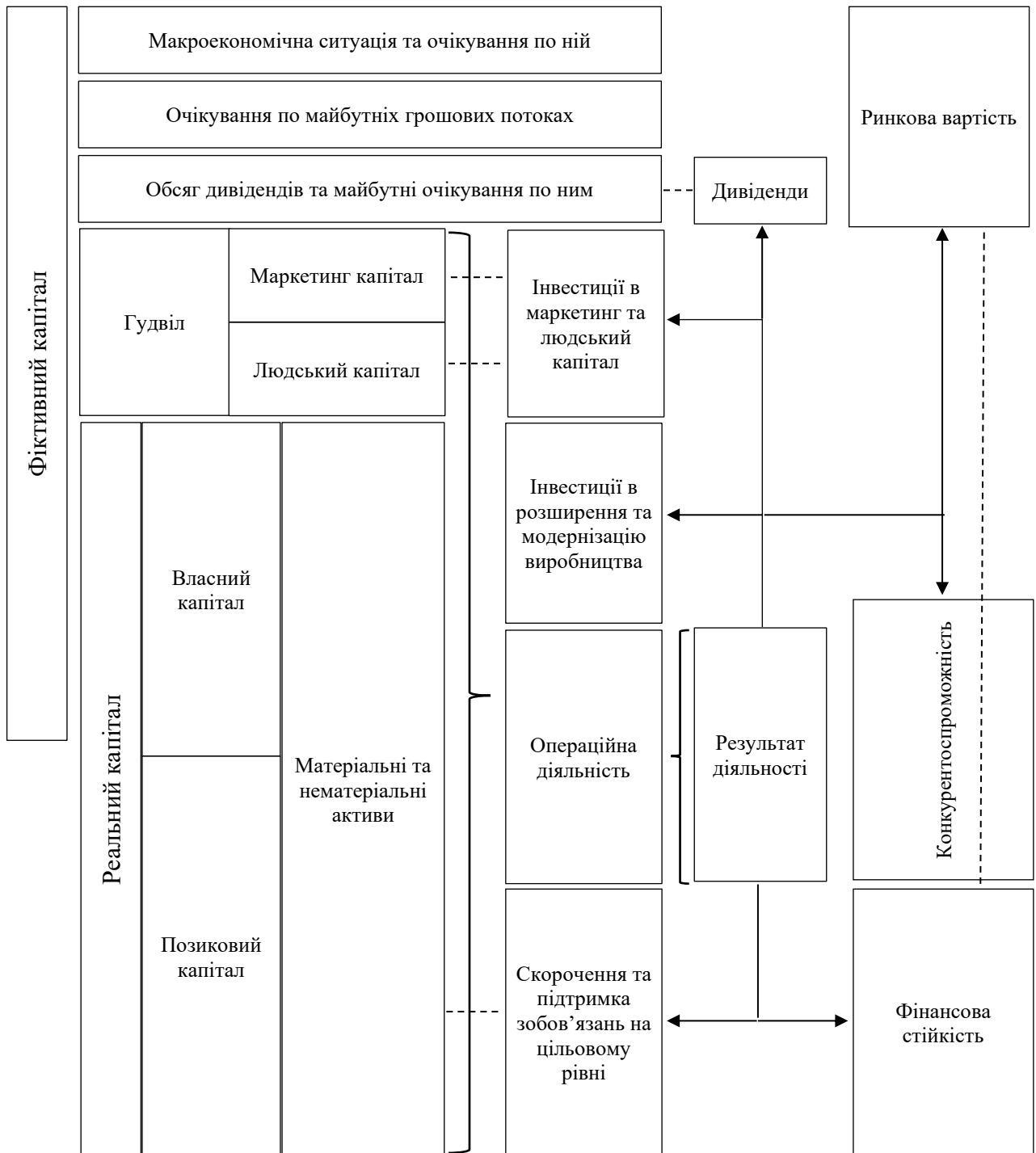


Рис. 1.3. Взаємозв'язок складових елементів капіталу

Джерело: розроблено автором.

Така різноманітність підходів до визначення сутності категорії капіталізація пов'язано, на нашу думку, передусім, з комплексністю даного поняття, яке охоплює велику кількість процесів та показників, що мають відношення до різних аспектів господарської діяльності підприємства впродовж усього його життєвого циклу.

Нами сформульовано власне бачення визначення поняття «капіталізація», яке уточнює існуючі підходи до визначення даної економічної категорії та розглядає її в якості комплексного процесу, який охоплює етапи від авансування капіталу до управління ефективністю його використання направленою на зміцнення фінансової стійкості компанії та нарощування її вартості.

Наведена схема взаємозв'язку між реальною та фіктивною капіталізацією дозволить узагальнити та систематизувати чинники впливу на реальну та фіктивну капіталізацію та може бути базою для формування відповідних стратегій нарощування ринкової вартості, фінансової стійкості та конкурентоспроможності підприємства.

## **1.2. Джерела формування капіталу та види капіталізації**

Одним з головних завдань, які стоять перед компанією, незалежно від етапу її розвитку чи форми власності, є необхідність формування капіталу та управління ним в процесі господарювання. Перед управлінським складом підприємства та стейкхолдерами постає завдання з визначення оптимальних джерел формування капіталу, пошуку та залучення фінансових ресурсів. Також важливим елементом управління компанією є пошук підходів для збільшення її вартості. Для досягнення поставлених завдань, на нашу думку, потрібно детально дослідити існуючі джерела формування капіталу, їх переваги та недоліки, а також проаналізувати види капіталізації, як джерела нарощування вартості компанії.

Незалежно від того через призму якої форми прояву чи сутності розглядається термін капіталізація, спільним є те, що базовою величиною яка перебуває в русі, трансформується та якою управляють з метою нарощування є капітал. Формування капіталу відбувається за рахунок різного роду фінансових ресурсів як на початковому етапі формування підприємства так і впродовж усього періоду його діяльності, а джерела формування капіталу – важливий аспект для розуміння рухів фінансових ресурсів у макро- та мікроекономічних структурах.

Розглянемо теоретичні підходи вітчизняних науковців до класифікації джерел формування фінансових ресурсів підприємств.

А. М. Поддєрьогін класифікує джерела формування фінансових ресурсів суб'єктів господарювання за таким основними ознаками:

1. Ресурси, що формуються під час заснування підприємств.
2. Ресурси, що формуються за рахунок власних і прирівняних до них коштів.
3. Ресурси, що мобілізуються на фінансовому ринку.
4. Ресурси, що надходять за результатом розподілу грошових надходжень [96].

З метою систематизації джерел формування ресурсів суб'єктів господарювання, складові частини власного та позикового капіталу можна поділити на дві базових групи надходжень за напрямками: внутрішні та зовнішні, джерела яких в свою чергу поділяються за періодом вкладення на безстрокові, довгострокові та короткострокові.

Розглянемо склад, структуру та основні джерела формування капіталу компаній у табл. 1.3.

Таблиця 1.3

### Склад, структура та джерела формування капіталу

Тип власності	Напрямок надходження	Період вкладення	Джерело формування
1	2	3	4
Власний капітал	Зовнішній	Безстроковий	Первинні та додаткові внески засновників
			Капітал від первинного розміщення цінних паперів (IPO)
			Додаткова емісія акцій (SPO)
			Внутрішньогрупові операції
			Надходження від участі в капіталі інших компаній
	Внутрішній		Кошти державної підтримки та цільових асигнувань
			Нерозподілений прибуток, спрямований на капіталізацію
			Зміни в капіталі від переоцінки вартості запасів, основних засобів та нематеріальних активів
			Продаж активів

Закінчення табл. 1.3

1	2	3	4
Позиковий капітал	Зовнішній	Довгостроковий	Довгострокові кредити банків
			Довгострокові облігаційні позики
			Довгострокові кредити небанківських фінансових установ
			Довгострокові державні кредити
			Довгострокові лізингові зобов'язання
		Короткостроковий	Короткострокові банківські кредити
			Кредиторська заборгованість перед постачальниками
			Короткострокові кредити небанківських фінансових установ

Джерело: узагальнено автором.

Розглянемо кожне з джерел наведених в табл. 1.3 більш детально для розуміння їх суті та мети, з якою вони залучаються.

Згідно з МСФЗ 9 та МСБО 32, власний капітал класифікується як будь-яка сума вкладень, яка вираховується як залишкова частка в активах суб'єкта господарювання після вирахування всіх його зобов'язань [169]. Власний капітал є базовим джерелом фінансування підприємства, а його величина та відношення до позикового капіталу - одними з важливих показників фінансової стійкості.

Власний капітал є безстроковим джерелом фінансування та за напрямком надходження поділяється на зовнішній – внесень фінансових ресурсів ззовні, та внутрішній – капіталізовані фінансові результати господарської діяльності, переоцінка та продаж активів.

Розглянемо детальніше зовнішні джерела формування власного капіталу.

Первинні та додаткові внески засновників у формі грошових внесків, вкладень у майно, майнові цінності або нематеріальні ресурси є основною складовою в структурі власного капіталу непублічних компаній та основним джерелом їх фінансування на етапі створення компанії.

Первинне розміщення цінних паперів (ІРО) також є одним із способів залучення капіталу компанії. При ІРО компанія випускає нові акції на фондовому ринку та продає їх інвесторам, отримуючи при цьому ресурси для розвитку

бізнесу. IPO може бути способом отримати додатковий капітал, котрий необхідний для розширення діяльності - придбання конкурентів, запуску нових продуктів або проєктів. При проведенні IPO та виході на фондовий ринок компанія отримує доступ до більш широкої бази інвесторів, проте даний процес може бути складним та витратним. Крім того, компанія, яка прагне провести первинне розміщення акцій має бути готова до дотримання суворих фінансових регуляторних норм, публічному розкриттю своїх фінансових та операційних результатів. За 2 роки до проведення IPO та після нього компанія стає зобов'язана надавати публічно доступну звітність, а також слідкувати за відповідністю законодавчим вимогам.

На нашу думку, переваги IPO повністю компенсують недоліки його проведення і серед внутрішніх джерел залучення капіталу даний вид фінансування є найбільш оптимальним для великих компаній, хоч і слід відзначити високу вартість на залучення ресурсів через дане джерело фінансування. Як приклад, розглянемо витрати пов'язані з виходом та перебуванням на найбільш популярних серед українських компаній фондових біржах. Так, витрати на розміщення та перебування цінних паперів на Лондонській фондовій біржі складаються з комісії за допуск та щорічну комісію за перебування на біржі. Біржа стягує комісію за допуск за формулою, яка базується на ринковій капіталізації компанії на день допуску. Наприклад, компанія з ринковою капіталізацією 50 млн. фунтів стерлінгів (приблизно 63,8 млн. дол. США) сплатить внесок у розмірі 42 590 фунтів стерлінгів (приблизно 54 400 дол. США). Компанія з ринковою капіталізацією 750 млн. фунтів стерлінгів (приблизно 957,7 млн. дол. США) сплатить внесок у розмірі 135 300 фунтів стерлінгів (приблизно 172 800 доларів США). Також Лондонська фондова біржа стягує річну комісію за формулою, яка базується на ринковій капіталізації компанії на момент закриття торгів в останній робочий день вересня попереднього року. Наприклад, компанія з ринковою капіталізацією до 250 млн. фунтів стерлінгів (приблизно 319,25 мільйона доларів США) сплачуватиме щорічний внесок у розмірі 9 000 фунтів стерлінгів (приблизно 11 500 доларів

США). Компанія з ринковою капіталізацією, що перевищує 250 млн. фунтів стерлінгів, сплачуватиме надбавки до 31,50 фунтів стерлінгів (приблизно 40,25 доларів США) за мільйон до максимальної сукупної комісії в 105 000 фунтів стерлінгів (приблизно 134 100 дол. США) [152].

Для порівняння, витрати пов'язані з виходом та перебуванням на Варшавській фондовій біржі також складаються з комісії за допуск та щорічну комісію за перебування на біржі. Управління фінансового нагляду Польщі стягує одноразову плату за затвердження проєкту – еквівалент 6 000 євро в злотих (приблизно 6 600 дол. США). Варшавська фондова біржа стягує одноразову комісію за допуск акцій до лістингу. На початковому рівні ця плата за вхід складається з фіксованої плати у розмірі 6 000 злотих (приблизно 1 480 доларів США) та пропорційної плати, сума якої коливається від 8 000 злотих (приблизно 1 975 дол. США) до 96 000 злотих (приблизно. 23 500 дол. США), залежно від вартості акцій, які будуть виставлені на торгівлю (0,03% від їх ринкової вартості). На другому рівні стягується тільки фіксована плата в розмірі 6 000 злотих (приблизно 1 480 доларів США). Управління фінансового нагляду Польщі та Варшавська фондова біржа також стягують щорічні збори за лістинг акцій. Комісія Управління фінансового нагляду Польщі стягується лише з компаній, які мають зареєстровані офіси в Польщі та не перевищує 0,01% від капіталу, зазначеного в їх останньому річному фінансовому звіті, коливається від мінімального еквівалента в злотих 1 500 євро (приблизно 1 650 дол. США) до максимум 30 000 євро в еквіваленті злотих (приблизно 33 100 дол. США). Для первинного рівня комісія Варшавської фондової біржі становить 0,015% від ринкової вартості акцій у діапазоні від мінімум 4 000 злотих (приблизно 988 дол. США) до максимуму 48 000 злотих (приблизно 11 850 дол. США) за перший рік лістингу та 0,02% від ринкової вартості акцій у діапазоні від мінімум 9 000 злотих (приблизно 2 220 дол. США) до максимум 70 000 злотих (приблизно 17 285 дол. США) на наступні календарні роки лістингу. Для вторинного рівня ця комісія становить 1 500 злотих (приблизно 370 доларів США) за перший рік лістингу та 0,02% від ринкової вартості в діапазоні від мінімум 3 000 злотих (приблизно 740 дол. США) до

максимум 8 000 злотих (приблизно 1 975 дол. США) за наступні календарні роки розміщення в списку. Крім того, якщо середня ціна однієї акції в попередньому кварталі була меншою за 0,50 злотих (приблизно 0,12 дол. США), сплачується додаткова щоквартальна доплата в розмірі 10% від відповідної річної комісії [153].

Як бачимо, витрати на залучення капіталу шляхом емісії, розміщення та перебування на Варшавській фондовій біржі є нижчими за такі витрати на Лондонській фондовій біржі, що є вагомим фактором для вибору біржі для проведення IPO.

Додаткова емісія акцій (SPO) – це процес випуску нових акцій на фондовому ринку і залучення коштів від інвесторів компаніями, котрі вже провели первинне розміщення. Даний процес може бути контрольованим або неконтрольованим. Контрольована емісія передбачає випуск компанією акцій з попередньо визначеними ціною та кількістю, в той час як неконтрольована емісія проводиться без попередньо визначених ціни та кількості. SPO як джерело залучення власного капіталу також має свої переваги та недоліки. До основних переваг можна віднести можливість залучення більшої суми капіталу без потреби в залученні позикових інструментів, а також як одне з складових механізму підвищення капіталізації та розміру компанії, в той час як недоліки SPO полягають у ризику зниження ціни акцій на ринку, а також «розмивання» капіталу інвесторів, які вже володіють акціями.

Внутрішньогрупові операції – це такі економічні операції, які відбуваються в рамках однієї групи підприємств між материнським та дочірніми або між дочірніми компаніями однієї групи. За своєю природою внутрішньогрупові операції поділяються на такі, які пов'язані з внутрішньогруповими розрахунками та внутрішньогруповими результатами від продажу активів. В Міжнародному стандарті фінансової звітності (МСФЗ) 10 «Консолідована фінансова звітність» материнське підприємство визначається як «Суб'єкт господарювання, який контролює одного або декількох суб'єктів господарювання», а дочірнє підприємство як «Суб'єкт господарювання, який контролюється іншим суб'єктом господарювання» [85].



Надходження від участі в капіталі інших компаній полягає в отриманні компанією доходів від інвестицій у інші компанії. Надходження з даного джерела капіталу формуються за рахунок розподілу дивідендів на акції інших компаній, якими володіє компанія, яка їх отримує, а також прибуток від продажу акцій інших компаній.

Кошти державної підтримки та цільові асигнування зазвичай виділяються компаніям, які виготовляють суспільно значущі товари або послуги. Агропромислові компанії, зокрема, забезпечують продовольчу безпеку суспільства і тому, досить часто держава запроваджує програми цільових субсидій для підтримки їх діяльності та стримування цін на соціально необхідні товари.

Одним з основних внутрішніх джерел нарощування капіталу компанії є нерозподілений прибуток – фінансовий результат діяльності компанії за період, який не був розподілений між акціонерами у вигляді дивідендів, а залишився у компанії для використання.

Переоцінка вартості запасів, основних засобів та нематеріальних активів може призводити до змін в капіталі компанії. В разі якщо вартість активів переоцінюється у вищу сторону, це може призводити до нарощування капіталу, а якщо вартість переоцінюється в нижчу сторону, то навпаки – до зменшення капіталу.

Додатковим джерелом капіталу може виступати продаж активів в умовах, якщо реалізація відбувається за вартістю, що є вищою за поточну балансову вартість, оскільки в результаті продажу відбувається лише зміна форми виробничих ресурсів на більш ліквідну – грошові кошти або їх еквіваленти, і лише у випадку продажу за вищою вартістю відбувається зростання обсягу власного капіталу.

Крім джерел, що акумулюють власний капітал значним джерелом формування ресурсів компанії є довгострокові та короткострокові позикові джерела формування капіталу, розглянемо їх детальніше.

Довгострокові кредити банків, небанківських фінансових установ полягають у залученні капітальних ресурсів на поворотній основі на термін довше одного року. Довгострокові кредити можуть мати нижчу відсоткову ставку, ніж короткострокові, проте зазвичай вимагають більшого забезпечення та документації.

Довгострокові державні кредити аналогічно з довгостроковими кредитами банків та небанківських установ залучаються на термін довше одного року, вони можуть бути цільовими - для фінансування визначених державною програмою фінансування проєктів, а також нецільовими – для підтримки пріоритетних галузей економіки та суб'єктів підприємництва. Відсоткова ставка при цьому є мінімальною або взагалі нульовою, проте держава може здійснювати контроль над дотриманням цільового характеру використання коштів, що створює додаткове адміністративне навантаження на адміністрування та бізнес-процеси компанії.

Актуальним прикладом державного кредитування є програма «Доступні кредити 5-7-9» через яку протягом 2022 року понад 34 тис. суб'єктів господарювання в аграрній галузі залучили кредитів більш ніж на 66,5 млрд грн. В межах програми залучають кредити від 100 тис. до 90 млн грн, відсотки становлять від 0 до 9 % [78].

До довгострокових джерел залучення капіталу також відносяться зобов'язання за правами на використання лізингових активів. З 2016 р. Рада з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку запровадила новий Міжнародний стандарт фінансової звітності (МСФЗ) 16 «Оренда», який суб'єкти господарювання в обов'язковому порядку почали застосовувати з 1.01.2019 р. [86]. Новий стандарт зобов'язав відображати в балансі підприємства суми як фінансової, так і операційної оренди, яка до прийняття стандарту обліковувалась лише в складі витрат. Такий підхід зробив порівнянними дані різних компаній, проте значною мірою здійснив вплив на показники фінансової стійкості та рентабельності, котрими підприємства керувались до прийняття стандарту та нормативні показники яких, за нових умов, варто переглянути.

Як ми вже зазначали в основі капіталізації лежить капітал і дослідивши джерела формування капіталу варто відзначити, що більшість з наведених джерел виступають в якості основи формування та забезпечення реальної капіталізації компанії. Проте деякі з джерел, як от IPO та SPO формують двоїстий характер капіталізації - відбувається залучення ресурсів за рахунок яких можуть бути придбані реальні активи, що забезпечуватимуть реальну капіталізацію, але, в той же час в подальшому формується цінність для акціонерів, яка не відображається у вигляді певної суми або статті бухгалтерського балансу підприємства. В таких випадках йде мова про фіктивну вартість, яка складає основу формування та нарощування фіктивної або маркетингової капіталізації.

Слід уточнити, що виходячи з нашого підходу до розуміння поняття «капіталізація», нарощування ринкової вартості компанії та дійсної вартості її активів є одними з ключових завдань цього процесу.

Розглянемо існуючі підходи науковців до розуміння сутності фіктивної вартості компанії та факторів, що на неї впливають, перш ніж переходити до дослідження та систематизації видів та форм капіталізації.

К. Маркс у третьому томі "Капіталу" розкрив категорії оманливої соціальної вартості, як протиположності реальній вартості. В класичній економічній теорії реальна вартість і реальний капітал протиставляються оманливій або фіктивній вартості або фіктивному капіталу. Однак дані терміни належать до загального процесу утворення ринкової вартості, яка складається із реальної та фіктивної частин. "Перед нами визначення (ринкової ціни) ринкової вартості в тому її вигляді, якою вона на базі капіталістичного способу виробництва проявляє себе за допомогою конкуренції; ця остання породжує оманливу суспільну вартість" [75].

Д. Розенберг, підсумовуючи бачення К. Маркса стосовно фіктивного капіталу, зазначає, що "фіктивний капітал характеризується наступними ознаками:

- 1) Він являє собою посягання на частину додаткової вартості у формі регулярного грошового доходу (відсотка);

2) Це домагання являється предметом купівлі-продажу і є особливим товаром;

3) Ціна цього особливого товару є не що інше, як капіталізація принесеного ним доходу;

4) За умови стабільності останнього ціна фіктивного капіталу регулюється нормою відсотка" [104, с. 687].

Р. Гільфердінг у своїй праці «Фінансовий капітал» розкрив основні відмінності між позичковим та фіктивним капіталом [167]. Він поділив цінні папери, під якими розумів будь-який вид сертифіката, котрий представляє грошові суми, на кілька основних груп:

1. Свідоцтва про заборгованість або кредитні сертифікати, що містять відомості про грошову суму на яку вони видані, основним прикладом такого документа є переказний вексель.

2. Свідоцтва або сертифікати, котрі репрезентують не грошову суму, а право на отримання доходу.

Останню групу, в свою чергу, Р. Гільфердінг додатково розділяв на дві наступні підгрупи:

- Папери з фіксованим відсотком, як от боргові зобов'язання або державні облігації.

- Дивідендні сертифікати (акції).

Відмінність першої групи від другої полягає в тому, що основною характеристикою інструментів першої групи є сума грошей або номінал, який вони представляють. Грошові кошти фактично були позичені і приносять відсотки протягом визначеного терміну після завершення котрого основна сума погашає номінал, тобто з рештою позикодавець має чітке розуміння суми на яку він має право та термін її виплати. Інструменти другої групи, наприклад, акції компанії, забезпечують право їх власнику на частину майбутнього прибутку у вигляді дивідендів, кошти, які були передані акціонером в момент купівлі зазвичай використовуються для вкладення в продуктивні ресурси компанії і переходять у власність продавців цих ресурсів, відтак акціонер втрачає прив'язку

до початкового номіналу акції і повернення початково вкладеної суми коштів не передбачається на будь-якому етапі володіння цінним папером. В подальшому котирування акції може змінюватись в залежності від багатьох факторів, які і впливають на подальшу капіталізацію та формування змін у фіктивному капіталі.

Забезпечення стійкого постійного та збалансованого розвитку підприємства ефективно використовуючи усі види наявних ресурсів та підтримуючи оптимальну незалежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування створює сприятливі передумови до зростання ринкової вартості його акцій, що є однією з ключових задач функціонування компанії. Задля виконання вищезазначеного завдання, менеджмент компаній має контролювати та управляти всіма складовими частинами, формами та видами капіталізації. Розглянемо види, класифікаційні ознаки капіталізації та зміст їх розуміння у табл. 1.4.

Таблиця 1.4

### Класифікація видів та форм капіталізації

Характеристика	Вид капіталізації	Зміст поняття
За формою прояву	Реальна	Формується за рахунок дійсної вартості авансованих ресурсів та нарощується через прибуток, що згенерований у результаті діяльності компанії
	Маркетингова / Нематеріальна	Формується за рахунок переоцінки поточної та очікуваної вартості нематеріальних активів
	Ринкова / Фіктивна	Формується на фондовому ринку за рахунок зміни котирувань на акції компанії
За об'єктом	Активів	Формується за рахунок нарощування вартості необоротних активів
	Пасивів	Формується за рахунок збільшення частки довгострокових джерел фінансування в структурі пасивів
	Результату діяльності	Формується в результаті повного або часткового реінвестування фінансового результату діяльності в результаті збільшення доходів та/або скорочення витрат
За напрямком відтворення	Факторів виробництва	Формування доданої вартості як наслідок удосконалення виробничого устаткування
	Процесу виробництва	Формування доданої вартості як наслідок удосконалення виробничого процесу
	Результатів виробництва	Формування доданої вартості як наслідок дослідження вподобань споживачів та удосконалення характеристик продукції

## Закінчення табл. 1.4

За рівнем формування	Фізичної особи	Формується за рахунок ресурсів, наявних на кожному окремо взятому рівні агрегування
	Домогосподарства	
	Компанії	
	Галузі економіки	
	Фондового ринку	
	Регіону	
	Країни	
Світова		
За напрямком змін	Зростаюча	Формує нарощування вартості та зростаючий тренд капіталізації
	Спадаюча	Формує зниження вартості та спадаючий тренд капіталізації
За характером змін	Статична	Формує стійку динаміку змін
	Динамічна	Формує змінну динаміку змін
За способом оцінки	Балансова	Формується в результаті змін в обліковій вартості за рахунок додатково вкладених коштів, нерозподіленого прибутку та/або дооцінки активів
	Ринкова	Формується в результаті змін в ринковій вартості за рахунок збільшення/зниження котирувань акцій
	Розрахункова	Формується в результаті змін в очікуваній розрахунковій вартості
За способом формування	Зовнішня	Формується за рахунок авансування коштів із зовнішніх джерел у ресурси, які приносять економічні вигоди
	Внутрішня	Формується за рахунок трансформації прибутку, отриманого в результаті діяльності компанії в капітал
За джерелом формування	Навичок	Формується за рахунок людського капіталу
	Засобів виробництва	Формується в результаті отримання доданої вартості шляхом переробки та трансформації матеріальних ресурсів
	Бренду	Формується в результаті отримання доданої вартості за рахунок готовності споживачів платити більше при купівлі продукції відповідної торгової марки
	Фінансових ресурсів	Формується в результаті отримання доходів в результаті вкладання вільних коштів у фінансові інструменти
	Соціальна	Формується в результаті отримання вищих доходів за рахунок соціального капіталу

Джерело: узагальнено автором.

Як бачимо, науковою спільнотою вже сформовано значну кількість класифікаційних ознак та видів капіталізації. Ми пропонуємо доповнити класифікаційну матрицю капіталізації за способом формування:

- зовнішня капіталізація;
- внутрішня капіталізація.

Ми вважаємо, що зовнішня капіталізація відбувається за рахунок додаткового авансування ресурсів в інструменти для зростання початково авансованої вартості.

Під внутрішньою капіталізацією пропонуємо розуміти процес трансформації доданої вартості, що була сформована за рахунок ресурсів існуючих на початку циклу діяльності, та приєднання її до ресурсів для отримання доходу в наступному циклі діяльності.

З метою акцентування уваги на можливих напрямках інвестування пропонуємо доповнити класифікацію видів та форм капіталізації характеристикою за джерелом формування:

- капіталізація навичок;
- капіталізація засобів виробництва;
- капіталізація фінансових ресурсів;
- соціальна капіталізація.

Капіталізація навичок полягає в здобутті необхідних здібностей та досвіду для підвищення вартості власної праці на ринку трудових ресурсів, капіталізація з джерелом надходження від навичок має певне обмеження у вигляді спадної граничної корисності, після досягнення якої має сенс зміщувати увагу на інші джерела.

Капіталізація засобів виробництва полягає в отриманні та трансформації доходів від виготовленої продукції або наданих послуг у капітал за рахунок вкладень у виробничі ресурси та використання їх в подальших операційних циклах.

Капіталізація бренду являє собою додану вартість, що отримується від продажу споживачам продукції з вищою націнкою і, відповідно, готовності покупців платити за товар відповідної торгової марки більше через переконання у відповідних перевагах над конкурентами. Цей ефект сприяє забезпеченні більш високій маржинальності продукції та рентабельності діяльності, а також зростанню оціночної та ринкової вартості компанії.

Капіталізація фінансових ресурсів полягає в отриманні доходів від заощаджень та відбувається в результаті вкладень вільних коштів населення або господарюючих суб'єктів у фінансові інструменти, які дозволяють перерозподіляти та збалансовувати концентрацію капітальних ресурсів в економіці.

Соціальна капіталізація полягає в отриманні та реінвестуванні додаткових доходів в результаті зростання попиту на продукцію або послуги компанії або особистості, що здійснює проекти соціальної відповідальності для підвищення загальної якості життя суспільства загалом або окремих його складових. Прикладом можуть служити проекти з надання гуманітарної допомоги вразливим та постраждалим від війни верствам населення, будівництво або реконструкція рекреаційних об'єктів, а також утримання притулків для домашніх улюбленців.

Отже, проведені дослідження дозволили нам сформувати наступні класифікаційні систему видів капіталізації:

- за формою прояву – реальна, маркетингова та ринкова;
- за об'єктом – активів, пасивів та результату діяльності;
- за напрямком відтворення – факторів виробництва, процесу виробництва та результатів виробництва;
- за рівнем формування – фізичної особи, домогосподарства, компанії, галузі економіки, фондового ринку, регіону, країни та світова;
- за напрямком змін – зростаюча та спадаюча;
- за характером змін – статична та динамічна;
- за способом оцінки – балансова, ринкова та розрахункова.

А також доповнити існуючі класифікаційні ознаки видів капіталізації наступними:

- за способом формування – зовнішня та внутрішня;
- за джерелом формування – засобів виробництва, бренду, фінансових ресурсів та соціальна.



Така різноманітність класифікаційних ознак видів капіталізації свідчить, на наше переконання, передусім, про значне охоплення даною економічною категорією сфер суспільно-економічних відносин.

Доповнені нами класифікаційні ознаки видів капіталізації дозволять ще більш комплексно уточнити сфери застосування даного процесу та більш ефективно розуміти його природу та сутність.

### **1.3. Методологічні підходи до оцінки капіталізації та структури капіталу агропромислових компаній**

Діяльність суб'єктів господарювання нерозривно пов'язана з ресурсами, які вкладені для її започаткування та забезпечення, як правило, з метою отримання економічних вигід в тій чи іншій формі.

В сформульованому та запропонованому нами баченні щодо трактування поняття «капіталізація» зазначається, що ми розглядаємо дану економічну категорію, зокрема, як процес авансування ресурсів з метою нарощування вартості та фінансової стійкості суб'єктів господарювання. Тобто одними з критеріїв ефективності управління капіталізацією, зокрема агропромислових компаній, є ефективно сформована ресурсна база та нарощування їх ринкової вартості.

Агропромисловий комплекс України сформований з малих та середніх господарств, які займаються, вирощуванням сільськогосподарських культур або виробництвом сировинної продукції тваринництва для подальшої реалізації на переробку або кінцевим споживачам, а також з великих агропромислових компаній, які самостійно повністю або частково проводять цикл виробництва сільськогосподарської продукції, її зберігання, переробки, транспортування, реалізації та маркетингової підтримки з метою отримання та акумуляції доданої вартості, яка формується на згаданих етапах циклу.

В свою чергу, ми вважаємо, що управління капіталізацією агропромислових компаній передбачає цілеспрямований вплив на формування ресурсної бази, оптимізацію структури джерел фінансування, аналіз факторів

впливу на ринкову вартість та подальше їх врахування при прийнятті рішень для досягнення стратегічних цілей компанії.

Ресурсною базою для функціонування компанії в сучасній економічній системі є капітал, тобто всі фінансово-економічні ресурси суб'єкта господарювання, втілені в його майно, яке використовується для розширеного відтворення з метою отримання прибутку [120].

Майно, яке використовується для розширеного відтворення з метою отримання прибутку, по своїй суті, з точки зору фінансового обліку є активами, якими володіє суб'єкт господарювання. Вони формуються за рахунок власних, залучених або позичених ресурсів, які для подальшого дослідження будемо ототожнювати з капіталом компанії.

Для більш повного розуміння складових капіталу, розглянемо в табл. 1.5 переваги та недоліки формування ресурсної бази підприємства за рахунок власних та залучених джерел ресурсів.

Таблиця 1.5

### Переваги та недоліки власних та позикових джерел формування капіталу

Тип власності	Джерело формування	Переваги	Недоліки
Власний	Внески засновників	- Простота залучення - Позитивний вплив на ділову репутацію та фінансову стійкість	- Обмеженість залучення розміром власних заощаджень - Негативний вплив на фінансовий леверидж
	Нерозподілений прибуток	- Позитивний вплив на ділову репутацію та фінансову стійкість - Здатність впливати на формування через ефективність діяльності	- Відносно невисока швидкість формування
	Надходження від емісії акцій	- Можливість залучити значні ресурси - Відсутність відсоткових витрат	- Відносно високі витрати на залучення
	Кошти державної підтримки та цільові асигнування	- Відсутність відсоткових витрат	- Можливий контроль за використанням коштів - Необхідність відповідати критеріям для отримання фінансування

Закінчення табл. 1.5

	Результат переоцінки активів	- Отримання додаткових ресурсів без їх залучення ззовні	- Відсутність впливу на формування
	Надходження від продажу активів	- Можливість трансформації неліквідних активів в грошові кошти	- Додаткові ресурси формуються лише при продажу вище балансової вартості
Позиковий	Кредити банків	- Відносна простота залучення	- Необхідність сплачувати відсотки за фінансування - Негативний вплив на фінансову стійкість - Необхідність мати забезпечення позики - Можливість збільшити рентабельність капіталу за рахунок ефекту фінансового левериджу
	Надходження від розміщення корпоративних облігацій	- Можливість залучити кошти без посередників у вигляді банківських установ - Можливість залучити позикові ресурси з нижчими відсотковими витратами	- Необхідність проведення процедури розміщення облігацій - Можливість збільшити рентабельність капіталу за рахунок ефекту фінансового левериджу
	Зобов'язання за лізинговими активами	- Зручна форма фінансування придбання активів	- Відносна складність обліку
	Комерційний кредит	- Відсутність відсоткових витрат	- Необхідність мати високу ділову репутацію для можливості отримання значних ресурсів з даного джерела

Джерело: систематизовано автором.

Отже, як описано в табл. 1.5, структурні складові капіталу мають свої переваги та недоліки. Врахування якісних характеристик джерел формування капіталу важливе з точки зору зручності управління та налагодження бізнес-процесів, але для формування оптимальної структури капіталу слід значну увагу приділяти їх кількісним характеристикам, розуміти який обсяг залучення буде достатнім не тільки для формування необхідного обсягу активів, а й для забезпечення найвищого економічного ефекту та сталості господарської діяльності.

В. О. Подольська та О. В. Яріш розглядають оптимізацію структури капіталу як забезпечення такого співвідношення між власними і позиковими ресурсами, за якого встановлюється найбільш ефективна пропорційність між доходністю та фінансовою стійкістю підприємства [97].

Загалом, переважна більшість існуючих підходів до оптимізації структури капіталу, які використовуються в наукових роботах базуються на трьох основних методах:

1. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості. Даний метод заснований на оцінці вартості власного і позикового капіталів враховуючи різні умови їх формування, вартість обслуговування, рівень ризику країни та витрати на залучення ресурсів з відповідних джерел;

Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу використовується наступна формула:

$$WACC = \left( \frac{BK}{A} * K_{BK} \right) + \left( \frac{PK}{A} * K_{PK} * (1 - C_{ПП}) \right),$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу;

BK – сума власного капіталу;

PK – сума позикового капіталу;

A – сума активів;

$K_{BK}$  – очікувана вартість власного капіталу;

$K_{PK}$  – очікувана вартість позикового капіталу;

$C_{ПП}$  – ставка податку на прибуток.

Дана формула враховує очікувану вартість власного та позикового капіталів, а також податковий коректор, оскільки відсоткові витрати знижують базу оподаткування податку на прибуток.

Складовими наведеної формули, які потрібно розраховувати окремо є очікувані вартості власного та позикового капіталів. Наведемо також формули для їх розрахунку.

Для розрахунку очікуваної вартості власного капіталу використовується наступна формула:

$$K_{BK} = R_f + \beta(R_m - R_f + CRP),$$

- де  $K_{BK}$  – очікувана вартість власного капіталу;  
 $R_f$  – дохідність умовно безризикових інвестицій;  
 $\beta$  – бета-коефіцієнт галузі;  
 $R_m$  – загальноринкова дохідність за період;  
 $CRP$  – премія за ризик країни.

Для розрахунку очікуваної вартості позикового капіталу використовується наступна формула:

$$K_{PK} = \frac{ФВ}{ПК},$$

- де  $K_{PK}$  – очікувана вартість позикового капіталу;  
 $ФВ$  – фінансові витрати на обслуговування боргу;  
 $ПК$  – сума позикового капіталу.

2. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня рентабельності власного капіталу. Даний метод заснований на основі багатоваріантних розрахунків рівня рентабельності власного капіталу за різної структури капіталу. Додаткова прибутковість власного капіталу зазвичай виражається в такому показнику, як ефект фінансового важеля.

Для розрахунку ефекту фінансового левериджу використовується наступна формула:

$$ЕФЛ = (1 - Спп) * (КРА - Спф) * \left(\frac{ПК}{BK}\right),$$

- де  $ЕФЛ$  – ефект фінансового левериджу;  
 $Спп$  – ставка податку на прибуток;  
 $КРА$  – коефіцієнт рентабельності активів, %;  
 $Спф$  – ставка позикового фінансування, %;  
 $ПК$  – середньорічна сума позикового капіталу;  
 $BK$  – середньорічна сума власного капіталу.

Для кращого розуміння, формулу можна декомпонувати на наступні складові частини:

- Податковий коректор: (1-Спп). Даний компонент встановлює межі дії ефекту фінансового левериджу зважаючи на те, що частину прибутку компанії потрібно сплатити державі у формі податку на прибуток. Цей фактор є незалежним, який перебуває поза зоною впливу діяльності компанії та при проведенні розрахунків в контексті оптимізації капіталу приймається за константу.

- Диференціал фінансового левериджу: (КРА-Спф). Даний компонент розраховується як різниця між коефіцієнтом рентабельності активів та ставкою позикового фінансування. Він є основним фактором, який встановлює розмірність фінансового левериджу. З однієї сторони, в разі якщо рентабельність активів є вищою за ставку позикового фінансування, підприємство створює вартість та залучення позикового фінансування є виправданим та доречним. З іншої сторони, якщо ставка позикового фінансування є вищою за рентабельність активів, підприємство втрачає економічні вигоди. Відповідно, в разі позитивного значення диференціала, компанія генерує більше коштів, ніж виплачує за своїми зобов'язаннями. При цьому, сума перевищення прибутку над виплатами на обслуговування позикових ресурсів дістається акціонерам або власникам компанії, а отже зростає рентабельність власного капіталу.

- Коефіцієнт фінансового левериджу: (ПК/ВК). Даний показник розраховується як відношення позикових ресурсів до власних і показує, суму позикових коштів, яка приходить на 1 од. власних коштів компанії. Цей фактор є мультиплікатором позитивного або негативного ефекту, який формується за рахунок показника диференціалу. При позитивному значенні диференціалу фінансового левериджу, зростання коефіцієнту фінансового левериджу спричиняє зростання швидкості нарощування рентабельності власного капіталу компанії. При цьому, якщо значення диференціалу є негативним, зростання коефіцієнту фінансового левериджу спричиняє негативний вплив на рентабельність власного капіталу компанії.

3. Оптимізація структури капіталу з метою мінімізації рівня фінансових ризиків. Даний підхід пов'язаний із забезпеченням визначеного рівня фінансової

стійкості, а також врахування при виборі джерел залучення фінансових ресурсів видів активів, які за рахунок них планується сформувати.

Для оптимізації за даним методом необхідно враховувати групи показників фінансової стійкості, ліквідності та забезпеченості активів джерелами фінансування. Систематизуємо та наведемо основні показники зі згаданих груп в табл. 1.6.

Таблиця 1.6

**Система основних показників фінансової стійкості, ліквідності та індикатори забезпеченості активів джерелами фінансування**

Група показників	Показник	Формула розрахунку	Зміст показника
1	2	3	4
Показники фінансової стійкості	Коефіцієнт автономії	$КА = \frac{ВК}{А},$ де КА – коефіцієнт автономії; ВК – сума власного капіталу; А – сума активів.	Значення показника показує те, яку частку активів компанія може профінансувати за рахунок джерел власних ресурсів.
	Коефіцієнт заборгованості	$КЗ = \frac{ПК}{А},$ де КЗ – коефіцієнт заборгованості; ПК – сума позикового капіталу; А – сума активів.	Коефіцієнт заборгованості дає змогу зрозуміти яку частку активів компанія фінансує за рахунок довгострокових та короткострокових джерел позикових коштів.
	Коефіцієнт фінансового левериджу	$КФЛ = \frac{ПК}{ВК},$ де КФЛ – коефіцієнт фінансового левериджу; ПК – сума позикового капіталу; ВК – сума власного капіталу.	Коефіцієнт фінансового левериджу характеризує суму позикового капіталу, який використовується компанією, в розрахунку на одиницю балансової вартості власного капіталу.
Показники ліквідності	Коефіцієнт загальної ліквідності	$КЗЛ = \frac{ОА}{ПЗ},$ де КФЛ – коефіцієнт фінансового левериджу; ОА – сума оборотних активів; ПЗ – сума поточних зобов'язань.	Коефіцієнт загальної ліквідності характеризує наявність спроможності підприємства покрити свої поточні зобов'язання за рахунок своєї найбільш ліквідної групи ресурсів – оборотних активів.
Індикатори забезпеченості активів джерелами фінансування	Коефіцієнт маневреності власного капіталу	$КМВК = \frac{ВК-НА}{ВК},$ де КМВК – коефіцієнт маневреності власного капіталу; ВК – сума власного капіталу;	Коефіцієнт маневреності власного капіталу показує те, яку частину власного капіталу можливо використати для формування оборотних

Закінчення табл. 1.6

1	2	3	4
		НА – сума необоротних активів.	активів, а яку частину було спрямовано на формування необоротних активів.
	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	$КЗВОК = \frac{ВК-НА}{ОА},$ де КЗВОК – коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами; ВК – сума власного капіталу; НА – сума необоротних активів; ОА – сума необоротних активів.	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами показує те, яку частку оборотних активів компанії було сформовано за рахунок власних оборотних коштів.

Джерело: систематизовано автором.

Отже, для досягнення найвищої ефективності використання капітальних ресурсів передбачається управління структурою джерел фінансування в контексті зниження їх вартості, досягнення високого рівня рентабельності власних вкладень та забезпечення безперервності операційної діяльності. Оптимальною структурою капіталу, на нашу думку, є таке співвідношення між власними та позиковими ресурсами за якого в однаковій мірі дотримуються нормативі показники фінансової стійкості, мінімізується середньозважена вартість капіталу та максимізується рентабельність власного капіталу за рахунок ефекту фінансового левериджу. Очевидно, що неможливо одночасно забезпечити оптимізацію по кожному із зазначених критеріїв, тому ми вважаємо доцільним використовувати наступну пріоритетність критеріїв оптимізації:

1. Дотримання нормативних показників фінансової стійкості;
2. Мінімізація середньозваженої вартості капіталу;
3. Максимізація ефекту фінансового левериджу.

Для досягнення оптимальної структури капіталу агропромислових компаній з дотриманням вищенаведених елементів, ми маємо на меті дослідити це питання більш детально та розробити відповідний алгоритм оптимізації в пункті 3.1.

Продовжуючи розкриття сформульованого нами поняття «капіталізація», яка, крім іншого, передбачає нарощування ринкової вартості, варто зазначити, що



як результат формування ефективної ресурсної бази, основним контрольованим джерелом формування вартості є прибутковість та економічна ефективність.

Фінансовий результат господарської діяльності будь-якого суб'єкта господарювання виявляється в його прибутковості, яка виражається в абсолютних величинах – сумі прибутку, або відносних індикаторах – рівнях рентабельності.

Рентабельність – це індикатор, який характеризує ефективність фінансово-економічного механізму та прибутковість діяльності підприємства в умовах жорсткої ринкової конкуренції, а також світової економічної кризи. Вона відображає адекватність системи управління та доцільність управлінських заходів у процесі функціонування виробничо-торговельного підприємства [13].

Економічний ефект діяльності суб'єкта господарювання виражений в створеній доданій вартості є основним внутрішнім джерелом зростання ринкової вартості компанії.

Для кращого розуміння змісту показників економічної ефективності суб'єктів господарювання приватних та публічних форм власності, систематизуємо та наведемо основні з них в табл. 1.7.

Таблиця 1.7

**Система основних показників економічної ефективності суб'єктів господарювання**

Показник	Формула розрахунку	Зміст показника
1	2	3
Чистий прибуток – Net income	$ЧП = СД - СВ$ , де ЧП – сума чистого прибутку; СД – сума сукупного доходів; СВ – сума сукупних витрат.	Чистий прибуток являє собою суму коштів, яка залишається в розпорядженні компанії після вирахування загальної суми витрат та обов'язкових платежів від загальної суми надходжень. Вважається одним з основних показників результативності роботи підприємства.
Чистий операційний прибуток після оподаткування – NOPAT	$NOPAT = ЧП + П + ФВ * (1 - СПП)$ , де NOPAT – сума чистого прибутку до вирахування фінансових витрат; П – сума нарахованого податку на прибуток; ФВ – сума фінансових витрат;	NOPAT – це показник, який характеризує економічну ефективність операційної діяльності компанії з припущенням, що в джерелах фінансування відсутні

## Закінчення табл. 1.7

1	2	3
	СПП – ставка податку на прибуток.	зобов'язання за обслуговування яких необхідно сплачувати відсотки.
Рентабельність активів – ROA	$ROA = \frac{\text{ЧП}}{A},$ де ROA – коефіцієнт рентабельності активів; ЧП – сума чистого прибутку; A – балансова вартість активів.	Рентабельність активів відображає обсяг чистого прибутку на 1 грн активів, які були задіяні в його формуванні.
Рентабельність власного капіталу – ROE	$ROE = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВК}},$ де ROA – коефіцієнт рентабельності активів; ЧП – сума чистого прибутку; ВК – балансова вартість власного капіталу.	Рентабельність капіталу відображає обсяг чистого прибутку на 1 грн власного капіталу.
Рентабельність продажів – ROS	$ROS = \frac{\text{ЧП}}{B},$ де ROA – коефіцієнт рентабельності активів; ЧП – сума чистого прибутку; B – виручка від реалізації продукції.	Рентабельність продажів відображає обсяг чистого прибутку на 1 грн виручки.
Прибуток на 1 акцію – EPS	$EPS = \frac{\text{ЧП}}{\text{ЦП}}$ де EPS – сума прибутку на 1 акцію; ЧП – сума чистого прибутку; ЦП – кількість емітованих акцій.	EPS (earnings per share) є відносним показником прибутковості акцій і показує скільки чистого прибутку було згенеровано в перерахунку на 1 акцію.
Балансова вартість на 1 акцію – BVPS	$BVPS = \frac{\text{ВК}}{\text{ЦП}}$ де BVPS – сума балансової вартості на 1 акцію; ВК – сума балансової вартості власного капіталу; ЦП – кількість емітованих акцій	BVPS (book value per share) є відносним показником капіталомісткості акцій і показує обсяг балансової вартості власного капіталу, яка припадає на 1 акцію.
Економічна додана вартість – EVA	$EVA = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * K),$ де EVA – сума економічної доданої вартості; NOPAT – сума чистого прибутку до вирахування фінансових витрат; WACC – ставка середньозваженої вартості капіталу; K – сума інвестованого в компанію капіталу.	EVA є показником економічної доданої вартості, яка показує скільки коштів залишається в компанії після покриття всіх витрат та встановленої вартості капіталу.

Джерело: складено автором.

Ми вважаємо, що для дослідження показників в агропромислових компаніях, які базуються на прибутковості, варто застосовувати показники не за 1 звітний період, яким є квартал, а за останні 12 місяців або останні 4 квартали –

trailing twelve months (TTM). Це пов'язано з високою сезональністю операційної діяльності і дозволить нівелювати цей фактор.

Як ми зазначали раніше в табл. 1.4, одними з форм прояву капіталізації є реальна та фіктивна. Зміна вартості компанії внаслідок реальної капіталізації безпосередньо пов'язана в наведеними в табл. 1.7 показниками прибутковості, які, крім показника економічної доданої вартості, знаходять своє відображення у фінансових звітах компаній. В той же час, зміни в ринковій вартості за рахунок фіктивної капіталізації не мають прямого відображення у фінансовій звітності та виражаються у змінах ціни акцій компанії на фондовому ринку.

Зміна вартості акцій може бути викликана різними, як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками, в залежності від їх сприйняття та реакції на них учасників торгівлі на фондовій біржі.

Внутрішні фактори значною мірою контролюються та можуть бути оптимізовані компанією задля підвищення поточних економічних вигід, які отримують держателі цінних паперів у вигляді зростання балансової вартості власного капіталу через нерозподілений прибуток або ж у формі надходження дивідендів.

Зовнішні ж фактори, на противагу, слабо піддаються контролю зі сторони окремої компанії та формуються за рахунок макроекономічних умов, які включають в себе темпи економічного зростання, загальний індекс промислового виробництва та за галузями, рівень інфляції, облікові ставки емітента грошових одиниць, світові ціни на нафту, обмінний курс валюти, та інші індикатори. Також в контексті агропромислових компаній, ми вважаємо, фактором, який може впливати на ціну акцій може бути вартість сільськогосподарської землі. В Україні з 1 липня 2021 року набрав чинності закон "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо обігу земель сільськогосподарського призначення" [99]. Даним законодавчим актом скасовано мораторій на продаж земельних ділянок сільськогосподарського призначення. Враховуючи це, ринкові механізми зможуть надати об'єктивну оцінку вартості землі, яка зможе бути придбана суб'єктами господарювання і, в разі змін кон'юнктури на ринку землі,

держателі акцій також зможуть дати відповідну оцінку цим змінам. Проте варто зазначити, що на короткому часовому діапазоні, який пройшов з моменту відкриття ринку землі, важко об'єктивно оцінити ступінь впливу на вартість акцій агропромислових компаній.

Оскільки не існує єдиної та чіткої формули для розрахунку та прогнозування ринкової вартості компаній в контексті фіктивної капіталізації та рухів цін на їх акції, ми вважаємо, що їх дослідження на предмет залежності від тих чи інших факторів, а також формування набору детермінант для прогнозування на основі історичних даних, потрібно проводити використовуючи метод кореляційно-регресійного аналізу.

Основне завдання кореляційного аналізу – визначення зв'язку між випадковими змінними і оцінювання його інтенсивності та напрямку [105, с. 56]. Коефіцієнти, які отримуються в кореляційній матриці сформованій з допомогою електронно-обчислювальних можливостей відповідних програм статистичної обробки, наприклад, «Пакет аналізу» MS Excel, вказують на пряму або обернену залежність та щільність зв'язку між змінними. Коефіцієнт приймає значення від -1 до 1, чим ближче значення до граничних, тим більш щільним є зв'язок між змінними. Знак показника вказує на пряму або обернену залежність, при прямій залежності при збільшенні одного показника на 1, інший показник теж зростає на коефіцієнт кореляції, при оберненій залежності навпаки – при зростанні одного показника відбувається зниження іншого на коефіцієнт кореляції.

Дослідження коефіцієнтів кореляції також необхідне для первинного визначення тих факторів, які мають найвищий потенційний вплив на залежну змінну для включення їх в якості незалежних факторів регресійної моделі та відсіювання тих з них, які можуть призвести до мультиколінеарності незалежних змінних.

Суть мультиколінеарності полягає в тому, що в багатofакторній регресійній моделі дві або більше незалежних змінних пов'язані між собою лінійною залежністю або, іншими словами, мають високий ступінь кореляції [41,

с. 34]. Це призводить до ситуації, коли неможливо оцінити вплив кожного індивідуального незалежного фактора на залежну змінну.

Відібравши незалежні змінні та побудувавши регресійну модель, необхідно перевірити ступінь її достовірності та рівень значимості. Наведемо в табл. 1.8 основні параметри, які мають бути оцінені для результатів регресійної моделі та опишемо їх зміст.

Отже, ми встановили, що оцінка капіталізації є комплексним процесом, який включає в себе різні методи та підходи. Дослідження структури капіталу потребує розрахунків середньозваженої вартості капіталу, ефекту фінансового важеля та оцінки фінансових ризиків для розуміння областей, які необхідно оптимізувати заради досягнення найвищого економічного ефекту в комплексі зі сталістю господарської діяльності.

В той же час, для дослідження частини ресурсів, які називають фіктивним капіталом, зводиться до аналізу факторів, які потенційно можуть мати вплив на його зміну та, відповідно, впливати на добробут стейкхолдерів компанії.

Таблиця 1.8

### Основні параметри результатів регресійної моделі

Показник	Формула розрахунку	Зміст показника
Coefficients	-	Коефіцієнти незалежних змінних вказують у скільки разів зміниться залежна змінна при зміні незалежного фактора на 1 од.
$R^2$	$R^2 = 1 - \frac{\sum (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum (y_i - \bar{y})^2}$ де $R^2$ – коефіцієнт детермінації; $y_i$ – спостережувана залежна змінна; $\hat{y}_i$ – прогнозне значення залежної змінної; $\bar{y}$ – середнє значення залежної змінної.	$R^2$ є статистичним показником, який представляє частку дисперсії для залежної змінної, яка пояснюється незалежними змінними в регресійній моделі. Тобто чим вищий показник детермінації, тим більший обсяг змін залежної змінної пояснюється змінами незалежних факторів.
Standard Error	$SE = \frac{\sigma}{\sqrt{n}}$ де SE – стандартна помилка; $\sigma$ – стандартне відхилення; $n$ – кількість спостережень.	Стандартна помилка – це статистичний термін, який вказує на точність, з якою розподіл вибірки репрезентує сукупність, з використанням стандартного відхилення. У статистиці середнє значення вибірки має

## Закінчення табл. 1.8

		відхилення від фактичного середнього значення досліджуваної сукупності.
t stat	$t = \frac{\bar{X} - \mu_0}{SE},$ де t – показник t статистики; $\bar{X}$ – середнє значення вибірки; $\mu_0$ – середнє значення сукупності; SE – стандартна помилка.	Т-критерій використовується для порівняння середніх двох груп під час перевірки гіпотез, щоб визначити, чи впливає процес чи явище на популяцію, що цікавить. При значенні показника перевищує 2 по модулю, критерій статистичної значимості p-value має бути встановлений не вище за 0,05.
P-value	-	P-значення застосовується для перевірки нульової гіпотези. Зазвичай для оцінки регресійних моделей встановлюється поріг p-значення 0,05 для оцінки чи незалежний фактор має статистичну значущість для пояснення незалежної змінної.

Джерело: складено автором.

Все це дає підстави стверджувати про необхідність подальшого розвитку методичних підходів та інструментів для ефективності капіталізації, враховуючи невизначеність факторів впливу на неї та економічних результатів діяльності компанії з врахуванням недоліків та можливостей розвитку та удосконалення існуючих методів оцінки.

### Висновки до розділу 1

Систематизовано та узагальнено існуючі підходи до трактування та визначення змісту понять «капітал» та «капіталізація» представниками різних економічних шкіл та часових періодів, що дало нам змогу уточнити зміст поняття «капіталізація» та надати йому наступний зміст: *капіталізація* – це процес авансування ресурсів, управління ними та ефективністю роботи підприємства в рамках операційної діяльності з метою нарощування його ринкової вартості, дійсної вартості активів, конкурентоспроможності та фінансової стійкості.

Запропоновано систематизовану класифікацію видів та форм капіталізації та доповнено наступними компонентами:

- За способом формування: зовнішня та внутрішня, що являють собою залучення ресурсів з зовнішніх джерел та формування їх за рахунок діяльності компанії відповідно.

- За джерелом формування: навичок, засобів виробництва, бренду, фінансових ресурсів та соціальна.

Уточнення системи видів та форм капіталізації наведеними компонентами дозволить систематизувати та уточнити процес планування на підприємствах, а також доповнить наукові напрацювання даної тематики.

Агропромислова галузь економіки є критично важливою для забезпечення продовольчої стабільності країни, а також є драйвером економіки та значним джерелом надходження експортної валютної виручки. Для досягнення її стійкого функціонування та розвитку необхідною складовою є забезпечення оптимальними ресурсами для досягнення максимального економічного ефекту та зростання ринкової вартості. Нами було систематизовано методологічні підходи до дослідження структури капіталу та змін ринкової вартості враховуючи пріоритетність та послідовність їх використання в згаданому контексті.

Теоретичним та методологічним базисом для дослідження капіталізації компаній стали загальноекономічна теорія, основні закони ринкової економіки, наукові напрацювання вітчизняних та іноземних науковців щодо оцінки структури капіталу, ринкової вартості та інших аспектів капіталізації.

Зазначені вище напрацювання можуть бути застосовані в державних установах та інституціях в процесі розробки економічних політик, приватними та публічними компаніями в процесі розробки управлінських рішень для максимізації економічного ефекту та ринкової вартості, в роботі науковців в процесі досліджень подібних економічних питань та побудови економетричних моделей, а також для навчання і пізнання економічних процесів широкого кола зацікавлених людей.

## РОЗДІЛ 2

# СУЧАСНИЙ ФІНАНСОВИЙ СТАН АГРОПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ ТА ФАКТОРИ ВПЛИВУ НА ЇХ КАПІТАЛІЗАЦІЮ

### 2.1. Оцінка структури та вартості капіталу агропромислових компаній

Ефективність діяльності господарюючих суб'єктів, зокрема в аграрному секторі економіки, їх фінансова стійкість, ліквідність, величина доходу та рентабельність діяльності значною мірою залежить від структури та вартості їх капіталу.

Оптимальна структура джерел фінансування є однією з необхідних та ключових передумов для управління капіталізацією компанії, нарощування її ринкової вартості та забезпечення максимальної ефективності господарської діяльності.

У структурі капіталу відображається співвідношення позикового і власного капіталів, залучених для фінансування довгострокового розвитку компанії [46].

Для розуміння контексту ресурсної забезпеченості національної економіки загалом, розглянемо в табл. 2.1 динаміку зміни її активів та сукупного капіталу, а також питому вагу їх структурних елементів.

Виходячи з даних, що наведені в табл. 2.1, можна зробити висновок про стає нарощування номінованого в доларах США сукупного капіталу в економіці України протягом 2016-2021 рр., після значного зниження протягом 2013-2015 рр. основною причиною якого була девальвація національної валюти. Варто зазначити, що девальвація національної валюти в 2015 р. в порівнянні до 2013 р. склала 173%, а в наступні роки гривня продовжувала поступово втрачати вартість по відношенню до долара США і в 2021 р. курс долара був на 25% вищим у порівнянні з курсом 2015 р.

При цьому, як уже було зазначено раніше, сукупний капітал в економіці протягом 2016-2021 рр. демонстрував зростаючу тенденцію і в 2021 р. сукупний капітал національної економіки номінований в доларах США був вищим на 39% за показник 2015 р., що свідчило про ефективну роботу господарюючих суб'єктів



в національній економіці, тенденцію до нарощування їх капіталізації та отримання інвестицій у вітчизняні компанії про що свідчить тенденція до відновлення частки власного капіталу протягом 2016-2021 рр. і вихід на рівень 29% у 2021 р. проти 24% у 2016 р. Також слід відмітити, що незважаючи на позитивні результати в контексті нарощування капіталу вітчизняної економіки протягом 2015-2021 рр., станом на 2021 р. не було досягнуто показників власного та сукупного капіталу, який був наявний у 2013 р.

Таблиця 2.1

### Динаміка та структура капіталу в економіці України за 2013-2021 рр.

Показник		Роки								
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Середньорічний курс, дол. США (\$) / грн		8,0	11,9	21,9	25,6	26,6	27,2	25,8	27,0	27,3
<b>Загалом по економіці України</b>										
<b>Активи</b>	Необоротні активи, млрд \$	331	229	182	165	162	169	188	197	207
	% необоротних активів	46	45	49	42	43	42	42	42	40
	Оборотні активи, млрд \$	384	275	188	226	212	231	257	273	309
	% оборотних активів	54	55	51	58	57	58	58	58	60
<b>Пасиви</b>	Власний капітал, млрд \$	244	124	105	96	92	100	120	124	151
	% власного капіталу	34	25	28	24	25	25	27	26	29
	Позиковий капітал, млрд \$	471	380	265	295	282	300	325	346	365
	% позикового капіталу	66	75	72	76	75	75	73	74	71
<b>Сукупний капітал, млрд \$</b>		<b>715</b>	<b>504</b>	<b>370</b>	<b>391</b>	<b>374</b>	<b>400</b>	<b>445</b>	<b>470</b>	<b>516</b>

Джерело: систематизовано та розраховано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://bank.gov.ua>.

На наш погляд, окремо доцільно в табл. 2.2 розглянути динаміку та структуру капіталу, яка спостерігалась в галузях сільського господарства та виробництва харчових продуктів протягом 2013-2021 рр. для порівняння їх з загальними тенденціями національної економіки протягом того ж часового інтервалу. Це дасть нам змогу зрозуміти вплив галузі сільського господарства та виробництва харчових продуктів на розвиток економіки в досліджуваний період та зміну частки їх сукупного капіталу в економіці загалом.

**Динаміка та структура капіталу в галузях сільського господарства  
та виробництва харчових продуктів за 2013-2021 рр.**

Показник		Роки								
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Середньорічний курс, дол. США (\$) / гривня		8,0	11,9	21,9	25,6	26,6	27,2	25,8	27,0	27,3
Сукупний капітал в економіці загалом, млрд \$		715	504	370	391	374	400	445	470	516
<b>Галузь сільського господарства</b>										
Активи	Необоротні активи, млрд \$	14	10	8	8	10	12	15	15	17
	% необоротних активів	37	31	25	14	30	33	38	37	35
	Оборотні активи, млрд \$	24	22	23	52	24	24	24	27	32
	% оборотних активів	63	69	75	86	70	67	62	63	65
Пасиви	Власний капітал, млрд \$	19	14	12	14	16	18	20	23	29
	% власного капіталу	50	42	40	24	48	49	51	54	59
	Позиковий капітал, млрд \$	19	18	19	46	18	18	19	19	20
	% позикового капіталу	50	58	60	76	52	51	49	46	41
Сукупний капітал, млрд \$		38	32	31	60	34	36	39	42	49
% сукупного капіталу галузі в економіці		5	6	8	15	9	9	9	9	9
<b>Галузь виробництва харчових продуктів</b>										
Активи	Необоротні активи, млрд \$	9	7	4	4	4	5	6	7	7
	% необоротних активів	33	27	25	27	31	36	36	35	
	Оборотні активи, млрд \$	14	11	12	12	11	12	12	13	
	% оборотних активів	67	73	75	73	69	64	64	65	
Пасиви	Власний капітал, млрд \$	4	2	2	3	4	5	5	6	
	% власного капіталу	20	15	12	16	22	29	27	28	
	Позиковий капітал, млрд \$	17	13	14	13	12	13	14	14	
	% позикового капіталу	80	85	88	84	78	71	73	72	
Сукупний капітал, млрд \$		27	21	15	16	16	16	18	19	20
% сукупного капіталу галузі в економіці		4	4	4	4	4	4	4	4	4

Джерело: систематизовано та розраховано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://bank.gov.ua>.

Дані табл. 2.2 вказують на те, що в галузях сільського господарства та виробництва харчових продуктів динаміка змін в сукупному капіталі номінованому в доларах США була неоднорідною. Так, в галузі виробництва харчових продуктів динаміка змін сукупного капіталу протягом 2013-2021 рр. була дуже близькою та майже повторювала загальні зміни цього показника загалом по економіці, про що свідчить стала частка на рівні 4% сукупного капіталу галузі в сукупному капіталі по національній економіці загалом протягом

всього досліджуваного періоду. Інша ситуація спостерігається в галузі сільського господарства, де протягом 2013-2015 рр. спостерігалось зниження сукупного капіталу номінованого в доларах США, як і по всій економіці загалом. В 2016 р. сталось різке зростання за рахунок позикових коштів, що були вкладені в оборотні активи, в 2017 р. цей ефект нівелювався та в подальших періодах з 2018 по 2021 рр. відбувалось більш стале зростання сукупного капіталу та нарощування в ньому частки власного капіталу, яка склала 59% в 2021 р. проти 50% в 2013 р. Також слід відзначити, що галузь сільського господарства відновлювалась більш швидкими темпами, ніж економіка загалом після економічного спаду 2014-2015 рр., про це свідчить збільшення частки сукупного капіталу галузі сільського господарства по відношенню до сукупного капіталу в економіці загалом з 5% в 2013 р. до 9% протягом 2017-2021 рр..

Ми переконані, що отримані дані свідчать про інвестиційну привабливість вітчизняної галузі сільського господарства, високу ефективність діяльності її компаній та їх значний вклад у відновлення економіки протягом 2016-2021 років.

Окремо слід відзначити високу питому вагу аграрного сектора в економіці України протягом 2013-2021 рр. Основні економічні показники та питома вага в них аграрного сектора наведена в табл. 2.3.

Таблиця 2.3

### Динаміка питомої ваги аграрного сектора у економіці України

Показники	Роки									Відхилення 2021 р. до 2013 р.
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Частка аграрного сектора в загальному обсязі ВВП, %	8,8	10,2	12,1	11,7	10,2	10,1	9,0	9,3	10,6	1,8
Частка аграрного сектора в загальному обсязі валової доданої вартості, %	10,0	11,7	14,2	13,8	12,2	12,0	10,4	10,8	12,4	2,4
Частка основних засобів аграрного сектора, %	4,8	4,9	4,0	5,3	6,6	7,8	8,9	8,8	8,9	4,1
Частка найманих працівників аграрного сектора, %	9,0	9,7	9,9	10,3	10,0	9,5	8,7	8,2	8,0	-1,0

Джерело: складено автором за даними <https://ukrstat.gov.ua>.

Як бачимо в табл. 2.3 динаміка питомої ваги аграрного сектора в загальному обсязі ВВП та загальному обсязі валової доданої вартості була різнонаправленою, але в 2021 р. по відношенню до 2013 р. по обом цим показникам спостерігалось позитивне відхилення на 1,8% та 2,4% відповідно, що свідчить про критичну важливість аграрного сектора для економіки в цілому. За показником частки основних засобів аграрного сектора в економіці загалом також спостерігалось позитивне відхилення на 4,1%, що може свідчити як про швидкий розвиток виробничої бази аграрного сектора, так і негативні тенденції у виробничих базах інших галузей економіки. Частка найманих працівників аграрного сектора у 2021 р. по відношенню до 2013 р. дещо скоротилась, відхилення склало -1,0%, що також може свідчити про підвищення автоматизації та поширення новітніх технологій в аграрному секторі. Як бачимо, аграрний сектор впродовж 2013-2021 рр. виступав одним із рушіїв економіки країни та мав змогу генерувати значну додану вартість, що виражається у вищому зростанні частки аграрного сектора в загальному обсязі валової доданої вартості у порівняно із аналогічною часткою ВВП.

Для дослідження агропромислової галузі на мікрорівні було сформовано вибірку великих агропромислових компаній, які мають різні виробничі спеціалізації. Коротка характеристика досліджуваних компаній наведена в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

### **Коротка характеристика вибірки досліджуваних агропромислових компаній**

Назва компанії	Виробнича спеціалізація (крім загального аграрного виробництва)	Сукупний капітал станом на 2021 р., млрд. дол. США	Виручка за 2021 р., млрд. дол. США
МНР	М'ясо птиці	3,67	2,37
Kernel	Соняшникова олія	4,31	6,60
Astarta	Цукор	0,74	0,57
ІМС	Молочні продукти	0,40	0,18
Ovostar Union	Курячі яйця	0,14	0,13

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності компаній.

Для більш детального розуміння впливу та місця агропромислових компаній в структурі економіки України та відповідних галузей, проведемо аналіз динаміки їх сукупного капіталу.

**Динаміка сукупного капіталу вибірки агропромислових компаній  
за 2013-2021 рр.**

Показник	Роки								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Середньорічний курс, дол. США (\$) / гривня	8,0	11,9	21,9	25,6	26,6	27,2	25,8	27,0	27,3
Сукупний капітал в економіці загалом, млрд \$	715	504	370	391	374	400	445	470	516
Сукупний капітал в галузях сільськогосподарства та виробництва продуктів харчування, млрд \$	65	53	46	76	50	52	57	61	69
<b>МНП</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	2,68	2,10	2,06	2,13	2,16	2,60	3,51	3,30	3,67
Частка в капіталі галузі, %	4,2	4,0	4,3	2,8	4,4	5,0	6,1	5,4	5,4
<b>Kernel</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	2,47	2,00	1,54	1,67	2,03	2,36	2,94	3,46	4,31
Частка в капіталі галузі, %	3,8	3,8	3,3	2,2	4,0	4,4	5,1	5,6	6,2
<b>Astarta</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	0,93	0,68	0,50	0,57	0,66	0,80	0,84	0,69	0,74
Частка в капіталі галузі, %	1,4	1,3	1,1	0,7	1,3	1,5	1,5	1,1	1,1
<b>ІМС</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	0,31	0,24	0,17	0,18	0,19	0,22	0,32	0,29	0,40
Частка в капіталі галузі, %	0,5	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,6	0,5	0,6
<b>Ovostar Union</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	0,14	0,12	0,09	0,11	0,12	0,14	0,15	0,13	0,14
Частка в капіталі галузі, %	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2

Джерело: систематизовано та розраховано автором за даними фінансової звітності компаній <https://ukrstat.gov.ua> та <https://bank.gov.ua>

Дані наведені в табл. 2.5 свідчать про те, що сукупний капітал п'яти провідних у відповідних виробничих спеціалізаціях агропромислових компаній складав близько або понад 10% від загального капіталу галузей сільськогосподарства та виробництва продуктів харчування. Така висока концентрація сукупного капіталу та, відповідно, активів свідчить про галузеутворюючий характер вибірки досліджуваних агропромислових компаній для сільськогосподарства та виробництва продуктів харчування. Динаміка змін в сукупному капіталі досліджуваних компаній протягом 2013-2021 рр. свідчить про слідування загальному тренду змін в сукупному капіталі відповідних галузей. Так, протягом 2013-2015 рр. серед усієї вибірки агропромислових компаній спостерігалось

зниження сукупного капіталу та, здебільшого, швидшими темпами, ніж загалом по галузям сільського господарства та виробництва продуктів харчування. Про це свідчать зниження частки сукупного капіталу компаній в капіталі галузей у 2015 р. в порівнянні з 2013 р. Так, частка сукупного капіталу найбільшої в Україні компанії з виробництва та експорту соняшникової олії Kernel в загальному капіталі галузей сільського господарства та виробництва продуктів харчування знизилась з 3,8% в 2013 р. до 3,3 % в 2015 р., відповідна частка компанії Astarta – компанії, яка займається агровиробництвом та, зокрема, виробництвом цукру знизилась з 1,4 до 1,1 %, частка виробника сільськогосподарських культур та молока – компанії ІМС знизилась з 0,5 % в 2013 р. до 0,4 % в 2015 р. Частка виробника яєць та яєчних продуктів – агропромислової компанії Ovostar Union протягом 2013-2015 рр. залишалась незмінною на рівні 0,2 %. Агропромислова компанія МНР, яка займається виробництвом м'яса птиці та кулінарних продуктів з неї єдина з вибірки, котра спромоглась протягом 2013-2015 рр. не знизити частку в капіталі галузі, а й дещо наростити до 4,3% в 2015 р. з 4,2% в 2013 р.

Протягом 2017-2021 рр. як загалом в економіці, так і в галузях сільського господарства та виробництва продуктів харчування відбувалось нарощування сукупного капіталу. Така ж тенденція спостерігалась в більшості агропромислових компаній з досліджуваної вибірки. Окремо варто відзначити також зростання частки сукупного по відношенню до капіталу галузей сільського господарства та виробництва продуктів харчування. Зокрема, відповідна частка компанії МНР зросла з 4,4% в 2017 р. до 5,4% в 2021 р., аналогічна частка компаній ІМС та Kernel зросла з 0,4% та 4,0% в 2017 р. до 0,6% та 6,2% в 2021 р. відповідно. Варто наголосити, що частки сукупного капіталу компаній МНР, ІМС та Kernel в сукупному капіталі галузей сільського господарства та виробництва продуктів харчування зросли навіть в порівнянні з докризовим 2013 р. на 1,2%, 0,1% та 2,4% відповідно. Відповідна частка компанії Astarta станом на 2021 р. становила 1,1%, що менше на 0,2 та 0,3% в порівнянні з 2017 та 2013 рр. відповідно, а частка компанії Ovostar Union залишалась приблизно на тому ж рівні протягом всього досліджуваного періоду.

Ми вважаємо, що дані наведені в табл. 2.5 дають підстави стверджувати, що великі агропромислові компанії внесли значний вклад у відновлення і підтримку економіки країни та, зокрема, аграрної галузі після спаду 2013-2015 рр.

Важливим чинником капіталізації, який забезпечує сталий розвиток підприємства є фінансова стійкість. Фінансова стійкість компанії – це такий фінансовий та економічний стан, за якого платоспроможність є постійною у часі, а співвідношення власного і позикового капіталу перебуває у межах, що забезпечують цю платоспроможність [59].

Розглянемо і оцінимо динаміку структури капіталу вибірки агропромислових компаній та співвідношення їх власного та позикового капіталу протягом 2013-2021 рр. у табл. 2.6.

Таблиця 2.6

**Аналіз структури капіталу та фінансової автономії вибірки  
агропромислових компаній за 2013-2021 рр.**

Показник	Роки								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Середньорічний курс, дол. США (\$) / гривня	8,0	11,9	21,9	25,6	26,6	27,2	25,8	27,0	27,3
<b>МНР</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	2,68	2,10	2,06	2,13	2,16	2,60	3,51	3,30	3,67
Власний капітал, млрд \$	1,17	0,64	0,60	0,70	0,83	1,10	1,37	1,25	1,52
Власний капітал, %	43,7	30,5	29,1	32,9	38,4	41,5	39,0	37,9	41,4
Позиковий капітал, млрд \$	1,51	1,46	1,46	1,43	1,33	1,52	2,14	2,05	2,15
Позиковий капітал, %	56,3	69,5	70,9	67,1	61,6	58,5	61,0	62,1	58,6
Коефіцієнт автономії	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Kernel</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	2,47	2,00	1,54	1,67	2,03	2,36	2,94	3,46	4,31
Власний капітал, млрд \$	1,30	1,03	0,89	1,02	1,14	1,19	1,41	1,56	2,00
Власний капітал, %	52,6	51,5	57,8	61,1	56,2	50,4	48,0	45,1	46,4
Позиковий капітал, млрд \$	1,17	0,97	0,65	0,65	0,89	1,17	1,53	1,90	2,31
Позиковий капітал, %	47,4	48,5	42,2	38,9	43,8	49,6	52,0	54,9	53,6
Коефіцієнт автономії	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Astarta</b>									
Сукупний капітал, млрд \$	0,93	0,68	0,50	0,57	0,66	0,80	0,84	0,69	0,74
Власний капітал, млрд \$	0,52	0,33	0,22	0,33	0,44	0,44	0,46	0,42	0,52
Власний капітал, %	55,9	48,5	44,0	57,9	66,7	55,0	54,8	60,9	70,3
Позиковий капітал, млрд \$	0,41	0,35	0,28	0,24	0,22	0,36	0,38	0,27	0,22
Позиковий капітал, %	44,1	51,5	56,0	42,1	33,3	45,0	45,2	39,1	29,7
Коефіцієнт автономії	0,6	0,5	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7

Закінчення табл. 2.6

<b>ІМС</b>									
<b>Сукупний капітал, млрд \$</b>	0,31	0,24	0,17	0,18	0,19	0,22	0,32	0,29	0,40
<b>Власний капітал, млрд \$</b>	0,15	0,07	0,03	0,06	0,09	0,13	0,14	0,13	0,19
<b>Власний капітал, %</b>	48,4	29,2	17,6	33,3	47,4	59,1	43,8	44,8	47,5
<b>Позиковий капітал, млрд \$</b>	0,16	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,18	0,16	0,21
<b>Позиковий капітал, %</b>	51,6	70,8	82,4	66,7	52,6	40,9	56,3	55,2	52,5
<b>Коефіцієнт автономії</b>	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5
<b>Ovostar Union</b>									
<b>Сукупний капітал, млрд \$</b>	0,14	0,12	0,09	0,11	0,12	0,14	0,15	0,13	0,14
<b>Власний капітал, млрд \$</b>	0,12	0,10	0,07	0,08	0,10	0,12	0,13	0,11	0,11
<b>Власний капітал, %</b>	85,7	83,3	77,8	72,7	83,3	85,7	86,7	84,6	78,6
<b>Позиковий капітал, млрд \$</b>	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
<b>Позиковий капітал, %</b>	14,3	16,7	22,2	27,3	16,7	14,3	13,3	15,4	21,4
<b>Коефіцієнт автономії</b>	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8

Джерело: систематизовано та розраховано автором за даними фінансової звітності компаній.

Згідно з даними табл. 2.6, серед провідних агропромислових компаній співвідношення між власним та позиковим капіталом протягом 2013-2021 рр. зазнавало певних змін. Так, в компаніях МНР, Astarta, ІМС та Ovostar Union частка власного капіталу в 2015 р. знизилась в порівнянні з 2013 р. на 14,5%, 11,9%, 30,7% та 7,9% відповідно. Економічна криза 2013-2015 рр. спричинила зниження рівня прибутковості у більшості компаній та необхідність залучення позикового фінансування для покриття поточних витрат діяльності. В той же час компанія Kernel за рахунок внутрішніх резервів у вигляді доступних для продажу інвестицій змогла погасити значну частку зобов'язань в результаті чого частка позикового капіталу в 2015 р. знизилась на 5,2% в порівнянні з 2013 р., відповідно, на той же відсоток зросла частка власного капіталу.

Починаючи з 2017 р. серед досліджуваної вибірки агропромислових компаній спостерігалось нарощування сукупного капіталу та, в більшості з них, також частки власного капіталу в його структурі. Так, в компанії МНР частка власного капіталу в 2021 р. зросла на 3,0% в порівнянні з 2017 р., такий же показник за відповідний період в компаніях Astarta та ІМС зріс на 3,6% та 0,1% відповідно. Натомість Kernel та Ovostar Union знизили частки власного



капіталу в структурі пасивів в 2021 р. порівняно з 2017 р. на 9,8% та 4,8% відповідно, що, на нашу думку, свідчило про зростання впевненості в економічному середовищі та залучення більш дешевого позикового фінансування.

Станом на кінець 2021 р. коефіцієнт автономії у 4 з 5 компаній перевищив нормативний показник, який становить 0,5, найвищу фінансову автономію мала компанія Ovostar Union – 0,8. Натомість у компанії МНР цей показник становив 0,4, що свідчить про більш високе боргове навантаження.

Формування капіталу сільськогосподарських підприємств в сучасних умовах — питання складне, дискусійне і вирішення якого являється пріоритетним завданням власника (керівника), адже специфіка діяльності даної галузі вносить суттєві корективи у моделювання фінансової стратегії, головною компонентою якої являється капітал [90].

Важливим напрямом аналізу власного капіталу підприємства є оцінка достатності власних фінансових ресурсів для формування активів підприємства згідно їх цільового призначення [110].

Ми вважаємо доцільним оцінити рівень та динаміку забезпеченості власним капіталом основних активів агропромислових компаній (табл. 2.7).

Як ми вже визначили, власний капітал у вибірці досліджуваних агропромислових компаній протягом 2013-2021 рр. змінювався в різних напрямках. З 2013 р. по 2015 р. загальний тренд був спадаючим, що пов'язано, передусім, зі стрімкою девальвацією гривні та негативним впливом цього чинника на суму власного капіталу при переведенні у валюту представника. Починаючи з 2016 р. спостерігався загальний тренд до зростання власного капіталу номінованого в доларах США.

**Оцінка рівня забезпеченості капіталом основних активів та виробничих витрат агропромислових компаній за 2013-2021 рр.**

Показник	Роки								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Середньорічний курс, дол. США (\$) / гривня	8,0	11,9	21,9	25,6	26,6	27,2	25,8	27,0	27,3
<b>МНР</b>									
Власний капітал, млрд \$	1,17	0,64	0,60	0,70	0,83	1,08	1,37	1,25	1,52
Земельний банк, тис. га	315	320	360	370	370	370	370	370	370
Власного капіталу тис. \$/га	3,71	2,00	1,67	1,89	2,24	2,92	3,70	3,38	4,11
Основні засоби, млрд. \$	1,44	1,18	1,22	1,30	1,25	1,49	1,88	1,72	1,76
Власного капіталу на 1 \$ основних засобів, \$	0,81	0,54	0,49	0,54	0,66	0,72	0,73	0,73	0,86
<b>Kernel</b>									
Власний капітал, млрд \$	1,30	1,03	0,89	1,02	1,14	1,19	1,41	1,56	2,00
Земельний банк, тис. га	405	405	390	385	600	560	530	530	510
Власного капіталу тис. \$/га	3,21	2,54	2,28	2,65	1,90	2,13	2,66	2,94	3,92
Основні засоби, млрд. \$	0,75	0,63	0,52	0,54	0,56	0,60	0,82	0,98	1,08
Власного капіталу на 1 \$ основних засобів, \$	1,73	1,63	1,71	1,89	2,04	1,98	1,72	1,59	1,85
<b>Astarta</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,52	0,33	0,22	0,33	0,44	0,44	0,46	0,42	0,52
Земельний банк, тис. га	245	245	245	250	250	250	250	235	243
Власного капіталу тис. \$/га	2,12	1,35	0,90	1,32	1,76	1,76	1,84	1,79	2,14
Основні засоби, млрд. \$	0,34	0,28	0,20	0,23	0,27	0,29	0,32	0,26	0,23
Власного капіталу на 1 \$ основних засобів, \$	1,53	1,18	1,10	1,43	1,63	1,52	1,44	1,62	2,26
<b>IMC</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,15	0,07	0,03	0,06	0,09	0,12	0,14	0,13	0,18
Земельний банк, тис. га	139	138	137	137	137	130	124	124	120
Власного капіталу тис. \$/га	1,08	0,51	0,22	0,44	0,66	0,92	1,13	1,05	1,53
Основні засоби, млрд. \$	0,10	0,08	0,05	0,07	0,07	0,08	0,08	0,07	0,07
Власного капіталу на 1 \$ основних засобів, \$	1,50	0,88	0,60	0,86	1,29	1,63	1,75	1,86	2,71
<b>Ovostar Union</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,12	0,10	0,07	0,08	0,10	0,12	0,13	0,11	0,11
Земельний банк, тис. га	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Власного капіталу на 1 га	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Основні засоби, млрд. \$	0,06	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
Власного капіталу на 1 \$ основних засобів, \$	2,00	3,33	2,33	2,00	2,50	3,00	2,60	2,20	2,20

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності компаній та

<https://latifundist.com/>.

Розмір земельного банку в досліджуваних агропромислових компаніях змінювався незалежно від тренду змін у власному капіталі. Так, земельний банк компанії МНР у 2021 р. знаходився на рівні 370 тис. га з 2016 р. по 2021 р., що на 55 тис. га більше за аналогічний показник 2013 р. В компанії Kernel максимальне значення обсягу земельного банку спостерігалось в 2017 р. і становило 600 тис. га, з 2018 р. по 2021 р. відбувалось поступове зменшення земельного банку і в 2021 р. він склав 510 тис. га, що на 105 тис. га вище за аналогічний показник 2013 року. Земельний банк компанії Astarta не зазнавав значних змін протягом 2013-2021 рр. і знаходився в межах 235-250 тис. га. У агропромислової компанії ІМС земельний банк у 2021 р. скоротився на 14% в порівнянні з 2013 р. і становив 120 тис. га. Компанія Ovostar Union в силу специфіки виробництва, котрим є виробництво курячих яєць, не потребує значних земельних угідь, тому земельний банк, як такий, відсутній.

Станом на 2021 р. найвища забезпеченість 1 га землі власним капіталом спостерігалась в компаніях МНР та Kernel, яка становила 4,11 тис. дол. США та 3,92 тис. дол. США відповідно. Мінімальне значення забезпеченості земельного банку в компанії МНР впродовж досліджуваного періоду спостерігалось в 2015 р. і становило 1,67 тис. дол. США на 1 га, що було спричинене зниженням обсягу власного капіталу у валюті представника спричиненого девальвацією національною валюти. В компанії Kernel мінімальне значення забезпеченості земельного банку власним капіталом спостерігалось у 2017 р. і становило 1,90 тис. дол. США на 1 га, що було спричинено дисбалансом між нарощуванням земельного банку на 56 %, в той час як власний капітал у валюті представника зріс лише на 13 %.

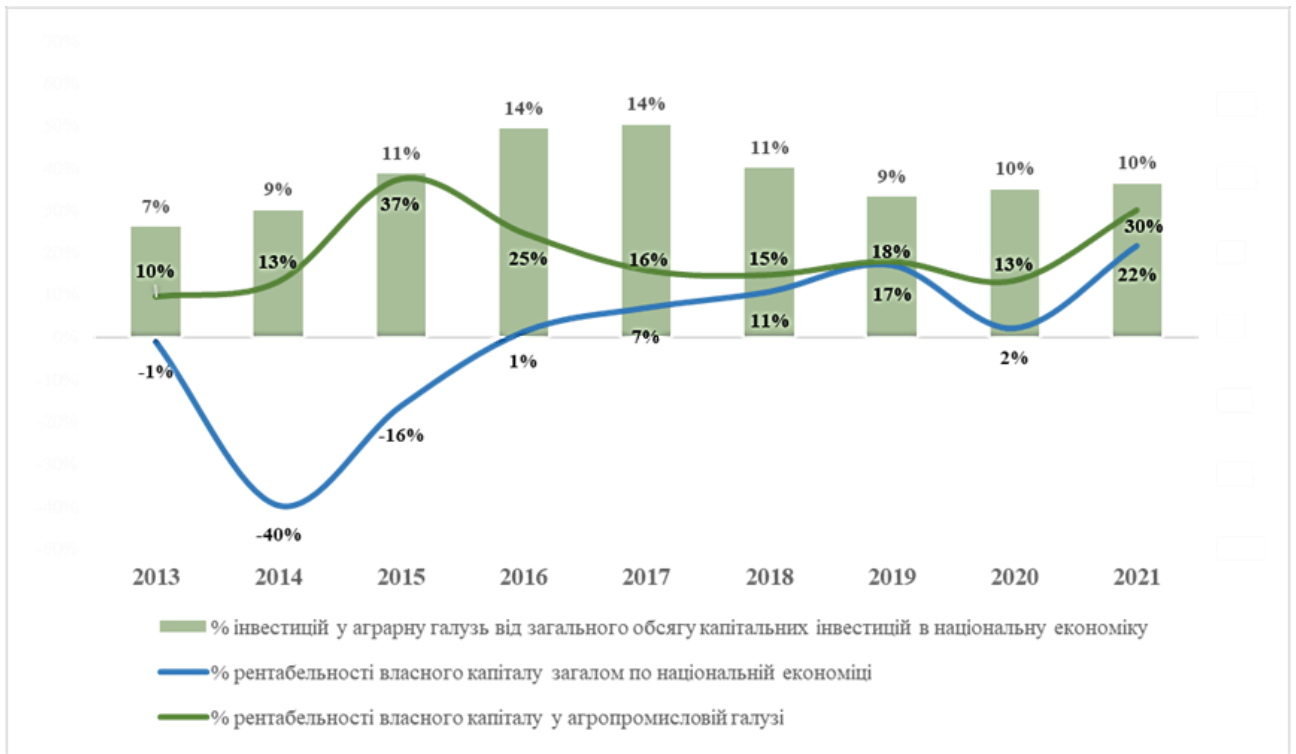
Більш низька забезпеченість земельного банку власним капіталом протягом станом на 2021 р. спостерігалась в агропромислових компаніях ІМС та Astarta, їх власний капітал в перерахунку на 1 га земельного банку складав 1,53 тис. дол. США та 2,14 тис. дол. США відповідно. Мінімальне значення забезпеченості 1 га землі капіталом в компаніях ІМС та Astarta спостерігалось в 2015 р. і становило 0,22 тис. дол. США та 0,90 тис. дол. США.

Покриття власним капіталом вартості основних засобів в досліджуваних агропромислових компаніях протягом досліджуваного періоду змінювалось значною мірою. Медіанне значення серед усіх компаній склало 1,62 дол. США власного капіталу на 1 дол. США основних засобів. Найвище медіанне значення протягом досліджуваного періоду спостерігалось в компанії Ovostar Union і склало 2,33 дол. США власного капіталу на 1 дол. США основних засобів, найнижче – в компанії МНР і склало 0,72 дол. США власного капіталу на 1 дол. США основних засобів. Станом на 2021 р. у 4 з 5 досліджуваних компаній забезпеченість власним капіталом основних засобів знаходилась в інтервалі 1,85 – 2,71 дол. США на 1 дол. США основних засобів. Лише в 1 з 5 компаній у 2021 р. значення знаходилось на рівні нижче за 1 дол. США власного на 1 дол. США основних засобів.

Аналітична оцінка економічної ситуації в українському просторі, що склалася в галузі сільського господарства, свідчить про необхідність вкладення значних матеріальних, енергетичних та часових ресурсів. Загалом аграрний сектор є високодохідною галуззю національного господарства країни [22].

Важливою умовою ефективного функціонування підприємств будь-якої галузі є наявність необхідних інвестицій. Ефективний розвиток аграрного сектору економіки передбачає створення умов для нарощування обсягів виробництва, підвищення результативності функціонування підприємств галузі і, як наслідок, раціональне використання природних ресурсів, зміцнення продовольчої безпеки та вирішення соціальних проблем у сільській місцевості. Вказані процеси потребують широкого залучення інвестицій в аграрне виробництво [63].

Бажання інвесторів здійснювати капіталовкладення в те чи інше підприємство або галузь зазвичай напряму залежить від ефективності використання авансованого капіталу. Вважаємо за необхідне оцінити динаміку рентабельності власного капіталу в агропромисловій галузі та в національній економіці загалом та дослідити по роках частку капітальних інвестицій в сільське господарство від загального обсягу капітальних інвестицій в національній економіці. Результати проведеного аналізу наведені на рис. 2.1.



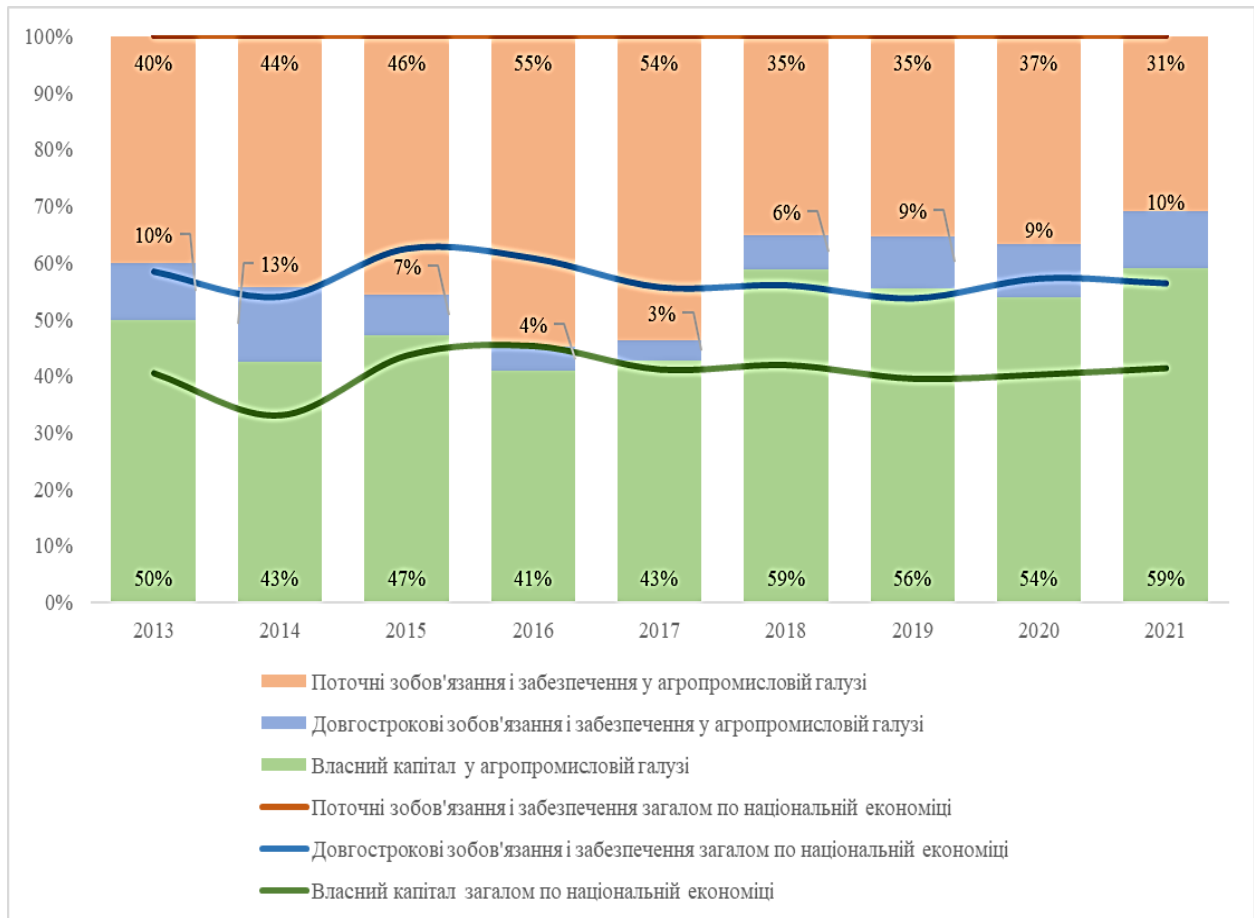
*Рис. 2.1. Динаміка інвестицій в аграрну галузь та рівень рентабельності авансованого капіталу аграрних підприємств та по національній економіці загалом за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua>

Як продемонстровано на рис. 2.1, протягом всього проаналізованого періоду рівень рентабельності власного капіталу в агропромисловій галузі був вищим за загальний рівень рентабельності власного капіталу по національній економіці. Показовим є те, що навіть в кризові 2013-2015 рр. аграрна галузь залишалась прибутковою, в той час як загалом економіка була збитковою. Це пов'язано, передусім, з експортною орієнтованістю значної кількості аграрних підприємств, що підштовхнуло до зростання частки капітальних інвестицій з 9% в 2014 р. до 14% в 2016 та 2017 рр. В 2018-2021 рр. різниця у рівні рентабельності в аграрній галузі дещо скоротилась, перевищення становило від 1% до 11%, а частка капітальних інвестицій в аграрну галузь знаходилась на рівні 9% - 11% [77].

Власний капітал великих агропромислових підприємств становить близько 20% від консолідованої суми власного капіталу в аграрній галузі, при чому частка кількості таких підприємств становить лише 0,1% від загальної [77]. Оскільки

така концентрація капіталу має відображати основні тенденції галузі, розглянемо структуру капіталу великих аграрних підприємств в порівнянні з загальною структурою капіталу великих підприємств національної економіки на рис. 2.2.



*Рис. 2.2. Структура капіталу сільськогосподарських підприємств у порівнянні з загальною структурою капіталу підприємств національної економіки за 2013–2021 рр.*

Джерело: складено автором за даними <https://ukrstat.gov.ua>

Власний капітал загалом по національній економіці знаходився на рівні 33-45 % впродовж 2013-2021 рр., в той час як в аграрних підприємствах власний капітал займав в структурі джерел фінансування від 41% до 59% протягом згаданого періоду. Це, зокрема, може свідчити про вищу очікувану рентабельність авансованого капіталу, ніж загалом по економіці, що було підтверджено на рис. 2.1. Також показовим є нижча частка довгострокових зобов'язань та відносно змінювана частка поточних зобов'язань в структурі капіталу великих аграрних компаній, яка була вищою аналогічну частку по

національній економіці загалом на 11-13 % в період 2016-2017 рр. та стала на 9-16 % нижчою в період з 2018-2021 рр., що компенсувалось нарощуванням частки власного капіталу.

Для дослідження вартості капіталу великих агропромислових компаній, розглянемо структуру фінансування на прикладі узагальнених даних фінансової звітності вибірки досліджуваних агропромислових компаній, що ведуть діяльність в різних сферах аграрного сектору економіки.

Вартість позикового капіталу досліджуваних компаній розрахована на основі фактичних показників їх публічної фінансової звітності, вартість позикового капіталу розраховано як відношення фінансових витрат до загальної суми зобов'язань, результати розрахунків представлені у табл. 2.8.

Таблиця 2.8

**Оцінка вартості позикового капіталу агропромислових компаній  
за 2013-2021 рр.**

Показник	Роки								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>МНР</b>									
Короткострокові позики, млн \$	196	274	254	268	95	113	236	91	123
Довгострокові позики, млн \$	1078	974	1008	998	1082	1180	1481	1574	1606
Інші зобов'язання, млн \$	237	216	192	170	153	231	427	377	423
Фінансові витрати, млн \$	110	109	106	107	108	138	148	144	150
Вартість позикового капіталу, %	7,3	7,4	7,3	7,4	8,2	9,1	6,9	7,1	7,0
<b>Kernel</b>									
Короткострокові позики, млн \$	578	567	427	383	161	336	347	190	479
Довгострокові позики, млн \$	323	248	94	70	503	505	793	1237	1100
Інші зобов'язання, млн \$	269	153	130	199	226	332	390	468	731
Фінансові витрати, млн \$	67	77	60	54	68	75	112	157	117
Вартість позикового капіталу, %	5,7	8,0	9,2	8,3	7,6	6,4	7,3	8,3	5,1
<b>Astarta</b>									
Короткострокові позики, млн \$	158	160	144	125	104	198	228	122	63
Довгострокові позики, млн \$	179	138	97	60	47	110	89	123	124
Інші зобов'язання, млн \$	71	50	42	56	68	49	58	31	32
Фінансові витрати, млн \$	28	27	33	29	11	34	45	36	29
Вартість позикового капіталу, %	6,9	7,8	11,7	12,0	5,0	9,5	12,0	13,0	13,2
<b>ІМС</b>									
Короткострокові позики, млн \$	72	81	59	41	33	41	54	47	39
Довгострокові позики, млн \$	41	59	48	45	41	22	96	94	151
Інші зобов'язання, млн \$	50	31	28	33	26	32	31	23	23
Фінансові витрати, млн \$	13	19	15	13	6	5	12	10	9
Вартість позикового капіталу, %	7,9	10,9	11,3	10,6	6,3	5,6	6,4	6,1	4,1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Ovostar Union</b>									
<b>Короткострокові позики, млн \$</b>	3	3	3	4	4	4	6	5	5
<b>Довгострокові позики, млн \$</b>	10	9	13	14	11	7	4	5	6
<b>Інші зобов'язання, млн \$</b>	5	9	7	7	10	11	14	14	18
<b>Фінансові витрати, млн \$</b>	1	1	1	1	1	2	1	1	0
<b>Вартість позикового капіталу, %</b>	7,5	4,7	5,4	4,4	5,8	9,2	3,9	5,5	1,3

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності компаній.

Як бачимо з розрахунків вартість позикового капіталу досліджуваних компаній протягом 2013-2021 рр. знаходилась на рівні від 1,3 до 13,2 %. Такий значний інтервал відсоткових ставок пояснюється, передусім нестабільною ситуацією 2013-2015 рр., коли ставки на залучення позикових коштів зростали враховуючи економічні ризики, протягом 2016-2021 рр. спостерігалось певною мірою зниження вартості позикового капіталу досліджуваних компаній. Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, розглянемо другу необхідну складову – вартість власного капіталу за методом CAPM, оскільки досліджувані компанії з вибірки здійснюють операційну діяльність в одній країні та одному секторі економіки, розрахунки даних очікуваної вартості власного капіталу для усіх з них наведено в табл. 2.9.

Таблиця 2.9

### Оцінка вартості власного капіталу агропромислових компаній за 2013-2021 рр.

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Безризикова відсоткова ставка на ринку капіталів, %</b>	1,8	2,1	1,9	1,6	2,2	2,8	2,0	0,7	1,2
<b>Річна дохідність S&amp;P 500, %</b>	32,2	13,5	1,4	11,8	21,6	-4,2	31,2	18,0	28,5
<b>Рівень максимального ризику, що властивий для активу (<math>\beta</math> для компаній аграрного сектору на ринках, що розвиваються)</b>	0,68	0,72	0,82	0,70	0,77	0,63	0,64	0,78	0,79
<b>Премія країни (country risk premium), %</b>	9,0	11,3	15,0	15,7	14,2	10,4	10,4	7,4	6,3
<b>CAPM (<math>R_a</math>)</b>	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7

Джерело: розраховано автором за даними <https://investing.com>, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.



Як бачимо очікувана вартість капіталу досліджуваних компаній - досить динамічно змінювана величина, мінімальне значення очікуваної вартості власного капіталу спостерігалось у 2018 р. і становило 4,9%, максимальне – у 2013 р. і становило 28,6%. Найбільший вплив на очікувану ставку дохідності власного капіталу агропромислових компаній становили річна дохідність S&P 500, що є індикатором дохідності публічних компаній, а також премія за ризик країни, котра з 2013 по 2016 рр. зросла на 6,7%, а у 2021 рр. знизилась на 9,4% в порівнянні з 2016 р.

Зміна структури капіталу може впливати на вільні грошові потоки, впливаючи на рішення менеджерів, пов'язані з формуванням бюджету капітальних вкладень, а також визначаючи витрати, пов'язані з банкрутством і фінансовою ліквідацією об'єкта. Таким чином, структура капіталу впливає як на вільні потоки грошових коштів, так і на середньозважену вартість капіталу будь-якої компанії [106].

Розрахуємо середньозважену вартість капіталу вибірки досліджуваних агропромислових компаній у табл. 2.10 та візуалізуємо результати.

Таблиця 2.10

**Оцінка середньозваженої вартості капіталу агропромислових компаній  
за 2013-2021 рр.**

Показник	Роки								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>MHP</b>									
Власний капітал, млрд \$	1,17	0,64	0,60	0,70	0,83	1,10	1,37	1,25	1,52
Позиковий капітал, млрд \$	1,51	1,46	1,46	1,43	1,33	1,52	2,14	2,05	2,15
Частка власного капіталу, %	43,7	30,5	29,1	32,9	38,4	41,5	39,0	37,9	41,4
Частка позикового капіталу, %	56,3	69,5	70,9	67,1	61,6	58,5	61,0	62,1	58,6
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,3	7,4	7,3	7,4	8,2	9,1	6,9	7,1	7,0
WACC	15,8	9,8	8,3	10,5	14,9	6,4	14,1	11,3	14,8
<b>Kernel</b>									
Власний капітал, млрд \$	1,30	1,03	0,89	1,02	1,14	1,19	1,41	1,56	2,00
Позиковий капітал, млрд \$	1,17	0,97	0,65	0,65	0,89	1,17	1,53	1,90	2,31
Частка власного капіталу, %	52,6	51,5	57,8	61,1	56,2	50,4	48,0	45,1	46,4
Частка позикового капіталу, %	47,4	48,5	42,2	38,9	43,8	49,6	52,0	54,9	53,6
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
Ставка вартості позикового капіталу, %	5,7	8,0	9,2	8,3	7,6	6,4	7,3	8,3	5,1
WACC	17,2	12,7	11,2	14,7	18,5	5,1	16,2	12,8	15,1

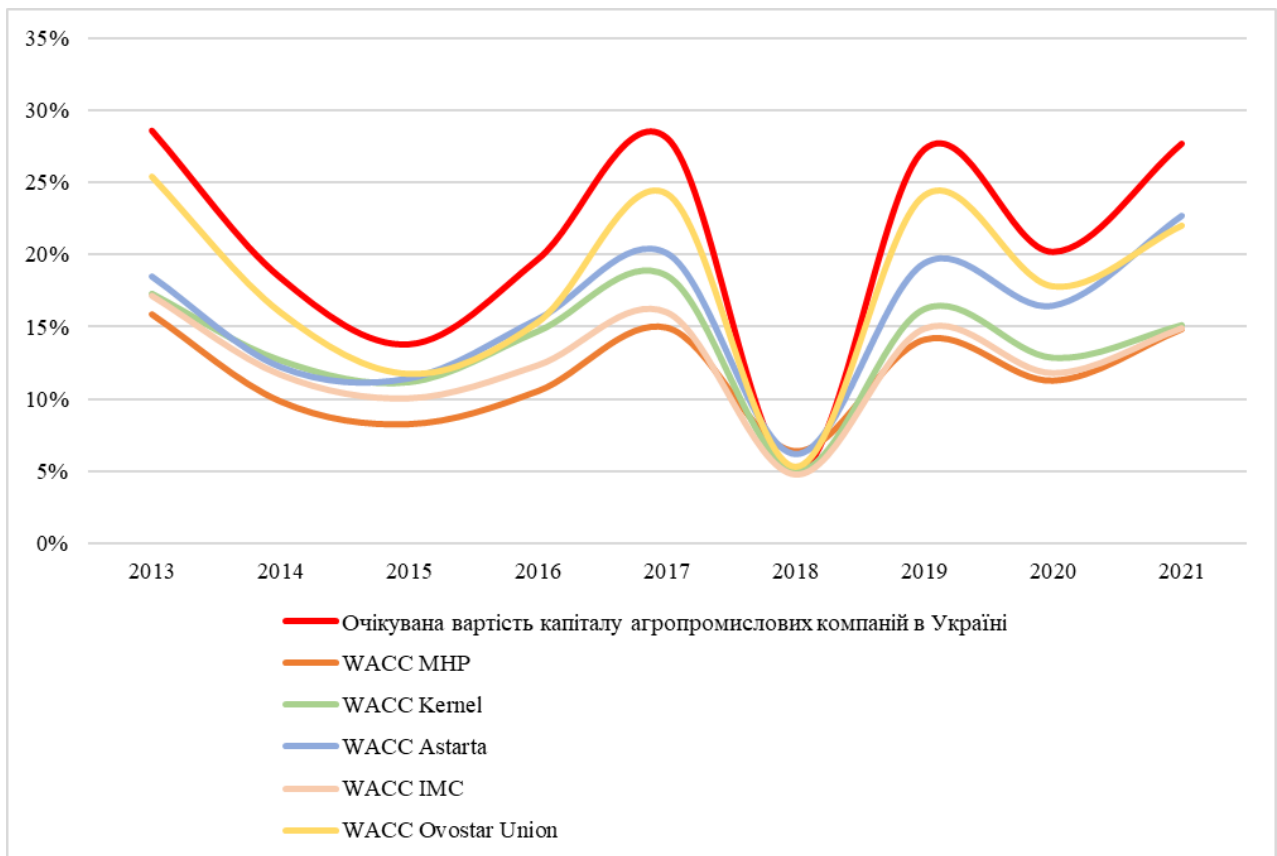
Закінчення табл. 2.10

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Astarta</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,52	0,33	0,22	0,33	0,44	0,44	0,46	0,42	0,52
Позиковий капітал, млрд \$	0,41	0,35	0,28	0,24	0,22	0,36	0,38	0,27	0,22
Частка власного капіталу, %	55,9	48,5	44,0	57,9	66,7	55,0	54,8	60,9	70,3
Частка позикового капіталу, %	44,1	51,5	56,0	42,1	33,3	45,0	45,2	39,1	29,7
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
Ставка вартості позикового капіталу, %	6,9	7,8	11,7	12,0	5,0	9,5	12,0	13,0	13,2
WACC	18,5	12,2	11,4	15,5	20,1	6,2	19,4	16,5	22,7
<b>IMC</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,15	0,07	0,03	0,06	0,09	0,13	0,14	0,13	0,19
Позиковий капітал, млрд \$	0,16	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,18	0,16	0,21
Частка власного капіталу, %	48,4	29,2	17,6	33,3	47,4	59,1	43,8	44,8	47,5
Частка позикового капіталу, %	51,6	70,8	82,4	66,7	52,6	40,9	56,3	55,2	52,5
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,9	10,9	11,3	10,6	6,3	5,6	6,4	6,1	4,1
WACC	17,1	11,7	10,1	12,4	16,0	4,8	14,9	11,8	14,9
<b>Ovostar Union</b>									
Власний капітал, млрд \$	0,12	0,10	0,07	0,08	0,10	0,12	0,13	0,11	0,11
Позиковий капітал, млрд \$	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Частка власного капіталу, %	85,7	83,3	77,8	72,7	83,3	85,7	86,7	84,6	78,6
Частка позикового капіталу, %	14,3	16,7	22,2	27,3	16,7	14,3	13,3	15,4	21,4
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,5	4,7	5,4	4,4	5,8	9,2	3,9	5,5	1,3
WACC	25,4	16,0	11,7	15,3	24,2	5,3	24,1	17,8	22,0

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності компаній

Як бачимо середньозважена вартість капіталу також змінюється динамічно та значною мірою залежить від очікуваної вартості власного капіталу. Візуалізуємо зміни WACC та зміни в очікуваній вартості власного капіталу по компаніях та роках на рис. 2.3.

Як бачимо на рис. 2.3 вартість власного капіталу неоднорідна та циклічна, можна помітити її значний вплив на середньозважену вартість капіталу вибірки досліджуваних агропромислових компаній.



*Рис. 2.3. Динаміка очікуваної вартості власного капіталу агропромислових компаній в Україні та середньозваженої вартості капіталу досліджуваних компаній*

Джерело: систематизовано автором за попередніми розрахунками.

Опишемо зміни середньозваженої вартості капіталу більш детально в розрізі окремих досліджуваних агропромислових компаній:

1. Компанія МНР. Найвища середньозважена вартість капіталу протягом досліджуваного періоду спостерігалась в 2013 р. і становила 15,8%, найнижча – у 2018 р. і становила 6,4%. Частка власного капіталу в 2013 та 2018 рр. становила 43,7% та 41,5% відповідно, а його очікувана вартість – 28,6% та 4,9% відповідно. Впродовж 2014-2017 рр. частка позикового капіталу перебувала на в межах 61,6-70,9%, що дозволило в умовах наявності більш низької вартості позикового капіталу в порівнянні з ставкою вартості власного капіталу дозволило мати найнижчу середньозважену ставку капіталу серед усієї вибірки досліджуваних агропромислових компаній. В 2018 р. очікувана вартість власного капіталу значно знизилась, а позикового – зросла, в цей рік частка власного капіталу

вперше стала вищою за 40%, що також в контексті оптимізації вартості середньозваженої вартості капіталу з математичної точки зору було, на нашу думку, вдалим прикладом управління структурою капіталу. Станом на 2021 р. середньозважена вартість капіталу була найнижчою серед усіх досліджуваних агропромислових компаній і становила 14,8%.

2. Компанія Kernel. Найвища середньозважена вартість капіталу протягом досліджуваного періоду спостерігалась в 2017 р. і становила 18,5%, найнижча – у 2018 р. і становила 5,1%. Незважаючи на більш низьку вартість позикового капіталу в період 2014–2017 рр., частка позикового капіталу в 2017 р. була нижчою на 4,7% за аналогічний показник 2014 р. Станом на 2021 р. середньозважена вартість капіталу становила 15,1%.

3. Компанія Astarta. Найвища середньозважена вартість капіталу протягом досліджуваного періоду спостерігалась в 2021 р. 22,7%, найнижча – у 2018 р. і становила 6,2%. В період 2014-2016 рр. ставка вартості позикового капіталу в компанії Astarta зросла на 4,2%, хоч все ще була нижчою за вартість власного капіталу на 7,7%, в той же час частка позикового капіталу знизилась на 9,4%. В 2017 р. ставка вартості позикового капіталу знизилась до 5,0% і була нижчою на 23,1% за ставку вартості власного капіталу, а частка позикового капіталу знову знизилась на 8,8%, що призвело до зростання у 2017 р. середньозваженої ставки капіталу на 4,6% в порівнянні з 2016 р. Станом на 2021 р. середньозважена вартість капіталу була найвищою серед усіх досліджуваних агропромислових компаній і становила 22,7%, передусім через високу частку власного капіталу в структурі джерел фінансування, а також найвищу за весь досліджуваний період очікувану ставку вартості позикового капіталу, яка перебувала на рівні 13,2%.

4. Компанія ІМС. Найвища середньозважена вартість капіталу протягом досліджуваного періоду спостерігалась в 2013 р. і становила 17,1%, найнижча – у 2018 р. і становила 4,8%. Протягом 2014-2017 рр. зберігалась доволі висока частка позикового капіталу в структурі джерел фінансування, яка перебувала в межах інтервалу 52,6-82,4%, що позитивно впливало на середньозважену ставку, оскільки ставка позикового фінансування була нижчою за очікувану ставку

вартості власного капіталу, проте, на нашу думку, виникають питання щодо фінансової стійкості такої структури капіталу. В 2018 р., коли очікувана ставка вартості власного капіталу перебувала на нижчому рівні, ніж вартість позикового капіталу компанія наростила частку власного капіталу, що призвело до зниження середньозваженої ставки на 0,2%, ніж у випадку якщо б структура лишалась незмінною. Станом на 2021 р. середньозважена вартість капіталу становила 14,9%.

5. Компанія Ovostar Union. Найвища середньозважена вартість капіталу протягом досліджуваного періоду спостерігалась в 2013 р. і становила 25,4%, найнижча – у 2018 р. і становила 5,3%. Частка власного капіталу компанії в структурі фінансування протягом усього досліджуваного періоду (2013-2021 рр.) знаходилась на високому рівні в межах інтервалу 72,7-86,7%, що, з одного боку, забезпечує високу фінансову стійкість, проте робить очікувану середньозважену ставку вартості капіталу компанії у значну залежність від змін у очікуваній ставці власного капіталу, це продемонстровано, зокрема, на рис. 2.3 і є особливо помітним в період 2019-2019 рр. Станом на 2021 р. середньозважена вартість капіталу була перебувала на високому рівні і становила 22,0 %.

Вартість капіталу агропромислових компаній України структурно сформована за рахунок елементів, які значною мірою відрізняються за вартістю – власний капітал зазвичай значно дорожчий за позиковий за рахунок показника премії за ризик країни, який знаходився в 2013-2021 рр. в діапазоні 6,3% – 15,7%, це обумовлено кредитним рейтингом країни та іншими ризиками для підприємницької діяльності в країні.

Досягнення оптимальної структури та вартості капіталу може досягатись різними шляхами, проте обов'язково мають враховуватись інші показники, як от показники фінансової стійкості та платоспроможності при формуванні зміні структури капіталу з метою зниження середньозваженої вартості капіталу. Перспектива подальших досліджень полягає в аналізі аналогічних показників інших компаній агропромислової та інших галузей економіки та врахування показників фінансової стійкості та платоспроможності при моделюванні оптимальної структури капіталу з мінімально можливою середньозваженою вартістю капіталу.

## **2.2. Аналіз зовнішніх факторів впливу на ринкову вартість агропромислових компаній**

В умовах сучасної ринкової економіки фондовий ринок відіграє важливу роль в акумулюванні та перерозподілі капітальних ресурсів приватних та інституційних інвесторів для забезпечення зростання економіки загалом та, зокрема, найбільш ефективних її галузей. Ефективно функціонуючий фондовий ринок допомагає в розвитку економіки через два основні механізми: збільшення заощаджень домогосподарств та інституцій, а також покликаний сприяти найбільш доцільному розподілу цих заощаджень.

Ринкова вартість агропромислових компаній формується під впливом різних чинників, що потребують вивчення для уможливлення передбачення впливів від їх змін та вжиття необхідних факторів, відповідно до стратегії інвесторів компаній та регуляторів макроекономічного середовища.

Питання впливу макроекономічних факторів впливу на ринкову вартість підприємств досліджувалось, переважною мірою, серед зарубіжних науковців в контексті розвитку фондового ринку та економічних систем в їх країнах.

Гарлі та Шоу (1955) були одними з перших, хто почав аналізувати перерозподіл збережень через фінансові інституції, а також вплив доходів, відсоткових ставок та пропозиції грошей на реальну економіку [165].

Гарсія та Ліу (1999) досліджували макроекономічні детермінанти, які спричинили різницю в розвитку фондових ринків в Латинській Америці порівняно у порівнянні зі Східною Азією та обраними промисловими країнами – США та Японією за період з 1980 р. по 1995 р. Ними було виявлено, що реальний рівень доходу домогосподарств, їх рівень заощаджень, та розвиток фінансових посередників і ліквідність фондового ринку є суттєвими факторами капіталізації економіки [160].

Садорскі (2003) провів аналіз впливу макроекономічних детермінант на волатильність акцій технологічних компаній. Емпіричний результат його роботи свідчить про те, що, зокрема, ціна на нафту та індекс споживчих цін мають значний вплив на зміну цін на акції технологічних компаній [192].

Чоу-Вей (2007) досліджував джерела коливань цін на акції в часи після становлення індустріалізації Тайваню, Південної Кореї, Сінгапуру та Гонг-Конгу. Він встановив, що інфляція та обсяг грошової маси не впливають на зміну курсів акцій, а зміни валютного курсу та цін на нафту впливають суттєво [135].

Сінгх, Мехта та Варша (2011) провели аналіз взаємозв'язку макроекономічних індикаторів із дохідністю акцій на Тайвані. Емпірично було встановлено, що ВВП та валютний курс мають вплив на зміну вартості та дохідність акцій, в той же час рівень зайнятості та обсяг грошової маси не мають суттєвого впливу на показники вартості та дохідності акцій [199].

Осамвоні та Евбайро-Осагіє (2012) встановили, що валютний курс, індекс інфляції та ВВП впливають на вартість акцій на фондовому ринку Нігерії [184].

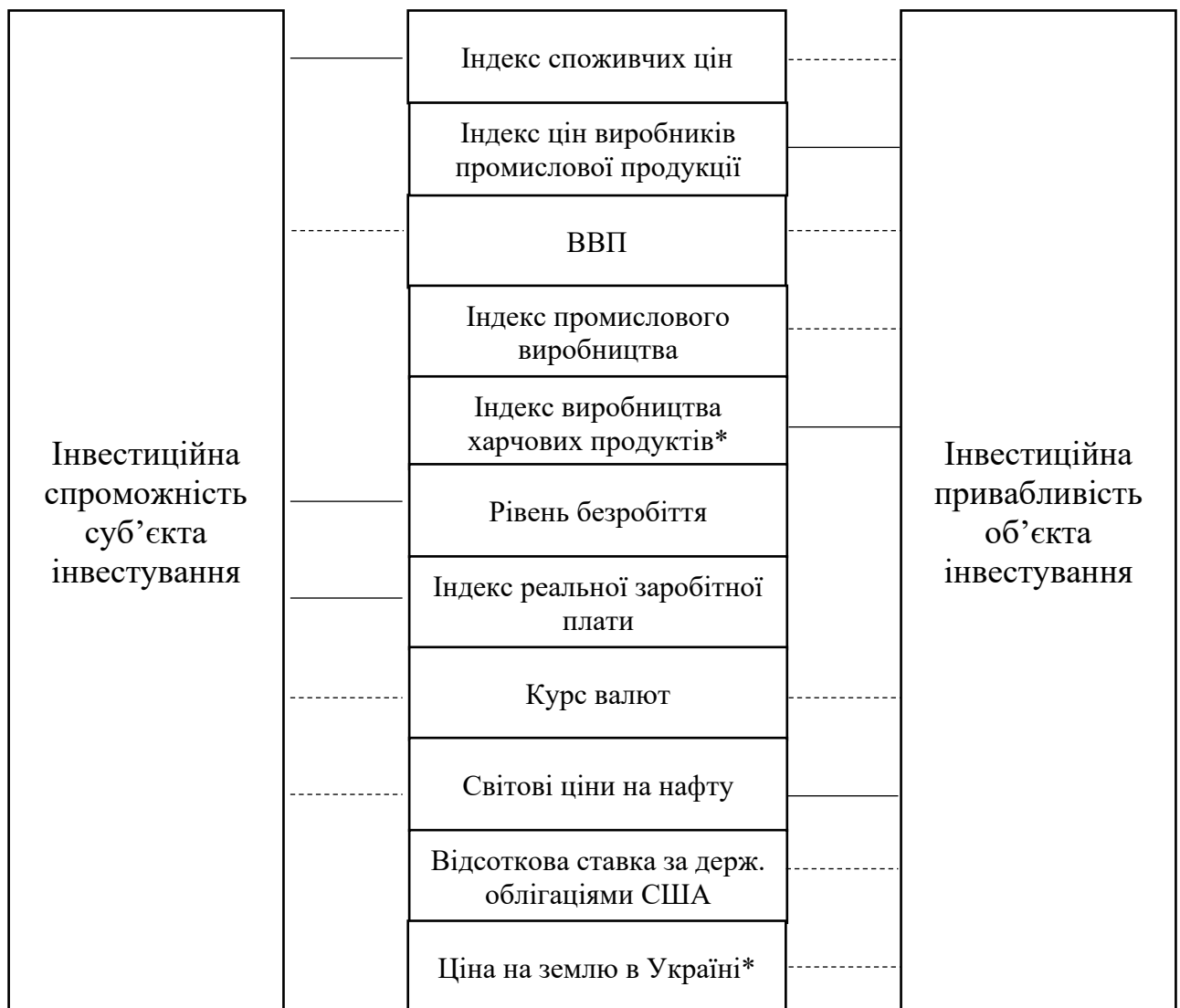
Ніязбекова, Греков та Блохіна (2016) довели, що на індекс фондового ринку Казахстану в період з 2005 р. по 2014 р. впливали такі макроекономічні індикатори, як валютний курс, відсоткова ставка за 10-річними облігаціями, індекс інфляції та ціна на нафту марки Brent [201].

Путра, Віюда та Халім (2021) провели аналіз впливу макроекономічних показників на ціни акцій за 2013-2018 рр. в галузі будівництва та будівельних компаній, які розміщені на індонезійській фондовій біржі. За результатами аналізу було встановлено, що показники інфляції, світових біржових цін на нафту та обмінний курс мають лінійну залежність з ринковими цінами акцій галузі будівництва та будівельних компаній в 2013-2018 рр [190].

Яблоньські та Кіка (2022) дослідили вплив макроекономічних індикаторів на ціни акцій вибірки польських та американських компаній за період 2016-2020 рр. За результатами дослідження було доведено суттєвий вплив інфляції та помірний вплив обсягу промислового виробництва та ВВП у випадку з компаніями на ринку США, у випадку з компаніями на ринку Польщі було встановлено лише суттєвий негативний вплив рівня інфляції [172].

Як бачимо з огляду частини наукових робіт, зарубіжними науковцями досить активно розглядалось питання впливу макроекономічних факторів на ринкову вартість окремих компаній, капіталізацію галузей та секторів економіки, а також фондових індексів в окремих країнах чи регіонах.

Систематизуємо на рис. 2.4 перелік макроекономічних показників на прикладі даних, які поширюються Національним банком [79] та які використовувались у наведених раніше дослідженнях зарубіжних учених.



*Рис. 2.4. Система макроекономічних показників за напрямками впливу на ринок капіталів*

Джерело: розроблено автором.

Розглянемо систему макроекономічних показників наведену на рис. 2.4 та взаємозв'язки в ній більш детально.

- Індекс споживчих цін. Зростання або зниження споживчих цін має прямий вплив на інвестиційну спроможність суб'єкта інвестиційної діяльності, оскільки таким чином, за інших рівних умов, знижується або збільшується спроможність заощаджувати доходи і, відповідно, займатись інвестуванням. В



той же час, індекс споживчих цін може мати опосередкований вплив на інвестиційну привабливість об'єкта інвестування через збільшення виручки як результат зростання споживчих цін, в разі якщо об'єкт інвестування здійснює повний виробничий цикл з реалізацією готової продукції споживачам.

- Індекс цін виробників промислової продукції. Зростання або зниження цін на товари виробників промислової продукції напряму впливає на виручку та майбутні грошові потоки об'єкта інвестування і, відповідно, на його інвестиційну привабливість.

- ВВП. Зміни в обсязі валового внутрішнього продукту опосередковано впливають як на інвестиційну спроможність суб'єктів інвестування через збільшення загальної ресурсної бази населення країни для заощаджень та інвестування, в той же час підвищується інвестиційна привабливість об'єкта інвестування через збільшення купівельної спроможності споживачів.

- Індекс промислового виробництва. Опосередковано впливає на інвестиційну привабливість об'єкта інвестування, оскільки може означати збільшення конкуренції та необхідність проводити більш стриману цінову політику, проте для впливу на конкретний об'єкт інвестування варто оперувати індексами промислового виробництва відповідної галузі.

- Індекс виробництва харчових продуктів. Прямо впливає на інвестиційну привабливість об'єкта інвестування, якщо такий здійснює операційну діяльність в галузі сільського господарства. Збільшення обсягу виробництва може призводити до зниження цін за інших рівних умов.

- Рівень безробіття. Прямо впливає на здатність населення отримувати доходи, заощаджувати і, відповідно, на його спроможність брати участь в інвестиційній діяльності.

- Індекс реальної заробітної плати. Впливає на обсяг доходів населення, тобто базу для формування заощаджень, які можна вкладати через фондовий ринок.

- Курс валют. Валютний курс може опосередковано впливати на інвестиційну спроможність суб'єкта інвестування через подорожчання імпортованих товарів та зниження потенціалу до формування збережень. Також

опосередкований вплив може бути на привабливість об'єкта інвестування при чому напрямок такого впливу потенційно може бути як позитивним так і негативним залежно від переважання імпортних або експортних операцій в діяльності підприємства.

- Світові ціни на нафту. Світові ціни на нафту можуть мати прямий вплив на привабливість об'єкта інвестування у випадку якщо в ланцюжку формування його доданої вартості значну частку займають витрати на паливні енергоносії, в такому випадку збільшуватиметься база витрат та зменшуватиметься потенціал отримання прибутку.

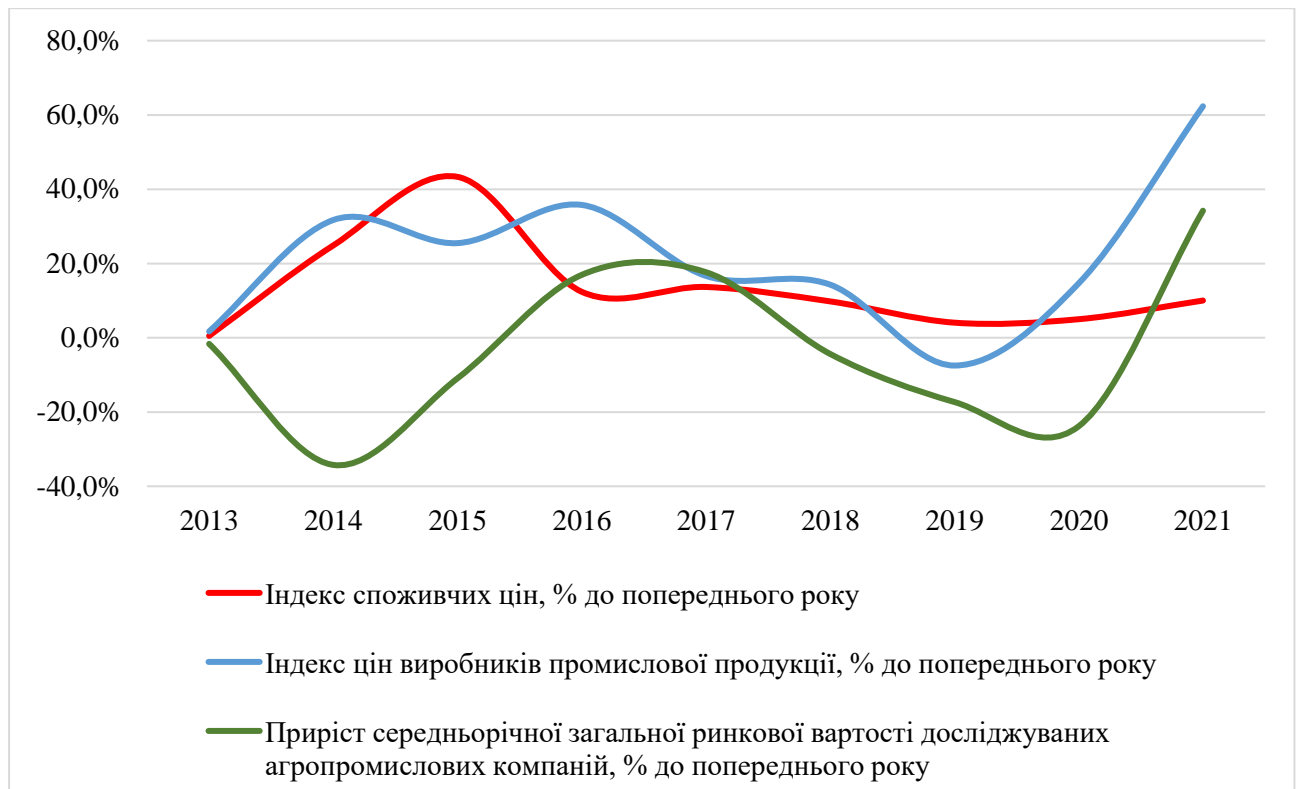
- Відсоткова ставка за державними казначейськими облігаціями США. Зважаючи на відсоткову ставку за умовно безризиковими інвестиціями інвестори приймають рішення про алокацію своїх вкладень, при зниженні відсоткової ставки вкладення в акції компаній стають більш привабливим способом інвестувати, при зростанні відсоткових ставок на казначейські облігації інвестори можуть перенаправляти свої інвестиції в цей або подібні інструменти.

- Ціни на землю в Україні. У контексті дослідження впливу макроекономічних детермінант на ринкову вартість агропромислових компаній, ми пропонуємо додати такий фактор як ціна на землю в Україні. Цей показник потенційно може впливати на оцінку інвесторами цінності активів, право на частку яких вони отримують при вкладенні в акції компаній у власності яких перебувають земельні ділянки.

Оскільки акції агропромислових компаній, які ми обрали для дослідження розміщені на зарубіжних фондових біржах, ми вважаємо доцільним досліджувати лише вплив макроекономічних факторів, які прямо чи опосередковано впливають на інвестиційну привабливість об'єкта інвестування. Це пояснюється тим, що інвестиційна спроможність та заощадження інвесторів з України лише частково впливає на коливання цін на акції, які розміщені на закордонних майданчиках та ширший доступ до яких мають зарубіжні інвестори, а інвестиційна привабливість об'єкта інвестування є критерієм, який стимулює всіх потенційних інвесторів вкладати кошти в ту чи іншу компанію.

Дослідимо динаміку змін макроекономічних показників, які потенційно впливають на інвестиційну привабливість об'єкта інвестування та порівняємо ці зміни з динамікою змін у ринковій вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр. Вхідні дані наведені в табл. А.1 (додаток А).

Розглянемо на рис. 2.5 еволюцію змін в індексі споживчих цін та індексі цін виробників промислової продукції порівняно з ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній.



*Рис. 2.5. Динаміка змін індексів цін у економіці та середньорічної ринкової вартості агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com/>

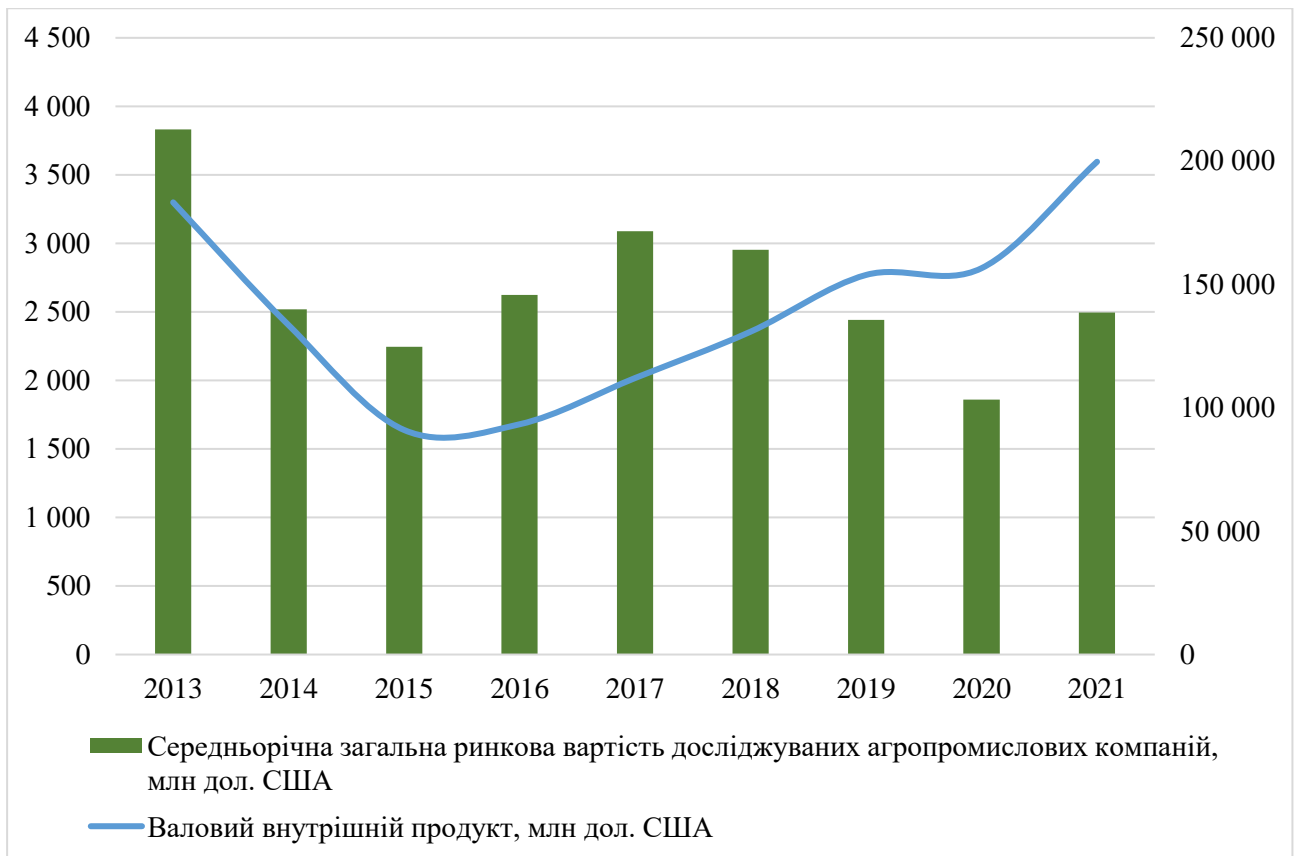
Як бачимо на рис. 2.5, індекс споживчих цін протягом 2013-2021 рр. перебував в межах 0,5% – 43,3%, найвищий показник був зафіксований у 2015 р., найнижчий – у 2013 р. Помітно, що спільні тренди у індексу споживчих цін та темпів приросту ринкової вартості агропромислових компаній відсутні. При цьому, між індексом цін виробників промислової продукції та темпом приросту ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній також протягом

2013-2017 рр. помітний рух у різні напрямки, що свідчить про відсутність тісної залежності в зазначений період, однак з 2018 р. по 2021 р. помітна певна кореляція – у 2019 р. індекс цін виробників промислової продукції знизився до -7,5% з 14,3%, які були у 2018 р., в той же час темп приросту ринкової вартості агропромислових компаній знизився з -4,4% у 2018 р. до -17,3% у 2019 р. і продовжив негативну тенденцію у 2020 р., коли склав -23,8%. Відновлення зростання темпів приросту ринкової вартості відбулось лише у 2021 р., коли показник склав 34,2%, цьому передувало динамічне зростання індексу цін виробників до 14,7% та 62,3% у 2020 р. та 2021 р. відповідно.

З наведених даних можна припустити наявність значного впливу індексу цін виробників промислової продукції на ринкову вартість агропромислових компаній протягом 2019-2021 рр., в інші періоди вплив даного показника був помірним.

Розглянемо на рис. 2.6 динаміку змін ВВП України у фактичних цінах перерахованого у довідкову валюту – долар США за офіційними середньорічними курсами встановленими НБУ, на допоміжній вісі для порівняння наведемо динаміку загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній.

Загальна динаміка валового внутрішнього продукту мала спадаючу тенденцію з 2013 р. по 2015 р., протягом цього періоду зниження ВВП склало близько 50% або 92,3 млрд дол. США, в той же час ринкова вартість досліджуваних агропромислових компаній знизилась на 41% або 1,6 млрд дол. США. В подальші роки досліджуваного періоду, а саме з 2016 р. по 2021 р. відбувалось постійне зростання ВВП, темпи приросту склали від 1,8% до 27,5%, в той же час зміни в обсязі середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній були нерівномірними. Так, у 2016 р. та 2017 р. темп приросту капіталізації склали 16,9% та 17,6% відповідно, після цього протягом 2018-2020 рр. відбулось зниження загалом на 40%. В 2021 р. приріст капіталізації склав 34,2% в порівнянні до 2020 р.

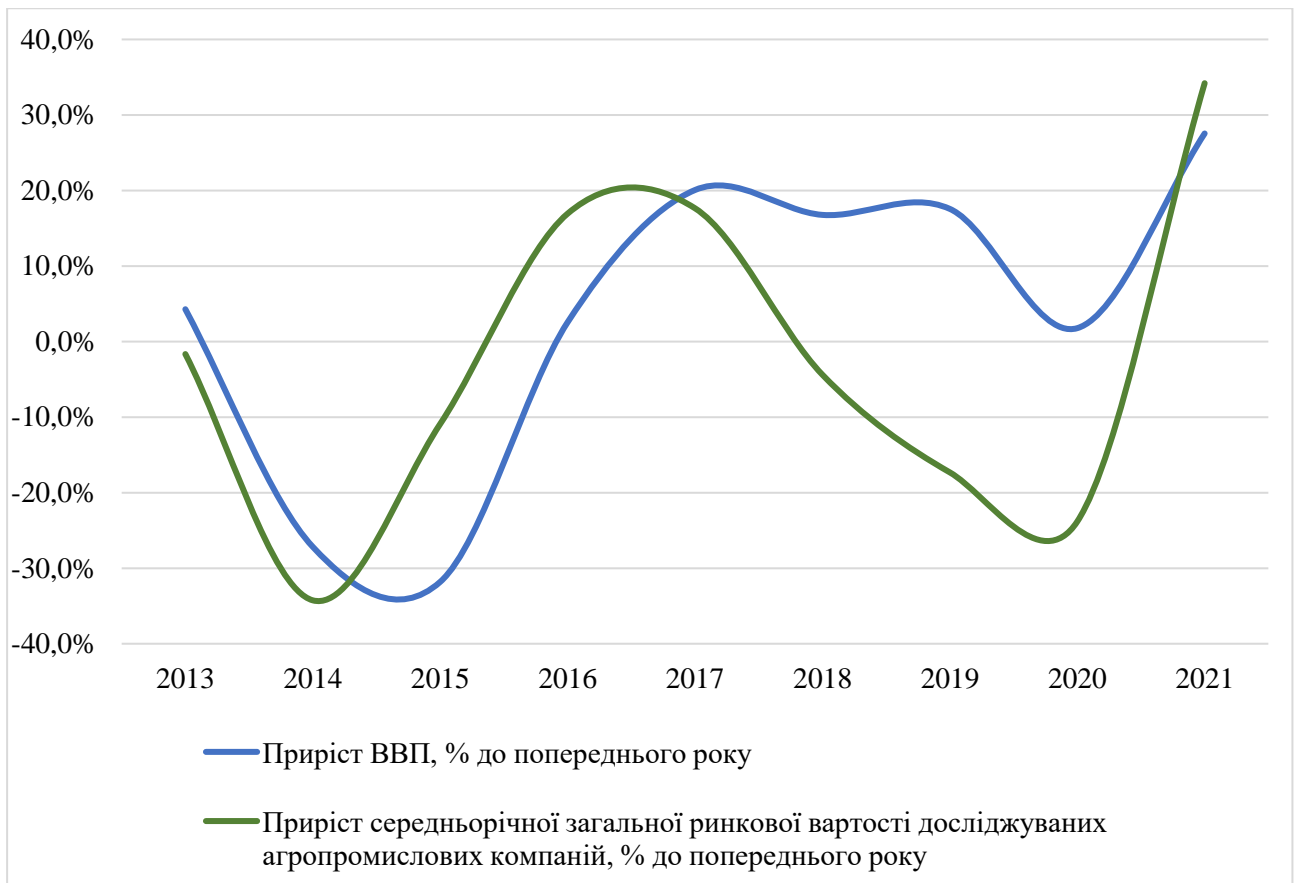


*Рис. 2.6. Динаміка ВВП та середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

Для більш наочного розуміння темпів приросту ВВП та середньорічної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній, візуалізуємо їх на рис. 2.7.

На рис. 2.7 помітна певна кореляція в темпах приросту ВВП та середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній, проте питання виникає щодо каузальності, з 2013 р. по 2016 р. тенденцію до зростання задавав показник середньорічної загальної капіталізації, а приріст ВВП повторював цю тенденцію із затримкою в 1 рік. Проте з 2017 по 2021 р. темп приросту капіталізації був від'ємним, що пов'язано, вірогідно, з кризою в реальному секторі економіки під час пандемії COVID-19, при цьому приріст ВВП тримався на додатному рівні за рахунок інших галузей та сприяв відновленню інвестиційної активності на фондовому ринку.



*Рис. 2.7. Темпи приросту ВВП та середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

З наведених даних можна зробити припущення про наявність помірного взаємозв'язку між темпами приросту валового внутрішнього продукту та ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній. Наявність взаємозв'язку між ВВП та ринковою вартістю компаній узгоджується з дослідженням Л. О. Зайцевою (2020) такого співвідношення для компанії Ferrexpo [43].

Розглянемо на рис. 2.8 динаміку індексів промислового виробництва та виробництва харчових продуктів порівняно з темпами приросту ринкової вартості агропромислових компаній.



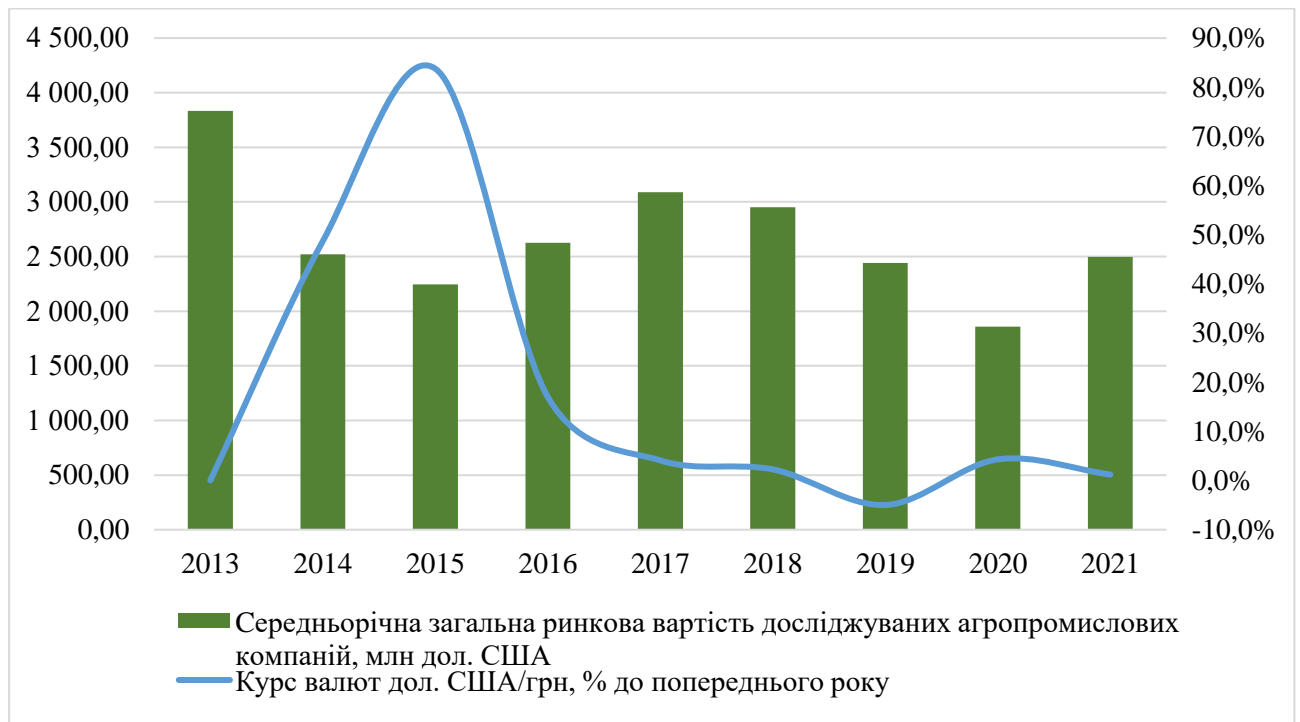
*Рис. 2.8. Динаміка змін індексів виробництва продукції та середньорічної загальної ринкової вартості агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

Як бачимо на рис. 2.8, індекс виробництва промислової продукції впродовж 2013-2021 рр. перебував в межах -12,2% – 3,9%, найвищий показник був зафіксований у 2016 р., найнижчий – у 2015 р. Динаміка індексу виробництва харчових продуктів, загалом, близька до динаміки виробництва промислової продукції. Показник індексу виробництва харчових продуктів впродовж 2013-2021 рр. перебував в межах -11,4% – 8,9%, найвищий та найнижчий показники, так само як в загальному індексі виробництва промислової продукції, були зафіксовані в 2016 р. та 2015 р. відповідно.

Виходячи з розрахованих та наведених на рис. 2.8 показників, робимо висновок про відсутність спільних трендів між індексами виробництва та темпами приросту ринкової вартості агропромислових компаній, що свідчить про слабку залежність між даними факторами.

Розглянемо на рис. 2.9 динаміку обмінного курсу гривні до долара США у порівнянні з динамікою змін ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.



*Рис. 2.9. Динаміка середньорічної ринкової вартості агропромислових компаній та темпів приросту обмінного курсу дол. США до грн за 2013-2021 рр.*

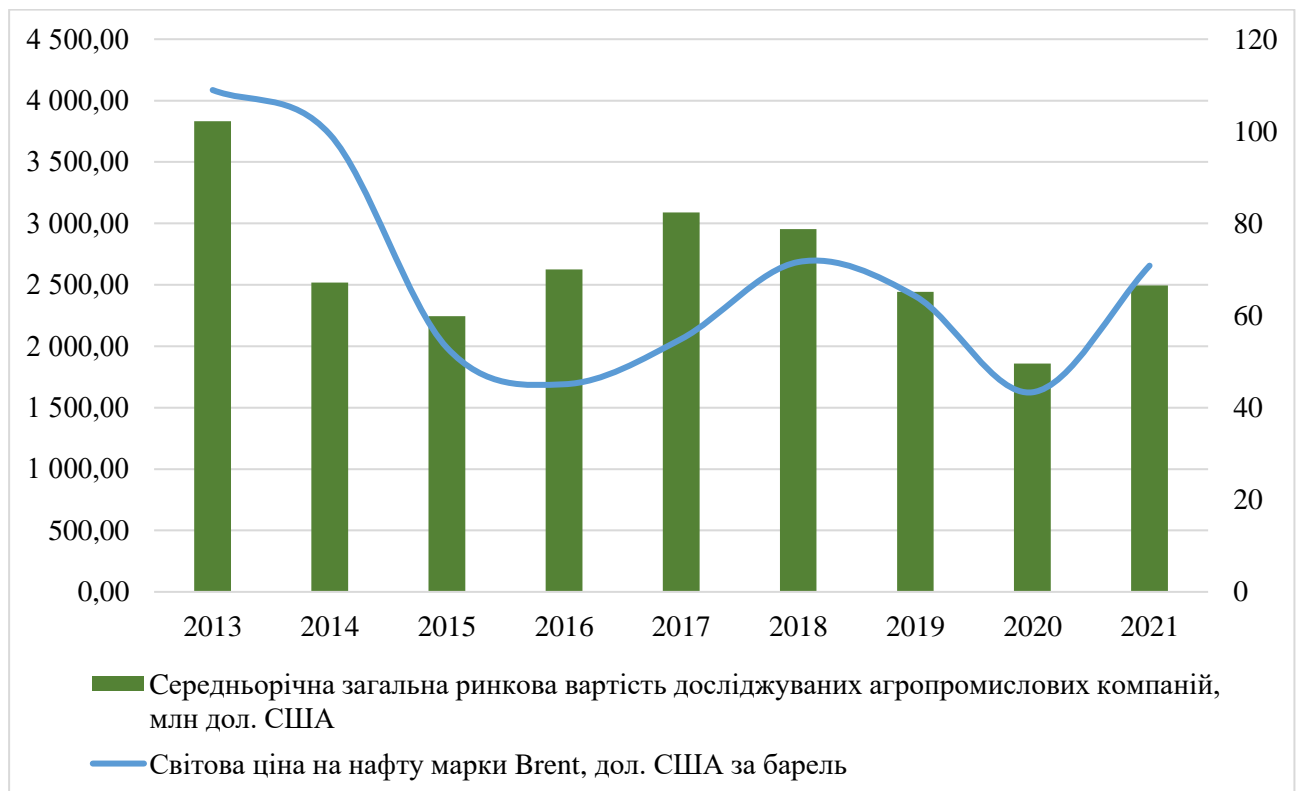
Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

На рис. 2.9 можна спостерігати різкий спад загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній з 2013 р. по 2015 р., який відбувся на фоні різкого зростання показників приросту обмінного курсу. В 2015 р. ринкова вартість досліджуваних агропромислових компаній склала 2,2 млрд дол. США, що на 41% нижче, ніж було в 2013 р., в той же час темпи приросту курсу валютного курсу дол. США по відношенню до гривні зросли з 0,0% в 2013 р. до 48,7% та 83,8 % в 2014 р. та 2015 р. відповідно. При зниженні темпів девальвації гривні у 2017-2018 рр. до рівня 4,1% та 2,3% відповідно, помітне певне зростання ринкової вартості з 2,6 млрд дол. США в 2016 р. до 3,1 та 2,9 млрд дол. США в 2017 р. та 2018 р. відповідно. Протягом 2019-2020 рр., незважаючи на низький рівень зростання обмінного курсу дол. США по відношенню до гривні, який перебував в



межах  $-5,0 - 4,3$  %, відбулось зниження ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній з 2,9 млрд. дол. США в 2018 р. до 2,4 млрд дол. США та 1,9 млрд дол. США в 2019 р. та 2020 р. відповідно, в 2020 р. рівень ринкової вартості був на 21% нижчим за аналогічний показник 2018 р., що свідчить про вплив інших факторів на зміни в ринкової вартості, крім обмінного курсу.

Проаналізуємо на рис. 2.10 еволюцію змін світових цін на нафту порівняно з еволюцією змін ринкової вартості вибірки досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.



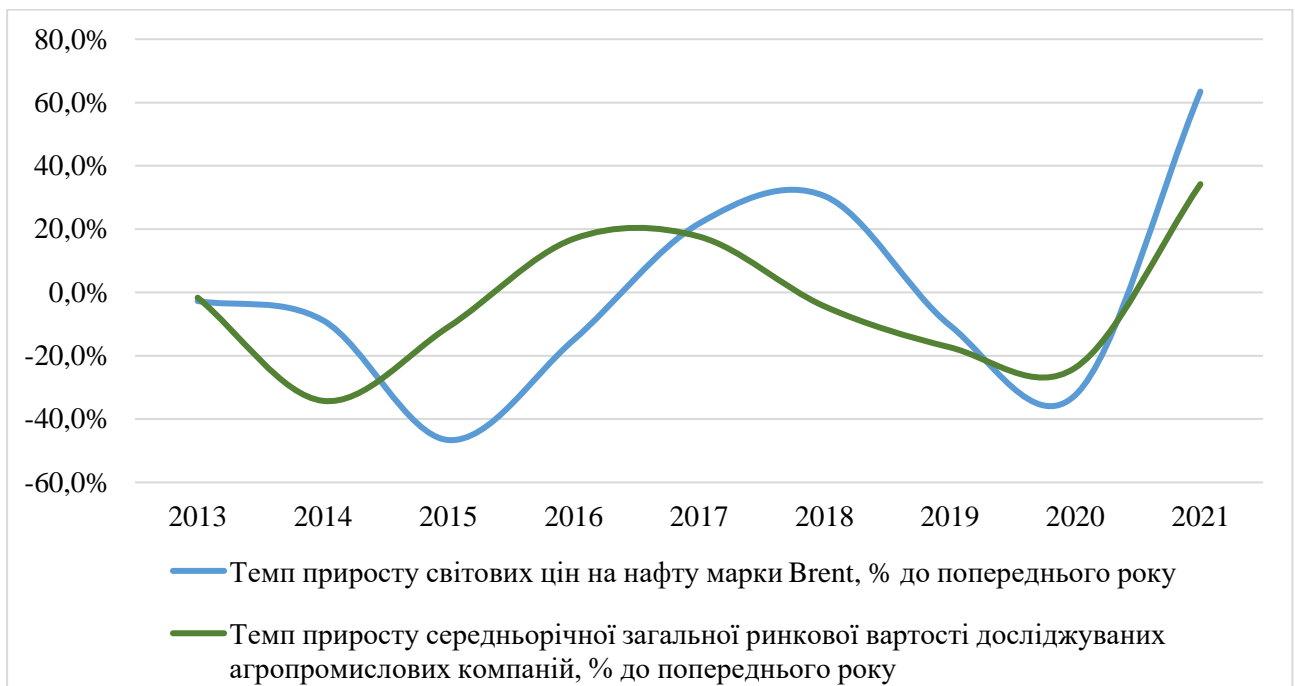
*Рис. 2.10. Еволюція змін середньорічної ринкової вартості агропромислових компаній та світових цін за барель нафти марки Brent дол. США за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

На рис. 2.10 помітні спільні тенденції змін середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній та світових цін на нафту марки Brent. Можна помітити, що при зниженні ціни на нафту марки Brent до 99 дол. США за барель у 2014 р. та 53 дол. США за барель у 2015 р. з початкових 109 дол. США за барель у 2013 р. також відбувалось зниження середньорічної

загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній до 2,5 млрд дол. США у 2014 р. та 2,2 млрд дол. США у 2015 р. з початкових 3,8 млрд дол. США у 2013 р. Така ж тенденція помітна у 2017-2018 рр. при зростанні цін на нафту до 55 дол. США за барель та 72 дол. США за барель відповідно, а також при подальших спадах у 2019-2020 рр. та зростанні у 2021 р.

Для більш детального дослідження взаємозв'язку між цінами та нафту та ринковою вартістю агропромислових компаній, розрахуємо та візуалізуємо темпи приросту відповідних показників за 2013-2021 рр. на рис. 2.11.



*Рис. 2.11. Еволюція темпів приросту середньорічної ринкової вартості агропромислових компаній та світових цін за барель нафти марки Brent дол. США за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com/>

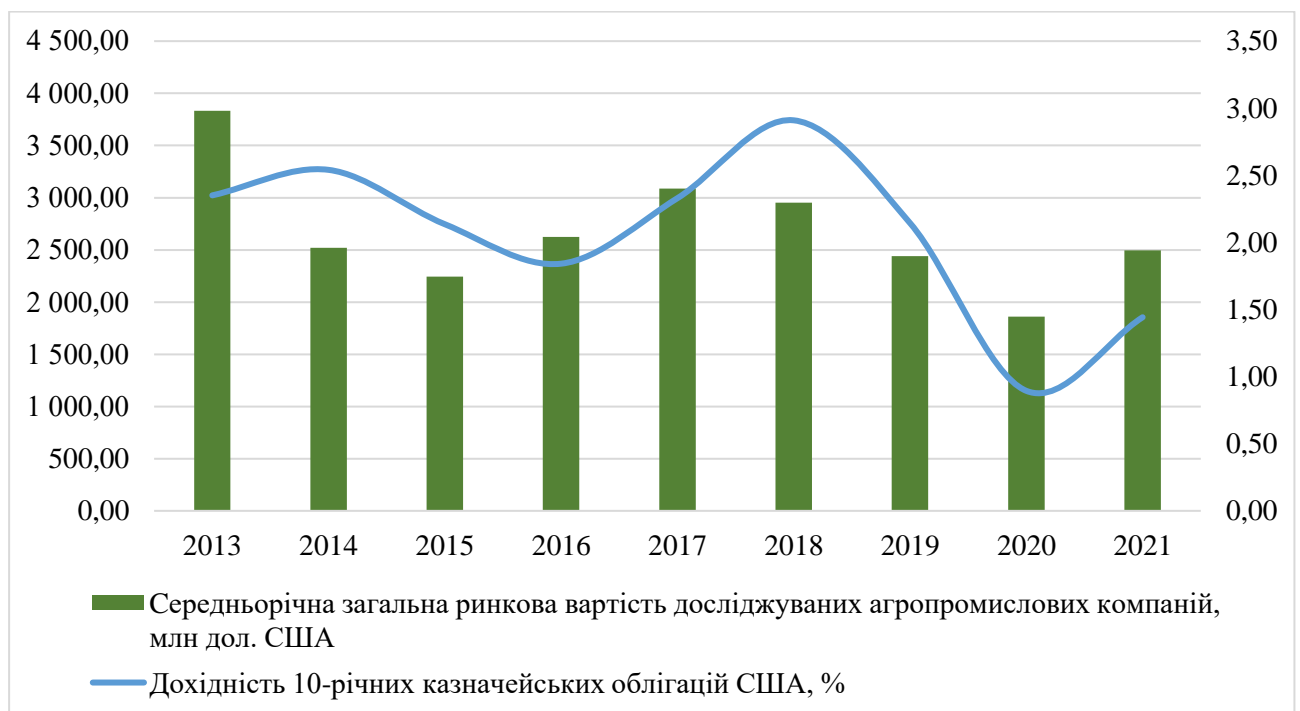
На рис. 2.11 помітна певна кореляція в темпах приросту світових цін на нафту Brent та середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній, проте знову постає питання каузальності, в 2014-2015 рр. темпи приросту середньорічної ринкової вартості агропромислових компаній склали -34,3% та -10,9% відповідно, в той же час темп приросту світових цін на

нафту протягом тих же періодів -8,8% та -46,6% відповідно. Тобто більш високому зниженню цін на нафту передувало більш високе зниження ринкової вартості агропромислових компаній, в подальші періоди помітна аналогічна тенденція – зростанню або спаданню цін на нафту передувало зростання або спадання середньорічної загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній, що можна пояснити кількома шляхами:

1. При зниженні або зростанні інвестицій в реальний сектор економіки, яким є агропромислове виробництво, знижується або зростає виробництво і, відповідно, попит на паливо та нафтопродукти.

2. Ціни на нафту виступають індикатором економічного зростаючого або спадаючого економічного циклу при відповідному очікуванні якого інвестори нарощують або знижують свої вкладення в акції на фондовому ринку.

Розглянемо на рис. 2.12 динаміку дохідності 10-річних казначейських облігацій США у порівнянні з динамікою змін середньорічної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.

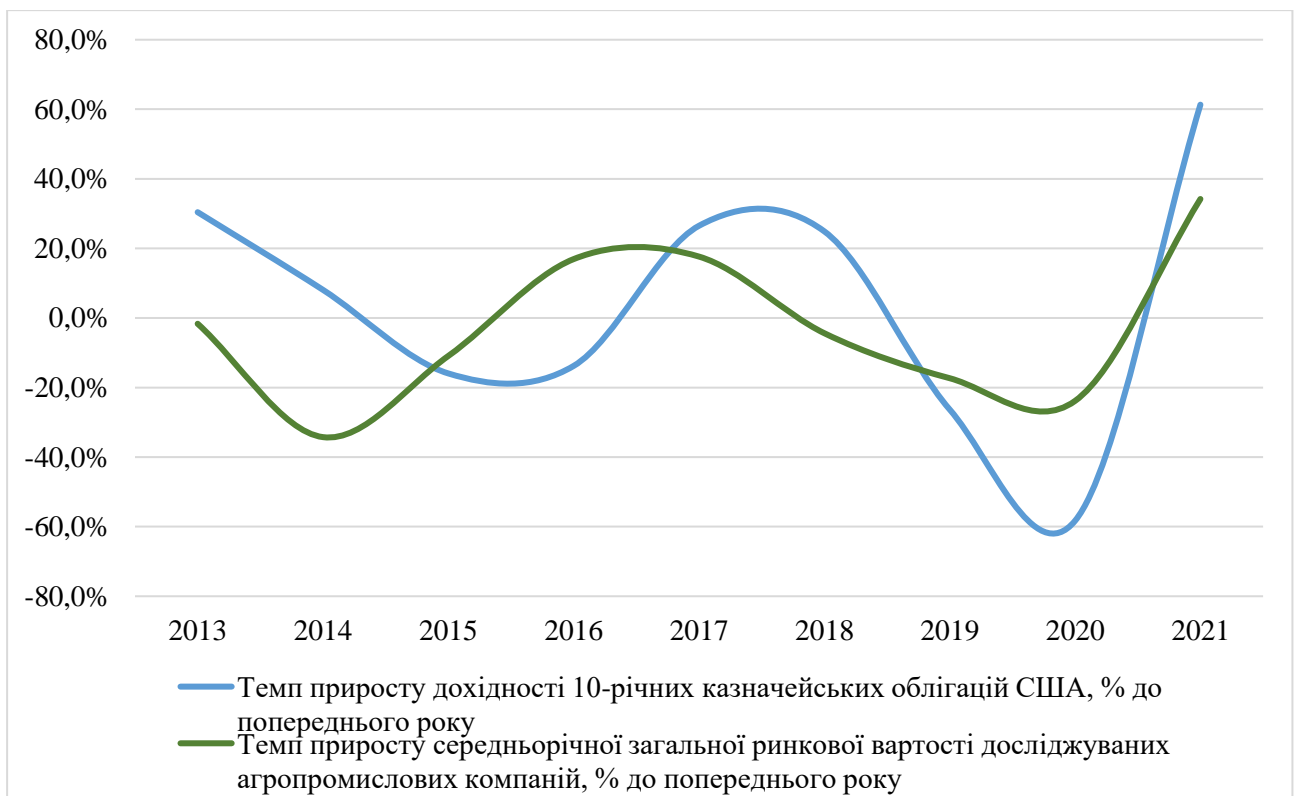


*Рис. 2.12 Еволюція дохідності 10-річних казначейських облігацій США та змін у ринковій вартості агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

Як бачимо на рис. 2.12 ставки річної дохідності 10-річних казначейських облігацій США протягом 2013-2021 рр. склали від 0,89% до 2,91%. В 2014 р. дохідність 10-річних казначейських облігацій зріс до 2,54%, що на 0,19% вище за аналогічний показник 2013 р., в той же час відбулось зниження ринкової вартості агропромислових компаній на 34,3%. В подальші роки протягом 2015-2016 рр. відбувалось зниження дохідності 10-річних казначейських на 0,40% та 0,30% відповідно, в той же час в 2016 р. на фоні зниження дохідності облігацій почалось зростання капіталізації на 16,9%. Аналогічні тенденції помітні в 2018 р. та 2020 р., коли при досягненні пікових значень дохідності облігацій відбувався розворот тренду змін в ринковій вартості агропромислових компаній.

Для більш детального дослідження взаємозв'язку між дохідністю 10-річних казначейських облігацій США та ринковою вартістю агропромислових компаній, розрахуємо та візуалізуємо темпи приросту відповідних показників за 2013-2021 рр. на рис. 2.13.

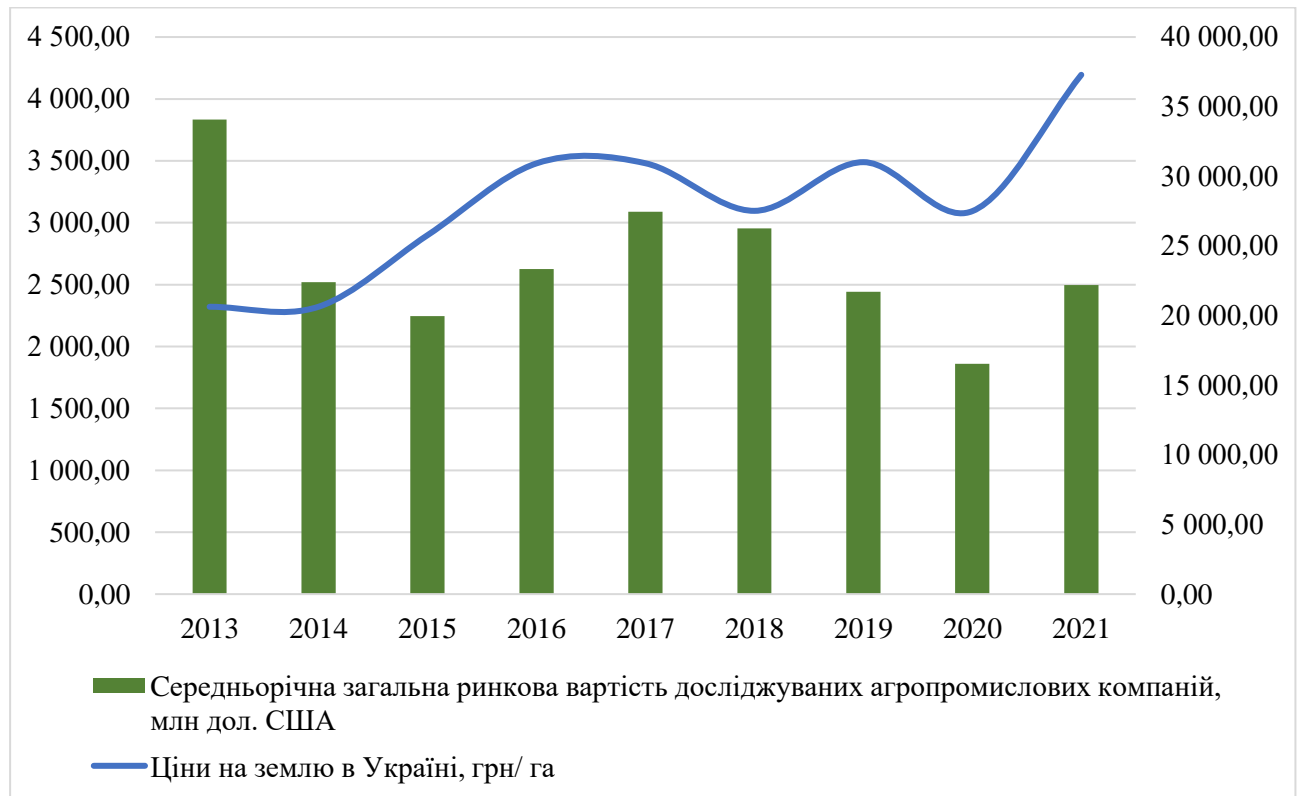


*Рис. 2.13. Еволюція темпів приросту ринкової вартості агропромислових компаній та дохідності 10-річних казначейських облігацій США за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com/>

Дані на рис. 2.13 підтверджують спостереження про протилежну направленість трендів у темпах приросту доходності казначейських облігацій та середньорічної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній. Можна зробити висновок, що при досягненні певних пікових точки у доходності казначейських облігацій в той чи інший період часу відбувається розворот тренду у темпах приросту цінних паперів, зокрема, і агропромислових компаній.

Розглянемо на рис. 2.14 динаміку змін у нормативній грошовій оцінці сільськогосподарської землі в Україні та, після відкриття ринку землі, її ринковою вартістю, в порівнянні з середньорічною ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.



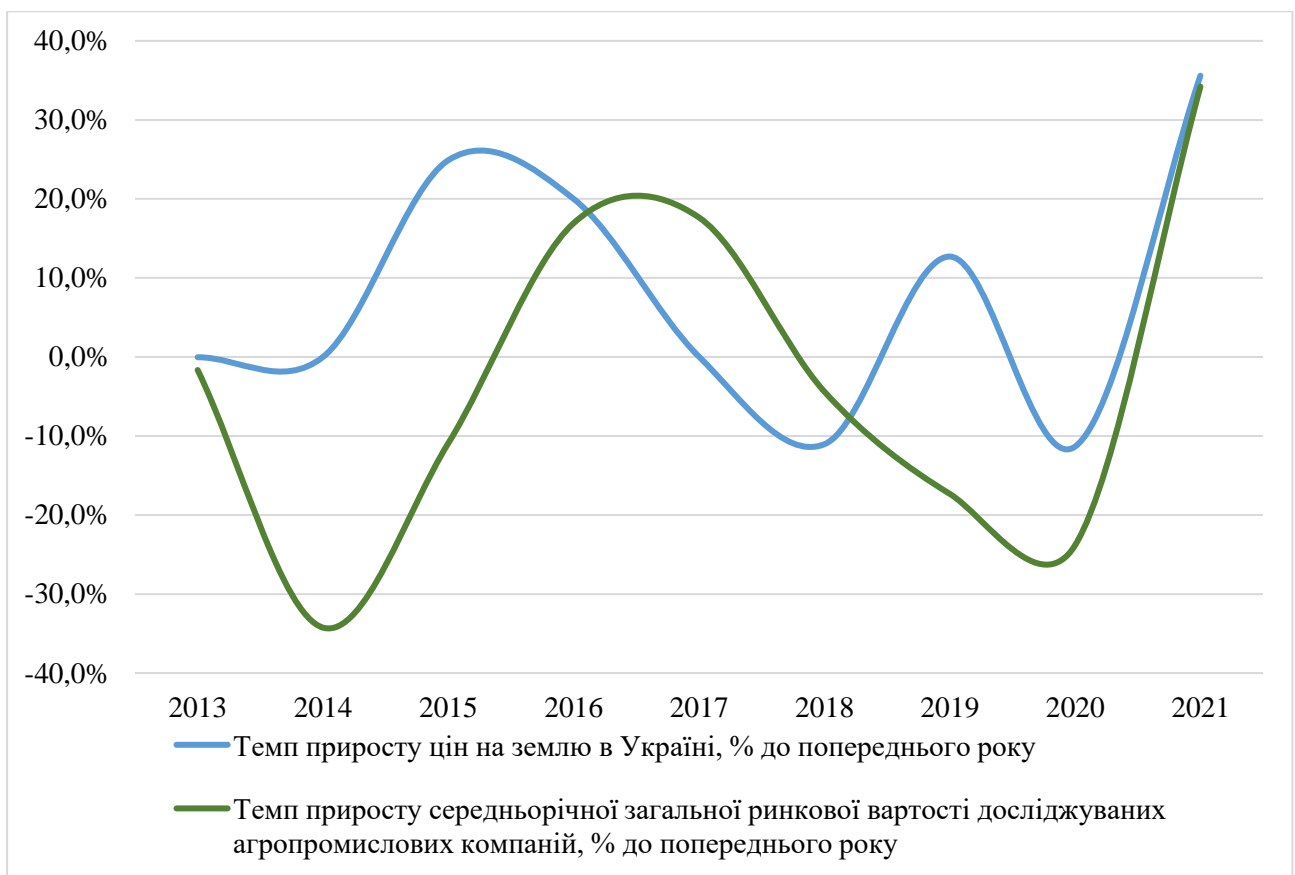
*Рис. 2.14. Еволюція цін на землю в Україні та змін середньорічної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com/>

Як бачимо на рис. 2.14 ціни на землю в Україні залишались на одному рівні у 2013-2014 рр. і становили 20,6 тис. грн за 1 га. Впродовж наступних 2015-2017 рр. відбувалось зростання вартості землі і становили 25,7-30,9 тис. грн за 1 га,

паралельно з цим відбувалось зростання загальної середньорічної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній з 2,2 млрд дол. США в 2015 р. до 3,1 млрд дол. США в 2017 р. В 2018 р. ціна землі знизилась до 27,5 тис. грн за 1 га, в той же час знизилась і ринкова вартість досліджуваних агропромислових компаній до 2,9 млрд дол. США. В 2019 р., незважаючи на зростання нормативної оцінки землі, ринкова вартість агропромислових компаній знизилась до 2,4 млрд дол. США, проте вже в 2020 р. та 2021 р. напрямок руху змін цін на землю та ринкову вартість агропромислових компаній був однаковим.

Для більш детального дослідження взаємозв'язку між вартістю землі в Україні та ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній, розрахуємо та візуалізуємо темпи приросту відповідних показників за 2013-2021 рр. на рис. 2.15.



*Рис. 2.15. Еволюція темпів приросту ринкової вартості агропромислових компаній та цін на землю в Україні за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com/>

Дані на рис. 2.15 підтверджують спостереження про наявність певного взаємозв'язку між цінами на землю в Україні та ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній. Спостерігається паралельний рух темпів приросту між даними показниками протягом усього досліджуваного періоду, крім 2019 р., що потребує подальшого дослідження.

Таким чином, можна зробити припущення про наявність взаємозв'язку між змінами цін на землю в Україні та ринковою вартістю агропромислових компаній.

Для оцінки тісноти взаємозв'язку наведених факторів окремо один від одного із ринковою загальною ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній розрахуємо коефіцієнти парної кореляції. Для оцінки взаємозалежності використовуватимемо шкалу Чеддока, що наведена в табл. 2.11.

Таблиця 2.11

#### Показники коефіцієнта кореляції та рівень залежності за шкалою Чеддока

Коефіцієнт кореляції	Рівень залежності
0,00-0,09	Залежність відсутня
0,10-0,29	Слабка
0,30-0,49	Помірна
0,50-0,69	Значна
0,70-0,89	Сильна
0,90-0,99	Дуже сильна
1,00	Пряма залежність

Джерело: складено автором.

Розрахувавши коефіцієнти кореляції між макроекономічними факторами та ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній (Додаток Б (табл. Б.1)), бачимо, що 7 з 15 макроекономічних показників мають слабку кореляцію з ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній, 3 показники корелюють помірно, 2 мають значну кореляцію, ще у 3 кореляція відсутня.

До факторів, що мають помірну кореляцію, згідно шкали Чеддока, відносяться:

- Індекс виробництва промислової продукції – 0,31;
- Курс валют – -0,49;
- Темп приросту дохідності 10-річних казначейських облігацій США – 0,34.

Фактори, які мають значну кореляцію включають:

- Дохідність 10-річних казначейських облігацій США – 0,53;
- Світові ціни на нафту марки Brent – 0,62.

Створимо багатofакторну регресійну модель з включенням макроекономічних факторів, які мають помірну або значну кореляцію із загальною ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній. При цьому виключимо фактори, які мають кореляцію між собою вищу за 0,5 для уникнення мультиколінеарності моделі, а також темп приросту дохідності 10-річних казначейських облігацій США, оскільки даний фактор репрезентує сама ставка дохідності, яка має значну кореляцію. Для уникнення мультиколінеарності виключимо з факторів моделі курс валют, оскільки парна кореляція даного фактору з світовими цінами на нафту марки Brent становить -0,82, при цьому кореляція з ринковою вартістю є слабшою, ніж у цін на нафту.

Результат регресійного аналізу наведемо в табл. 2.12.

Таблиця 2.12

### Результати регресійної моделі залежності ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній від обраних макроекономічних факторів

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,77
R Square	0,59
Adjusted R Square	0,56
Standard Error	388,04
Observations	36,00

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	3	7 038 295,51	2 346 098,50	15,58	0,00
Residual	32	4 818 389,16	150 574,66		
Total	35	11 856 684,67			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	1 337,47	248,05	5,39	0,00	832,20	1 842,73	832,20	1 842,73
Індекс виробництва промислової продукції, % до попереднього періоду	3 555,37	1 046,31	3,40	0,00	1 424,10	5 686,64	1 424,10	5 686,64
Світові ціни на нафту марки Brent, дол. США за барель	14,47	3,37	4,29	0,00	7,60	21,33	7,60	21,33
Дохідність 10-річних казначейських облігацій США, %	211,26	122,87	1,72	0,10	-39,02	461,54	-39,02	461,54

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.



Як бачимо з моделі, множинний-R становить 0,77, що свідчить про сильну залежність між незалежними та цільовою змінними, проте значення P-Value для фактору дохідності 10-річних казначейських облігацій США становить 0,1 і свідчить про помірну вірогідність випадковості у залежності загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній від даного параметра.

Сформуємо іншу модель без параметра дохідності 10-річних казначейських облігацій США. Результат моделювання наведемо в табл. 2.13.

Таблиця 2.13

**Результати регресійної моделі залежності ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній від індексу виробництва промислової продукції та світових цін на нафту марки Brent**

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,75
R Square	0,56
Adjusted R Square	0,53
Standard Error	399,38
Observations	36,00

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	2,00	6 593 163,48	3 296 581,74	20,67	0,00
Residual	33,00	5 263 521,20	159 500,64		
Total	35,00	11 856 684,67			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	1 578,83	210,48	7,50	0,00	1 150,60	1 150,60	2 007,06
Індекс виробництва промислової продукції, % до попереднього періоду	3 842,04	1 063,12	3,61	0,00	1 679,11	1 679,11	6 004,97
Світові ціни на нафту марки Brent, дол. США за барель	17,44	2,98	5,85	0,00	11,37	11,37	23,50

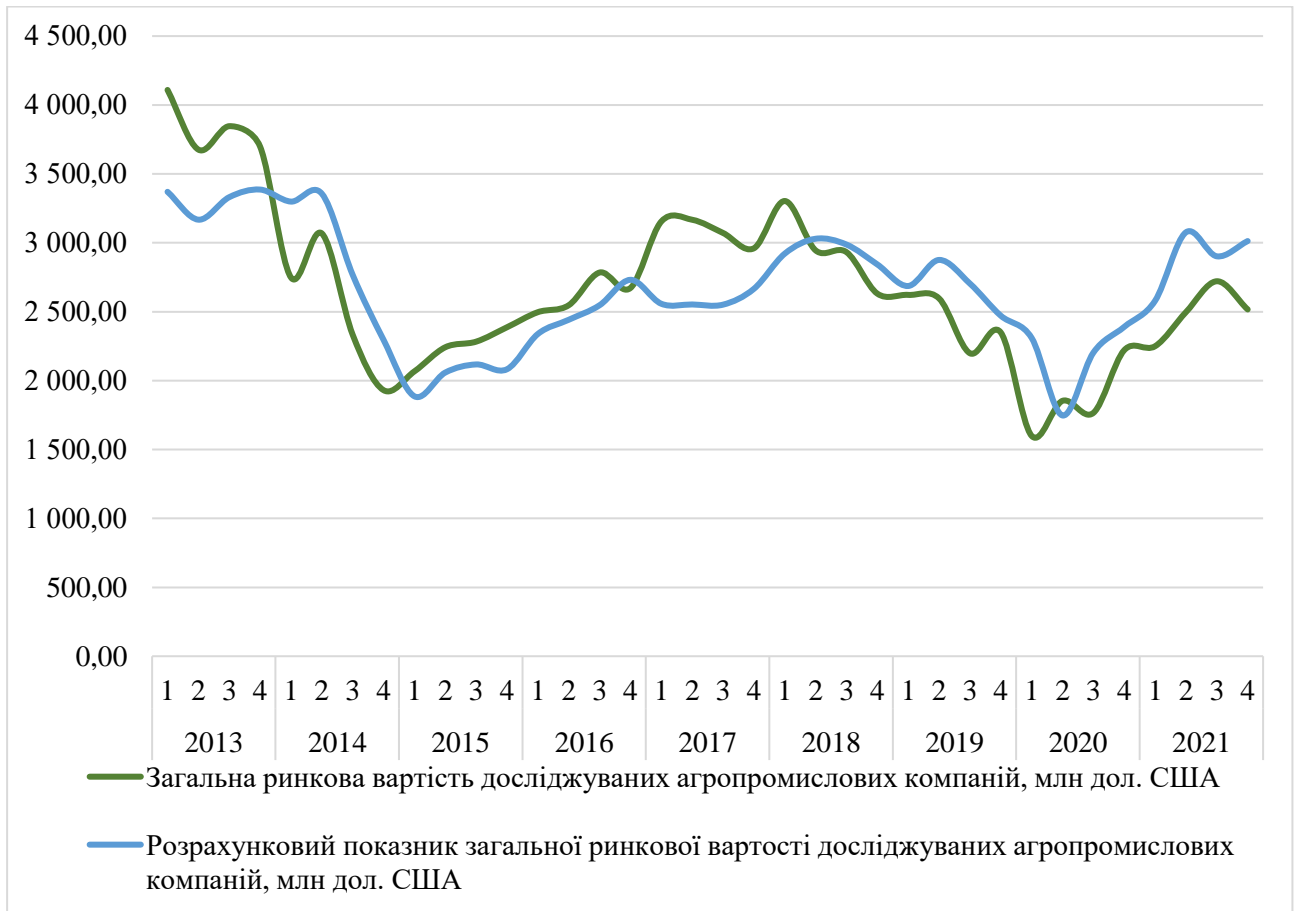
Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Як бачимо з моделі, множинний-R становить 0,75, що так само свідчить про сильну залежність між незалежними та цільовою змінними, також значення P-Value для кожного параметра моделі становить <0,5 і свідчить про відсутність фактору випадковості при поясненні залежної змінної.

Загальне рівняння регресії для розрахунку ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній враховуючи макроекономічні фактори має вигляд:

$$PB = 1579 + 3842 \cdot \text{ІВПП} + 17 \cdot \text{BRENT} + u_i.$$

Візуалізуємо результат отриманий з використанням моделі та загальною ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр. на рис. 2.16.



*Рис. 2.16. Результат регресійного моделювання залежності ринкової вартості агропромислових компаній від індексу промислового виробництва та світових цін на нафту марки Brent за 2013-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків

Як бачимо на рис. 2.16, за рахунок таких макроекономічних факторів, як індекс промислового виробництва та ціни на нафту марки Brent можливо оцінити та спрогнозувати напрямок руху загальної ринкової вартості агропромислових компаній.

Отже, проведений аналіз досліджує вплив вибраних макроекономічних факторів на загальну ринкову вартість досліджуваних агропромислових компаній – МНР, Kernel, Astarta, IMC, Ovostar Union.

Використовуючи кореляційний аналіз було виявлено фактори, які мають помірний та значний вплив на ринкову вартість агропромислових компаній. Для подальшого дослідження було створено регресійні моделі, виключаючи фактори, які могли б спричинити мультиколінеарність. Значення множинного-R створених і досліджених моделей регресії вказує на те, що на основі вибраних факторів можна пояснити від 75 % рухів ринкової вартості обраних агропромислових компаній протягом 2013-2021 років.

Базуючись на результатах дослідження, можна зробити висновок, що індекс виробництва промислової продукції та світові ціни на нафту марки Brent мають значний вплив на коливання загальної ринкової вартості досліджуваних українських агропромислових компаній.

На основі моделей, створених у рамках дослідження, можна оцінити тенденцію руху ринкової вартості українських агропромислових компаній, однак близько 25% коливань вартості залишаються нез'ясованими в рамках створеної моделі, що є базисом для подальших досліджень. На даний момент, для прикладу, недостатньо даних для можливості оцінки впливу відкриття ринку землі на зміни ринкової вартості агропромислових компаній.

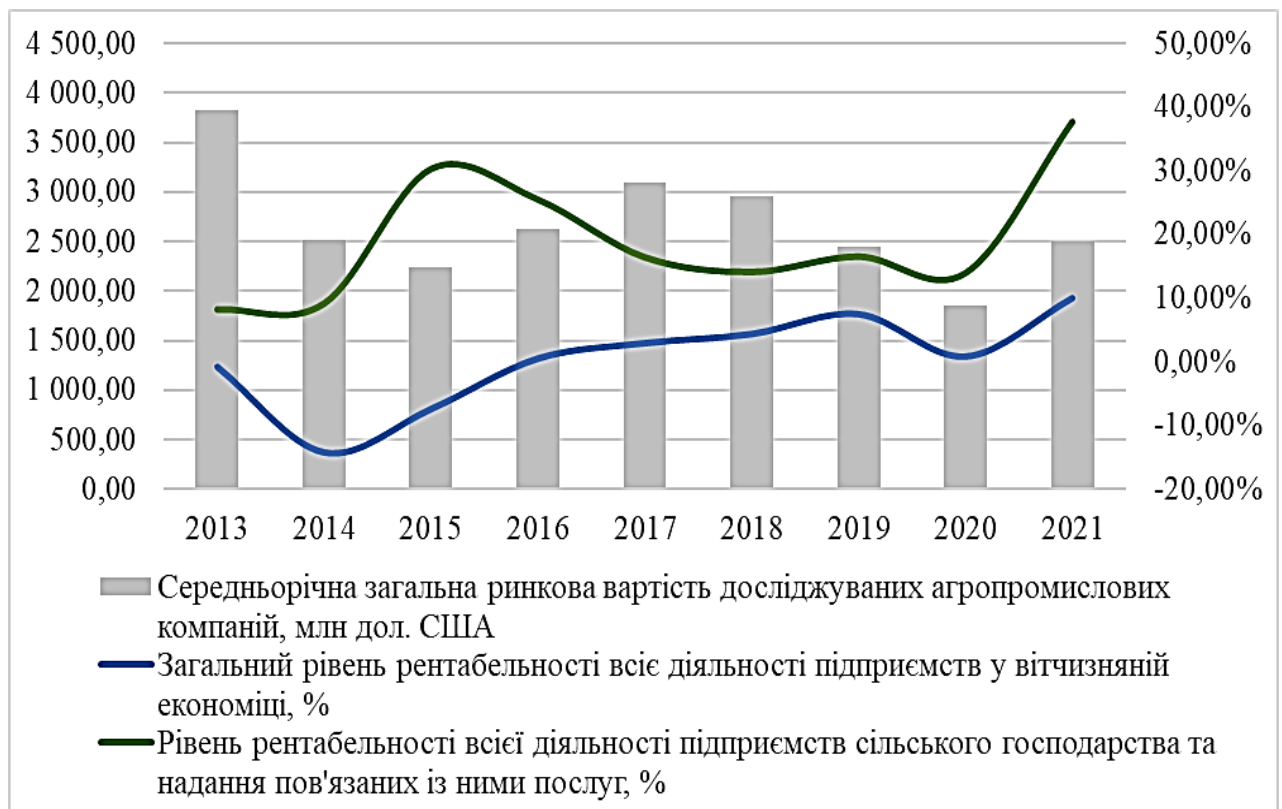
Розуміння впливу конкретних макроекономічних факторів на зміну ринкової вартості агропромислових компаній базуючись на історичних показниках може допомогти в процесі прийняття рішень зацікавленими сторонами щодо перерозподілу ресурсів, а також в процесі планування економічних показників державними інституціями.

### **2.3. Дослідження впливу економічної ефективності діяльності агропромислових компаній на їх ринкову вартість**

Прибутковість та економічна ефективність є одними з ключових цілей функціонування суб'єктів господарської діяльності. В умовах значної невизначеності менеджмент доданої вартості компанії відіграє значну роль.

Стратегічне управління прибутком підприємства, його аналіз та контроль допомагає в забезпеченні успішної реалізації основної мети суб'єкта господарювання, стійкого підвищення прибутковості, ринкової вартості та досягнення довгострокового економічного розвитку підприємства [107].

Дослідимо на рис. 2.17 рівень рентабельності діяльності аграрних підприємств в порівнянні із загальною середньорічною ринковою вартістю досліджуваних агропромислових компаній та загальною рентабельністю підприємств у вітчизняній економіці.



*Рис. 2.17 Динаміка загального та сільськогосподарського рівнів рентабельності всієї діяльності підприємств у вітчизняній економіці в порівнянні з середньорічною вартістю досліджуваних компаній за 2013-2021 рр.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua> та <https://www.investing.com>.

Як бачимо на рис. 2.17, в період 2014-2016 рр. різниця між рівнями рентабельності всієї діяльності підприємств у вітчизняній економіці та підприємств галузі сільського господарства та надання пов'язаних з ним послуг

перебувала на більш високому рівні, ніж в інші періоди та перебувала в інтервалі 23%-38%, при цьому загальна рентабельність підприємств у вітчизняній економіці знизилась у 2014 р. порівняно з 2013 р. на 13%, загальна ринкова вартість досліджуваних агропромислових компаній також знизилась на 34%, в той же час серед підприємств аграрної галузі відбулось зростання на 1%. Також в 2015 р. відбулось зростання рентабельності аграрних підприємств на 21%, загальна рентабельність підприємств у вітчизняній економіці зросла на 7%, при цьому продовжилось зниження ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній. Виходячи з наведених даних можемо зробити висновок про вищу рентабельність в аграрній галузі порівняно з загальною рентабельністю по вітчизняній економіці, при цьому не спостерігається взаємозв'язку між змінами рентабельності в аграрній галузі та змінами в ринковій вартості досліджуваних агропромислових компаній, при цьому спостерігається помірне співпадіння динаміки змін у загального рівня рентабельності всієї діяльності підприємств у вітчизняній економіці та середньорічної загальної вартості досліджуваних агропромислових компаній.

Питання впливу прибутковості, рентабельності, доданої вартості та інших внутрішніх факторів впливу на ринкову вартість компаній досліджувались як зарубіжними, так і вітчизняними науковцями, оскільки категорія прибутковості притаманна не лише економічним системам з високим рівнем розвитку фондового ринку, хоч і значною мірою пов'язана з процесами, які відбуваються на ньому.

Фостер (1973), базуючись на обсягах торгівлі цінними паперами та їх цінах, встановив, що індивідуальні інвестори та фондовий ринок загалом приймають до уваги попередні не аудійовані оцінки дохідності на 1 акцію. Як тільки оцінка стає публічною, ціни на акції швидко коригуються залежно від її результатів [159].

Пателл (1976) провів аналіз взаємозв'язку між розкриттям корпоративних прогнозів прибутку компаній та поведінкою цін на їх акції. Згідно з результатами аналізу за період 1963-1967 рр. серед компаній, які добровільно публікували прогноз прибутків спостерігались наступні патерни поведінки цін на акції:

1. Спостерігалось статистично значуще зростання ціни впродовж тижня розкриття прогнозу, попри зміни, які пояснювались рухами ринку загалом;

2. При оголошенні фактичних результатів, коливання ціни було в середньому такої ж величини та напрямку, як зміни прибутку;

3. Прогнози, які перевищували ринкові очікування спричиняли зростання цін на акції, в той же час прогнози, які були нижчими за ринкові очікування спричиняли зниження цін на акції;

4. Незалежно від очікувань ринку щодо майбутніх доходів, протягом тижня оголошення прогнозу спостерігалось підвищення цін на акції. Подальша поведінка цін залежала від прогнозу – при позитивному прогнозі лишалась незмінною, при негативному прогнозі відбувалось зниження [187].

Кросс (1982) досліджував те, чи оприлюднювали фірми з нижчими (вищими) за очікувані показники прибутків ці цифри пізніше (раніше), ніж очікувалося, а також чи є реакція ринку капіталу на час оголошення прибутків. Результати свідчили про те, що повідомлення про прибутки пізніше, ніж очікувалося, ймовірно, будуть містити гірші новини, ніж більш ранні повідомлення. Крім того, прибутковість акцій компаній, які пізно звітують, виглядає нижчою, ніж у фірм, які рано звітують, у дні, що близькі до дати оголошення прибутків [177].

Ауре та де Вільєрс (2000) оцінили вплив прибутків та виплачених дивідендів на зміни цін на акції. Дослідження проводилось з використанням даних південноафриканських компаній. Було встановлено, що прибутковість має більший вплив на зміну цін на акції порівняно з обсягом виплачених дивідендів. Їх аналіз показав, що бухгалтерський прибуток приймається до уваги інвесторами і може використовуватись для аналізу акцій [127].

Ніколс і Вален (2004) емпірично довели, що дохідність акцій суттєво залежить від прибутковості компанії. Їх дослідження виявило наступне:

1. Річна дохідність акцій значною мірою залежить від річного прибутку компанії.

2. Фондовий ринок швидко реагує на надходження інформації про квартальну прибутковість компаній [181].

Кусер та Азім (2011) дослідили вплив запровадження МСФЗ в Пакистані. Ними було емпірично доведено зростання залежності між цінами на акції, прибутком та балансовою вартістю компаній після впровадження звітності відповідно до міжнародних стандартів. Відбулось зростання R2 з 80% до 85% [176]. Це свідчить про важливість якості представлення інформації для формування стейкхолдерами думки про цінність компанії.

Озлен та Ергун (2012) дослідили вплив внутрішніх факторів на зміни цін на акції в різних секторах економіки. Для дослідження були відібрані такі фактори як: оборотність активів, коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт поточної ліквідності, рентабельність діяльності, відношення прибутку до ціни акції, балансова вартість компанії. Їх дослідження здійснило значний вклад у вивчення проблеми впливу внутрішніх факторів на ціну акцій, оскільки акцентували увагу на секторах економіки, а не ринку загалом. Вони встановили, що в енергетичному секторі та секторі обробки металів є присутня значна залежність між цінами на акції та внутрішніми факторами, в той же час в секторі комерції не було виявлено такого взаємозв'язку [151]. Дані висновки свідчать про необхідність враховувати галузеві ознаки при виконанні аналізу впливу внутрішніх факторів на коливання цін на акції.

Міллер та Седор (2014) встановили наявність зв'язку між прогнозами аналітиків щодо прибутку компаній та змінами цін на їх акції [179].

Аве та Авуньо-Вітор (2017) дослідили внутрішні детермінанти впливу на акції компаній на Фондовій біржі Гани після впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності. Було встановлено, що показники рентабельності власного капіталу, прибуток на акцію та балансова вартість компанії суттєво впливають на коливання цін акцій на Фондовій біржі Гани. Також було встановлено відсутність зв'язку між обсягом виплати дивідендів та зміною цін на акції [129].

Шишани, Омуш та Гермат (2020) оцінили вплив запровадження показника Economic Value Added на дохідність акцій компаній. В результаті їх оцінки було встановлено, що компанії, які впровадили EVA в якості компенсаційного плану

стейкхолдерам та інструменту управлінської звітності демонстрували вищу дохідність, ніж загальний індекс S&P500 та дохідність інших компаній тієї ж галузі [198].

Сапутра (2022) здійснив аналіз впливу обсягу боргу, виручки та чистого прибутку на коливання цін на акції компаній галузі виробництва продуктів харчування та напоїв, які розміщені на Індонезійській фондовій біржі. Він встановив наступне:

1. Обсяг боргу не має суттєвого впливу на ціну акцій;
2. Обсяг виручки не має суттєвого впливу на ціну акцій;
3. Обсяг прибутку має суттєвий прямий вплив на ціну акцій [194].

Багацька та Рябуха (2016) оцінили стан іноземних та вітчизняних компаній харчової промисловості як фактор їх ринкової капіталізації. Було встановлено, що зовнішні фактори мають більшу вагу для формування ринкової вартості компаній харчової промисловості, ніж внутрішні [9].

Літвінов та Ніколаєва (2018) провели факторний аналіз зміни рівня ринкової капіталізації провідних підприємств Європи за 2010-2016 рр. Ними було доведено взаємозв'язок між їх ринковою вартістю та комплексом факторів – чистим прибутком, середньорічною вартістю активів, активоемністю прибутку та коефіцієнтом Тобіна. Для оцінюваних компаній Daimler AG та BMW AG коефіцієнти детермінації склали 0,994 та 0,996, що свідчить про тісний взаємозв'язок між вказаним набором факторів та ринковою вартістю компаній [66].

Ковальова та Юргачова (2022) дослідили питання фінансового результату як індикатора інвестиційної привабливості підприємства. Ними було акцентовано увагу, що формування якісної інформації щодо фінансових результатів діяльності підприємства можливе на базі комплексного підходу до процесу обліково-аналітичного забезпечення управління фінансовими результатами [54].

Для цілей дослідження під внутрішніми детермінантами впливу на ринкову вартість компаній будемо розуміти комплекс фінансово-економічних бухгалтерських та вартісних показників результатів діяльності компаній, показники фінансового стану та похідні від них.



Систематизуємо на рис. 2.18 основні фінансово-економічні та вартісні показники діяльності компаній, які будемо розглядати та досліджувати їх вплив як внутрішніх факторів впливу на ринкову вартість компаній.

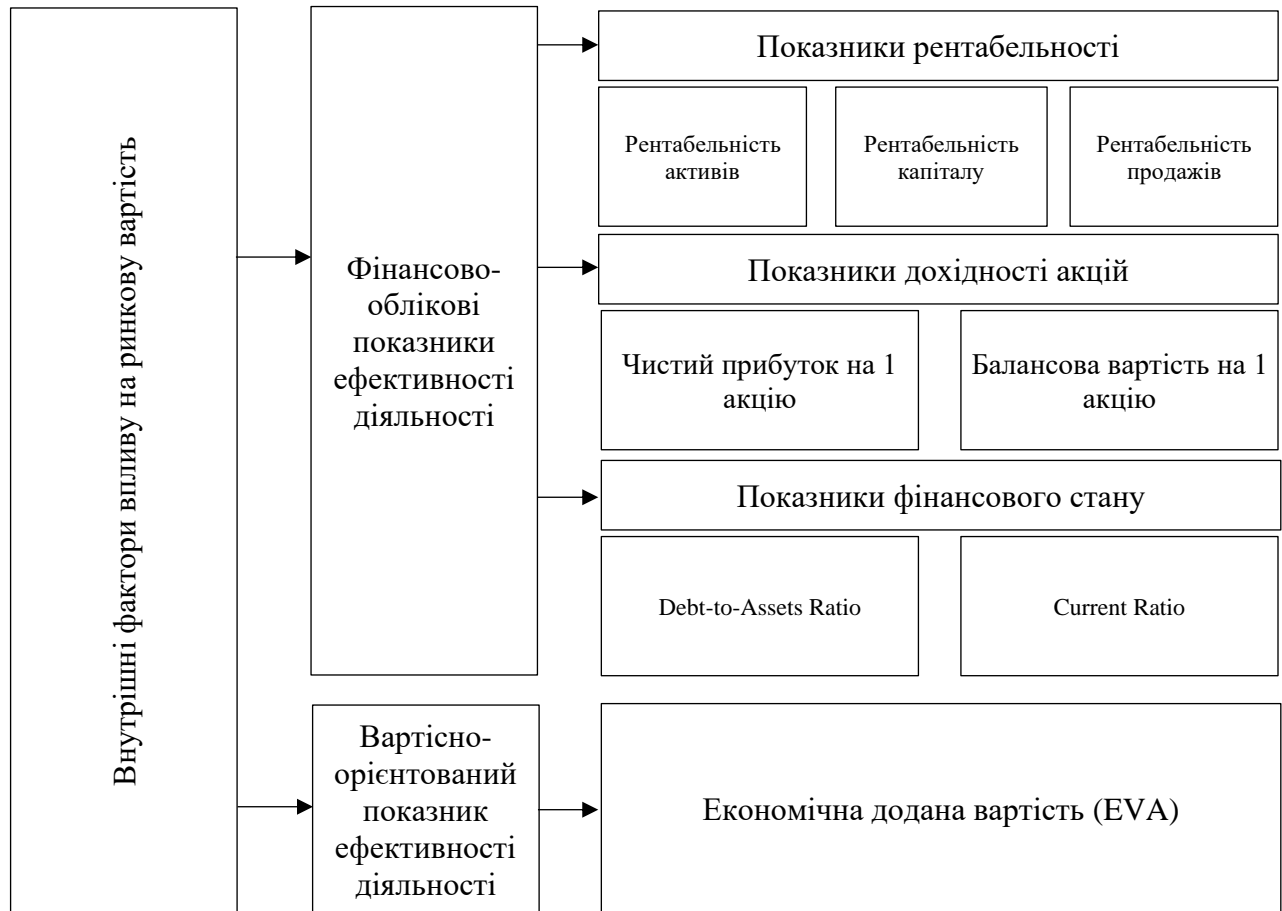


Рис. 2.18. Внутрішні фактори впливу на ринкову вартість компаній

Джерело: систематизовано автором.

З метою дослідження впливу зазначених на рис. 2.18 показників на ринкову вартість агропромислових компаній, проведемо кореляційно-регресійний аналіз за даними 2013-2021 рр. окремо для кожної з досліджуваних агропромислових компаній – МНР, Kernel, Astarta, ІМС, Ovostar Union. В якості залежної змінної візьмемо середнє значення ціни акцій за квартал, що є наступним за звітним, оскільки реакція ринку проявляється після публікації, а не в момент формування результатів.

У табл. В.1-Ж.1 (додатки В-Ж) містяться дані з розрахованими показниками діяльності досліджуваних агропромислових компаній.

Розглянемо взаємозв'язок між внутрішніми факторами та ринковою вартістю компанії МНР. У табл. 2.14 наведена кореляційна матриця за 2013-2021 рр. для внутрішніх факторів ефективності діяльності компанії та середньою вартістю акцій за квартал, що є наступним після звітного.

Таблиця 2.14

**Коефіцієнти кореляції показників ефективності діяльності та вартістю акцій компанії МНР за 2013-2021 рр.**

	<i>Average Stock Price +1q, USD</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>	<i>EPS</i>	<i>BVPS</i>	<i>Debt-to- assets ratio</i>	<i>Current ratio</i>	<i>EVA</i>
<b>Average Stock Price +1q, USD</b>	1,00								
<b>ROA</b>	0,20	1,00							
<b>ROE</b>	0,04	0,52	1,00						
<b>ROS</b>	0,24	1,00	0,50	1,00					
<b>EPS</b>	0,17	0,98	0,48	0,98	1,00				
<b>BVPS</b>	-0,27	0,38	0,13	0,38	0,45	1,00			
<b>Debt-to- assets ratio</b>	-0,46	-0,52	-0,19	-0,54	-0,54	-0,71	1,00		
<b>Current ratio</b>	0,06	0,41	0,08	0,42	0,40	0,47	-0,55	1,00	
<b>EVA</b>	0,31	0,84	0,39	0,84	0,82	0,03	-0,33	0,44	1,00

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel на основі даних з додатку В.

Як бачимо в табл. 2.14, помірну кореляцію з вартістю акцій серед внутрішніх факторів мають коефіцієнт заборгованості та економічна додана вартість. При зростанні коефіцієнта заборгованості відбувається зниження ціни акцій, коефіцієнт кореляції становить -0,46. При зростанні економічної доданої відбувається зростання вартості акцій, коефіцієнт кореляції становить 0,31. Як вже було визначено в пункті 2.1, компанія МНР має значну частку позикового фінансування в структурі пасивів, тому, вірогідно, інвестори чутливо реагують на зміну цього показника. Слабка залежність також спостерігається від показників рентабельності активів, рентабельності продажів та прибутку на 1

акцію. Слід відзначити також слабку обернену залежність від бухгалтерської вартості власного капіталу на 1 акцію. Найвища серед слабких пряма залежність вартості акцій спостерігається від рентабельності продажів, коефіцієнт кореляції становить 0,24. Найвища серед слабких обернена залежність вартості акцій спостерігається від бухгалтерської вартості капіталу на 1 акцію, коефіцієнт кореляції становить -0,27.

Розглянемо взаємозв'язок між внутрішніми факторами та ринковою вартістю компанії Kernel. Кореляційна матриця наведена в табл. 2.15.

Таблиця 2.15

**Коефіцієнти кореляції показників ефективності діяльності та вартістю акцій компанії Kernel за 2013-2021 рр.**

	<i>Average Stock Price +1q, USD</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>	<i>EPS</i>	<i>BVPS</i>	<i>Debt-to- assets ratio</i>	<i>Current ratio</i>	<i>EVA</i>
<b>Average Stock Price +1q, USD</b>	1,00								
<b>ROA</b>	0,65	1,00							
<b>ROE</b>	0,63	0,98	1,00						
<b>ROS</b>	0,72	0,99	0,96	1,00					
<b>EPS</b>	0,49	0,82	0,91	0,78	1,00				
<b>BVPS</b>	0,03	0,14	0,32	0,10	0,65	1,00			
<b>Debt-to-assets ratio</b>	-0,41	-0,29	-0,13	-0,35	0,16	0,72	1,00		
<b>Current ratio</b>	0,28	0,19	0,31	0,22	0,43	0,50	0,35	1,00	
<b>EVA</b>	0,44	0,80	0,83	0,77	0,76	0,17	-0,10	0,30	1,00

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel на основі даних з додатку Г.

Виходячи з даних, які наведені в табл. 2.15 помітно, що вартість акцій компанії Kernel має сильну залежність від рентабельності продажів, коефіцієнт кореляції становить 0,72. Сильний вплив також здійснюють рентабельність активів та рентабельність власного капіталу, їх коефіцієнти кореляції з вартістю акцій становлять 0,65 та 0,63 відповідно. Помірна пряма кореляція з вартістю

акцій спостерігається також у показників прибутку на 1 акцію та економічної доданої вартості, коефіцієнти становлять 0,49 та 0,44 відповідно. Помірна обернена кореляція присутня між вартістю акцій та коефіцієнтом заборгованості, коефіцієнт становить -0,41. Загалом помітно, що показники рентабельності та прибутковості складають мають значний вплив на вартість акцій компанії Kernel.

Розглянемо взаємозв'язок між внутрішніми факторами та ринковою вартістю компанії Astarta. В табл. 2.16 наведена кореляційна матриця за 2013-2021 рр. для внутрішніх факторів ефективності діяльності компанії та середньою вартістю акцій за квартал, що є наступним після звітнього.

Таблиця 2.16

**Коефіцієнти кореляції показників ефективності діяльності та вартістю акцій компанії Astarta за 2013-2021 рр.**

	<i>Average Stock Price +1q, USD</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>	<i>EPS</i>	<i>BVPS</i>	<i>Debt-to- assets ratio</i>	<i>Current ratio</i>	<i>EVA</i>
<b>Average Stock Price +1q, USD</b>	1,00								
<b>ROA</b>	0,44	1,00							
<b>ROE</b>	0,41	0,98	1,00						
<b>ROS</b>	0,46	0,99	0,96	1,00					
<b>EPS</b>	0,47	0,98	0,94	0,98	1,00				
<b>BVPS</b>	0,10	0,58	0,58	0,60	0,55	1,00			
<b>Debt-to-assets ratio</b>	-0,23	-0,82	-0,75	-0,83	-0,83	-0,68	1,00		
<b>Current ratio</b>	0,52	0,49	0,39	0,52	0,57	0,45	-0,61	1,00	
<b>EVA</b>	0,46	0,86	0,82	0,85	0,88	0,25	-0,68	0,43	1,00

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel на основі даних з додатку Д.

Згідно з даними, які наведені в табл. 2.16 значний вплив на вартість акцій компанії Astarta має показник коефіцієнта поточної ліквідності, коефіцієнт кореляції складає 0,52. Помірна кореляція з вартістю акцій компанії Astarta також спостерігається у показників рентабельності активів, рентабельності власного капіталу та рентабельності продажів, показники кореляції перебувають в межах

інтервалу 0,41-0,46. Помірний вплив на вартість акцій компанії Astarta також мають показники прибутку на 1 акцію та економічної доданої вартості, їх коефіцієнти кореляції становлять 0,47 та 0,46 відповідно. Показник балансової вартості власного капіталу на 1 акцію та коефіцієнта заборгованості є слабо асоційованими з вартістю акцій компанії Astarta.

Розглянемо взаємозв'язок між внутрішніми факторами та ринковою вартістю компанії ІМС. Кореляційна матриця наведена в табл. 2.17.

Таблиця 2.17

**Коефіцієнти кореляції показників ефективності діяльності та вартістю акцій компанії ІМС за 2013-2021 рр.**

	<i>Average Stock Price +1q, USD</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>	<i>EPS</i>	<i>BVPS</i>	<i>Debt-to- assets ratio</i>	<i>Current ratio</i>	<i>EVA</i>
<b>Average Stock Price +1q, USD</b>	1,00								
<b>ROA</b>	0,59	1,00							
<b>ROE</b>	0,10	0,07	1,00						
<b>ROS</b>	0,69	0,96	0,20	1,00					
<b>EPS</b>	0,71	0,95	0,22	0,99	1,00				
<b>BVPS</b>	0,76	0,48	0,03	0,53	0,53	1,00			
<b>Debt-to-assets ratio</b>	-0,63	-0,61	-0,06	-0,61	-0,58	-0,81	1,00		
<b>Current ratio</b>	0,81	0,70	0,15	0,77	0,80	0,63	-0,66	1,00	
<b>EVA</b>	0,60	0,94	0,13	0,91	0,90	0,48	-0,64	0,71	1,00

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel на основі даних з додатку Е.

Як бачимо в табл. 2.17, рентабельність власного капіталу практично не впливає на вартість акцій компанії ІМС, така ж ситуація спостерігалась для компанії МНР. Всі інші відібрані внутрішні фактори мають значний або сильний прямий або обернений вплив на вартість акцій компанії ІМС, згідно зі шкалою Чеддока. Можна зробити обґрунтоване припущення, що вартість акцій компанії ІМС більшою мірою залежить саме від внутрішніх факторів впливу, а не від зовнішніх. Коефіцієнти кореляції між вартістю акцій компанії ІМС та

показниками рентабельності, крім показника рентабельності власного капіталу, становить 0,59-0,69. Взаємозв'язок між вартістю акцій та показниками їх доходності виражається прямими коефіцієнтами кореляції в межах інтервалу 0,71-0,76, що свідчить про сильну залежність відповідно до шкали Чеддока. Показник коефіцієнта заборгованості має обернений вплив на вартість акцій, при його зростанні на 0,1, спричиняє зниження вартості акції компанії ІМС на 0,06 дол. США. Коефіцієнт поточної ліквідності також має сильний прямий вплив на вартість акції компанії ІМС, який виражається в коефіцієнті кореляції розмірністю 0,81. Економічна додана вартість також має значний прямий вплив на вартість акції компанії ІМС – за даними 2013-2021 рр., при її зростанні на 1 дол. США за останні 12 місяців, вартість акції зростала на 0,60 дол. США.

Розглянемо взаємозв'язок між внутрішніми факторами та ринковою вартістю компанії Ovostar Union. У табл. 2.18 наведена кореляційна матриця за 2013-2021 рр. для внутрішніх факторів ефективності діяльності компанії та середньою вартістю акцій за квартал, що є наступним після звітного.

Таблиця 2.18

**Коефіцієнти кореляції показників ефективності діяльності та вартістю акцій компанії Ovostar Union за 2013-2021 рр.**

	<i>Average Stock Price +1q, USD</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>ROS</i>	<i>EPS</i>	<i>BVPS</i>	<i>Debt-to- assets ratio</i>	<i>Current ratio</i>	<i>EVA</i>
<b>Average Stock Price +1q, USD</b>	1,00								
<b>ROA</b>	0,56	1,00							
<b>ROE</b>	0,55	1,00	1,00						
<b>ROS</b>	0,58	0,99	0,99	1,00					
<b>EPS</b>	0,60	0,98	0,97	0,99	1,00				
<b>BVPS</b>	-0,16	0,22	0,21	0,21	0,23	1,00			
<b>Debt-to-assets ratio</b>	-0,22	-0,19	-0,16	-0,24	-0,24	-0,67	1,00		
<b>Current ratio</b>	0,73	0,26	0,25	0,27	0,31	-0,33	-0,12	1,00	
<b>EVA</b>	0,70	0,90	0,89	0,88	0,92	0,03	-0,08	0,45	1,00

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel на основі даних з додатку Ж.

Як бачимо в табл. 2.18, коефіцієнти рентабельності мають значний прямий вплив на вартість акцій компанії Ovostar Union, значення коефіцієнта кореляції із заданими факторами перебуває в межах інтервалу 0,55-0,58. Показники дохідності акцій мають неоднаковий вплив на їх вартість для компанії Ovostar Union. Так, показник прибутку на 1 акцію значно впливає на вартість акцій, показник коефіцієнта кореляції становить 0,60, в той же час показник балансової вартості капіталу на 1 акцію впливає слабо обернено з коефіцієнтом кореляції розмірністю -0,16. Показники фінансового стану також мають неоднаковий вплив на вартість акцій компанії Ovostar Union. Так, показник коефіцієнта заборгованості має слабкий обернений вплив, коефіцієнт кореляції якого становить -0,22. При цьому, як і у компанії ІМС, показник коефіцієнта покриття має сильний прямий вплив на вартість акцій Ovostar Union, який виражається в коефіцієнті кореляції розмірністю 0,73. Показник економічної доданої вартості здійснює сильний прямий вплив на вартість акцій Ovostar Union. За даними 2013-2021 рр. в компанії Ovostar Union при зростанні економічної доданої вартості на 1 дол. США за останні 12 місяців, вартість 1 акції компанії зростала на 0,70 дол. США.

Розглянувши вплив внутрішніх факторів на вартість акцій досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр. для кожної компанії окремо робимо висновок, що відсутній однозначний патерн для формування набору детермінант в регресійну модель, кожна компанія має свій набір факторів, які більшою або меншою мірою впливають на вартість їх акцій, хоч в деяких моментах існує схожість. Для формування універсальної моделі та її оцінки, вважаємо за необхідне систематизувати вплив кожного з факторів та розподілити їх за силою впливу в розрізі компаній, а також, зважаючи на те, що присутні високі коефіцієнти парної кореляції між незалежними детермінантами, слід виявити, які з ознак потрібно виключити з майбутньої моделі для уникнення її мультиколінеарності.

Проведемо таку систематизацію в табл. 2.19.

**Систематизація коефіцієнтів кореляції між показниками ефективності діяльності та вартості акцій досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.**

Показник	МНР	Kernel	Astarta	ІМС	Ovostar Union	Мода
ROA	Слабка (+)	Значна (+)	Помірна (+)	Значна (+)	Значна (+)	Значна (+)
ROE	Відсутня (+)	Значна (+)	Помірна (+)	Слабка (+)	Значна (+)	Значна (+)
ROS	Слабка (+)	Сильна (+)	Помірна (+)	Значна (+)	Значна (+)	Значна (+)
EPS	Слабка (+)	Помірна (+)	Помірна (+)	Сильна (+)	Значна (+)	Помірна (+)
BVPS	Слабка (-)	Відсутня (+)	Слабка (+)	Сильна (+)	Слабка (-)	Слабка (-)
Debt-to-assets ratio	Помірна (-)	Помірна (-)	Слабка (-)	Значна (-)	Слабка (-)	Слабка (-) / Помірна (-)
Current ratio	Відсутня (+)	Слабка (+)	Значна (+)	Сильна (+)	Сильна (+)	Сильна (+)
EVA	Помірна (+)	Помірна (+)	Помірна (+)	Значна (+)	Сильна (+)	Помірна (+)

Джерело: узагальнено автором.

Як бачимо з табл. 2.19, показники рентабельності серед вибірки досліджуваних агропромислових компаній мають по моді значну пряму кореляцію з вартістю акцій. Прибуток на 1 акцію по моді має помірну пряму кореляцію, а бухгалтерська вартість власного капіталу на 1 акцію – обернену слабку. Коефіцієнт заборгованості незначно обернено впливає на вартість акцій досліджуваних агропромислових компаній, по моді коефіцієнт кореляції класифікований за шкалою Чеддока як слабо-помірний. Коефіцієнт покриття має сильну пряму кореляцію з вартістю досліджуваних агропромислових компаній. Також слід відзначити показник економічної доданої вартості, його вплив на вартість досліджуваних агропромислових компаній характеризується як прямий помірний.

Відберемо детермінанти для створення регресійної моделі, для цього з кожного блоку показників, які наведені на рис. 2.18, визначимо ті, які мають максимальні значення коефіцієнтів кореляції всередині інтервалу, який відповідає моді серед усієї вибірки досліджуваних агропромислових компаній. При цьому виключимо ті з них, які мають високу парну кореляцію з іншими факторами та залишимо той з них, який має вищий коефіцієнт кореляції. Систематизуємо даний підхід в табл. 2.20.



**Систематизація найбільш суттєвих коефіцієнтів кореляції між показниками ефективності діяльності та вартості акцій досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.**

Показник	Мода	Максимальне значення	Показники з високою ймовірністю мультиколінеарності
ROA	Значна (+)	0,65	ROE, ROS, EPS, EVA, D/A, CR
ROE	Значна (+)	0,63	ROA, ROS, EPS, EVA, D/A
ROS	Значна (+)	0,69	ROA, ROE, EPS, EVA, D/A, CR
EPS	Помірна (+)	0,49	ROA, ROE, ROS, EVA, D/A, CR
BVPS	Слабка (-)	-0,27	D/A
Debt-to-assets ratio	Слабка (-) / Помірна (-)	-0,46	ROA, ROE, ROS, EPS, BVPS
Current ratio	Сильна (+)	0,81	ROA, ROS, EPS
EVA	Помірна (+)	0,70	ROA, ROE, ROS, EPS

Джерело: узагальнено автором.

Як бачимо з табл. 2.20, внутрішні фактори впливу, які були відібрані для дослідження мають високу ступінь парної кореляції між собою, що спричиняє високу вірогідність мультиколінеарності при включенні їх до моделі. Для створення універсальної регресійної моделі можливо включити тільки кілька факторів, які мають одночасно найвищу категорію кореляції по моді з вартістю акцій досліджуваних агропромислових компаній та низьку парну кореляцію між собою – рентабельність продажів та балансова вартість власного капіталу на 1 акцію. Систематизований результат моделювання множинної регресії для оцінки впливу даних факторів на вартість акцій кожної з досліджуваних агропромислових компаній наведено в табл. 2.21.

Виходячи з даних в табл. 2.21 можна зробити висновок, що використовуючи для пояснення історичних коливань та короткострокового прогнозування регресійну модель з рентабельністю продажів та балансовою вартістю власного капіталу в якості незалежних змінних та середньою вартістю акцій компанії за період наступний за звітним в якості залежної змінної, можливо пояснити від 46% до 83% коливань залежної змінної, про що свідчать показники multiple R. Показник Significance F становить  $< 0,05$  для кожної зі створених регресійних моделей, що свідчить про їх адекватність. Проте варто зазначити, що в моделях 2

з 5 досліджуваних агропромислових компаній P-Value для змінної балансової вартості перевищує допустимий показник, який складає 0,05, це свідчить про певну ймовірність випадковості в здатності змінною пояснювати зміни в залежній змінній. Показник P-Value для змінної рентабельності продажів в моделях для кожної досліджуваної агропромислової компанії з вибірки знаходить в межах допустимого рівня і складає менше 0,05, що свідчить про високу ступінь достовірності при поясненні даним фактором змін у середній вартості акцій досліджуваних агропромислових компаній за квартал, що слідує за звітним.

Таблиця 2.21

**Систематизація результатів регресійної моделі впливу рентабельності продажів та балансової вартості власного капіталу на вартість акцій агропромислових компаній**

Показник	Intercept	ROS	BVPS
<b>MHP</b>			
Multiple R		0,46	
Significance F		0,02	
P-value	0,00	0,02	0,02
Coefficients	14,62	9,43	-0,52
<b>Kernel</b>			
Multiple R		0,73	
Significance F		0,00	
P-value	0,00	0,00	0,76
Coefficients	11,19	42,05	-0,03
<b>Astarta</b>			
Multiple R		0,50	
Significance F		0,01	
P-value	0,00	0,00	0,16
Coefficients	17,67	13,67	-0,39
<b>IMC</b>			
Multiple R		0,83	
Significance F		0,00	
P-value	0,04	0,00	0,00
Coefficients	1,06	1,93	0,71
<b>Ovostar Union</b>			
Multiple R		0,64	
Significance F		0,00	
P-value	0,00	0,00	0,04
Coefficients	30,12	9,74	-0,41

Джерело: розраховано та систематизовано автором.

Отже, проведений аналіз досліджує вплив вибраних мікроекономічних факторів на зміни вартості акцій досліджуваних агропромислових компаній – МНР, Kernel, Astarta, ІМС, Ovostar Union.

Використовуючи кореляційний аналіз було виявлено ступінь впливу факторів рентабельності, дохідності акцій, показників фінансового стану та економічної доданої вартості. Встановлено, що показники рентабельності по моді мають значний прямий вплив на вартість акцій, показники дохідності акцій – помірно-слабкий різнонаправлений вплив, показники фінансового стану – різнонаправлений помірний, економічна додана вартість – прямий помірно-значний. Для подальшого дослідження було створено регресійні моделі, виключаючи фактори, які могли б спричинити мультиколінеарність. Значення множинного- $R$  створених і досліджених моделей регресії вказує на те, що на основі вибраних факторів можна пояснити 46%-83% рухів вартості акцій обраних агропромислових компаній протягом 2013-2021 років. Це також свідчить про нижчу залежність вартості акцій від мікроекономічних факторів, порівняно з макроекономічними.

Базуючись на результатах дослідження, можна зробити висновок, що значною мірою рентабельність продажів та, меншою мірою, балансова вартість власного капіталу мають вплив на коливання середньої вартості акцій за наступний квартал після звітного для вибірки досліджуваних агропромислових компаній.

На основі моделей, створених у рамках дослідження, можна оцінити тенденцію руху вартості акцій вітчизняних агропромислових компаній, але, в середньому, 37% коливань вартості залишаються нез'ясованими в рамках створеної моделі, що є підставою для подальших досліджень.

Розуміння впливу конкретних мікроекономічних факторів на зміну вартості акцій агропромислових компаній базуючись на історичних показниках здатні допомогти в процесі прийняття рішень стейкхолдерами компаній щодо прогнозу вартості компанії та прийняття відповідних управлінських рішень щодо алокації ресурсів.

## Висновки до розділу 2

Проведене дослідження було присвячене оцінці фінансових показників, вартості капіталу та ринкової вартості вибірки агропромислових компаній. Встановлено, що капітал агропромислових компаній України сформований за рахунок структурних елементів, які суттєво відрізняються за вартістю – ставка вартості власного капіталу є очікувано дорожчою за вартість позикового капіталу значною мірою через показник премії за ризик країни, який знаходився впродовж досліджуваного часового діапазону в межах 6,3-15,7% і був обумовлений кредитним рейтингом країни та іншими факторами ризику для підприємницької діяльності.

Результати дослідження вартості капіталу та його структури є підставою для подальших досліджень з їх оптимізації, враховуючи інші ключові показники сталості діяльності, таких як фінансова стійкість.

Проведено аналіз загальної ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній. З використанням кореляційно-регресійного аналізу було встановлено, що макроекономічні фактори мають суттєвий вплив на ринкову вартість агропромислових компаній. З метою виключення мультиколінеарності факторів регресійної моделі, було відібрано фактори, які мають найбільш суттєвий вплив на загальну ринкову вартість досліджуваних агропромислових компаній та не мають парної кореляції між собою. Встановлено, що з допомогою таких факторів, як індекс промислової продукції та ціна на нафту марки Brent можливо пояснити 75% коливань ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній та, враховуючи очікування по їх змінах, використовувати в прогнозуванні на короткостроковий період.

Було виявлено, що мікроекономічні показники результативності діяльності мають менший вплив на вартість акцій досліджуваних агропромислових компаній, ніж макроекономічні фактори. Однак встановлено, що показники рентабельності продажів та балансової вартості власного капіталу на 1 акцію дозволяють пояснювати від 46 до 83 % рухів акцій досліджуваних агропромислових компаній. Використання даних факторів для формування очікувань по змінам вартості акцій в наступному кварталі після звітного дозволить більш ефективно приймати управлінські рішення стосовно розподілу ресурсів.

## РОЗДІЛ 3

### УДОСКОНАЛЕННЯ НАПРЯМКІВ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЄЮ АГРОПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ

#### 3.1. Оптимізація структури капіталу агропромислових компаній

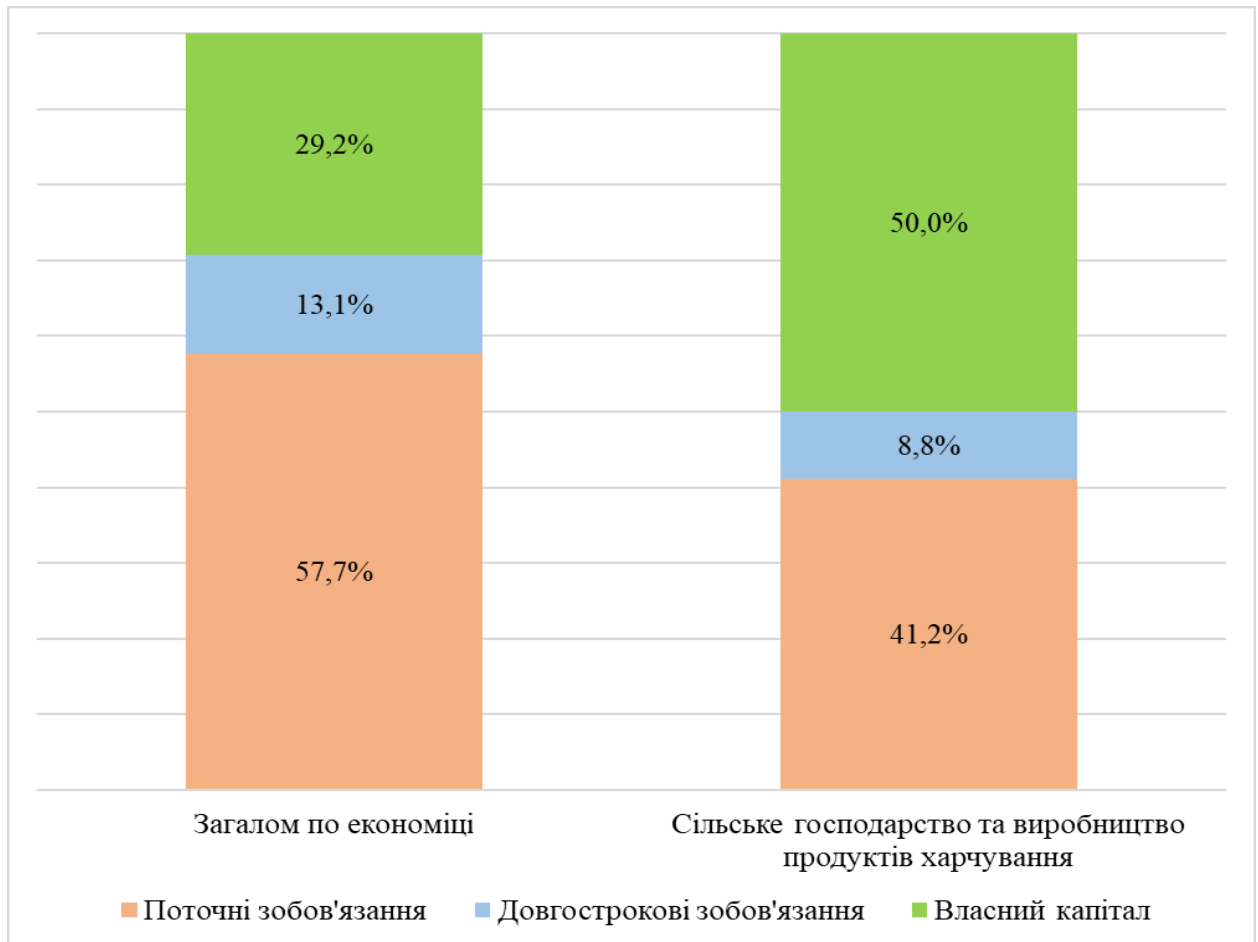
За умов загальної невизначеності, триваючих торгівельних, суспільно-політичних та економічних викликів, важливим питанням є забезпечення ресурсної бази для однієї з найбільш важливих галузей національної економіки – агропромислового комплексу.

Загальний обсяг капіталу залученого в сільське господарство та виробництво продуктів харчування станом на кінець 2021 р. складав 1,9 трлн грн, що складає близько 14% від усіх капітальних ресурсів національної економіки [ukrstat – діяльність підприємств]. Структура капіталу залученого в сільське господарство та виробництво продуктів харчування станом на кінець 2021 р. складалась на 50% з власного капіталу, на 9% та 41% з довгострокових та поточних зобов'язань відповідно [77].

Успішне та стабільне функціонування компаній, зокрема, у агропромисловому виробництві, залежить від достатнього обсягу фінансових ресурсів, які б могли забезпечити як поточну діяльність, так і розширення виробничих спроможностей, а також впровадження інновацій, при цьому структура фінансування має забезпечувати фінансову стійкість та безперервність діяльності.

Процес управління фінансовими ресурсами компанії значною мірою впливає на зміни її ринкової вартості в середньостроковій перспективі, яке є одним з головних завдань фінансового менеджменту та відображає ефективність його діяльності, оскільки визначає, в тому числі, інвестиційну привабливість бізнесу і його спроможність генерувати додану вартість.

Для наочного порівняння структури джерел фінансових ресурсів у сферах сільського господарства та виробництва продуктів харчування із загальною структурою джерел фінансових ресурсів загалом по вітчизняній економіці наведемо візуальне порівняння на рис. 3.1.



*Рис. 3.1. Структура капіталу у сфері сільського господарства та виробництва продуктів харчування, та загалом по економіці станом на кінець 2021 р.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua>.

Як бачимо ресурсна база сфери сільського господарства та виробництва продуктів харчування більшою мірою сформована за рахунок власних джерел фінансування, власного капіталу більше на 20,8% в порівнянні з часткою власного капіталу по економіці загалом, відповідна, частка довгострокових зобов'язань нижча 4,3%, а поточних – на 16,5%. Таке переважання власних джерел фінансування над позиковими може характеризувати необхідність забезпечити фінансування менш ліквідних активів. Для з'ясування цього питання, проведемо порівняння структури активів загалом по економіці в порівнянні з галузями сільського господарства та виробництва продуктів харчування у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

**Порівняння структури активів компаній галузей сільського господарства та виробництва продуктів харчування із загальними по економіці станом на кінець 2021 рр.**

Тип	Назва	Загалом по економіці, %	Сільське господарство та виробництво продуктів харчування, %	Δ
Необоротні активи	ОЗ та нематеріальні активи	27,1	25,9	-1,2
	Інвестиційна нерухомість	0,7	0,1	-0,6
	Довгострокові біологічні активи	0,1	0,8	0,7
	Незавершені капітальні інвестиції	3,7	2,1	-1,6
	Довгострокові фінансові інвестиції	5,7	4,3	-1,4
	Інші необоротні активи	2,8	1,5	-1,3
<b>Загалом</b>		<b>40,1</b>	<b>34,7</b>	<b>-5,4</b>
Оборотні активи	Запаси	14,9	27,6	12,7
	Поточні біологічні активи	0,3	1,9	1,6
	Дебіторська заборгованість	36,3	30,4	-5,9
	Поточні фінансові інвестиції	1,4	0,3	-1,1
	Грошові кошти	4,5	3,4	-1,1
	Витрати майбутніх періодів	0,4	0,6	0,2
	Інші оборотні активи	2,1	1,1	-1,0
<b>Загалом</b>		<b>59,9</b>	<b>65,3</b>	<b>5,4</b>

Джерело: розраховано та систематизовано автором за даними <https://ukrstat.gov.ua>.

Виходячи з проведеного в табл. 3.1 порівняння бачимо, що в структурі балансу частка необоротних активів в галузях сільського господарства та виробництва продуктів харчування є нижчою на 5,4% по відношенню до загальної по економіці. В той же час, така ж частка запасів та поточних біологічних активів в галузях сільського господарства та виробництва продуктів харчування є вищою на 12,7% та 1,6% відповідно, в порівнянні з загальними по економіці. На нашу думку, переважання частки власного

капіталу на 20,8% в структурі фінансування компаній галузей сільського господарства порівняно з загальною по економіці пов'язана саме з необхідністю забезпечити власними ресурсами фінансування значної частки необоротних активів та оборотних активів з тривалим циклом обертання, тим самим забезпечуючи фінансову стійкість.

Одним з головних завдань фінансового управління на підприємствах є забезпечення оптимальної структури джерел фінансування.

Головним питанням в формуванні капіталу є оптимізація його структури, що обумовлено потребою в достатньому фінансовому забезпеченні діяльності підприємства та його розвитку, необхідністю мінімізації середньозважених витрат на капітал і збільшення рентабельності власних коштів та фінансової стійкості [36].

Оптимальна структура капіталу - це таке співвідношення між власними і позиковими ресурсами, за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом рентабельності власного капіталу та показниками фінансової стійкості підприємства, що позитивно впливає на його ринкову вартість [15, с. 213].

З метою дослідження шляхів досягнення оптимальної структури капіталу проведемо аналіз фінансової стійкості, рентабельності активів та ефекту фінансового важеля для вибірки досліджуваних агропромислових компаній за даними їх публічних фінансових звітів. Спершу проведемо оцінку фінансової стійкості.

Базуючись на розрахованих в табл. 3.2 даних, можна зробити висновок про невідповідність показників фінансової стійкості компанії МНР нормативним протягом усього досліджуваного періоду. У компанії МНР протягом 2013-2021 рр. були відсутні власні оборотні кошти, а коефіцієнти маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами станом на 2021 р. становили -0,47 та -0,49 при нормативних  $>0,00$  та  $>0,10$ , відповідно.



**Оцінка фінансової стійкості компанії МНР за 2013 – 2021 рр.**

Середньорічний показник	Нормативне значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Всього активів, млн \$	-	2684	2102	2058	2132	2159	2602	3511	3296	3668
Необоротний капітал, млн \$	-	1599	1284	1305	1372	1342	1616	2310	2158	2229
Оборотний капітал, млн \$	-	1085	818	753	760	817	986	1201	1138	1439
Власний капітал, млн \$	-	1173	638	604	696	829	1078	1367	1254	1516
Позиковий капітал, млн \$	-	1511	1464	1454	1436	1330	1524	2144	2042	2152
Власні оборотні кошти, млн \$	-	-426	-646	-701	-676	-513	-538	-943	-904	-713
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	> 0,00	-0,36	-1,01	-1,16	-0,97	-0,62	-0,50	-0,69	-0,72	-0,47
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	> 0,10	-0,39	-0,79	-0,93	-0,89	-0,63	-0,55	-0,79	-0,79	-0,49
Коефіцієнт автономії	> 0,50	0,44	0,30	0,29	0,33	0,38	0,41	0,39	0,38	0,41
Коефіцієнт фінансового левериджу	≤ 1,00	1,29	2,29	2,41	2,06	1,60	1,41	1,57	1,63	1,42

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Коефіцієнти автономії та фінансового левериджу також не відповідали нормативним, протягом 2013–2021 рр. частка власного капіталу в структурі фінансування компанії МНР складала від 29% до 44%, при загальноприйнятому нормативі - вище 50%. На нашу думку, виходячи з історичних показників, компанії варто було б приділяти увагу забезпеченню наявності власних оборотних коштів, оскільки це дозволило б компанії забезпечити вищу гнучкість в управлінні ліквідністю, а також сприяло б підвищенню фінансової стійкості, що є запорукою безперервності операційної діяльності.

Оцінимо фінансову стійкість компанії Kernel в табл. 3.3.

### Оцінка фінансової стійкості компанії Kernel за 2013 – 2021 рр.

Середньорічний показник	Нормативне значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Всього активів, млн \$	-	2467	1996	1542	1668	2032	2363	2938	3460	4311
Необоротний капітал, млн \$	-	1221	1032	799	781	862	994	1415	1612	1740
Оборотний капітал, млн \$	-	1246	964	743	887	1170	1369	1523	1848	2571
Власний капітал, млн \$	-	1297	1028	891	1016	1142	1190	1408	1565	2001
Позиковий капітал, млн \$	-	1170	968	651	652	890	1173	1530	1895	2310
Власні оборотні кошти, млн \$	-	76	-4	92	235	280	196	-7	-47	261
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	> 0,00	0,06	0,00	0,10	0,23	0,25	0,16	0,00	-0,03	0,13
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	> 0,10	0,06	0,00	0,12	0,26	0,24	0,13	0,00	-0,03	0,10
Коефіцієнт автономії	> 0,50	0,53	0,52	0,58	0,61	0,56	0,50	0,48	0,45	0,46
Коефіцієнт фінансового левериджу	≤ 1,00	0,90	0,94	0,73	0,64	0,78	0,98	1,08	1,21	1,15

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Виходячи з розрахованих в табл. 3.3 показників фінансової стійкості компанії Kernel, можна зробити висновок, що компанія має стійку позицію в контексті забезпеченості власними оборотними коштами та маневреності власного капіталу, коефіцієнт маневреності власного капіталу станом на 2021 р. знаходився на рівні 0,13, а коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами у 2021 р. становив 0,10. При цьому згадані показники протягом 2013-2021 р. знаходились в межах -0,03-0,25 та -0,03-0,26 відповідно. В контексті автономії, показники компанії Kernel погіршились в період після 2016 р., коли коефіцієнт автономії становив 0,61, що на 0,11 перевищує нормативний показник. Станом на 2021 р. коефіцієнт автономії склав 0,46, що на 0,04 нижче від нормативного показника. Загалом висновок по фінансовій стійкості компанії Kernel є неоднозначним, оскільки показники, що пов'язані з наявністю та достатністю власних оборотних коштів перебували станом на 2021 р. в межах норми, проте коефіцієнти автономії та фінансового левериджу не відповідали нормативним показникам.

Оцінимо комплекс показників фінансової стійкості для компанії Astarta в табл. 3.4.

Таблиця 3.4

**Оцінка фінансової стійкості компанії Astarta за 2013 – 2021 рр.**

Середньорічний показник	Нормативне значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Всього активів, млн \$	-	929	682	504	567	656	800	839	692	735
Необоротний капітал, млн \$	-	396	325	238	265	324	439	478	424	394
Оборотний капітал, млн \$	-	533	357	266	302	332	361	361	268	341
Власний капітал, млн дол. \$	-	521	334	221	326	437	443	464	416	516
Позиковий капітал, млн дол. \$	-	408	348	283	241	219	357	375	276	219
Власні оборотні кошти, млн дол. \$	-	125	9	-17	61	113	4	-14	-8	122
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	> 0,00	0,24	0,03	-0,08	0,19	0,26	0,01	-0,03	-0,02	0,24
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	> 0,10	0,23	0,02	-0,06	0,20	0,34	0,01	-0,04	-0,03	0,36
Коефіцієнт автономії	> 0,50	0,56	0,49	0,44	0,57	0,67	0,55	0,55	0,60	0,70
Коефіцієнт фінансового левериджу	≤ 1,00	0,78	1,04	1,28	0,74	0,50	0,81	0,81	0,66	0,42

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Розраховані в табл. 3.4 показники фінансової стійкості компанії Astarta протягом 2013-2021 рр. були неоднорідними. Показник коефіцієнта маневреності власного капіталу протягом 2013-2021 рр. коливався від -0,08 до 0,24, а коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами – від -0,06 до 0,36. Такі коливання значною мірою залежали від змін в нерозподіленому прибутку компанії, який за даними фінансової звітності компанії становив від 44% до 85% обсягу власного капіталу і значною мірою впливає на зміни в ньому. Коефіцієнти автономії та фінансового левериджу так само протягом 2013-2021

рр. коливались залежно від прибутковості компанії та наявності в неї нерозподіленого прибутку. На нашу думку, для забезпечення більшої стабільності та прогнозованості показників фінансової стійкості компанії, а також забезпеченості власними оборотними коштами, за заданої динаміки варто було б розглянути можливість додаткових вкладень власного капіталу з одночасним балансуванням фінансування оборотних активів позиковими коштами в періоди високої прибутковості.

В табл. 3.5 проведемо оцінку фінансової стійкості компанії ІМС.

Таблиця 3.5

### Оцінка фінансової стійкості компанії ІМС за 2013 – 2021 рр.

Середньорічний показник	Нормативне значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Всього активів, млн дол. \$	-	315	237	165	185	191	216	318	293	397
Необоротний капітал, млн дол. \$	-	146	105	63	78	76	84	174	166	227
Оборотний капітал, млн \$	-	169	132	102	107	115	132	144	127	170
Власний капітал, млн \$	-	152	66	30	66	91	121	137	129	184
Позиковий капітал, млн \$	-	163	171	135	119	100	95	181	164	213
Власні оборотні кошти, млн \$	-	6	-39	-33	-12	15	37	-37	-37	-43
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	> 0,00	0,04	-0,59	-1,10	-0,18	0,16	0,31	-0,27	-0,29	-0,23
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	> 0,10	0,04	-0,29	-0,32	-0,11	0,13	0,28	-0,26	-0,29	-0,25
Коефіцієнт автономії	> 0,50	0,48	0,28	0,18	0,36	0,48	0,56	0,43	0,44	0,46
Коефіцієнт фінансового левериджу	≤ 1,00	1,07	2,59	4,50	1,80	1,10	0,79	1,32	1,27	1,16

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності

Виходячи з розрахованих в табл. 3.5 показників фінансової стійкості компанії ІМС за 2013-2021 рр. помітно, що фінансова стійкість підприємства коливалась в різні сторони. У 2013 р. компанія мала 6 млн дол. США оборотного капіталу та 48% в структурі фінансування складав власний капітал, що, загалом, хоч і не відповідало нормативним критеріям, але було близько до них. Протягом

2014-2015 рр. відбулось скорочення власного капіталу за рахунок зниження нерозподіленого прибутку та його переоцінки у валюту звітності, в результаті показники маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами були на рівні від -0,59 до -1,10 та -0,29 та 0,32 відповідно, коефіцієнт автономії також не відповідав нормативному і був на рівні 0,18-0,28. Протягом 2016-2018 рр. відбувалось нарощування власного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку, що позитивно вплинуло на коефіцієнт автономії, який становив 0,56 станом на 2018 р., а також показники маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами станом на 2018 р. становили 0,31 та 0,28 відповідно. В 2019-2021 рр. показники фінансової стійкості повернулись на рівень, який не відповідає нормативним – станом на 2021 р. коефіцієнт автономії склав 0,46, коефіцієнти маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами склали -0,23 та -0,25 відповідно. Насамперед, причиною цього стали зміни в підході обліку лізингових активів базуючись на МСФЗ 16 «Оренда», через впровадження якого значно зросла сума необоротних активів та позикового капіталу. Ми вважаємо, що для підвищення фінансової стійкості за заданих умов варто замішувати частину орендованих необоротних активів власними за рахунок додаткового вкладення капіталу.

Розрахуємо комплекс показників фінансової стійкості для компанії Ovostar Union в табл. 3.6.

Таблиця 3.6

### Оцінка фінансової стійкості компанії Ovostar Union за 2013 – 2021 рр.

Середньорічний показник	Нормативне значення	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Всього активів, млн \$	-	137	119	95	106	121	145	155	129	140
Необоротний капітал, млн \$	-	97	82	59	64	67	77	99	88	92
Оборотний капітал, млн \$	-	40	37	36	42	54	68	56	41	48
Власний капітал, млн \$	-	119	98	72	81	96	123	131	105	111
Позиковий капітал, млн \$	-	18	21	23	25	25	22	24	24	29

Закінчення табл. 3.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Власні оборотні кошти, млн \$	-	22	16	13	17	29	46	32	17	19
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	> 0,00	0,18	0,16	0,18	0,21	0,30	0,37	0,24	0,16	0,17
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	> 0,10	0,55	0,43	0,36	0,40	0,54	0,68	0,57	0,41	0,40
Коефіцієнт автономії	> 0,50	0,87	0,82	0,76	0,76	0,79	0,85	0,85	0,81	0,79
Коефіцієнт фінансового левериджу	$\leq$ 1,00	0,15	0,21	0,32	0,31	0,26	0,18	0,18	0,23	0,26

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Наведені в табл. 3.6 показники фінансової стійкості компанії Ovostar Union протягом 2013-2021 рр. перебували в межах нормативних. Станом на 2021 р. коефіцієнти маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами дорівнювали 0,17 та 0,40 відповідно, а коефіцієнт автономії склав 0,79, що свідчить про високу фінансову незалежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування.

Іншими складовими частинами, які характеризують оптимальність структури капіталу є показники рентабельності активів та ефект фінансового левериджу, що дає змогу з найбільшою ефективністю отримувати вигоди від використання позикового фінансування за дотримання умови, коли ставка такого фінансування не перевищує рентабельність активів. Максимізація показника фінансового важеля за умови підтримки належного рівня фінансової стійкості дозволяє створювати додаткову вартість стейкхолдерам компанії за рахунок використання позикових ресурсів без необхідності залучати власні капітальні ресурси.

Для дослідження даного аспекту забезпечення оптимальності структури капіталу, оцінимо рентабельність активів та власного капіталу, ефект фінансового важеля, а також середньозважену вартість фінансування досліджуваних агропромислових компаній. Така оцінка дозволить охарактеризувати ефективність використання капіталу.

Проведемо у табл. 3.7 аналіз динаміки показників рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу компанії МНР за 2013-2021 рр.

Таблиця 3.7

**Аналіз рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу МНР за 2013 – 2021 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума капіталу, млн \$	2684	2102	2058	2132	2159	2602	3511	3296	3668
Власний капітал, млн \$	1173	638	604	696	829	1078	1367	1254	1516
Позиковий капітал, млн \$	1511	1464	1454	1436	1330	1524	2144	2042	2152
Операційний прибуток, млн \$	272	460	364	316	365	315	222	203	517
Фінансові витрати, млн \$	110	109	106	107	108	138	148	144	150
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,3	7,4	7,3	7,4	8,2	9,1	6,9	7,1	7,0
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
WACC, %	15,8	9,8	8,3	10,5	14,9	6,4	14,1	11,3	14,8
Ставка податку на прибуток, %	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Чистий прибуток, млн \$	162	-412	-126	59	204	128	215	-133	393
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	13,8	-64,6	-20,9	8,5	24,6	11,9	15,7	-10,6	25,9
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	6,0	-19,6	-6,1	2,8	9,4	4,9	6,1	-4,0	10,7
Ефект фінансового левериджу, %	-1,3	-50,8	-26,4	-7,9	1,7	-4,8	-1,0	-14,8	4,3

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Як бачимо з таблиці 3.7 очікувана вартість позикового фінансування агропромислової компанії МНР за період 2013-2021 рр. знаходилась в інтервалі 6,9%-9,1%, при цьому протягом 2014-2019 рр. відбувалось зростання вартості позикового капіталу з 7,4% в 2014 р. до 9,1% в 2018 р., після 2019 р. вартість позикового капіталу компанії знаходилась на рівні 6,9%-7,1%. Слід відзначити, що ефект фінансового левериджу мав позитивний показник лише у 2017 р. та 2021 р., всі інші роки досліджуваного часового проміжку характеризувались вищою ставкою позикового капіталу, ніж рівень рентабельності активів, що

означає понесення компанією більших витрат на позикове фінансування, ніж отримання вигід від його залучення.

Аналізуючи дані таблиці 3.8 бачимо, що очікувана вартість позикового фінансування компанії Kernel за період 2013-2021 рр. знаходилась в інтервалі 5,1%-9,2%, відсутні яскраво виражені тренди до зниження або зростання.

Таблиця 3.8

**Аналіз рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу  
Kernel за 2013 – 2021 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума капіталу, млн \$	2467	1996	1542	1668	2032	2363	2938	3460	4311
Власний капітал, млн \$	1297	1028	891	1016	1142	1190	1408	1565	2001
Позиковий капітал, млн \$	1170	968	651	652	890	1173	1530	1895	2310
Операційний прибуток, млн \$	100	304	314	292	171	252	238	678	842
Фінансові витрати, млн \$	67	77	60	54	68	75	112	157	117
Ставка вартості позикового капіталу, %	5,7	8,0	9,2	8,3	7,6	6,4	7,3	8,3	5,1
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
WACC, %	17,2	12,7	11,2	14,7	18,5	5,1	16,2	12,8	15,1
Ставка податку на прибуток, %	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Чистий прибуток, млн \$	-12	7	171	245	109	133	116	422	690
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	-0,9	0,7	19,2	24,1	9,5	11,2	8,2	27,0	34,5
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	-0,5	0,4	11,1	14,7	5,4	5,6	3,9	12,2	16,0
Ефект фінансового левериджу, %	-4,5	-5,9	1,1	3,4	-1,5	-0,6	-3,0	3,9	10,4

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Варто наголосити, що незважаючи на позитивний показник рентабельності активів впродовж 2014-2021 рр., ефект фінансового левериджу мав негативні значення у 2014 р. та 2017-2019 рр., коли вартість позикового фінансування була вищою. Також зазначимо, що ставка вартості власного капіталу в усі роки, крім 2018 р. була вищою за ставку вартості позикових ресурсів і її збільшення зарди



зниження негативного ефекту фінансового левериджу призводила б до зростання середньозваженої вартості капіталу.

Виходячи з даних таблиці 3.9, помітно що очікувана вартість позикового фінансування агропромислової компанії Astarta за період 2013-2021 рр. знаходилась в інтервалі 5,0%-13,2%, при цьому помітне зростання вартості позикових ресурсів впродовж 2013-2016 рр. на 5,1% з 6,9% до 12,0% відповідно, що пояснюється підвищенням ризику в умовах економічної нестабільності. У 2017 р. ставка вартості позикового капіталу знизилась на 7% до 5,0%, а в 2018-2021 рр. відновилось зростання з 9,5% у 2018 р. до 13,2% у 2021 р.

Таблиця 3.9

**Аналіз рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу  
Astarta за 2013 – 2021 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума капіталу, млн \$	929	682	504	567	656	800	839	692	735
Власний капітал, млн \$	521	334	221	326	437	443	464	416	516
Позиковий капітал, млн \$	408	348	283	241	219	357	375	276	219
Операційний прибуток, млн \$	47	116	117	138	90	17	14	63	179
Фінансові витрати, млн \$	28	27	33	29	11	34	45	36	29
Ставка вартості позикового капіталу, %	6,9	7,8	11,7	12,0	5,0	9,5	12,0	13,0	13,2
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
WACC, %	18,5	12,2	11,4	15,5	20,1	6,2	19,4	16,5	22,7
Ставка податку на прибуток, %	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Чистий прибуток, млн \$	27	-227	-88	68	67	-22	-1	10	147
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	5,2	-68,0	-39,8	20,9	15,3	-5,0	-0,2	2,4	28,5
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	2,9	-33,3	-17,5	12,0	10,2	-2,8	-0,1	1,4	20,0
Ефект фінансового левериджу, %	-2,5	-35,1	-30,6	0,0	2,1	-8,1	-8,0	-6,3	2,4

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності

Варто відзначити значний негативний вплив фінансового левериджу у 2014-2015 рр., який перебував на рівні 1,04 та 1,28 та спричинив ефекти фінансового левериджу у розмірі -35,1% та -30,6% відповідно. Зважаючи на

невелику різницю між ставками власного та позикового фінансування у 2015 р., в такі моменти постає питання доцільності зміщення структури капіталу на користь власного фінансування задля зменшення негативного ефекту фінансового левериджу спричиняючи при цьому певний негативний ефект на середньозважену вартість капіталу.

Таблиця 3.10

**Аналіз рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу  
ІМС за 2013 – 2021 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума капіталу, млн \$	315	237	165	185	191	216	318	293	397
Власний капітал, млн \$	152	66	30	66	91	121	137	129	184
Позиковий капітал, млн \$	163	171	135	119	100	95	181	164	213
Операційний прибуток, млн \$	38	46	53	46	29	36	15	50	86
Фінансові витрати, млн \$	13	19	15	13	6	5	12	10	9
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,9	10,9	11,3	10,6	6,3	5,6	6,4	6,1	4,1
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
WACC, %	17,1	11,7	10,1	12,4	16,0	4,8	14,9	11,8	14,9
Ставка податку на прибуток, %	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Чистий прибуток, млн \$	26	-127	-13	10	14	30	29	7	83
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	17,0	-191,8	-43,7	15,0	15,4	24,4	21,0	5,8	45,2
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	8,2	-53,4	-7,9	5,4	7,3	13,7	9,1	2,6	20,9
Ефект фінансового левериджу, %	0,3	-136,6	-71,1	-7,8	0,9	5,2	2,9	-3,6	16,0

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Як бачимо з таблиці 3.10 очікувана вартість позикового фінансування агропромислової компанії ІМС за період 2013-2021 рр. знаходилась в інтервалі 4,1%-11,3%, при вище 10% ставка позикового фінансування становила тільки протягом 2014-2016 рр. Станом на 2021 р. ставка вартості позикового капіталу знаходилась на найнижчому за досліджуваний період рівні і становила 4,1%. Також помітний значний негативний ефект фінансового левериджу у 2014 р. та 2015 р., який становив -136,6% та -71,1%, коли відповідні коефіцієнти

дорівнювали 2,59 та 4,50. Аналогічно з ситуацією в компанії Astarta у відповідному періоді, зважаючи на невелику різницю між ставками власного та позикового фінансування у 2015 р. мало б постати питання доцільності зміщення структури капіталу на користь власного фінансування.

Таблиця 3.11

**Аналіз рентабельності власного капіталу та ефекту фінансового левериджу  
Ovostar Union за 2013 – 2021 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Загальна сума капіталу, млн \$	137	119	95	106	121	145	155	129	140
Власний капітал, млн \$	119	98	72	81	96	123	131	105	111
Позиковий капітал, млн \$	18	21	23	25	25	22	24	24	29
Операційний прибуток, млн \$	32	25	32	22	24	19	-19	4	1
Фінансові витрати, млн \$	1	1	1	1	1	2	1	1	0
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,5	4,7	5,4	4,4	5,8	9,2	3,9	5,5	1,3
Ставка вартості власного капіталу, %	28,6	18,4	13,8	19,7	28,1	4,9	27,3	20,2	27,7
WACC, %	25,4	16,0	11,7	15,3	24,2	5,3	24,1	17,8	22,0
Ставка податку на прибуток, %	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Чистий прибуток, млн \$	31	-54	-7	10	19	20	1	-18	6
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	26,2	-55,4	-9,0	12,2	19,3	16,2	0,7	-16,7	5,0
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	22,8	-45,6	-6,8	9,3	15,3	13,7	0,6	-13,6	3,9
Ефект фінансового левериджу, %	1,9	-8,9	-3,2	1,3	2,0	0,7	-0,5	-3,6	0,6

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Аналізуючи дані таблиці 3.11 бачимо, що очікувана вартість позикового фінансування компанії Ovostar Union за період 2013-2021 рр. знаходилась в інтервалі 1,3%-9,2%, відсутні яскраво виражені тренди до зниження або зростання. Компанія має невисоку частку позикового капіталу, тому негативний ефект фінансового левериджу при перевищенні ставки позикового фінансування над рентабельністю активів є незначним, проте за рахунок перевищення вартості власного капіталу над позиковим така структура збільшує середньозважену вартість капіталу, яка становила від 5,3% до 25,4%.

На нашу думку, пріоритетом в умовах економічної нестабільності є фінансова стійкість, тому для забезпечення оптимальної структури капіталу необхідно забезпечити дотримання наступних елементів в порядку спадання пріоритетності:

1. Забезпечення фінансової стійкості;

2.1 Мінімізація середньозваженої вартості капіталу для максимізації економічної доданої вартості;

2.2 Максимізація ефекту фінансового важеля для використання максимальної кількості позикових ресурсів в умовах достатньої рентабельності активів.

Оцінивши на прикладі досліджуваних агропромислових компаній історичні показники фінансової стійкості, вартості власного та позикового фінансування, а також ефективність використання капіталу, сформуємо комплексний алгоритм оптимізації на рис. 3.2, який включатиме в себе основні складові, які слід брати до уваги при формуванні оптимальної структури в порядку пріоритетності кожної з них, на нашу думку.



Рис. 3.2 Алгоритм оптимізації структури капіталу

Джерело: розроблено автором.

Використаємо запропонований алгоритм для формування оптимальної структури капіталу досліджуваних агропромислових компаній на прикладі даних фінансових звітів за 2021 р. Проведемо розрахунок оптимізації структури капіталу для компанії МНР в табл. 3.12.

Таблиця 3.12

### Оптимізація структури капіталу МНР за показниками 2021 р.

Показник	2021 р.	Оптимізація		
		Фінансова стійкість	Середньозважена вартість капіталу	Ефект фінансового важеля
Загальна сума капіталу, млн \$	3 668	3 668	<b>3 668</b>	<b>3 668</b>
Необоротні активи, млн \$	2 229	2 229	<b>2 229</b>	<b>2 229</b>
Оборотні активи, млн \$	1 439	1 439	<b>1 439</b>	<b>1 439</b>
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-0,47	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Коефіцієнт автономії	0,41	0,61	<b>0,61</b>	<b>0,61</b>
Власний капітал, млн \$	1 516	2 229	<b>2 229</b>	<b>2 229</b>
Позиковий капітал, млн \$	2 152	1 439	<b>1 439</b>	<b>1 439</b>
Операційний прибуток, млн \$	517	517	<b>517</b>	<b>517</b>
Фінансові витрати, млн \$	150	101	<b>101</b>	<b>101</b>
Ставка вартості позикового капіталу, %	7,0%	7,0%	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Ставка вартості власного капіталу, %	27,7%	27,7%	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
Середньозважена вартість капіталу, %	14,8%	19,1%	<b>19,1%</b>	<b>19,1%</b>
Ставка податку на прибуток, %	18	18	<b>18</b>	<b>18</b>
Чистий прибуток, млн \$	393	434	<b>434</b>	<b>434</b>
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	25,9%	19,5%	<b>19,5%</b>	<b>19,5%</b>
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	10,7%	11,8%	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Ефект фінансового левериджу, %	4,3%	2,6%	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності

Для компанії МНР оптимізація структури капіталу на прикладі результатів 2021 р. передбачає, першочергово, забезпечення фінансової стійкості за рахунок

додаткових вкладень капіталу та одночасним скороченням зобов'язань у розмірі 713 млн дол. США. Це дозволить досягнути нормативних значень коефіцієнтів маневреності власного капіталу та автономії. При цьому буде присутнім негативний вплив на коефіцієнт рентабельності власного капіталу на 6,4% та на ефект фінансового левериджу на 1,7%.

Проведемо аналогічний розрахунок для компанії Kernel в табл. 3.13.

Таблиця 3.13

### Оптимізація структури капіталу Kernel за показниками 2021 р.

Показник	2021 р.	Оптимізація		
		Фінансова стійкість	Середньозважена вартість капіталу	Ефект фінансового важеля
Загальна сума капіталу, млн \$	4 311	4 311	<b>4 311</b>	<b>4 311</b>
Необоротні активи, млн \$	1 740	1 740	<b>1 740</b>	<b>1 740</b>
Оборотні активи, млн \$	2 571	2 571	<b>2 571</b>	<b>2 571</b>
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,13	0,19	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>
Коефіцієнт автономії	0,46	0,50	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>
Власний капітал, млн \$	2 001	2 155	<b>2 155</b>	<b>2 155</b>
Позиковий капітал, млн \$	2 310	2 156	<b>2 156</b>	<b>2 156</b>
Операційний прибуток, млн \$	842	842	<b>842</b>	<b>842</b>
Фінансові витрати, млн \$	117	109	<b>109</b>	<b>109</b>
Ставка вартості позикового капіталу, %	5,1%	5,1%	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>
Ставка вартості власного капіталу, %	27,7%	27,7%	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
Середньозважена вартість капіталу, %	15,1%	15,9%	<b>15,9%</b>	<b>15,9%</b>
Ставка податку на прибуток, %	18	18	<b>18</b>	<b>18</b>
Чистий прибуток, млн \$	690	696	<b>696</b>	<b>696</b>
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	34,5%	32,3%	<b>32,3%</b>	<b>32,3%</b>
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	16,0%	16,2%	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>
Ефект фінансового левериджу, %	10,4%	9,1%	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

Для компанії Kernel оптимізація структури капіталу на прикладі результатів 2021 р. передбачає, першочергово, забезпечення фінансової стійкості за рахунок додаткових вкладень капіталу та одночасним скороченням зобов'язань у розмірі 154 млн дол. США. Це дозволить досягнути нормативних значень коефіцієнтів маневреності власного капіталу та автономії. При цьому буде присутнім негативний вплив на коефіцієнт рентабельності власного капіталу на 2,2% та на ефект фінансового леввериджу на 1,3%.

Для компанії Astarta проведемо розрахунок оптимальної структури капіталу в табл. 3.14.

Таблиця 3.14

### Оптимізація структури капіталу Astarta за показниками 2021 р.

Показник	2021 р.	Оптимізація		
		Фінансова стійкість	Середньозважена вартість капіталу	Ефект фінансового важеля
1	2	3	4	5
Загальна сума капіталу, млн \$	735	735	<b>735</b>	<b>735</b>
Необоротні активи, млн \$	394	394	<b>394</b>	<b>394</b>
Оборотні активи, млн \$	341	341	<b>341</b>	<b>341</b>
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,24	0,24	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Коефіцієнт автономії	0,70	0,70	<b>0,54</b>	<b>0,54</b>
Власний капітал, млн \$	516	516	<b>394</b>	<b>394</b>
Позиковий капітал, млн \$	219	219	<b>341</b>	<b>341</b>
Операційний прибуток, млн \$	179	179	<b>179</b>	<b>179</b>
Фінансові витрати, млн \$	29	29	<b>45</b>	<b>45</b>
Ставка вартості позикового капіталу, %	13,2%	13,2%	<b>13,2%</b>	<b>13,2%</b>
Ставка вартості власного капіталу, %	27,7%	27,7%	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
Середньозважена вартість капіталу, %	22,7%	22,7%	<b>19,9%</b>	<b>19,9%</b>
Ставка податку на прибуток, %	18	18	<b>18</b>	<b>18</b>
Чистий прибуток, млн \$	147	147	<b>134</b>	<b>134</b>
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	28,5%	28,5%	<b>33,9%</b>	<b>33,9%</b>

Закінчення табл. 3.14

1	2	3	4	5
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	20,0%	20,0%	<b>18,2%</b>	<b>18,2%</b>
Ефект фінансового левериджу, %	2,4%	2,4%	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

За результатами 2021 р. фінансовий стан компанії Astarta базуючись на коефіцієнтах маневреності власного капіталу та автономії класифікується як стійкий, тому основна увага при оптимізації структури капіталу агропромислової компанії Astarta, відповідно до запропонованого алгоритму, спрямована на мінімізацію середньозваженої вартості капіталу та максимізацію ефекту фінансового важеля, для їх досягнення необхідно скоротити обсяг власного капіталу з одночасним залученням позикового капіталу в розмірі 122 млн дол. США. Це дозволить знизити середньозважену вартість капіталу на 2,8% та збільшити ефект фінансового важеля на 1,1%, при цьому підтримуючи фінансову стійкість на належному рівні.

Проведемо розрахунок оптимізації структури капіталу для компанії ІМС в табл. 3.15.

Таблиця 3.15

### Оптимізація структури капіталу ІМС за показниками 2021 р.

Показник	2021 р.	Оптимізація		
		Фінансова стійкість	Середньозваже на вартість капіталу	Ефект фінансового важеля
1	2	3	4	5
Загальна сума капіталу, млн \$	397	397	<b>397</b>	<b>397</b>
Необоротні активи, млн \$	227	227	<b>227</b>	<b>227</b>
Оборотні активи, млн \$	170	170	<b>170</b>	<b>170</b>
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-0,23	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Коефіцієнт автономії	0,46	0,57	<b>0,57</b>	<b>0,57</b>
Власний капітал, млн \$	184	227	<b>227</b>	<b>227</b>
Позиковий капітал, млн \$	213	170	<b>170</b>	<b>170</b>



Закінчення табл. 3.15

1	2	3	4	5
Операційний прибуток, млн \$	86	86	<b>86</b>	<b>86</b>
Фінансові витрати, млн \$	9	7	<b>7</b>	<b>7</b>
Ставка вартості позикового капіталу, %	4,1%	4,1%	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>
Ставка вартості власного капіталу, %	27,7%	27,7%	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
Середньозважена вартість капіталу, %	14,6%	17,3%	<b>17,3%</b>	<b>17,3%</b>
Ставка податку на прибуток, %	18	18	<b>18</b>	<b>18</b>
Чистий прибуток, млн \$	83	85	<b>85</b>	<b>85</b>
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	45,2%	37,3%	<b>37,3%</b>	<b>37,3%</b>
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	20,9%	21,3%	<b>21,3%</b>	<b>21,3%</b>
Ефект фінансового левериджу, %	16,0%	10,6%	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності

Для компанії ІМС оптимізація структури капіталу на прикладі результатів 2021 р. передбачає, першочергово, забезпечення фінансової стійкості за рахунок додаткових вкладень капіталу та одночасним скороченням зобов'язань у розмірі 43 млн дол. США. Це дозволить досягнути нормативних значень коефіцієнтів маневреності власного капіталу та автономії. При цьому буде присутнім негативний вплив на коефіцієнт рентабельності власного капіталу на 7,9 % та на ефект фінансового левериджу на 5,4%.

В табл. 3.16 наведений розрахунок оптимальної структури капіталу для компанії Ovostar Union.

Таблиця 3.16

### Оптимізація структури капіталу Ovostar Union за показниками 2021 р.

Показник	2021 р.	Оптимізація		
		Фінансова стійкість	Середньозважена вартість капіталу	Ефект фінансового важеля
1	2	3	4	5
Загальна сума капіталу, млн \$	140	140	<b>140</b>	<b>140</b>
Необоротні активи, млн \$	92	92	<b>92</b>	<b>92</b>
Оборотні активи, млн \$	48	48	<b>48</b>	<b>48</b>

Закінчення табл. 3.16

1	2	4	5	6
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,17	0,17	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Коефіцієнт автономії	0,79	0,79	<b>0,66</b>	<b>0,66</b>
Власний капітал, млн \$	111	111	<b>92</b>	<b>92</b>
Позиковий капітал, млн \$	29	29	<b>48</b>	<b>48</b>
Операційний прибуток, млн \$	1,2	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
Фінансові витрати, млн \$	0	0	<b>1</b>	<b>1</b>
Ставка вартості позикового капіталу, %	1,3%:	1,3%	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>
Ставка вартості власного капіталу, %	27,7%	27,7%	<b>27,7%</b>	<b>27,7%</b>
Середньозважена вартість капіталу, %	22,2%	22,2%	<b>18,6%</b>	<b>18,6%</b>
Ставка податку на прибуток, %	18	18	<b>18</b>	<b>18</b>
Чистий прибуток, млн \$	6	6	<b>5</b>	<b>5</b>
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE), %	5,0%	5,0%	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA), %	3,9%	3,9%	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>
Ефект фінансового левериджу, %	0,6%	0,6%	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності.

За результатами 2021 р. фінансовий стан компанії Ovostar Union базуючись на коефіцієнтах маневреності власного капіталу та автономії класифікується як стійкий, тому основна увага при оптимізації структури капіталу, відповідно до запропонованого алгоритму, спрямована на мінімізацію середньозваженої вартості капіталу та максимізацію ефекту фінансового важеля, для їх досягнення необхідно скоротити обсяг власного капіталу з одночасним залученням позикового капіталу в розмірі 19 млн дол. США. Це дозволить знизити середньозважену вартість капіталу на 3,6% та збільшити ефект фінансового важеля на 0,5%, при цьому фінансова стійкість лишатиметься на належному рівні.

Базуючись на проведеному моделюванні оптимальної структури капіталу на прикладі даних фінансової звітності досліджуваних агропромислових

компаній за 2021 р., систематизуємо отримані пропорції між власним та позиковим капіталом у табл. 3.17.

Згідно з розрахованими оптимізаційними таблицями, оптимальний обсяг власного капіталу складає від 50% до 66%, а позикового, відповідно, – від 34% до 50 %.

Таблиця 3.17

**Оптимальні пропорції структури капіталу агропромислових компаній за показниками 2021 р.**

Показник	МНР	Kernel	Astarta	ІМС	Ovostar Union	Середнє значення
Власний капітал, %	61%	50%	54%	57%	66%	<b>57%</b>
Позиковий капітал, %	39%	50%	46%	43%	34%	<b>43%</b>

Джерело: узагальнено автором.

Отже, проведений аналіз вивчає еволюцію змін у показниках фінансової стійкості досліджуваних агропромислових компаній та ефективності використання структури їх капіталу.

Базуючись на результатах дослідження, можна зробити висновок, що у 3 з 5 досліджуваних агропромислових компаній станом на 2021 р. показники фінансової стійкості не відповідали нормативним. При цьому ставка вартості позикового фінансування була нижчою за очікувану вартість власного капіталу у всіх досліджуваних компаніях, рентабельність активів була вищою за позикове вартість позикового фінансування у 4 з 5 досліджуваних агропромислових компаній.

Нами було запропоновано алгоритм оптимізації структури капіталу, який включає, в порядку спадання пріоритетності, забезпечення фінансової стійкості, мінімізацію середньозваженої вартості капіталу та максимізацію ефекту фінансового важеля. Також проведено моделювання оптимальної структури капіталу на основі запропонованого алгоритму на основі результатів компаній за 2021 р.

Використання запропонованого алгоритму при плануванні структури капіталу компаній залежно від очікуваної вартості фінансування, інвестицій в необоротні активи, прогнозованої рентабельності активів дозволить ефективно

управляти структурою. При цьому можливо знизити критерії забезпечення фінансової стійкості, якщо було досягнуто висновку за рахунок подальших розрахунків, що це можливо, при цьому можна зміщувати структуру для більшого акценту на мінімізації середньозваженої вартості капіталу та максимізації ефекту фінансового важеля.

### **3.2. Прибутковість та економічне середовище як детермінанти змін у вартості акцій агропромислових компаній**

Сільське господарство є однією з найважливіших галузей сучасної української економіки. Економічна діяльність у сфері сільського господарства протягом 2010-2020 років генерувала від 7,5% до 12,4% ВВП [77], в 2021 р. дана частка склала 10,6% [26]. На сучасному етапі цей сектор є одним із найважливіших для національної економіки для забезпечення продовольчої безпеки населення та підтримки зовнішньоекономічного платіжного балансу шляхом отримання експортної виручки. Враховуючи безперервний розвиток економіки України на ринкових принципах та розвиток міжнародної торгівлі, важливо мати стабільно зростаючі вітчизняні агропромислові компанії з конкурентоспроможною продукцією як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Найбільші агропромислові підприємства України мають статус публічних. Статус публічної компанії та IPO вже дозволили їм залучити довгострокові ресурси, збільшити власний капітал, а також зробили позитивний репутаційний ефект завдяки прозорості дій та доступності фінансової інформації. Ринкова капіталізація та ціни акцій є показниками, які відображають фінансовий стан підприємства, а їх стійке зростання може дозволити залучити більше додаткового капіталу або боргового фінансування за менших витрат, а також отримати більше переваг для акціонерів.

Немає консенсусу щодо набору детермінант, які повністю пояснили б зміни цін на акції публічних компаній, які вільно котируються на біржі, і не може бути, оскільки інформаційні та політичні чинники, а також емоційний аспект

трейдерів, їхні особисті цілі та стратегії важко виміряти цифрами. Однак, ми вважаємо, що можна пояснити загальну тенденцію та кореляцію між рухами цін на акції та певним комплексом детермінант, які мають відношення до конкретного ринку, галузі чи компанії.

Розглянемо у табл. 3.18 ринкові характеристики вибірки досліджуваних агропромислових компаній.

Таблиця 3.18

### Характеристика вибірки досліджуваних агропромислових компаній

Компанія	Фондова біржа, на якій розміщені акції	Тикер	Ринкова капіталізація станом на кінець 2021 р., дол. США
Kernel	Warsaw Stock Exchange	KER	~ 1 170 млн
MHP	London Stock Exchange	MHPC	~ 730 млн
IMC	Warsaw Stock Exchange	IMC	~ 265 млн
Astarta	Warsaw Stock Exchange	AST	~ 255 млн
Ovostar Union	Warsaw Stock Exchange	OVO	~ 100 млн

Джерело: складено автором на основі даних <https://www.investing.com>.

Як бачимо, 4 з 5 досліджуваних компаній обрали для лістингу своїх акцій Варшавську фондову біржу. Це пов'язано значною мірою з подібністю законодавства, а також відносно низькими витратами, пов'язаними з лістингом.

Після проведення IPO акції компанії вільно котируються на біржі, ціна на них змінюється під впливом тих чи інших факторів тим самим підвищуючи або знижуючи загальну вартість компанії, що впливає на добробут стейкхолдерів, власників акцій, можливість залучати позикове фінансування за більш низькими відсотковими ставками.

Багато дослідників намагалися емпірично пояснити та передбачити рух цін на фондових ринках, використовуючи різні методи дослідження з різними наборами детермінант і факторів.

Чен, Ролл і Росс (1986) використовували часові ряди промислового виробництва, інфляції, споживання, премії за ризик і цін на нафту як фактори для пояснення прибутковості акцій. У результаті було виявлено, що обсяг

промислового виробництва, зміни премії за ризик та інфляція є значущими для пояснення прибутковості акцій [134].

Білсон, Брейлсфорд і Хупер (2000) досліджували вплив макроекономічних змінних, щоб пояснити прибутковість акцій на 20 фондових ринках, що розвиваються. Такі змінні, як зважений індекс світового ринку, грошова маса, ціна товару, реальна активність і обмінний курс, використовувалися в рамках багатофакторної моделі. Було виявлено деякі докази того, що згадані змінні є значущими для пояснення змін цін на акції на ринках, що розвиваються, однак ступінь значущості кожного фактору відрізняється від країни до країни. З точки зору ступеня значущості, обмінний курс вважається найбільш суттєвим фактором для окремих ринків, що розвиваються [133].

Гош та ін. (2010) проаналізували за допомогою множинної регресії взаємозв'язок між змінами ціни акцій на Бомбейській фондовій біржі в Індії та набором факторів: обмінним курсом, ціною на нафту, ціною на золото, ставкою фінансування, коефіцієнтом готівкових резервів, прямими іноземними інвестиціями. Згідно з їхніми дослідженнями, валютний курс і ставка фінансування мають значний вплив на зміну курсу акцій, інші фактори впливають несуттєво [162].

Бенакович і Поседел (2010) досліджували зв'язок між макроекономічними факторами та прибутковістю акцій на хорватському ринку. Вони використовували модель множинної регресії з 5 макроекономічними детермінантами: інфляція, процентна ставка, ринковий індекс, обсяг промислового виробництва та ціни на нафту. У результаті аналізу було зроблено висновок, що ринковий індекс Загребської фондової біржі є загальним статистично значущим фактором для всіх 14 вибраних хорватських компаній, інфляція та процентна ставка також статистично значущі для 6 і 7 компаній відповідно, інші фактори вважаються статистично незначимими [132].

Шарма (2011) емпірично оцінив взаємозв'язок між курсами акцій та показниками ефективності компанії, такими як: прибуток на акцію, балансова вартість на акцію, відношення прибутку до ціни акції, дивіденди на акцію,

частота виплати дивідендів, дивідендна прибутковість, розмір та чиста вартість компанії за період з 1993/94 по 2008/09 рр. У результаті дослідження було виявлено, що прибуток на акцію, балансова вартість на акцію та дивіденди на акцію мають значний вплив на рух курсу акцій [197].

Гілл, Бігер і Матур (2012) також використовували множинну регресію для аналізу взаємозв'язку між курсами акцій американських фірм і вибраними пояснювальними змінними: балансовою вартістю на акцію, прибутком на акцію, коефіцієнтом покриття дивідендів, дивідендом на акцію, коефіцієнтом виплати дивідендів, відношенням ціни на акцію до прибутку, сумісництво генерального директора, міжнародність і галузь фірми. Вони встановили, що прибуток на акцію, співвідношення ціни і прибутку, балансова вартість на акцію, дивіденди на акцію, міжнародність фірми та подвійність генерального директора мають вплив на ціни акцій американських компаній [161].

Авдалович і Міленкович (2017) провели дослідження з даними за 2010-2014 рр., використовуючи модель множинної регресії з ціною акцій як залежною змінною та вибраними незалежними змінними, такими як: загальні активи компанії, рентабельність капіталу, рентабельність активів, прибуток на акцію, балансова вартість, кредитне плече, співвідношення ціни акції до прибутку і ціни акції до балансової вартості компанії. Вони прийшли до висновку, що в розглянутій моделі вартість активів, їх рентабельність, прибуток на акцію, балансова вартість, співвідношення ціни до балансової вартості та кредитне плече вважаються статистично значущими предикторами руху цін на акції [128].

Беручи до уваги існуючі дослідження та враховуючи особливості аграрної галузі економіки, ми припускаємо, що пояснити та прогнозувати рух цін на акції досліджуваних агропромислових компаній можливо з використанням множинної регресії та наступними незалежними змінними:

- Прибуток на 1 акцію (Earnings per share);
- Курс гривні по відношенню до долара США (Exchange rate);
- ВВП країни у фактичних цінах (Gross domestic product).

Базуючись на існуючих дослідженнях, систематизуємо очікуваний напрямок кореляції ціни акцій та входних факторів у табл. 3.19.

Згідно з попередніми дослідженнями, вибрані детермінанти, такі як балансова вартість на акцію та прибуток на акцію, повинні мати позитивний вплив на ціни акцій, курс обміну в цілому повинен мати негативний вплив, однак в одному з досліджень спостерігався незначний позитивний вплив. Додатково обрана нами детермінанта - ціна на основну продукцію компанії, теоретично, повинна мати позитивний вплив на ціни акцій, що пов'язано з очікуванням збільшення майбутніх доходів.

Таблиця 3.19

### Очікуваний напрямок кореляції кожної детермінанти

Детермінанта	Автор	Країна або ринок	Очікуваний напрямок впливу на ціну акцій
Прибуток на 1 акцію (Earnings per share)	Шарма (2011)	Індія	+
	Гілл, Бігер і Матур (2012)	США	+
	Авдалович і Міленкович (2017)	Сербія	+
	Йі та Такер (2018)	Малайзія	+
Курс гривні по відношенню до долара США (Exchange rate)	Білсон, Брейлсфорд і Хупер (2000)	Ринки, що розвиваються	-
	Гош та ін. (2010)	Індія	-
	Йі та Такер (2018)	Малайзія	+
ВВП (Gross domestic product)	---	---	+

Джерело: систематизовано автором.

Розглянемо еволюцію цін, кореляцію між обраними детермінантами та цінами акцій, ступінь пояснення для кожної з компаній вибірки незалежними змінними рухів цін на акцій з допомогою багатфакторної регресійної моделі наступного виду:

$$WASP = \alpha_1 + \beta_2 EPS + \beta_3 ER + \beta_4 GDP + u_i.$$

Визначення вибраних змінних і джерел даних, з яких вони були зібрані, наведені в табл. 3.20.

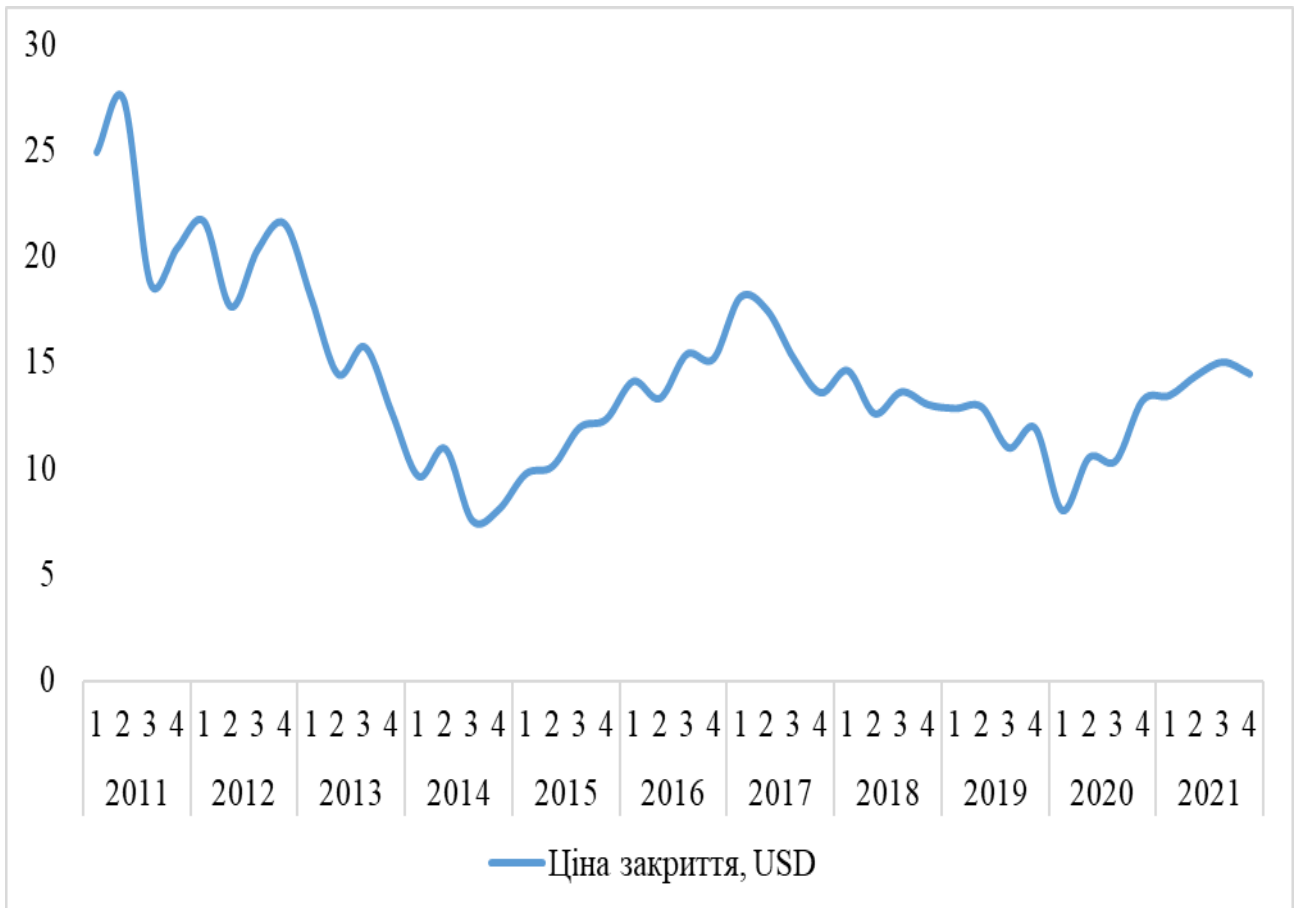


### Деталі змінних багатofакторної регресійної моделі

Змінна	Абревіатура змінної	Визначення	Джерела даних
<i>Базові змінні</i>			
Ціна акції	SP	Щоденні ціни акцій впродовж кварталу після звітнього періоду номіновані в дол. США	Warsaw Stock Exchange - <a href="http://gpw.pl">gpw.pl</a> Yahoo! Finance – <a href="http://finance.yahoo.com">finance.yahoo.com</a>
Об'єм	VOL	Щоденні об'єми угод з акціями впродовж кварталу після звітнього періоду номіновані в дол. США	Yahoo! Finance – <a href="http://finance.yahoo.com">finance.yahoo.com</a>
Чистий прибуток	NP	Чистий прибуток за період (квартал)	from official websites:
Середня кількість акцій за період	ASO	Середня кількість акцій компанії за звітний період	<a href="http://astartaholding.com">astartaholding.com</a> <a href="http://kernel.ua">kernel.ua</a> <a href="http://mhp.com.ua">mhp.com.ua</a>
Обмінний курс	ER	Часові серії обмінного курсу USD/UAH	Yahoo! Finance – <a href="http://finance.yahoo.com">finance.yahoo.com</a>
ВВП	GDP	Часові серії ВВП у фактичних цінах за квартал номіновані в дол. США	State Service of Statistics: <a href="http://ukrstat.gov.ua">ukrstat.gov.ua</a>
<i>Похідні змінні</i>			
Середньоденна ціна акції	DASP	Часові серії, що репрезентують середньоденну ціну акцій	$\frac{SP_{open} + SP_{close}}{2}$
Середньозважена ціна акції	WASP	Часові серії, що репрезентують середню ціну акцій зважену на їх торговий об'єм	$\frac{\sum DASP * VOL}{\sum VOL}$
Прибуток за останні 12 місяців на 1 акцію	EPS (TTM)	Часові серії, що репрезентують чистий прибуток компанії за останні 4 квартали в перерахунку на 1 акцію	$\frac{NP \text{ (last 4 quarters)}}{ASO}$

Джерело: систематизовано автором.

Компанія Кернел провела IPO і почала лістинг акцій на Варшавській фондовій біржі в 2007 р., станом на кінець 2021 р. ринкова капіталізація компанії ~ 1 170 млн дол. США. На рис. 3.3 відображено зведені дані про рух курсів акцій Kernel по кварталах протягом 2011-2021 pp.



*Рис. 3.3. Динаміка змін курсу акцій компанії Kernel за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі даних <https://www.investing.com>.

На рис. 3.3 бачимо, що ціна акцій компанії Kernel була на піку на початку 2011 р. та перебувала на рівні 27,47 дол. США за 1 акцію станом на кінець 2 кварталу 2011 р., починаючи з середини 2011 р. по кінець 2012 р. ціна акцій перебувала в горизонтальному тренді з почерговими висхідними та низхідними коливаннями. У 2013 та 2014 рр. ціна на акцій знижувалась під впливом нестабільної економічної та політичної ситуації в країні, яка призвела до девальвації національної валюти. Протягом 2015-2017 рр. відбувалось зростання ціни з ~ 8 дол. США за 1 акцію до ~ 18 дол. США за 1 акцію. Після цього відбувався черговий спад, який досяг нижньої межі наприкінці 2019 р., станом на кінець 2021 р. ціна акції компанії Kernel перебувала на рівні ~ 14,5 дол. США.

Проведемо кореляційний аналіз між обраними детермінантами та ціною акцій компанії Kernel у табл. 3.21.

Таблиця 3.21

**Кореляційний аналіз по компанії Kernel**

	Середньозважена ціна акції (WASP)
<b>ВВП за квартал (GDP)</b>	0,20
<b>Прибуток на 1 акцію за останні 12 місяців (TTM EPS)</b>	0,33
<b>Обмінний курс дол. США/грн (ER)</b>	-0,47

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Кореляційний аналіз для компанії Kernel показав позитивний зв'язок між курсами акцій і такими детермінантами, як прибуток на акцію та ВВП за квартал у дол. США, також існує негативний вплив обмінного курсу на ціни акцій.

Наведемо результат аналізу ціни акцій з допомогою багатofакторної регресійної моделі в табл. 3.22.

Таблиця 3.22

**Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії Kernel**

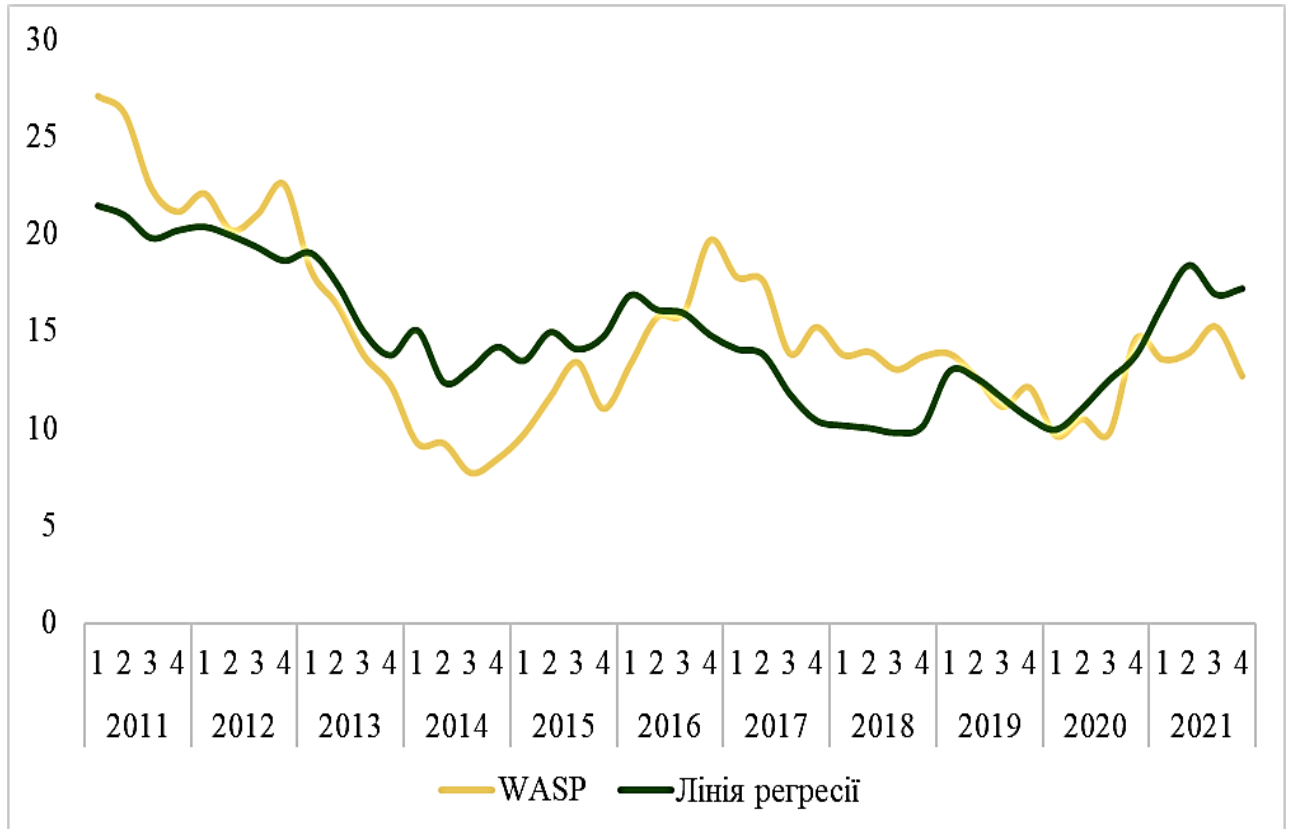
	Intercept	GDP, bln USD	TTM EPS, USD	ER, USD/UAH
<b>Coefficients</b>	24,41	-0,14	1,93	-0,42
<b>Standard Error</b>	2,76	0,06	0,38	0,07
<b>t stat</b>	8,83	-2,34	5,05	-5,92
<b>P-value</b>	0,00	0,02	0,00	0,00
<b>R Square</b>	0,53			
<b>Dependent Variable</b>	Weighted Average Stock Price of the quarter after reporting period			

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії Kernel має значення 0,53 R<sup>2</sup>, яке вказує на те, що 53% коливань цін на акції можна пояснити визначеними незалежними змінними. Усі детермінанти: ВВП у фактичних цінах за квартал номінований в дол. США, прибуток за останні 12 місяців на 1 акцію, обмінний курс є статистично значущими з P-значенням <0,05. Перетин регресії вказує, що з визначеними незалежними змінними, що дорівнює 0, ціна акцій матиме значення 24,41 дол. США. Коефіцієнти незалежних змінних вказують на зміну середньозваженої ціни акцій наступного місяця після звітного періоду при збільшенні змінної на 1 од. Відповідно до моделі збільшення прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію на 1 дол. США спричиняє зростання біржової ціни на 1,93

дол. США відповідно, збільшення ВВП на 1 млрд. дол. США або обмінного курсу на 1 дол. США/грн викликає зниження курсу акцій на 0,14 дол. США та 0,42 дол. США відповідно.

На рис. 3.4 відображено комбінований графік – результати регресійної моделі компанії Kernel та фактичної залежної змінної.



*Рис. 3.4 Динаміка змін курсу акцій компанії Kernel та лінія регресії за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків.

Як бачимо, у випадку з моделлю по компанії Kernel, лінія регресії пояснює 53% коливань курсу акцій, проте візуально можна помітити, що лінія регресії фактично відображає майбутню зміну тренду.

Компанія МХП провела IPO і почала лістинг глобальних депозитарних розписок на Лондонській фондовій біржі в 2008 році, станом на кінець 2021 року ринкова капіталізація компанії ~ 730 млн доларів США. На рис. 3.5 наведено графік руху цін на акції МХП по кварталах протягом 2011-2021 років.

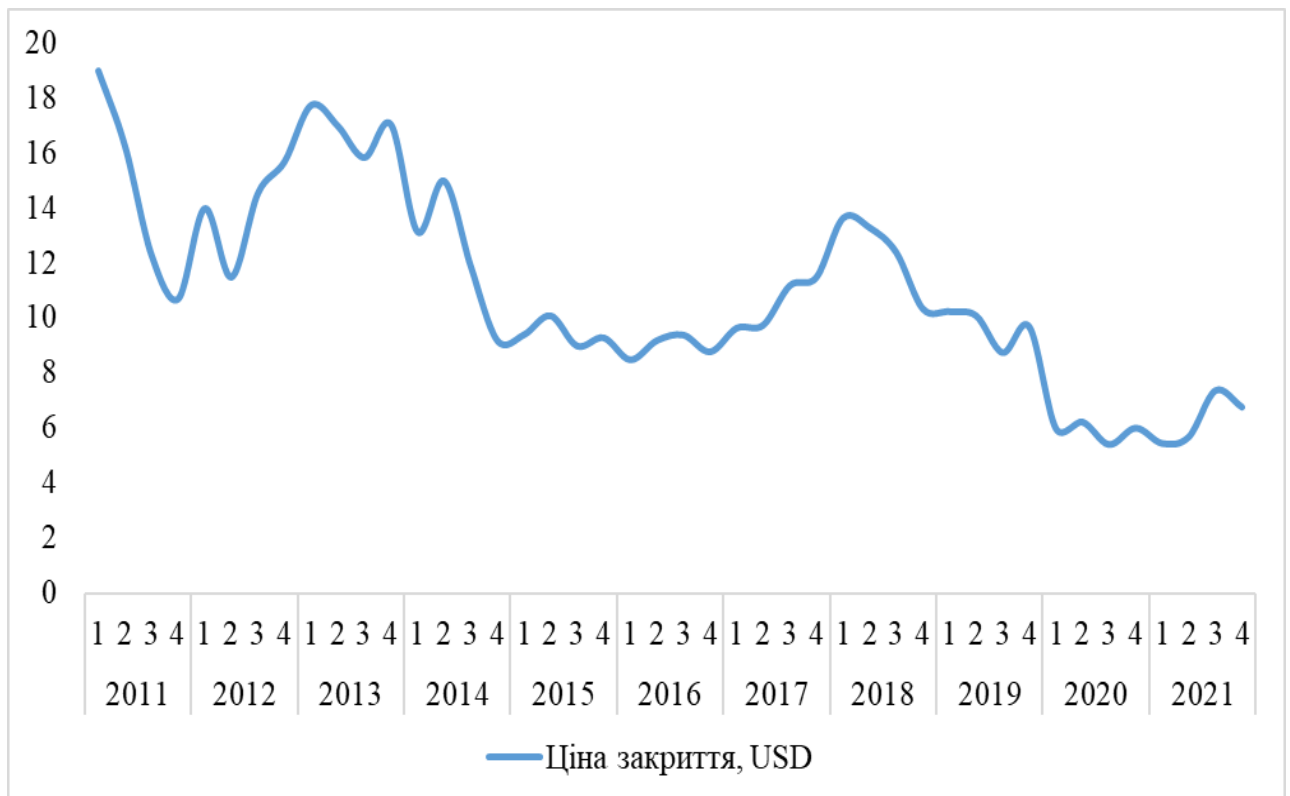


Рис. 3.5. Динаміка змін курсу акцій компанії МНР за 2011-2021 рр.

Джерело: візуалізовано автором на основі даних <https://www.investing.com/>

На рис. 3.5 бачимо, що ціна акцій компанії МНР була на піку на початку 2011 р. та перебувала на рівні 19,00 дол. США за 1 акцію станом на кінець I кварталу 2011 р., протягом 2012 р. по кінець 2013 р. спостерігався певний висхідний тренд, який змінився зниженням курсу акцій з середини до кінця 2014 р. У 2015, 2016 та першій половині 2017 рр. ціна на акцій знаходилась приблизно на одному рівні і почала зростати з другої половини 2017 р. до середини 2018 р., після чого почався знову нисхідний тренд. Станом на кінець 2021 р. ціна акції компанії МНР перебувала на рівні ~ 7,5 дол. США.

Проведемо кореляційний аналіз між обраними детермінантами та ціною акцій компанії МНР у табл. 3.23.

Таблиця 3.23

### Кореляційний аналіз по компанії МНР

	Середньозважена ціна акції (WASP)
ВВП за квартал (GDP)	0,06

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

<b>Прибуток на 1 акцію за останні 12 місяців (TTM EPS)</b>	0,34
<b>Обмінний курс дол. США/грн (ER)</b>	-0,74

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Кореляційний аналіз для компанії МНР показав позитивний зв'язок між курсами акцій і такими детермінантами, як прибуток на акцію та ВВП за квартал у дол. США, також існує негативний вплив обмінного курсу на ціни акцій.

Наведемо результат багатofакторної регресійної моделі в табл. 3.24.

Таблиця 3.24

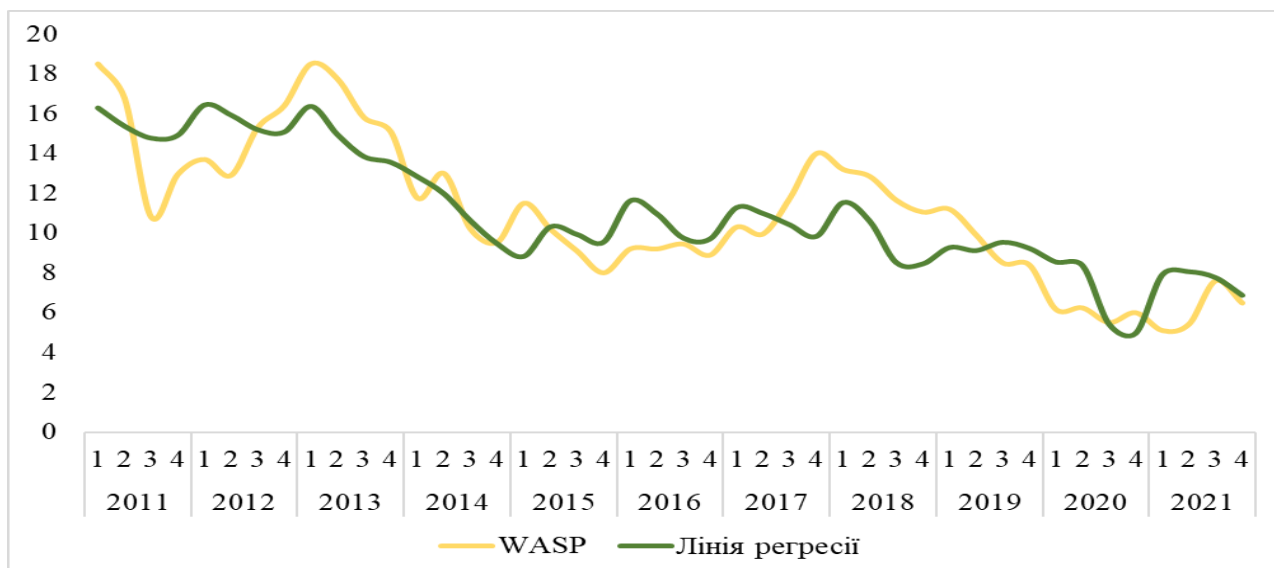
### Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії МНР

	<b>Intercept</b>	<b>GDP, bln USD</b>	<b>TTM EPS, USD</b>	<b>ER, USD/UAH</b>
<b>Coefficients</b>	22,24	-0,14	0,85	-0,34
<b>Standard Error</b>	1,63	0,04	0,20	0,04
<b>t stat</b>	13,63	-3,96	4,35	-8,82
<b>P-value</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>R Square</b>	0,71			
<b>Dependent Variable</b>	Weighted Average Stock Price of the quarter after reporting period			

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії МНР має значення 0,71 R<sup>2</sup>, яке вказує на те, що 71% коливань цін на акції можна пояснити визначеними незалежними змінними. Усі незалежні змінні є статистично значущими з Р-значенням <0,05. Перетин регресії вказує, що з визначеними незалежними змінними, що дорівнює 0, ціна акції матиме значення 22,24 доларів США. Коефіцієнти незалежних змінних вказують на зміну середньозваженої ціни акцій наступного кварталу після звітного періоду при збільшенні змінної на 1 од. Відповідно до моделі збільшення прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію на 1 дол. США спричиняє зростання курсу акцій на 0,85 дол. США, збільшення ВВП країни на 1 млрд дол. США або обмінного курсу на 1 дол./грн. спричиняє зниження ціни акцій на 0,14 дол. США та 0,34 дол. США відповідно.

На рис. 3.6 відображено комбінований графік – результати регресійної моделі компанії МНР та фактичної залежної змінної.

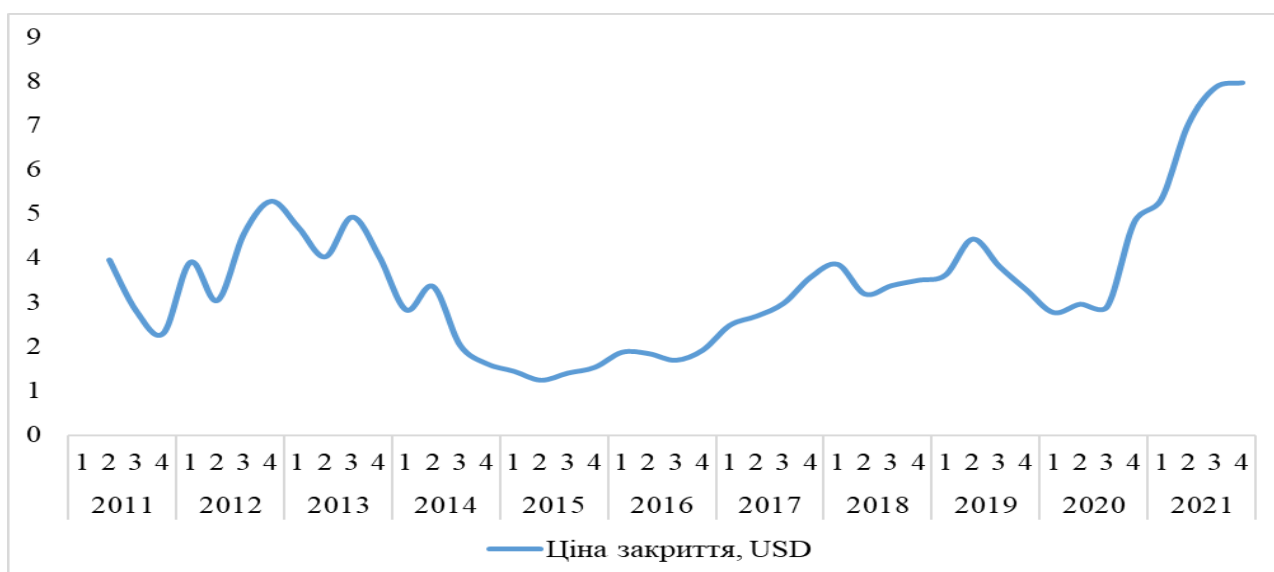


*Рис. 3.6. Динаміка змін курсу акцій компанії МНР та лінія регресії за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків

Як бачимо, у випадку з моделлю по компанії МНР, лінія регресії пояснює 71% коливань курсу акцій, також помітно співпадіння загальних трендів.

Компанія ІМС провела IPO і почала лістинг акцій на Варшавській фондовій біржі в 2011 р., станом на кінець 2021 р. ринкова капіталізація компанії ~265 млн дол. США. На рис. 3.7 показані зведені дані про рух курсів акцій ІМС по кварталах протягом 2011-2021 рр.



*Рис. 3.7. Динаміка змін курсу акцій компанії ІМС за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі даних <https://www.investing.com/>

На рис. 3.7 бачимо, що ціна акцій компанії ІМС почала динамічно зростати починаючи з середини 2020 р., до того маючи загальний для всіх компаній нисхідний тренд к 2013-2015 рр., що був пов'язаний з девальвацією та економічною нестабільністю. Станом на кінець 2021 р. ціна акції компанії ІМС перебувала на рівні ~ 8,0 дол. США.

Проведемо кореляційний аналіз між обраними детермінантами та ціною акцій компанії ІМС у табл. 3.25.

Таблиця 3.25

### Кореляційний аналіз по компанії ІМС

	Середньозважена ціна акції (WASP)
<b>ВВП за квартал (GDP)</b>	0,74
<b>Прибуток на 1 акцію за останні 12 місяців (TTM EPS)</b>	0,79
<b>Обмінний курс дол. США/грн (ER)</b>	0,04

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Кореляційний аналіз для компанії ІМС показав позитивний зв'язок між курсами акцій і такими детермінантами, як прибуток на акцію та ВВП за квартал у дол. США, а також обмінним курсом.

Наведемо результат аналізу ціни акцій з допомогою багатofакторної регресійної моделі в табл. 3.26.

Таблиця 3.26

### Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії ІМС

	Intercept	GDP, bln USD	TTM EPS, USD	ER, USD/UAH
<b>Coefficients</b>	0,08	0,07	1,01	0,02
<b>Standard Error</b>	0,80	0,02	0,23	0,02
<b>t stat</b>	0,11	4,15	4,42	0,83
<b>P-value</b>	0,92	0,00	0,00	0,41
<b>R Square</b>	0,75			
<b>Dependent Variable</b>	Weighted Average Stock Price of the quarter after reporting period			

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

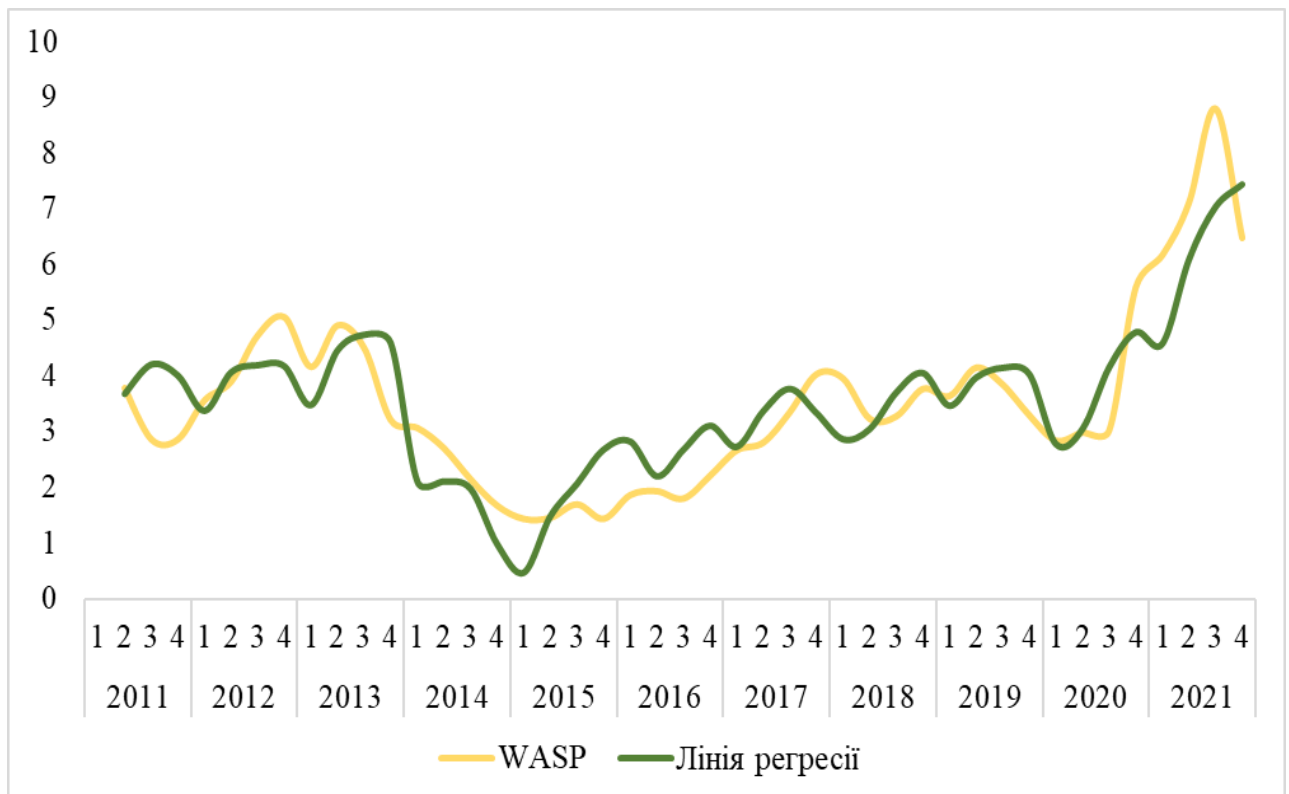
Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії ІМС має значення 0,75 R<sup>2</sup>, яке вказує на те, що 75% коливань цін на акції можна пояснити визначеними незалежними змінними. 2 з 3 незалежних змінних є



статистично значущими з Р-значенням  $<0,05$ , курс валют у випадку з компанією ІМС не є статистично значущим, відповідно до результатів моделі. Перетин регресії вказує, що з визначеними незалежними змінними, що дорівнює 0, ціна акції матиме значення 0,08 доларів США. Коефіцієнти незалежних змінних вказують на зміну середньозваженої ціни акцій наступного кварталу після звітного періоду при збільшенні змінної на 1 од. Відповідно до моделі збільшення прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію на 1 дол. США спричиняє зростання курсу акцій на 1,01 дол. США, збільшення ВВП країни на 1 млрд дол. США або обмінного курсу на 1 дол./грн. спричиняє зростання ціни акцій на 0,07 дол. США та 0,02 дол. США відповідно.

На рис. 3.8 відображено комбінований графік – результати регресійної моделі компанії ІМС та фактичної залежної змінної.

Як бачимо, у випадку з моделлю по компанії ІМС, лінія регресії пояснює 75% коливань курсу акцій, також помітно співпадіння загальних трендів.



*Рис. 3.8. Динаміка змін курсу акцій компанії ІМС та лінія регресії за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків

Компанія Astarta провела IPO і почала лістинг акцій на Варшавській фондовій біржі в 2006 році, станом на кінець 2021 р. ринкова капіталізація компанії ~ 255 млн дол. США. На рис. 3.9 наведено динаміку руху цін на акції компанії Astarta по кварталах за 2011-2021 рр.



Рис. 3.9. Динаміка змін курсу акцій компанії Astarta за 2011-2021 рр.

Джерело: візуалізовано автором на основі даних <https://www.investing.com/>

Протягом 2011-2021 рр. ціни на акції компанії Astarta мали кілька серйозних змін і загалом нерівномірну еволюцію. Найвища ціна за цей період спостерігалася у 2 кварталі 2011 року – 31,72 дол. США, що було здебільшого забезпечено сприятливими цінами на товари та стабільним курсом гривні, а також хорошою прибутковістю. Українська гривня девальвувала з 8,24 дол. США/грн. у 4 кварталі 2013 року до 15,82 дол. США/грн. у 4 кварталі 2014 року та продовжила знижуватися у 2015 році, завершивши 4 квартал 2015 року на рівні 24,03 дол. США/грн., тобто основний вплив тенденції до зниження курсу акцій у 2014-2015 рр.

Проведемо кореляційний аналіз між обраними детермінантами та ціною акцій компанії Astarta у табл. 3.27.

Таблиця 3.27

### Кореляційний аналіз по компанії Astarta

	Середньозважена ціна акції (WASP)
<b>ВВП за квартал (GDP)</b>	0,17
<b>Прибуток на 1 акцію за останні 12 місяців (TTM EPS)</b>	0,66
<b>Обмінний курс дол. США/грн (ER)</b>	-0,67

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Кореляційний аналіз для компанії Astarta показав позитивний зв'язок між курсами акцій і такими детермінантами, як прибуток на акцію та ВВП за квартал у дол. США, також існує негативний вплив обмінного курсу на ціни акцій.

Наведемо результат аналізу ціни акцій з допомогою багатofакторної регресійної моделі в табл. 3.28.

Таблиця 3.28

### Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії Astarta

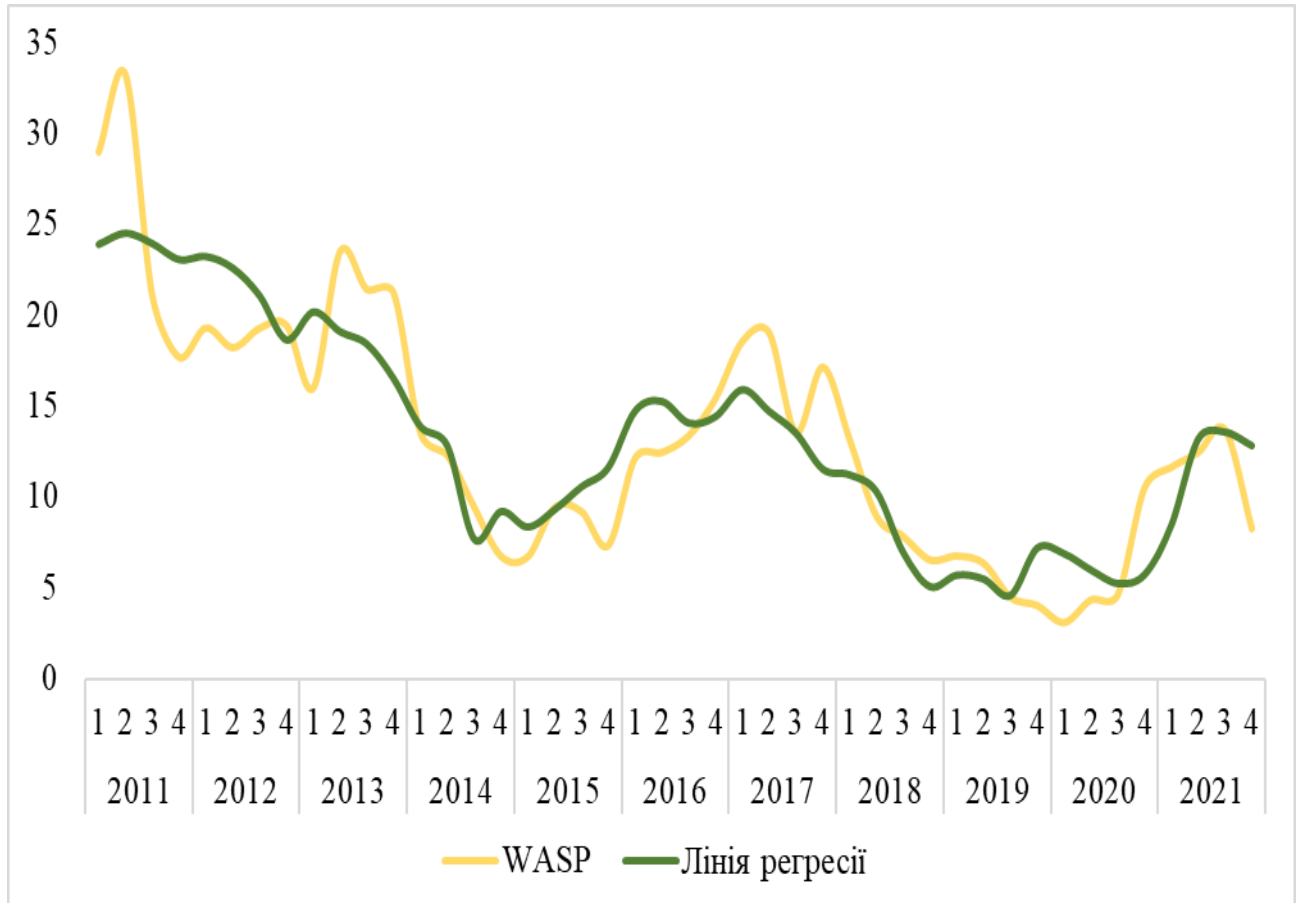
	Intercept	GDP, bln USD	TTM EPS, USD	ER, USD/UAH
<b>Coefficients</b>	25,41	-0,14	1,60	-0,50
<b>Standard Error</b>	2,53	0,05	0,21	0,06
<b>t stat</b>	10,03	-2,58	7,73	-7,86
<b>P-value</b>	0,00	0,01	0,00	0,00
<b>R Square</b>	0,78			
<b>Dependent Variable</b>	Weighted Average Stock Price of the quarter after reporting period			

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Результат багатofакторної регресійної моделі для компанії Astarta має значення 0,78 R<sup>2</sup>, яке вказує на те, що 78% коливань цін на акції можна пояснити визначеними незалежними змінними. Усі незалежні змінні є статистично значущими з P-значенням <0,05. Перетин регресії вказує, що з визначеними незалежними змінними, що дорівнює 0, ціна акції матиме значення 25,41 доларів США. Коефіцієнти незалежних змінних вказують на зміну середньозваженої ціни акцій наступного кварталу після звітного періоду при збільшенні змінної на 1 од. Відповідно до моделі збільшення прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію

на 1 дол. США спричиняє зростання курсу акцій на 1,60 дол. США, збільшення ВВП країни на 1 млрд дол. США або обмінного курсу на 1 дол./грн. спричиняє зниження ціни акцій на 0,14 дол. США та 0,50 дол. США відповідно.

На рис. 3.10 відображено комбінований графік – результати регресійної моделі компанії Astarta та фактичної залежної змінної.



*Рис. 3.10. Динаміка змін курсу акцій компанії Astarta та лінія регресії за 2011-2021 рр.*

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків

Як бачимо, у випадку з моделлю по компанії Astarta, лінія регресії пояснює 78% коливань курсу акцій, також помітно співпадіння загальних трендів.

Компанія Ovostar Union провела IPO і почала лістинг акцій на Варшавській фондовій біржі в 2011 р., станом на кінець 2021 р. ринкова капіталізація компанії ~100 млн дол. США. На рис. 3.11 показані зведені дані про рух курсів акцій Ovostar Union по кварталах протягом 2011-2021 рр.

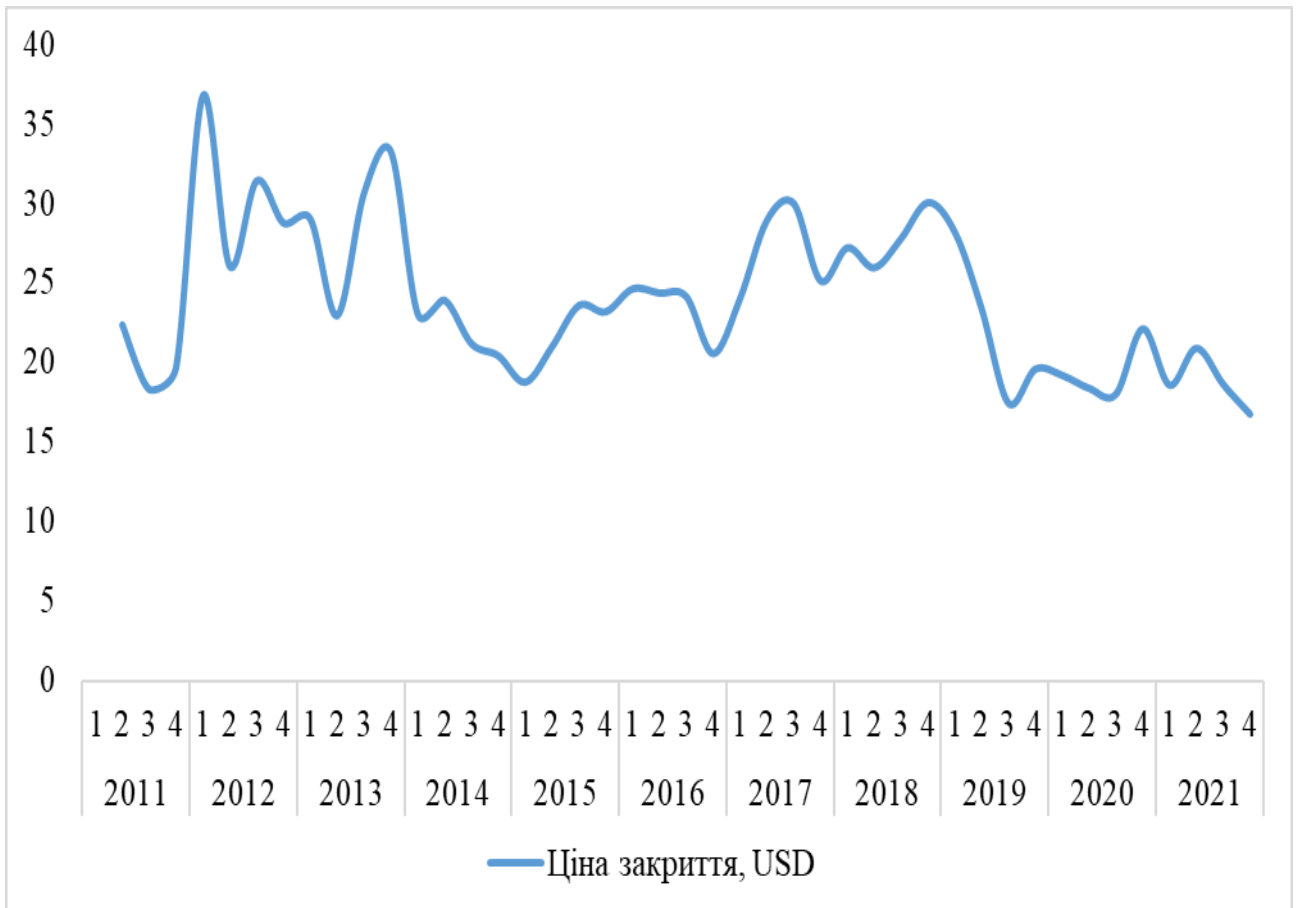


Рис. 3.11. Динаміка змін курсу акцій компанії Ovostar Union за 2011-2021 рр.

Джерело: візуалізовано автором на основі даних <https://www.investing.com/>

Протягом 2011-2021 рр. ціни на акції компанії Ovostar Union загалом мали нерівномірно еволюцію без яскраво виражених трендів. Станом на кінець 2021 р. ціна 1 акції компанії Ovostar Union становила ~ 16,8 дол. США.

Проведемо кореляційний аналіз між обраними детермінантами та ціною акцій компанії Ovostar Union у табл. 3.29.

Таблиця 3.29

### Кореляційний аналіз по компанії Ovostar Union

	Середньозважена ціна акції (WASP)
<b>ВВП за квартал (GDP)</b>	-0,05
<b>Прибуток на 1 акцію за останні 12 місяців (TTM EPS)</b>	0,60
<b>Обмінний курс дол. США/грн (ER)</b>	-0,32

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Кореляційний аналіз для компанії Ovostar Union показав позитивний зв'язок між курсами акцій і прибутком на акцію, також існує негативний вплив на ціни акцій від ВВП за квартал у дол. США та обмінного курсу.

Наведемо результат аналізу ціни акцій з допомогою багатофакторної регресійної моделі в табл. 3.30.

Таблиця 3.30

### Результат багатофакторної регресійної моделі для компанії Ovostar Union

	<b>Intercept</b>	<b>GDP, bln USD</b>	<b>TTM EPS, USD</b>	<b>ER, USD/UAH</b>
<b>Coefficients</b>	32,20	-0,16	0,86	-0,15
<b>Standard Error</b>	2,60	0,05	0,16	0,06
<b>t stat</b>	12,39	-2,95	5,50	-2,38
<b>P-value</b>	0,00	0,01	0,00	0,02
<b>R Square</b>	0,51			
<b>Dependent Variable</b>	Weighted Average Stock Price of the quarter after reporting period			

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel.

Результат багатофакторної регресійної моделі для компанії Ovostar Union має значення 0,51 R<sup>2</sup>, яке вказує на те, що 51% коливань цін на акції можна пояснити визначеними незалежними змінними. Усі незалежні змінні є статистично значущими з Р-значенням <0,05. Перетин регресії вказує, що з визначеними незалежними змінними, що дорівнює 0, ціна акції матиме значення 32,20 доларів США. Коефіцієнти незалежних змінних вказують на зміну середньозваженої ціни акцій наступного кварталу після звітного періоду при збільшенні змінної на 1 од. Відповідно до моделі збільшення прибутку за останні 12 місяців на 1 акцію на 1 дол. США спричиняє зростання курсу акцій на 0,86 дол. США, збільшення ВВП країни на 1 млрд дол. США або обмінного курсу на 1 дол./грн. спричиняє зниження ціни акцій на 0,16 дол. США та 0,15 дол. США відповідно.

На рис. 3.12 відображено комбінований графік – результати регресійної моделі компанії Ovostar Union та фактичної залежної змінної.

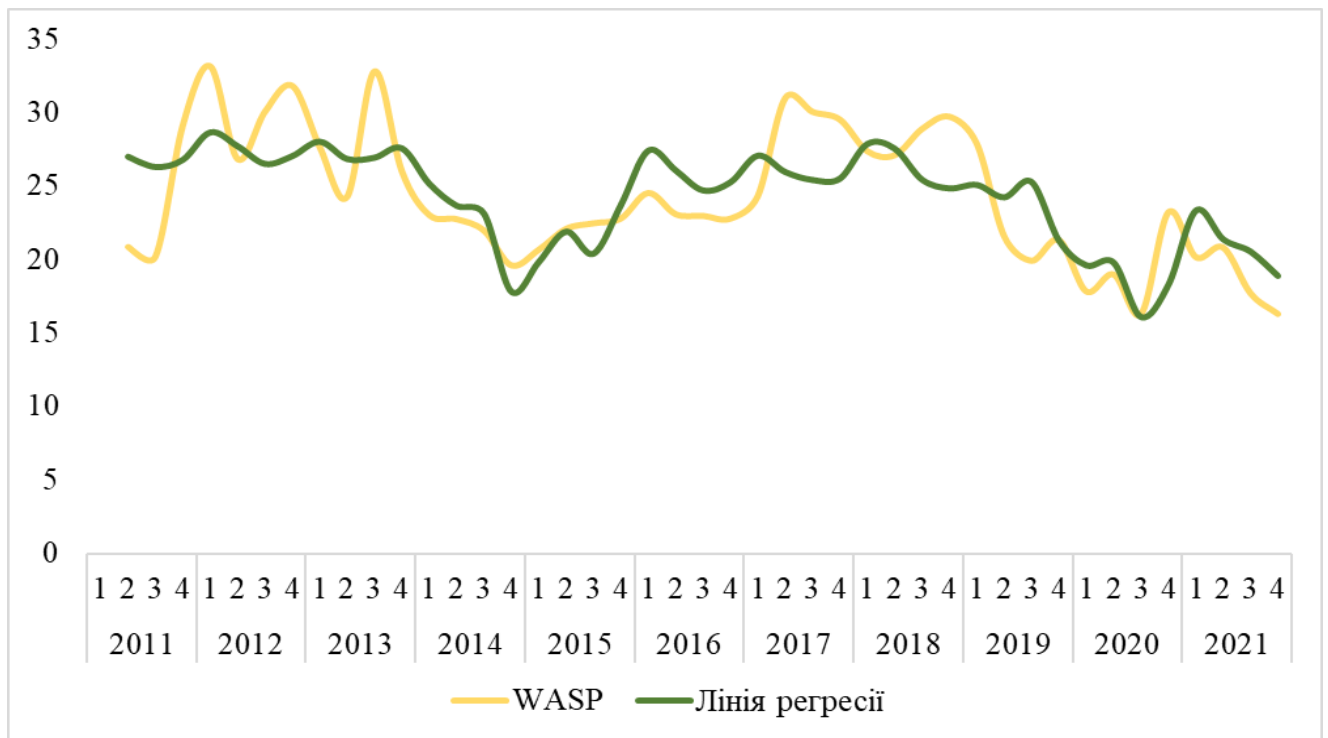


Рис. 3.12. Динаміка змін курсу акцій компанії Ovostar Union та лінія регресії за 2011-2021 рр.

Джерело: візуалізовано автором на основі власних розрахунків

Як бачимо, у випадку з моделлю по компанії Ovostar Union, лінія регресії пояснює 51% коливань курсу акцій, також помітно співпадіння загальних трендів.

Підсумуємо результати регресійних моделей і кореляційного аналізу в табл. 3.31. Статистичну значущість враховували на рівні P-value <0,05, напрямок кореляції вказує на напрямок зміни курсу акцій із збільшенням відповідної детермінанти.

Таблиця 3.31

### Зведення результатів кореляційного та регресійного аналізу

	Статистична значущість			Напрямок кореляції		
	GDP	TТМ EPS	ER	GDP	TТМ EPS	ER
<b>Kernel</b>	Так	Так	Так	+	+	-
<b>MHP</b>	Так	Так	Так	+	+	-
<b>IMC</b>	Так	Так	Ні	+	+	+
<b>Astarta</b>	Так	Так	Так	+	+	-
<b>Ovostar Union</b>	Так	Так	Так	-	+	-

Джерело: узагальнено автором.

Згідно з підсумком, прибутковість кожної компанії, відображена через індикатор прибутку на акцію за останні дванадцять місяців, суттєво впливає на рух цін на акції з позитивною кореляцією. Обмінний курс також суттєво впливає на ціни акцій 4 з 5 досліджуваних компаній, кореляція негативна. ВВП країни номінований в дол. США статистично значуща для усіх досліджуваних компаній, кореляція позитивна в 4 з 5 компаній.

Отже, проведений аналіз вивчає вплив вибраних детермінантів, таких як прибуток на акцію за останні дванадцять місяців, ціна товару, ВВП номінований в дол. США, обмінний курс на рух цін на акції 5 великих агропромислових компаній України. Значення  $R^2$  створених і досліджених моделей множинної регресії вказує на те, що на основі вибраних детермінант можна пояснити від 51% до 78% рухів цін на акції обраних компаній протягом 2011-2021 років.

Базуючись на результатах дослідження, можна зробити висновок, що прибуток на акцію та ВВП номінований у дол. США мають значний вплив на рух цін на акції усіх досліджуваних українських агропромислових компаній, тоді як курс валют акції значно впливає на ціни акцій для 4 з 5 вибраних фірм.

На основі моделей, створених у рамках дослідження, можна оцінити тенденцію руху цін на акції українських сільськогосподарських компаній у короткостроковій перспективі, однак від 22% до 49% рухів цін на акції залишаються нез'ясованими, що є підставою для подальших досліджень.

Розуміння впливу конкретних детермінант на зміну курсу акцій на основі історичних даних може допомогти в процесі прийняття управлінських рішень щодо розподілу ресурсів для досягнення необхідної фінансової ефективності та рівня капіталізації в короткостроковій перспективі.



### 3.3 Інноваційний розвиток та економічна додана вартість як складові управління капіталізацією агропромислових компаній

На сучасному етапі розвитку світової економіки та технологій, розвиток інновацій є одним з ключових рушійних механізмів стимулювання економічного розвитку, який виражається в зростанні валового внутрішнього продукту. На дослідження та розробки в 2021 р. сукупні видатки країн, які входять до організації економічного співробітництва та розвитку склали 1,6 трлн дол. США, в США та КНР – 710 млрд дол. США та 620 млрд дол. США відповідно [80].

Розвиток технологій впродовж історії можна умовно поділити на уклади. Систематизуємо їх та дамо коротку характеристику в табл. 3.32.

Таблиця 3.32

#### Характеристика технологічних укладів

Назва	Період	Ключові технології	Характеристика
1	2	3	4
Перший	1785 – 1835 рр.	Використання енергії води, парові двигуни, ткацький верстат, прядильна машина.	Основу економічних відносин становили ремісничі майстерні та невеликі підприємства з кількістю працівників до 100 осіб.
Другий	1830 – 1890 рр.	Залізничний транспорт	Розвиток залізничного транспорту, механізація виробництва. Основа економіки – парові двигуни. Поряд з малими підприємствами виникають великі з кількістю працюючих більше 1000 осіб, поширення акціонерної власності.
Третій	1880 – 1940 рр.	Електроенергія	Промислове виробництво базувалось на використанні електроенергії, використовувався сталевий прокат, відбулись нові відкриття в області хімії.
Четвертий	1930 – 1990 рр.	Розвиток автодорожньої інфраструктури, телефонних мереж, нові технології у нафтовидобуванні, конвеєр.	Основа укладу виражається в активному використанні електроенергетики, засобів зв'язку, новітніх синтетичних матеріалів. В зазначений період масово вироблялись автомобілі, літаки, товари довгострокового користування.

Закінчення табл. 3.32

1	2	3	4
П'ятий	1985 – т. ч.	Мікроелектроніка, інформаційні технології, біотехнології, космічні технології.	Значну роль відіграють автоматизовані виробництва, швидкими темпами розвивається сфера послуг. Природний газ широко використовується як відносно екологічний енергоносіє. Дрібні фірми об'єднуються в більші організації, використовують можливість швидкого обміну інформацією з використанням мережі інтернет.
Шостий	2000 – т. ч.	Сфера розуму, біокомп'ютери, роботи, штучний інтелект.	На початковому етапі біокомп'ютерні технології використовуються в створенні нових наукових напрямків: формування віртуальної моделі особистості, нові методи діагностування здоров'я, нові підходи до освіти з акцентом на творче мислення, а не запам'ятовування інформації, створення нових систем для управління економікою та суспільством.

Джерело: складено автором за [122].

Як бачимо з табл. 3.32, приблизно раз на 60 років, відбуваються значні технологічні прориви, які дозволяють кардинальним чином змінити підходи до виробництва, оптимізації енергоємності, екологічності та підходів до управління економічними процесами. Зміни технологічних укладів є закономірним процесом розвитку економіки.

На сучасному етапі, вітчизняна економіка перебуває в рамках четвертого та меншою мірою п'ятого технологічних укладів, що за умови відсутності наздоганяючих темпів впровадження усіх можливостей п'ятого технологічного укладу, а також вчасного переходу на технологічні можливості, соціально-економічні та управлінські підходи шостого технологічного укладу, з плином часу призведе до втрати конкурентоспроможності вітчизняної продукції на світових ринках. Звісно, з одного боку зміна технологічних укладів може спричинити позитивні наслідки до яких можна віднести зростання продуктивності виробництва, покращення якості життя, створення нових галузей економіки з робочими місцями в них, проте з іншого боку можливе скорочення робочих місць в традиційних галузях економіки, зростання нерівності доходів та розподілу суспільних благ.

Одним з основних рушіїв змін технологічних укладів є діяльність в сфері досліджень та розробок (R&D). Дослідження та розробки складаються з творчої та систематичної роботи з метою збільшення багажу знань, включаючи знання про людство, культуру та суспільство, а також з метою винайдення нових застосувань наявних знань [183]. Така активність має бути креативною, невизначеною наперед, систематичною, відтворюваною та новою.

З метою аналізу впливу інновацій на розвиток економіки, наведемо в табл. 3.33 динаміку показників глобального індексу інноваційного розвитку для України та 10 країн з найвищим середнім показником починаючи з 2011 р. по 2021 р.

Таблиця 3.33

**Динаміка показників глобального інноваційного розвитку України  
та 10 країн з найвищим середнім показником за 2011-2021 рр.**

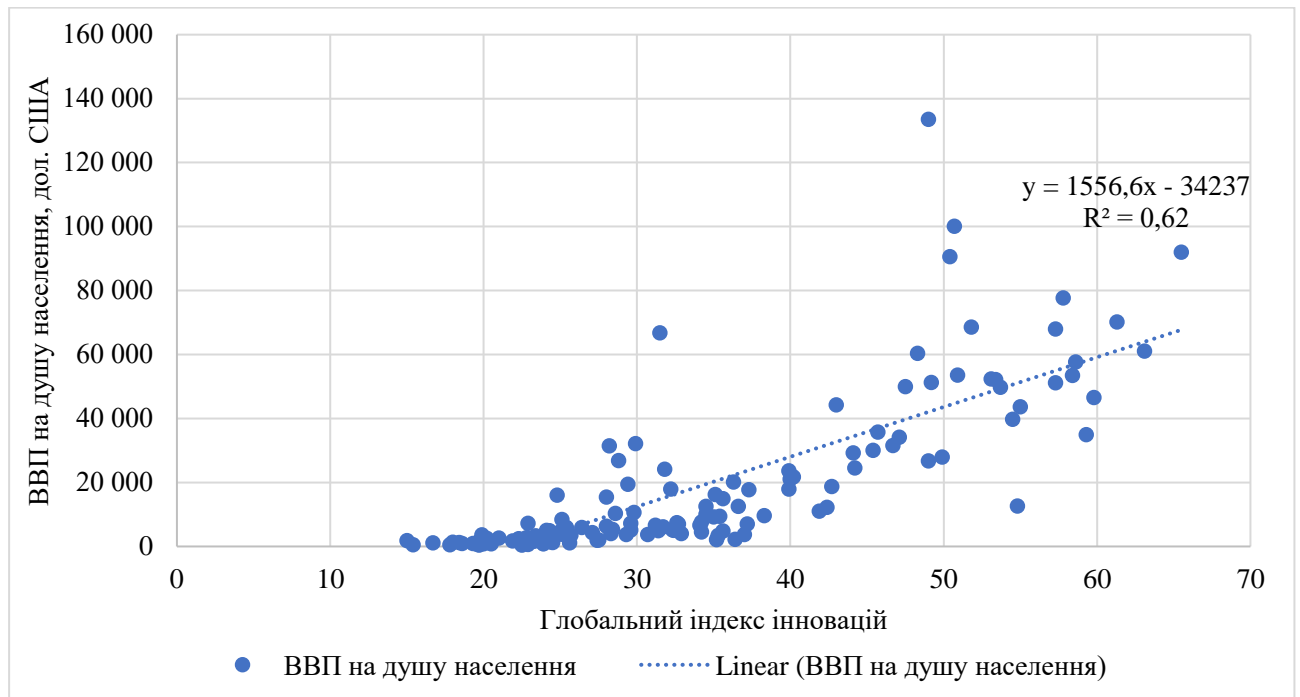
Країна	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Сер.
<b>Швейцарія</b>	63,82	68,20	66,59	64,78	68,30	66,28	67,69	68,40	67,24	66,08	65,50	<b>66,63</b>
<b>Швеція</b>	62,12	64,80	61,36	62,29	62,40	63,57	63,82	63,08	63,65	62,47	63,10	<b>62,97</b>
<b>Велика Британія</b>	55,96	61,20	61,25	62,37	62,42	61,93	60,89	60,13	61,30	59,78	59,80	<b>60,64</b>
<b>Нідерланди</b>	56,31	60,50	61,14	60,59	61,58	58,29	63,36	63,32	61,44	58,76	58,60	<b>60,35</b>
<b>США</b>	56,57	57,70	60,31	60,09	60,10	61,40	61,40	59,81	61,73	60,56	61,30	<b>60,09</b>
<b>Фінляндія</b>	57,50	61,80	59,51	60,67	59,97	59,90	58,49	59,63	59,83	57,02	58,40	<b>59,34</b>
<b>Сінгапур</b>	59,64	63,50	59,41	59,24	59,36	59,16	58,69	59,83	58,37	56,61	57,80	<b>59,24</b>
<b>Данія</b>	56,96	59,90	58,34	57,52	57,70	58,45	58,70	58,39	58,44	57,53	57,30	<b>58,11</b>
<b>Німеччина</b>	54,89	56,20	55,83	56,02	57,05	57,94	58,39	58,03	58,19	56,55	57,30	<b>56,94</b>
<b>Ірландія</b>	54,10	58,70	57,91	56,67	59,13	59,03	58,13	57,19	56,10	53,05	50,70	<b>56,43</b>
<b>Україна</b>	35,01	36,10	35,78	36,26	36,45	35,72	37,62	38,52	37,40	36,32	35,60	<b>36,43</b>

Джерело: складено автором за [140-150].

Як бачимо, згідно з даними глобального індексу інноваційного розвитку, Швейцарія є найбільш розвинутою країною в контексті інновацій з показником індексу в межах 63,82-68,40. В звіті за 2021 р. глобальний індекс інноваційного розвитку України склав 35,60, в загальному рейтингу цей показник відповідає 49 позиції з 132.

Загалом, перші 10 країн з найвищим показником глобального індексу інноваційного розвитку в звіті за 2021 класифікуються як країни з високим рівнем доходу, Україна в тому ж звіті посідає 3 місце в групі країн з нижчим середнім рівнем доходу [150].

Проведемо на рис. 3.13 та 3.14 дослідження зв'язку показника глобального індексу інновацій з показником ВВП на душу населення за 2021 р. без врахування показника частки рівня нафтової ренти в структурі ВВП країни та з її врахуванням відповідно, для цього використаємо дані з табл. И.1 (додаток И).



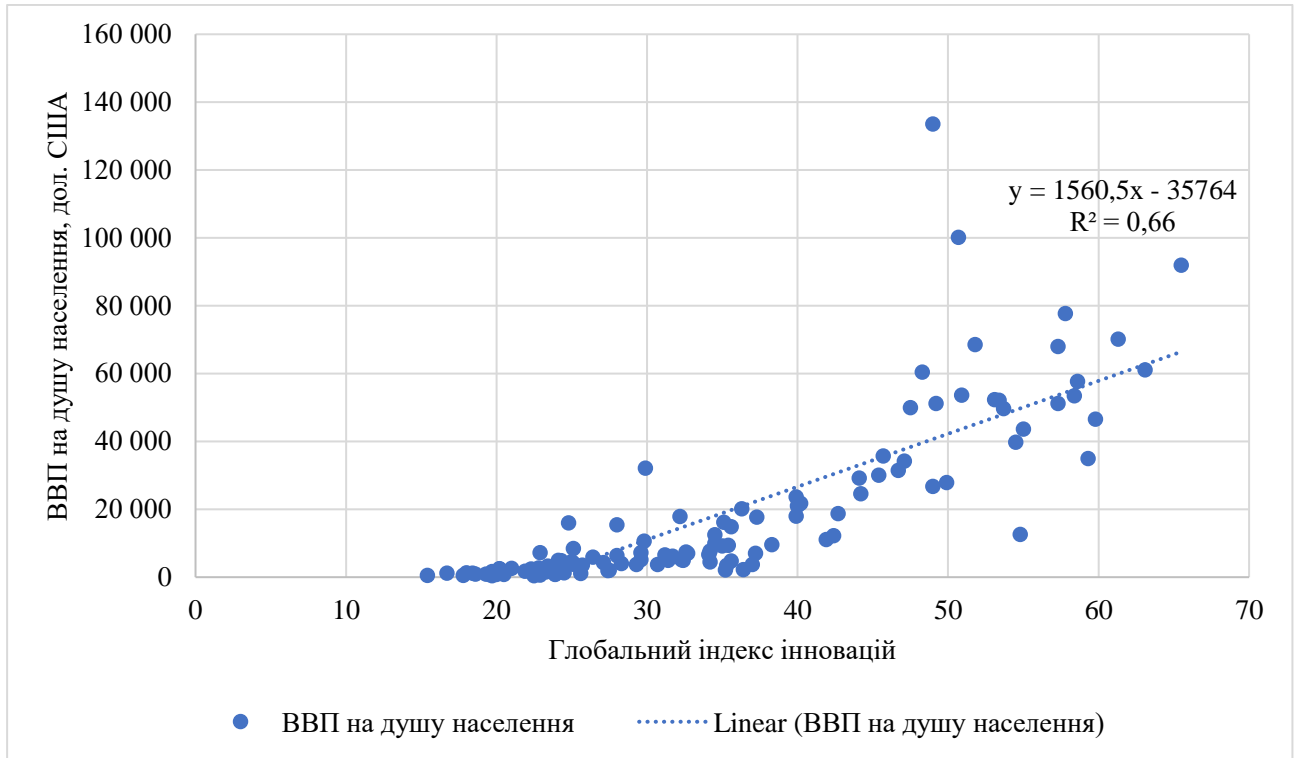
*Рис. 3.13. Взаємозв'язок між глобальним індексом інновацій та ВВП на душу населення за країнами світу в 2021 р.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними [150] та <https://data.worldbank.org/>

Як бачимо на рис. 3.13, існує певний лінійний взаємозв'язок між інноваційним розвитком економіки країн та добробутом їх населення, який виражається в показнику ВВП на душу населення.

В часи використання нафти, як одного з основних енергоносіїв, склалась ситуація, коли країни з відносно невисоким глобальним індексом інновацій мають доволі високі показники ВВП на душу населення. Для більш уникнення

фактору нафтової ренти, як головного драйвера показника ВВП на душу населення, наведемо взаємозв'язок між глобальним індексом інновацій та ВВП на душу населення для країн, рівень частки нафтової ренти в структурі ВВП яких не перевищує 10%.



*Рис. 3.14. Взаємозв'язок між глобальним індексом інновацій та ВВП на душу населення за країнами світу, частка нафтової ренти в структурі ВВП яких не перевищувала 10% в 2021 р.*

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними [150] та <https://data.worldbank.org/>

Помітно, що при виключенні фактору нафтової ренти, що є вищою за 10% в загальній структурі ВВП країни, показник інноваційності економіки відіграє дещо вищу роль для формування показника ВВП на душу населення. І у випадку з включенням всіх країн і у випадку з виключенням країн, в яких частка нафтової ренти перевищує 10% ВВП, показник глобального індексу інновацій є статистично значущим для пояснення показника ВВП на душу населення,  $R^2$  при цьому становить 0,62 та 0,66 відповідно. Тобто можна зробити висновок, що при відсутності джерела ресурсів у вигляді надходжень від продажу нафти,

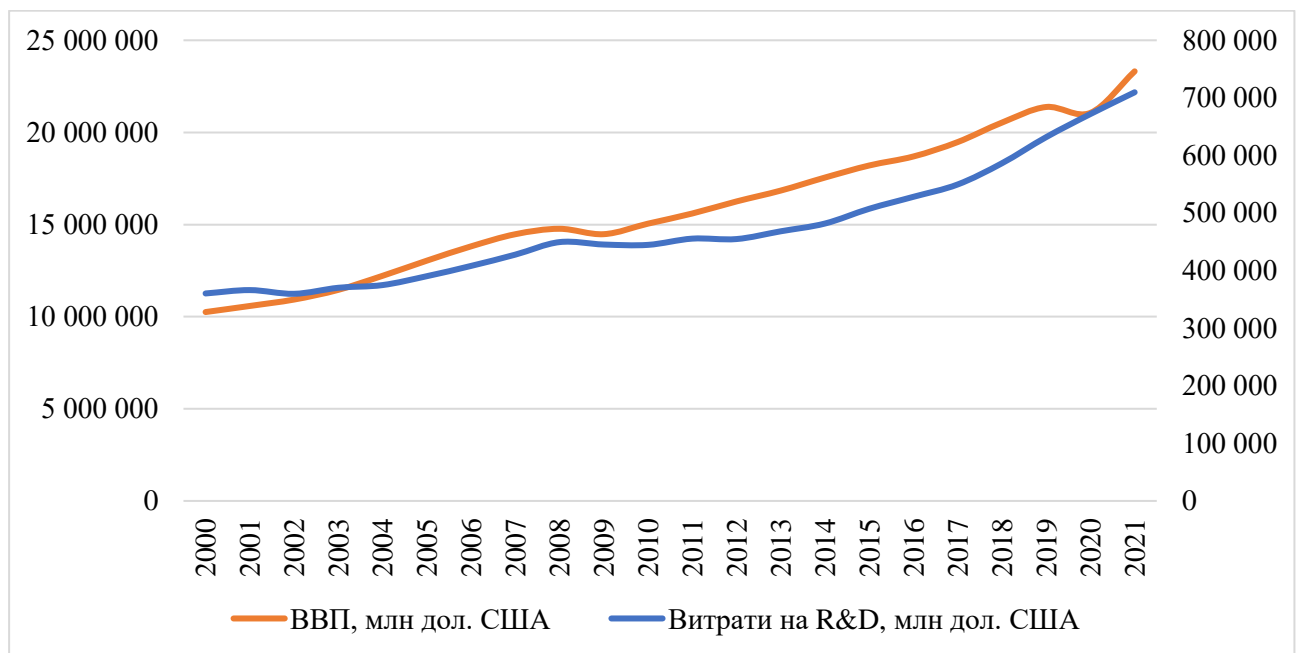
дослідженням та розробкам для забезпечення розвитку економіки має приділятися значна увага.

Найвищі видатки на дослідження і розробки в період 2000-2021 рр. були здійснені такими п'ятьма країнами:

- США: 10,4 трлн дол. США;
- КНР: 5,7 трлн дол. США;
- Японія: 3,5 трлн дол. США;
- Німеччина: 2,2 трлн дол. США;
- Республіка Корея: 1,3 трлн дол. США [80].

Дослідимо еволюцію видатків на дослідження та розробки у порівнянні з номінальним обсягом ВВП в поточних цінах по кожній вищезгаданій країні за 2000-2021 рр.

Наведемо на рис. 3.15 еволюцію видатків на R&D та обсягу ВВП у США.

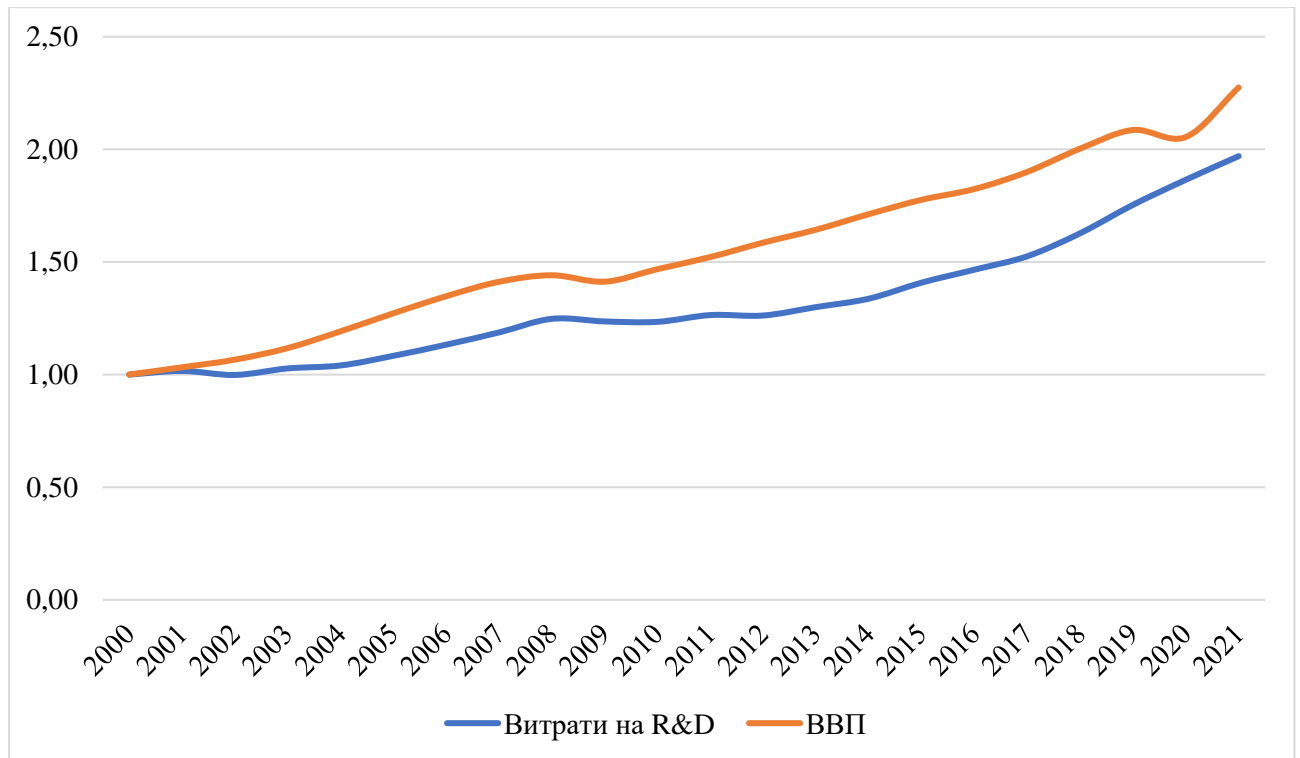


*Рис. 3.15. Динаміка змін обсягу ВВП та витрат на дослідження та розробки у США за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

На рис. 3.15 помітно відстаючий темп зростання витрат на R&D у США після 2000 р. у порівнянні з динамікою зростання ВВП, особливо це помітно після глобальної фінансової кризи 2008 р.

Наведемо також на рис. 3.16 графік кумулятивного зростання витрат на R&D та ВВП у США за 2000-2021 рр.



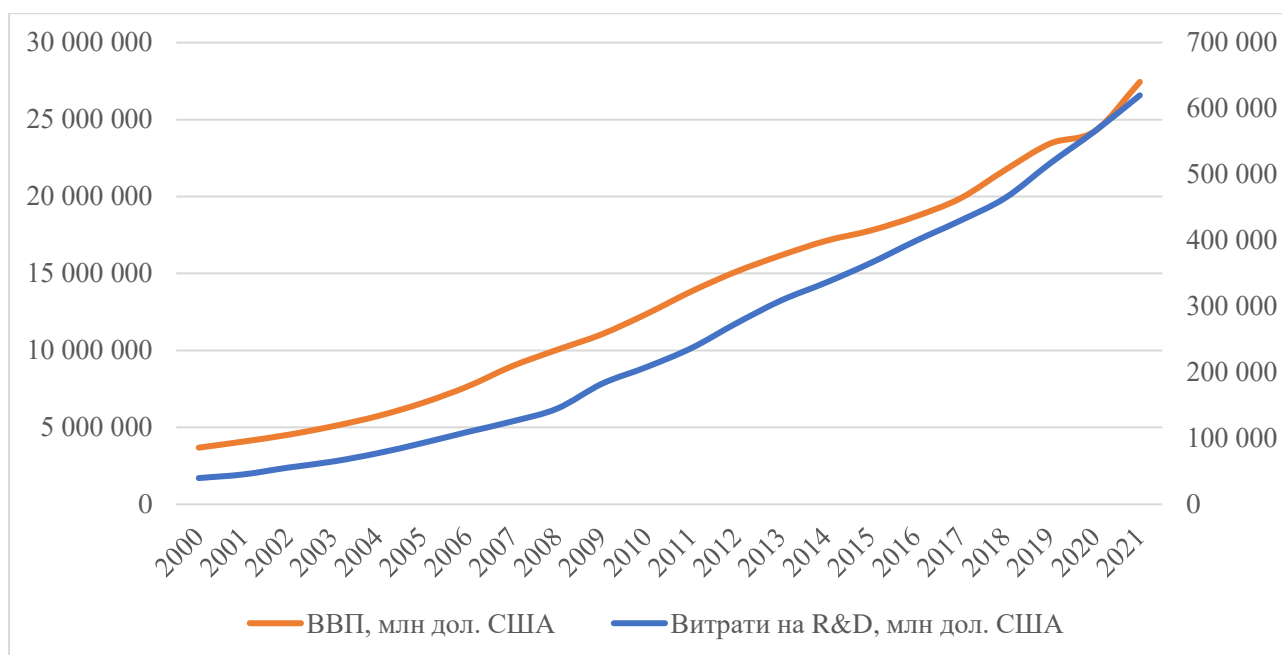
*Рис. 3.15. Динаміка кумулятивного приросту ВВП та витрат на дослідження та розробки у США за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Як бачимо на рис. 3.16, в 2021 р. кумулятивно порівняно до 2000 р. витрати на R&D зросли трохи менш, ніж в 2 рази, при цьому обсяг ВВП зріс більш ніж вдвічі.

Також можна помітити, що під час економічного спаду в США в 2019 р. видатки на дослідження та розробки не скорочувались. Частково це можна пояснити тим, що дослідження та розробки покривають також сферу цифрових продуктів, а також дослідження та розробку ліків. Ми вважаємо, що відсутність скорочення видатків на дослідження та розробки в США в 2019-2020 рр. допомогло відновити попередні темпи зростання економіки шляхом досліджень в медичній галузі та підтримки цифрової економіки.

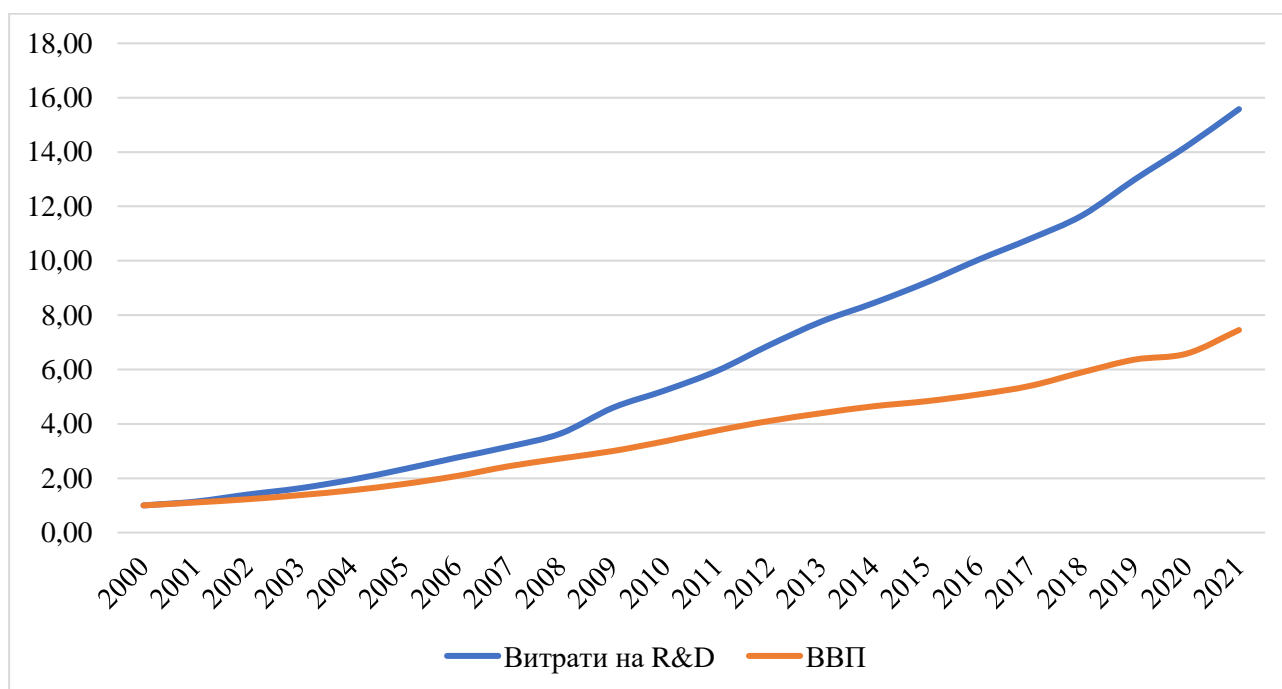
Наведемо на рис. 3.17 еволюцію видатків на R&D та обсягу ВВП в КНР.



*Рис. 3.17 Динаміка змін обсягу ВВП та витрат на дослідження та розробки в КНР за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Наведемо також на рис. 3.18 кумулятивні показники зростання ВВП та витрат на дослідження та розробки в КНР за 2000-2021 рр.



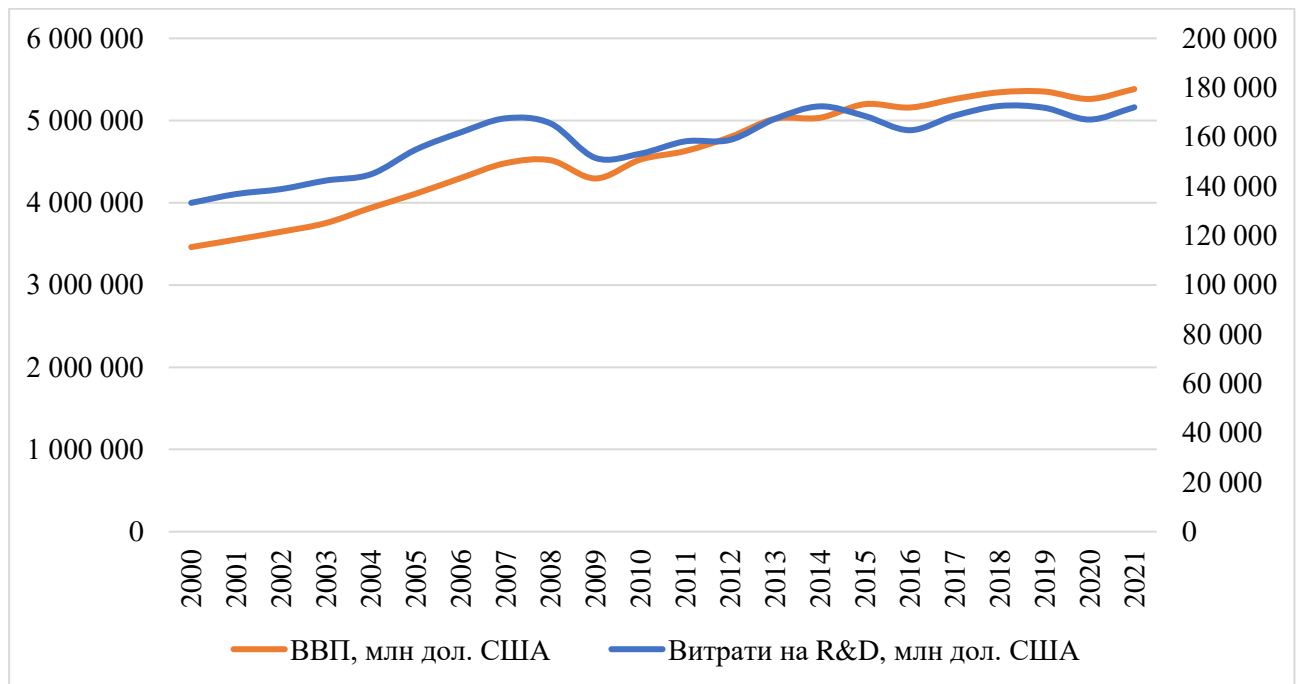
*Рис. 3.18 Динаміка кумулятивного приросту ВВП та витрат на дослідження та розробки в КНР за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>



Помітно, що КНР, на відміну від США, значно вищими темпами нарощувала витрати на дослідження та розробки. В 2021 р. ВВП зріс майже у 8 разі, порівняно з 2000 р., а витрати на R&D – майже в 16 разів, що дозволило наздогнати та навіть випередити США в абсолютному обсязі ВВП, який складав станом на 2021 р. 27,4 трлн дол. США.

Наведемо на рис. 3.19 еволюцію видатків на R&D та обсягу ВВП в Японії.



*Рис. 3.19 Динаміка змін обсягу ВВП та витрат на дослідження та розробки в Японії за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Японія станом на 2021 р. була третьою за величиною економікою світу за обсягом номінального ВВП, який становив 5,4 трлн дол. США, в 2000 р. цей показник становив 3,5 трлн дол. США. Помітний значний вплив світової фінансової кризи 2008 р., яка призвела до зниження обсягу ВВП з 4,5 трлн дол. США в 2008 р. до 4,3 трлн дол. США в 2009 р. Економіка Японії в 21 ст. здійснила поступовий перехід до збільшення частки послуг порівняно з виробництвом товарів в структурі ВВП, чим можна пояснити відсутність наздоганяючих темпів зростання видатків на дослідження та розробки після глобальної фінансової кризи 2008 р.

Наведемо також на рис. 3.20 кумулятивні показники зростання ВВП та витрат на дослідження та розробки в Японії за 2000-2021 рр.

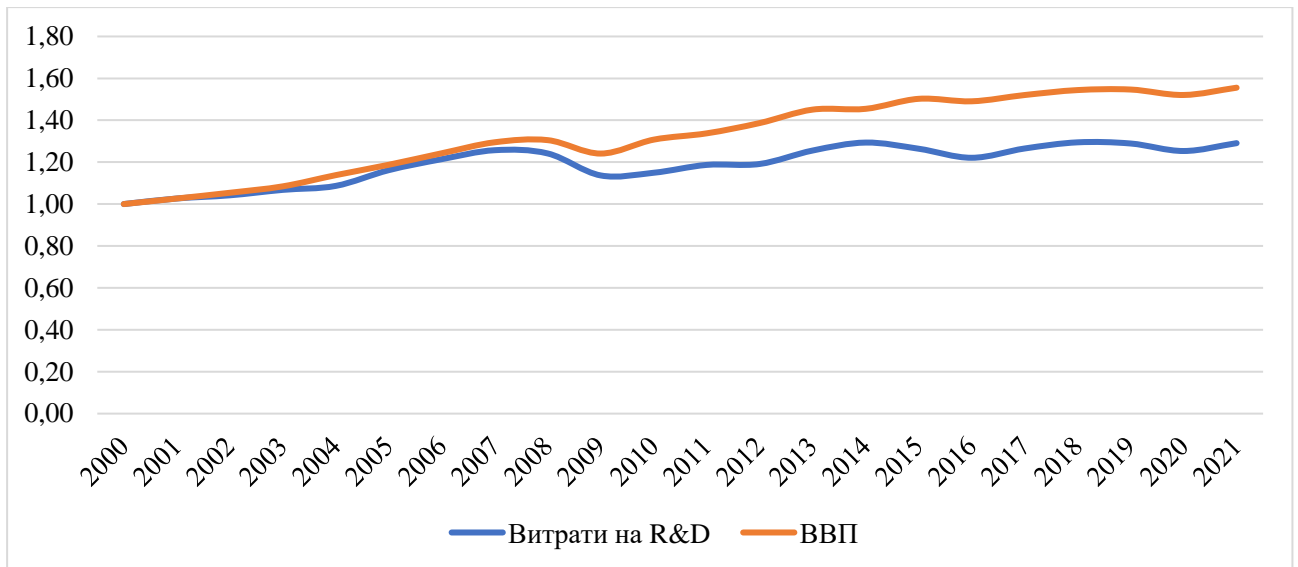


Рис. 3.20. Динаміка кумулятивного приросту ВВП та витрат на дослідження та розробки в Японії за 2000-2021 рр.

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Як вже було зазначено раніше, після 2008 р. відбулось значне скорочення темпів приросту видатків на дослідження та розробки в Японії, що підтверджується даними на рис. 3.20.

Наведемо на рис. 3.21 динаміку витрат на R&D та обсягу ВВП в Німеччині.

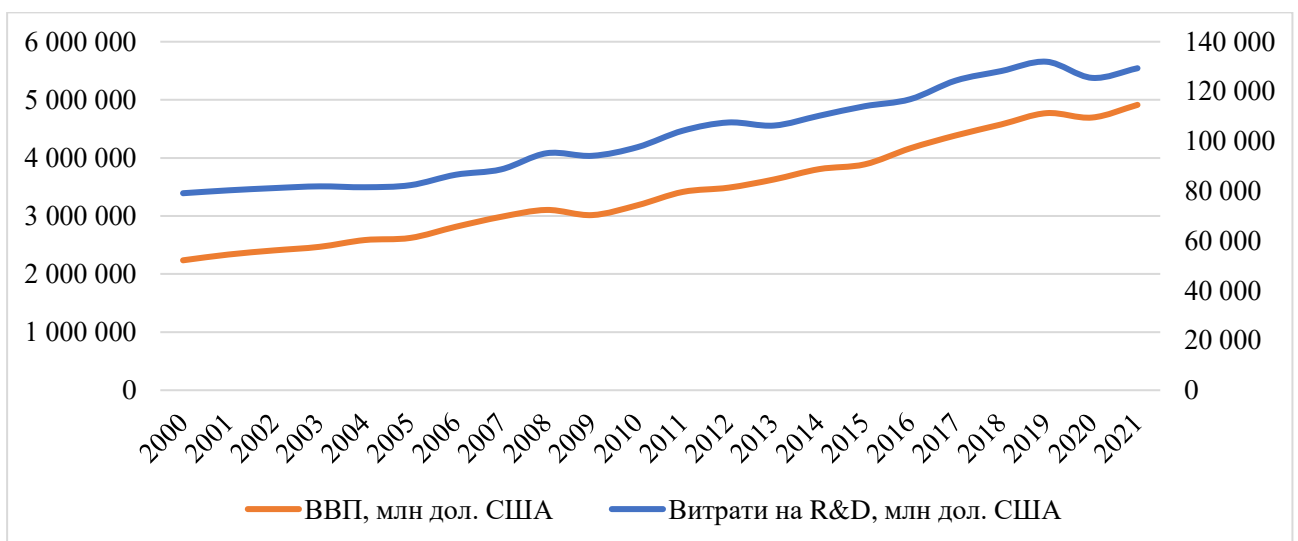
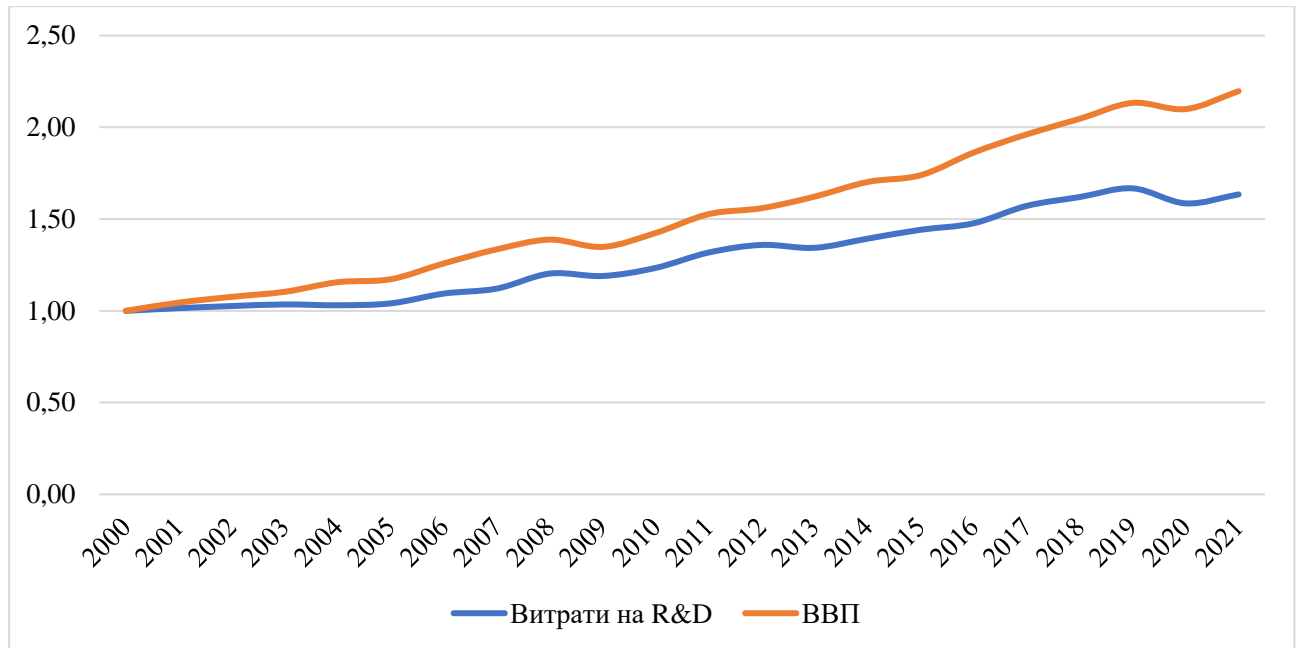


Рис. 3.21. Динаміка змін обсягу ВВП та витрат на дослідження та розробки в Німеччині за 2000-2021 рр.

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>.

На рис. 3.21 помітно стійкий рівномірний темп зростання витрат на R&D в Німеччині в період 2000-2021 рр. Витрати на дослідження та розробки зросли з 79,1 млрд дол. США в 2000 р. до 129,3 млрд дол. США в 2021 р., що склало 63,4% приросту, в той час як обсяг номінальний обсяг ВВП зріс з 2,2 трлн дол. США в 2000 р. до 4,9 трлн дол. США в 2021 р.

Наведемо також на рис. 3.22 кумулятивні показники зростання ВВП та витрат на дослідження та розробки в Німеччині за 2000-2021 рр.

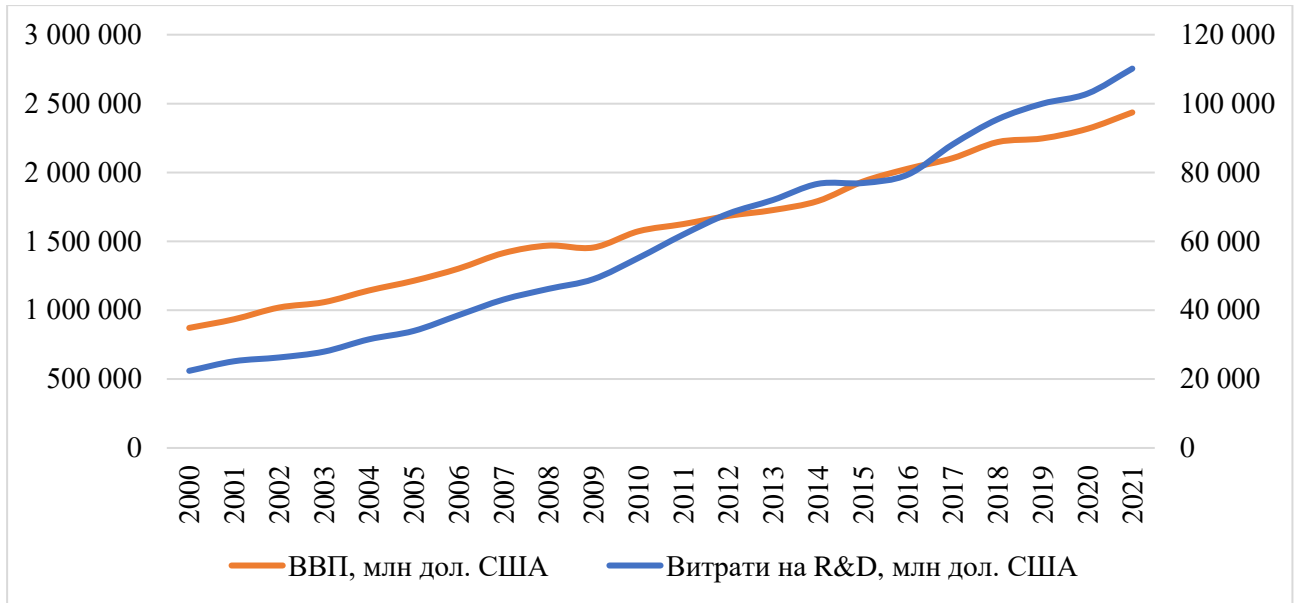


*Рис. 3.22. Динаміка кумулятивного приросту ВВП та витрат на дослідження та розробки в Німеччині за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Як бачимо на рис. 3.22, витрати на дослідження та розробки в Німеччині з 2000 р. по 2021 р. кумулятивно зростали нижчими темпами, ніж номінальний обсяг ВВП. Спостерігається подібна ситуація до наведеної на рис. 3.20 динаміки кумулятивного зростання витрат на дослідження та розробки в Японії. Структура ВВП Німеччина поділена на такі основні сектори: сфера послуг – близько 70%, промисловість – 25%, сільське господарство – близько 5%. Помітно, що в економіках, де значну частку займає сфера послуг, кумулятивні темпи зростання витратів на R&D є нижчими за кумулятивні темпи зростання ВВП.

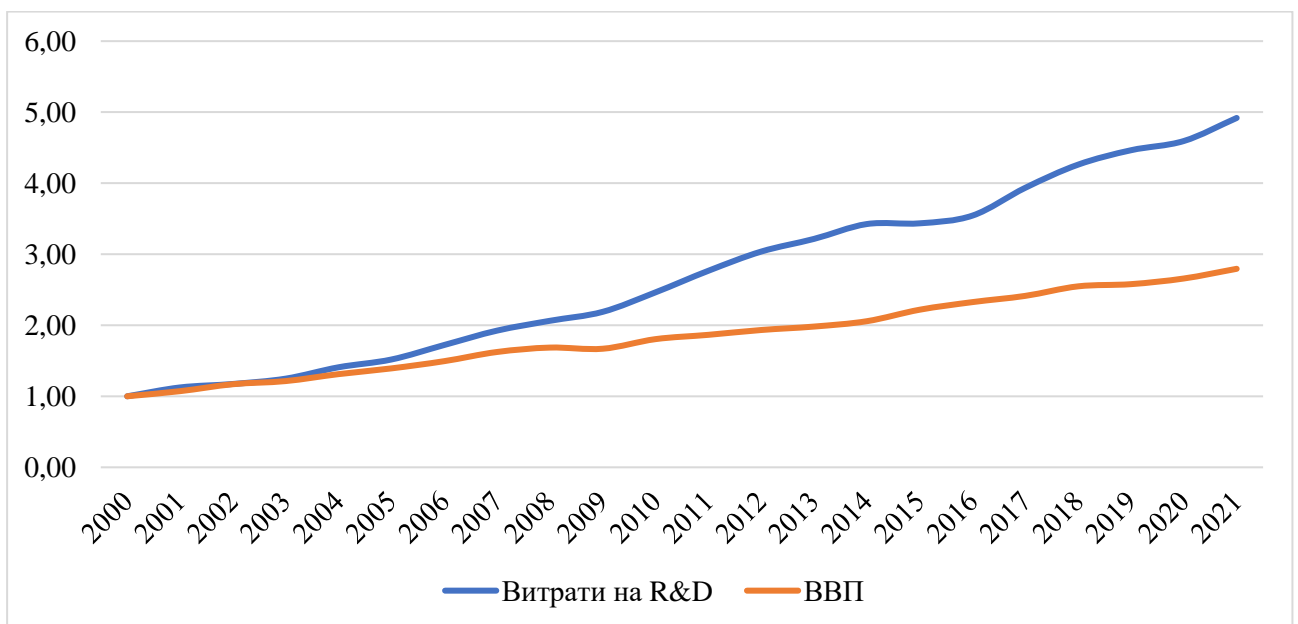
Наведемо на рис. 3.23 динаміку витрат R&D та обсягу ВВП в Республіці Корея.



*Рис. 3.23. Динаміка змін обсягу ВВП та витрат на дослідження та розробки в Республіці Корея за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Наведемо на рис. 3.24 кумулятивні показники зростання ВВП та R&D витрат в Республіці Корея за період 2000-2021 рр.



*Рис. 3.24. Динаміка кумулятивного приросту ВВП та витрат на дослідження та розробки в Республіці Корея за 2000-2021 рр.*

Джерело: складено автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org/>

Як бачимо на рис. 3.23 та 3.24, кумулятивний темп зростання витрат на дослідження та розробки в Південній Кореї перевищує темп зростання ВВП, в 2021 р. порівняно з 2000 р. витрати на дослідження та розробки зросли майже в 5 разів, зростання ВВП відбулось трохи менш ніж в 3 рази.

З 2000 р. інновації вийшли на перше місце серед завдань, що постали перед країною. Для впровадження новітніх технологій у промисловість Республіка Корея провадить політику, спрямовану на створення сприятливих умов для підприємницької діяльності і розширення співробітництва між великими компаніями та малим і середнім бізнесом [112].

Для загального розуміння кумулятивного приросту ВВП у вищезгаданих країнах за період 2000-2021 рр., узагальнимо результати розрахунків в табл. 3.34.

Таблиця 3.34

**Кумулятивний приріст ВВП та витрат на дослідження та розробки в 2021 р. у порівнянні з 2000 р.**

Країна	Кумулятивний приріст ВВП	Кумулятивний приріст витрат на R&D
США	2,27	1,97
КНР	7,45	15,58
Японія	1,56	1,29
Німеччина	2,20	1,63
Республіка Корея	2,79	4,92

Джерело: розраховано автором за [https:// data.worldbank.org/](https://data.worldbank.org/) та <https://data.oecd.org>.

Виходячи з даним, що наведені в табл. 3.34, можна зробити висновок про наявність значної залежності зростання номінального ВВП від видатків на дослідження та розробки за даними досліджуваних країн.

Нами було проведено регресійний аналіз залежності кумулятивного приросту ВВП від кумулятивного приросту витрат на R&D за агрегованими даними по вищенаведеним країнам за період 2000-2021 рр.

Результат моделювання з викроистанням надубдови «Пакет аналізу» MS Excel наступний:  $R^2 = 0,97$ , P-Value для перетину та незалежної змінної – 0,00, що свідчить про наявність значної статистично значущої залежності. Загальне рівняння лінійної регресії має наступний вигляд:

$$GDPCM\% = 0,88 + 0,43 * RDCM\% + u_i,$$

де  $GDPCM$  – кумулятивний приріст номінального ВВП;

$RDCM$  – кумулятивний приріст видатків на дослідження та розробки;

$u_i$  – залишок.

Рівняння регресії вказує на те, що без досліджень та розробок кумулятивний темп зростання ВВП склав би 0,88 за період з 2000 р. по 2021 р. Це спостереження підкреслює важливість досліджень та розробок для економічного розвитку та зростання.

В контексті аграрної галузі в Україні загалом, станом на 2021 р. частка доданої вартості аграрної, лісової та рибної галузей в структурі ВВП склала 10,9 % [81].

В контексті формування економічної доданої вартості на окремих підприємствах, її формування відбувається за рахунок перевищення прибутку над витратами на обслуговування позикових джерел фінансування та очікуваною прибутковістю власного капіталу. Інвестиції в інновації агропромислової галузі, сприяють впровадженню нових технологій, які в свою чергу дозволяють підвищити продуктивність праці, зменшувати витрати на енергоресурси при цьому знижуючи собівартість продукції забезпечуючи її конкурентоздатність та підвищуючи маржинальність.

Дослідимо вплив бюджетних асигнувань на дослідження та розробки агропромислової галузі в Україні (код функціональної бюджетної класифікації - 0482) та економічної доданої вартості досліджуваних агропромислових компаній на їх ринкову вартість.

Наведемо обсяг бюджетних асигнувань на дослідження та розробки агропромислової галузі в Україні з 2013 р. по 2021 р. в табл. 3.35.

Таблиця 3.35

**Бюджетні видатки загального фонду на дослідження та розробки  
агропромислової галузі в Україні**

Рік	Бюджетні асигнування, тис. дол. США
1	2
2013	68 779
2014	41 165
2015	18 899

Закінчення табл. 3.35

1	2
2016	13 135
2017	16 901
2018	18 404
2019	12 236
2020	21 040
2021	25 867

Джерело: складено автором за <https://zakon.rada.gov.ua>.

Для дослідження впливу бюджетних асигнувань на наукові дослідження в аграрній галузі та агрегованих показників економічної доданої вартості (додашки В-Ж) на загальну ринкову вартість досліджуваних агропромислових компаній, проведемо регресійний аналіз та наведемо його результати в табл. 3.36.

Таблиця 3.36

**Результати регресійної моделі залежності ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній від бюджетних асигнувань на дослідження в аграрній галузі та економічної доданої вартості**

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,83
R Square	0,68
Adjusted R Square	0,58
Standard Error	365 985,75
Observations	9,00

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	2 288 726,70	231 512,43	9,89	0,00	1 722 236,20	2 855 217,20	1 722 236,20	2 855 217,20
Бюджетні асигнування, тис. дол. США	26,24	7,66	3,43	0,01	7,51	44,98	7,51	44,98
EVA, тис. дол. США	0,86	0,38	2,30	0,06	-0,06	1,79	-0,06	1,79

Джерело: розраховано автором з використанням надбудови «Пакет аналізу» MS Excel

Як бачимо, і бюджетні асигнування на дослідження в аграрній сфері і економічна додана вартість є статистично значущими факторами та пояснюють 68% змін в ринковій вартості досліджуваних агропромислових компаній, а також входять до когорти детермінант, на які варто акцентувати увагу та здійснювати управління для досягнення мети – підвищення ринкової вартості та забезпечення конкурентоспроможності, а найголовніше, у випадку з інноваційним розвитком, збільшення продуктивності праці та зниження собівартості продукції.

Отже, проведений аналіз досліджує вплив інноваційного розвитку на економічний добробут країн загалом, а також на ринкову вартість досліджуваних компаній агропромислової галузі в Україні.

Використовуючи графічний метод та метод регресійного аналізу нами було виявлено ступінь впливу інноваційного розвитку на добробут населення. Для цього ми дослідили вплив глобального індексу інновацій на показник ВВП на душу населення по всіх країнах та з виключенням з вибірки країн, частка нафтової ренти в структурі ВВП яких перевищувала 10% станом на 2021 р., було встановлено, що коефіцієнт детермінації становить 0,62 та 0,66 відповідно. Це означає, що країни з низькою часткою нафтових доходів більше залежать від рівня їх інноваційного розвитку для забезпечення високого рівня життя населення.

Також на основі регресійного аналізу було встановлено, що в країнах з найбільшими обсягами видатків на дослідження в період 2000-2021 рр. значною мірою існує взаємозв'язок таких видатків з ВВП, коефіцієнт детермінації – 0,97.

В контексті агропромислових компаній України було досліджено вплив видатків на дослідження в аграрній галузі із загального фонду державного бюджету та загальної економічної доданої вартості сформованої в досліджуваних агропромислових компаніях у відповідних роках на зміни їх загальної середньорічної ринкової вартості. Було встановлено, що державні видатки на дослідження в аграрній галузі та економічна додана вартість є статистично значущими факторами для пояснення змін в ринковій вартості досліджуваних агропромислових компаній. Коефіцієнт детермінації при цьому складає 0,68.

Розуміння впливу інвестицій в дослідження та розробки на економічний добробут країни та окремих галузей, зокрема агропромислової, може бути основою для формування відповідних державних політик та стратегій економічного розвитку, впровадження інноваційних підходів до управління розвитком економіки загалом та окремих її галузей.



### Висновки до розділу 3

Проведене дослідження було присвячене оцінці та пошуку шляхів удосконалення ключових елементів, які впливають економічну ефективність діяльності агропромислових компаній.

Запропоновано модель оптимізації структури капіталу досліджуваних агропромислових компаній, встановлено, що оптимальна пропорція між власними та позиковими ресурсами станом на 2021 р. мала б складати 57% власного капіталу та 43% позикового.

Встановлено наявність впливу комплексу факторів – ВВП, прибуток на 1 акцію та курс валют на зміну цін акцій досліджуваних агропромислових компаній. Відповідно до коефіцієнтів детермінації в розрахованих регресійних моделях можливо пояснити від 51% до 78% рухів акцій окремих агропромислових компаній та, відповідно, використовувати прогнозні значення комплексу зазначених показників при у плануванні діяльності до прогнозуванні ціни акцій в короткостроковій перспективі.

Проведено оцінку впливу глобального індексу інноваційного розвитку країн на рівень добробуту їх населення. Ми встановили, що інноваційний розвиток країн спричиняє 62% змін у ВВП на душу населення серед усієї вибірки країн та 66% серед країн, частка нафтової ренти в структурі ВВП яких не перевищує 10%. Даний результат емпірично доводить твердження, що для забезпечення економічного добробуту населення в країнах, які не мають в джерелах своїх доходів виручки від продажу енергоносії, значна увага має приділятися інвестиціям в дослідження та розробки.

Також було встановлено, що видатки загального фонду державного бюджету України та загальна економічна додана вартість досліджуваних компаній є статистично значущими для пояснення змін в їх загальній середньорічній ринковій вартості. Вищезгадані результати можуть бути використані окремими компаніями та державними органами для планування показників та удосконалення діяльності в межах їх компетенції.

## ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні запропоновано вирішення актуальних теоретико-прикладних завдань, пов'язаних з управлінням капіталізацією агропромислових компаній та ідентифікацією факторів впливу на їх ринкову вартість. Це дозволило отримати та обґрунтувати наступні наукові висновки:

1. Теоретичне узагальнення та систематизація еволюції теоретичних підходів до визначення поняття «капіталізація» дозволило запропонувати власну інтерпретацію дефініції «капіталізація», під якою слід розуміти процес авансування ресурсів, управління ними та ефективністю роботи підприємства в рамках операційної діяльності з метою нарощування його ринкової вартості, дійсної вартості активів, конкурентоспроможності та фінансової стійкості.

2. Структурування джерел формування капіталу та видів капіталізації та розкриття їх впливу на ефективність діяльності підприємства та різних сфер суспільно-економічних відносин дозволило поглибити та розширити класифікацію видів капіталізації підприємств, виокремивши такі нові класифікаційні ознаки: за способом формування, за джерелом формування. Це дозволить доповнити знання у галузі капіталізації, її аналізі, уточнити процес планування на підприємстві.

3. Враховуючи специфіку галузі економіки обґрунтовано підхід до оцінки показників ефективності діяльності агропромислових компаній з метою нівелювання фактору сезонності, використовуючи при розрахунках показників ефективності ковзні дані останніх 12 місяців, замість показників за 1 звітний період.

4. Оцінивши структуру капіталу досліджуваних агропромислових компаній визначено, що основними факторами, які впливають на його середньозважену вартість є вартість власного капіталу, який, в свою чергу, значною мірою залежить від коефіцієнта ризику країни. Встановлено, що за досліджуваний період вартість власного капіталу є вищою за вартість позикового капіталу в усіх досліджуваних агропромислових компаніях.

5. Удосконалено метод комплексного вивчення зв'язку між ринковою вартістю агропромислових компаній та макроекономічними показниками. На основі кореляційно-регресійного аналізу встановлено значний вплив на ринкову вартість агропромислових компаній таких факторів, як індекс промислового виробництва та світові ціни на нафту марки Brent. Врахування даних факторів у моделях планування дозволить підвищити ефективність прогнозування економічних показників, пов'язаних з ринковою вартістю агропромислових компаній.

6. Використовуючи власну методику проведення дослідження зв'язку між вартістю акцій агропромислових компаній та мікроекономічними показниками діяльності на основі кореляційно-регресійного аналізу встановлено помірно-значний вплив на вартість акцій агропромислових компаній таких факторів, як рентабельність продажів та балансова вартість власного капіталу на 1 акцію. Врахування впливу конкретних мікроекономічних факторів на зміну вартості акцій агропромислових компаній базуючись на історичних показниках здатні допомогти в процесі прийняття рішень стейкхолдерами компаній щодо прогнозованої вартості компанії та прийняття відповідних управлінських рішень щодо алокації ресурсів.

7. Запропоновано алгоритм забезпечення оптимальної структури капіталу з урахуванням забезпечення фінансової стійкості, мінімізації середньозваженої вартості капіталу та максимізації ефекту фінансового важеля. На основі запропонованого алгоритму розраховано оптимальну пропорцію між власними та позиковими коштами для агропромислових компаній.

8. Обґрунтовано методику дослідження зв'язку між ціною акцій окремих агропромислових компаній та комплексом показників: ВВП, курс валют та прибуток на акцію. На основі регресійно-кореляційного аналізу встановлено суттєвий вплив комплексу згаданих показників на рухи акцій досліджуваних агропромислових компаній. Дана модель дозволить підвищити ефективність прогнозування вартості акцій.

9. Наведено аналітичний підхід та проведено оцінку впливу інноваційного розвитку на економічний добробут країн та ринкову вартість компаній агропромислових компаній з врахуванням показника їх економічної доданої вартості. На основі регресійного аналізу встановлено суттєвий вплив глобального індексу інноваційного розвитку на показник ВВП на душу населення, при цьому в країнах з часткою нафтової ренти в структурі ВВП на рівні менше 10% такий вплив є більш суттєвим. Також встановлено, що видатки державного бюджету на дослідження в сфері аграрної галузі економіки та економічна додана вартість є статистично значущими та суттєвими для пояснення 68% змін ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Амосов, О. Ю., & Гавкалова, Н. Л. (2012). Капіталізація як засіб модернізації суспільства. Демографія та соціальна економіка, (1), 17.
2. Андрійчук, В. Г. (2013). Агропромислові формування нового типу в контексті стратегії розвитку вітчизняного сільського господарства. *Економіка АПК*.
3. Андрійчук, В. Г. (2005). Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: монографія. К.: *КНЕУ*, 292, 2.
4. Андрійчук, В. Г. (2005). Капіталізація вітчизняного сільського господарства: суть, напрями, механізми і перші оцінки здійснення. *Економіка АПК*, 7, 69-74.
5. Андрійчук, В. Г. (2017). Українські агропромислові компанії на світових фінансових ринках капіталу. *КНЕУ*.
6. Арістотель. (2000). Політика (О. Кислюк, Пер.). *Основи*.
7. Багацька, К. В. (2012). Використання економічної доданої вартості як критерію ефективності діяльності підприємства. *Вісник Сумського національного аграрного університету*, 1. 20-26.
8. Багацька, К. В. (2015). Капіталізація підприємства як ключова категорія вартісно-орієнтованого управління. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*, (3), 10-13.
9. Багацька, К. В., & Рябуха, О. Д. (2016). Оцінка стану компаній харчової промисловості як фактор їх ринкової капіталізації. *Інноваційна економіка*, № 9-10. 164-169.
10. Базилевич, В. Д. (Ред.). (2007). Економічна теорія: політекономія (6-те вид.). *Знання-Прес*.
11. Базилевич, В. Д. (Ред.). (2011). Історія економічних учень: хрестоматія: навчальний посібник (В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська & А. О. Маслов, Уклад.). *Знання*.

12. Барановський, О. (2003). Недокапіталізована економіка. *Дзеркало тижня*. [https://zn.ua/ukr/business/nedokapitalizovana\\_ekonomika.html](https://zn.ua/ukr/business/nedokapitalizovana_ekonomika.html).
13. Бержанір, І. А., Гвоздей, Н. І., & Улянич, Ю. В. (2015). Рентабельність як основний показник оцінки діяльності підприємства. *Проблеми і перспективи розвитку підприємництва*, (1 (2)), 58-62.
14. Біла, О. Г. (2007). Фінансове планування і фінансова стабільність підприємств. *Фінанси України*, (4), 112-118.
15. Бланк, І. А. (2000). Управління формуванням капіталу. *К.: Ніка-центр*.
16. Борщук, І. В. (2009). Ринкова вартість капіталу компанії та її акцій. *Науковий вісник НЛТУ України*, 19(3), 252-259.
17. Бутко, М. П., & Акименко, О. Ю. (2008). Методологічні засади формування інвестиційного потенціалу регіональних господарських систем. *Інвестиції: практика та досвід*, (5), 3-7.
18. Варченко, О. М., Артімонова, І. В., & Холоденко, Н. І. (2021). Оптимізація структури капіталу як інструмент управління вартістю молокопереробних підприємств. *Економіка та управління АПК*, №1.
19. Великий, Ю. М., Тешева, Л. В., & Височін, З. В. (2018). Управління оптимізацією структури капіталу підприємства. *Причорноморські економічні студії*, (29 (1)), 68-72.
20. Войтко, С. В., & Моїсеєнко, Т. Є. (2010). Ринкова вартість та інноваційна діяльність підприємств: проблема взаємозв'язку. *Ефективна економіка*, (5).
21. Волошанюк, Н. В., & Сьомка, А. К. (2017). Аграрний сектор України: тенденції, суб'єкти, перспективи реформування. *Науковий вісник УжНУ Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*, 13 (1).
22. Германюк, Н. В. (2018). Сучасний стан розвитку вітчизняного агросектору. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. Вип. 22. С. 160-164.
23. Головний сайт про агробізнес. (б. д.). *Latifundist.com*. <https://latifundist.com/>.

24. Грицаєнко, М. І. (2021). Роль соціального капіталу аграрного підприємства в імплементації засад корпоративної соціальної відповідальності. *Економіка АПК*.
25. Гриценко, А. А. (2018). Цифровий розвиток: структура, капіталізація та соціалізація. *Економічна теорія*, (4), 5–20.
26. Громов, О. (2022). Сільське господарство під час війни: зміна пріоритетів. *Урядовий кур'єр*, 13.
27. Губко, В. І. (2020). Організаційно-економічний механізм управління фінансово-економічною результативністю аграрного підприємства. *Інноваційні технології інтеграційної та комерційної взаємодії суб'єктів аграрного ринку*.
28. Давиденко, Н. М. (2015). Залучення іноземних інвестицій в аграрний сектор економіки України. *Науковий вісник УжНУ Серія: Економіка*, 1 (45).
29. Давиденко, Н. М. (2019). Капіталізація в контексті фінансової стабільності та конкурентоспроможності підприємств. *Науковий вісник ПУЕТ. Серія «Економічні науки»*, (1 (73)).
30. Давиденко, Н. М. (2011). Оцінювання ефективності корпоративного управління акціонерними товариствами. *Вісник Львівської комерційної академії. Серія: Економічна.*–2011.–Вип, 35, 108-111.
31. Давиденко, Н. М. (2013). Фінансова безпека аграрних підприємств у системі корпоративного управління. *Економіка АПК*.
32. Давиденко, Н. М. (2015). Фінансовий леверидж в оптимізації структури капіталу акціонерних товариств. *Агросвіт*, (1), 10-13.
33. Данілов, О. Д., & Денисенко, Д. Є. (2012). Капітал як конкурентна перевага товаровиробника. *Бізнес Інформ*, (5), 12-16.
34. Данюк, К. О. (2020). Стан та перспективи розвитку агропромислового комплексу України. *ТДАТУ*.
35. Дем'ян, Я. Ю. (2015). Оцінка інвестиційної привабливості аграрного сектора економіки. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2015. Вип. 12, 123-125.

36. Дуда, С. Т., & Палько, В. А. (2014). Узагальнення методичних підходів до оптимізації структури капіталу підприємства. *Науковий вісник НЛТУ України*, 24(2), 227-233.
37. Дудар, А. А., & Вакульчик, О. М. (2018). Аналіз та оптимізація структури капіталу з метою підвищення рівня фінансової стійкості підприємства. *Молодий вчений*, (1 (2)), 878-882.
38. Ємельянов, О. Ю. (2020). Діагностування рівня фінансової стійкості підприємств агропромислового комплексу. *Агросвіт*, (21), 3-9.
39. Ємельянов, О. (2022). Роль технологічних змін у забезпеченні зростання ринкової вартості промислових підприємств. *Collection of scientific papers «SCIENTIA»*, (September 9, 2022; Singapore, Singapore), 8-10.
40. Єрмошенко, М. М., & Горячева, К. С. (2010). Фінансова складова економічної безпеки: держава і підприємство: монографія. К.: *Національна академія управління*, 232.
41. Єрьоміна, М. О. (2015). Економетрика. *Українська державна академія залізничного транспорту*.
42. Забаштанський, М. М., & Забаштанська, Т. В. (2012). Особливості управління оборотними активами агропромислових підприємств України. *Науковий вісник Чернігівського державного інституту економіки і управління. Серія 1: Економіка*, (1), 200-205.
43. Зайцева, Л. О. (2020). Фактори впливу на капіталізацію компаній. *Editor coordinator*, 280.
44. Зимовець, В. В. (2003). Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток: монографія. *Інститут економіки НАН України (Київ)*.
45. Зимовець, В. В. (2010). Державна фінансова політика економічного розвитку: монографія. *ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (Київ)*.
46. Золотаренко В. О. Функціонально-структурна модель управління структурою капіталу підприємства. *Управління розвитком*. 2011. № 1 (98). С. 147-150.



47. Зятковський, І. В. (2007). Державна підтримка нових форм інноваційної діяльності промислових підприємств: організаційні та фінансові аспекти. *Актуальні проблеми економіки*, (6), 73-82.

48. Зятковський, І. В. (2000). Теоретичні засади фінансів підприємств. *Фінанси України*, 4, 17-26.

49. Іваненко, В. С. (2021). Комплексна безпека підприємств агропромислового комплексу, як складова система управління. *МНАУ*.

50. Катан, Л. І., Бровко, Л. І., Дуброва, Н. П., & Бондарчук, Н. В. (2009). *Фінансовий менеджмент. навч. посібник. Суми: «Довкілля».*

51. Кісіль, М. І. (2016). Наукові дослідження інвестиційних проблем в аграрному секторі економіки. *Економіка АПК*, (6), 84-96.

52. Клименко, С. М., Омеляненко, Т. В., Барабась, Д. О., Дуброва О. С. & Вакуленко, А. В. (2008). *Управління конкурентоспроможністю підприємства: навчальний посібник. К.: КНЕУ.*

53. Коваленко, Л. О., & Ремньова, Л. М. (2008). *Фінансовий менеджмент: навч. посіб. 3-тє вид. Знання.*

54. Ковальова, О., & Іоргачова, М. (2022). Фінансовий результат як індикатор інвестиційної привабливості підприємства. *Економіка та суспільство*, (46).

55. Козюк, В. В., Родіонова, Л. А., Длугопольський, О. В., Гайда, Ю. І., Заклекта, О. І., Лотиш, О. Я., Фаріон, М. М., Шиманська, О. П., Івашук, Ю. П., & Полікарпова, О. С. (2015). *Історія економіки та економічної думки (В. В. Козюк & Л. А. Родіонова, Ред.). ТНЕУ.*

56. Корнійчук, Л. Я., Татаренко, Н. О., Поручник, А. М., Ткаченко, О. В., & Кириллова, Г. Ю. (2001). *Історія економічних учень: підручник (Л. Я. Корнійчук & Н. О. Татаренко, Ред.). КНЕУ.*

57. Котляров, В. О. (2016). Залучення іноземних інвестицій в агропромислові формування та їх значення в контексті структурного розвитку економіки України. *Інвестиції: практика та досвід*, (18), 92-95.

58. Кошлатий, О. Б., Карюк, А. М., & Міщенко, Р. А. (2019). Сучасні агропромислові підприємства нового типу. *Перспективи інституціонального розвитку земельних відносин в Україні*, 96.

59. Крамаренко, Г. О. (2003). Фінансовий аналіз і планування: начальний посібник. *К.: Центр навчальної літератури*.

60. Крамаренко, Г. О. (2009). Фінансовий менеджмент: підручник (Г. О. Крамаренко & О. Є. Чорна, Ред.; 2-ге вид.). *Центр учбової літератури*.

61. Красноручський, О. О., & Руденко, С. В. (2016). Функціональні та інструментальні концепції в дослідженнях механізмів управління економічним потенціалом аграрних підприємств. *Актуальні проблеми інноваційної економіки*.

62. Кушнір, С. О., & Завальнюк, А. О. (2017). Використання моделей САРМ під час визначення прибутковості акцій вітчизняних підприємств. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*, (12 (1)), 179-182.

63. Лебеденко, О. В. (2014). Сучасний стан та перспективи інвестиційного забезпечення аграрного сектору економіки України. *Інвестиції: практика та досвід*, (13), 50-52.

64. Левчак, І. Я. (2014). Вартість підприємства як критерій ефективності управління. *Науковий вісник Ужгородського університету. Сер.: Економіка*, (1), 104-108.

65. Лесик, Л., Петрушка, Т., & Ємельянов, О. (2020). Ринкова вартість як один з індикаторів формування і оцінювання економічного потенціалу підприємств. *ЛЮГОС. ОНЛАЙН*.

66. Літвінов, О. С., & Ніколаєва, А. В. (2018). Аналіз факторів капіталізації підприємства. *Економіка та підприємництво*, №41. 80-90.

67. Лузан, Ю. Я., & Лузан, О. Ю. (2016). Капіталізація аграрного сектору України. *Економіка АПК*, (3), 21-29.

68. Лузан, Ю. Я. (2010). Організаційно-економічний механізм забезпечення розвитку агропромислового виробництва України: монографія. *Київ ННЦ ІАЕ*.

69. Лупенко, Ю. О., Захарчук, О. В., & Моголова, М. М. (2017). Наукове забезпечення техніко-технологічного оновлення аграрного виробництва в Україні. *Економіка АПК*, (5), 5-12.

70. Мазур, Н. А. (2018). Проблеми і перспективи інвестицій в АПК України. *Роль молоді у розвитку АПК України*, 153.

71. Мазур, Ю. В. (2017). Державна підтримка АПК України: суть, значення та сучасний стан. *Економіка. Фінанси. Менеджмент: актуальні питання науки і практики*, (7), 128-136.

72. Майдуда, Г. С. (2015). Аналіз та оптимізація структури фінансових ресурсів для відтворення основних засобів сільськогосподарських підприємств. *Облік і фінанси*, (4), С. 105-111.

73. Маркс, К. (1933). Капітал. Критика політичної економії. Том I. Кн. I. (Д. Рабинович, Пер.). *Партвидав*.

74. Маркс, К. (1932). Капітал. Критика політичної економії. Том II. Кн. II. (Д. Рабинович, Пер.). *Партвидав*.

75. Маркс, К. (1936). Капітал. Критика політичної економії. Том III. Кн. III. (Д. Рабинович, Пер.). *Партвидав*.

76. Мармуль, Л. О., & Петренко, В. С. (2017). Стратегічне позиціонування підприємств з іноземними інвестиціями в аграрній сфері економіки. *Економіка та управління підприємствами*.

77. Матеріали офіційного сайту Державної служби статистики України. (б. д.). <http://www.ukrstat.gov.ua>.

78. Матеріали офіційного сайту Міністерства аграрної політики та продовольства України (б. д.). <https://minagro.gov.ua>.

79. Матеріали офіційного сайту Національного банку України (б. д.). <https://bank.gov.ua>.

80. Матеріали офіційного сайту Організації економічного співробітництва та розвитку (б. д.). <https://data.oecd.org/>.

81. Матеріали офіційного сайту Світового банку (б. д.). <https://data.worldbank.org/>.

82. Мацибора, Т. В. (2018). Інвестиційна привабливість аграрного сектору України: регіональний аспект. *Економіка АПК*, (3), 49-55.
83. Мельник, О. В. (2013). Формування нематеріальних активів та їх вплив на ринкову вартість промислових підприємств. *Маркетинг і менеджмент інновацій*, (3), 236-250.
84. Михайленко, О. В., Скоморохова, С. Ю., & Чернова, А. О. (2018). Управління структурою капіталу підприємства за критерієм мінімізації його вартості. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер.: Економічні науки*, (30 (2)), 147-151.
85. Міжнародний стандарт фінансової звітності 10 Консолідована фінансова звітність. *Офіційний сайт Міністерства фінансів України*. [https://mof.gov.ua/storage/files/МСФЗ\\_10\\_ukr\\_2022.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/МСФЗ_10_ukr_2022.pdf).
86. Міжнародний стандарт фінансової звітності 16 Оренда. *Офіційний сайт Міністерства фінансів України*. [https://mof.gov.ua/storage/files/IFRS16-ukr\\_AH-compressed-1.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/IFRS16-ukr_AH-compressed-1.pdf).
87. Місюк, М. В., & Кацан, А. М. (2018). Інвестування розвитку агропромислових підприємств. *Podilian Bulletin: Agriculture, Engineering, Economics*, (29), 177-185.
88. Момот, Т. В. (2006). Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія. *ХНАМГ*.
89. Мочерний, С. В. (2000). Економічна енциклопедія. *К.: Видавничий центр «Академія»*, 864.
90. Назаренко, І. М. (2016). Методичний підхід до оцінки забезпеченості капіталом сільськогосподарських підприємств. *Агросвіт*, (4), 8-13.
91. Несененко, П. П., & Артеменко, О. А. (2017). Історія економічних учень: підручник. *ОНЕУ*.
92. Осецький, В. Л., & Куліш, В. А. (2020). Інноваційна індустріалізація в агропромисловому комплексі України. *Економіка АПК*, (4).

93. Павлюк, Т. С. (2020). Переваги залучення іноземних інвестицій в агропромислові підприємства. Редакційна колегія: ОГ Бондар, доктор юридичних наук, професор, 211.

94. Петренко, В. С. (2017). Факторний аналіз фінансової стійкості економічної безпеки спільних аграрних підприємств. *Економічний аналіз*, (27, № 4), 255-260.

95. Поддєрьогін, А. М., Бабяк, Н. Д., Білик, М. Д., Буряк, Л. В., Грицино, О. М., Корнилюк, Г. В., Куліш, Г. П., Невмержицький, Я. І., Островська, О. А., Павловська, О. В., Пастухова, Н. Ю., Притуляк, Н. М., Потій, В. З., Романишин, В. О., Свідерська, І. М., Терещенко, О. О., Ушеренко, С. В., Чепка, В. В., & Циплюк, Д. Ю. (2017). Фінансовий менеджмент: підручник (А. М. Поддєрьогін, Ред.; 2-ге вид.). *КНЕУ*.

96. Поддєрьогін, А. М., Білик, М. Д., & Буряк, Л. В. (2004). Фінансовий менеджмент: підручник (А. М. Поддєрьогін, Ред.; 5-те вид.). *КНЕУ*.

97. Подольська, В. О., & Яріш, О. В. (2007). Фінансовий аналіз. *К.: Центр навчальної літератури*.

98. Приживара, С. В. (2012). Управління як специфічний вид діяльності. *Державне будівництво*, (1).

99. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо умов обігу земель сільськогосподарського призначення, Закон України № 552-ІХ (2020) (Україна). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/552-20#Text>.

100. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». (б. д.). Офіційний вебпортал парламенту України. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13#Text>.

101. Про затвердження Національного стандарту N 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав". (б. д.). Офіційний вебпортал парламенту України. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п#Text>.

102. Пронько, Л. М., & Березок, С. В. (2011). Вартість і капіталізація підприємств та методи їх оцінки. *Економічні науки. Серія: Облік і фінанси*, (8), 384-391.
103. Пугачов, М. І. (2017). Аграрний сектор економіки України в умовах інституційних змін. *Економіка АПК*, (5), 12-18.
104. Розенберг, Д. И. (1983). Комментарии к "Капиталу" К. Маркса. *Экономика*.
105. Руденко, В. М. (2012). Математична статистика. *Центр учбової літератури*.
106. Семенов, Г.А. (2010) Оптимізація структури капіталу підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. № 4. 164-170.
107. Скалюк, Р. В. (2013). Управління прибутком підприємств: стратегічний підхід. *Фінанси, облік і аудит*, (2), 109-118.
108. Словник сучасної економіки Макміллана. (2000). *"АртЕК"*.
109. Собко, О. (2015). Економічна діагностика впливу інноваційного інтелектуального капіталу на креацію вартості підприємства. *Соціально-економічні проблеми і держава*, (2), 303-313.
110. Спільник, І. В. (2014). Аналіз забезпеченості підприємства власним капіталом (*Doctoral dissertation, Тернопіль, ТНЕУ*).
111. Тарасевич, В. М., & Петрун, Ю. Є. (2013). Історія економічних вчень. *«Центр учбової літератури»*.
112. Ткаченко, В. М. (2017). Секрет інноваційного прориву Південної Кореї: досвід для України. <https://www.ukrinform.ua/rubric-world/2184059-sekret-innovacijnogo-prorivu-pivdennoi-korei-dosvid-dla-ukraini.html>.
113. Ткаченко, Т. П., Шевчук, Н. А., & Гончарук, І. В. (2018). Напрями оптимізації інвестиційної діяльності підприємств. *Агросвіт*, (7), 45-48.
114. Федоришина, Л. І., & Цуркан, А. О. (2018). Організація і методика економічного аналізу ефективності діяльності аграрних підприємств. *Бізнес-навігатор*, (2-2), 137-139.

115. Хвесик, Ю. М. (2016). Інвестиції в аграрний сектор: пріоритети та механізми нарощення. *Інвестиції: практика та досвід*, (22), 5-8.
116. Швиданенко, Г. О., & Шевчук, Н. В. (2006). Управління капіталом підприємства. *КНЕУ*.
117. Шевчук, Н. В. (2012). Ринкова капіталізація промислових підприємств у контексті розвитку національної економіки. *Стратегія економічного розвитку України*, №30. 10-16.
118. Шумська, С. (2020). Капіталізація економіки через призму теорій капіталу та моделей ендогенного зростання. *Економічний простір*, №153. 141-146.
119. Щербань, О. Д., Насібова, О. В., & Сухоруков, Р. В. (2017). Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка та держава*, (12), 82-88.
120. Щербань, О. Д., & Невдачина, О. І. (2019). Теоретичні аспекти визначення сутності та структури капіталу підприємства. *Приазовський економічний вісник*, (3), 14.
121. Ядгаров, Я. С. (2000). Історія економічних вчень. М.: *ИНФРА-М*.
122. Яковенко, Л. І. (2009) Технологічні уклади в економічному розвитку. *АСМІ*.
123. Ястремська, О. М., Тімонін, О. М., Тімонін, К. О. (2013). Бренди промислових підприємств: формування та ефективність використання: монографія. *ХНЕУ*.
124. Acaravci, S. K. (2015). The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International journal of economics and financial issues*, 5(1), 158-171.
125. Amyulianthy, R., & Ritonga, E. K. (2016). The Effect Of Economic Value Added And Earning Per Share To Stocks Return (Panel Data Approachment). *International Journal of Business and Management Invention*, 5(2), 8-15.
126. Aristoteles: «De Republica», lib. I

127. Auret, C. J., & Villiers, J. D. (2000). A comparison of earnings per share and dividends per share as explanatory variables for share price. *Studies in Economics and Econometrics*, 24(1), 39-53.
128. Avdalovic, S. M., & Milenković, I. (2017). Impact of company performances on the stock price: An empirical analysis on select companies in Serbia. *Economics of Agriculture*, 64(2), 561-570.
129. Aveh, F. K., & Awunyo-Vitor, D. (2017). Firm-specific determinants of stock prices in an emerging capital market: Evidence from Ghana Stock Exchange. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1339385.
130. Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2016). Do exchange rate changes have symmetric or asymmetric effects on stock prices?. *Global finance journal*, 31, 57-72.
131. Banchuenvijit, W. (2016). Financial ratios and stock prices: Evidence from the agriculture firms listed on the stock exchange of Thailand. *UTCC International Journal of Business & Economics*, 8(2), 23-29.
132. Benaković, D., & Posedel, P. (2010). Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market. *Business Systems Research: International journal of the Society for Advancing Innovation and Research in Economy*, 1(1-2), 39-46.
133. Bilson, C. M., Brailsford, T. J., & Hooper, V. J. (2001). Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(4), 401-426.
134. Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of business*, 383-403.
135. Chiou-Wei, S. Z. (2007). The macroeconomic determinants of stock price volatility: Evidence from Taiwan, South Korea, Singapore and Hong Kong. *Journal of Environment and Management*, 8(2), 114-134.
136. Clark, J. B. (1908) *The Distribution of Wealth: A Theory of Wages, Interest and Profits*, New York: The Macmillan Company.



137. Damiran, S., Dorjdagva, O., Sukhee, B., & Myagmarsuren, T. (2022). Macroeconomic determinants of stock market volatility: Evidence from post socialist countries. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 9(4), 569-580.

138. Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. (б. д.). Welcome to Pages at the Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

139. Davydenko, N., & Skryphyk, H. (2017). Evaluation methods of investment attractiveness of ukrainian agricultural enterprises. *Baltic Journal of Economic Studies*, 3(5), 103-107.

140. Dutta, S. (2011). Global Innovation Index 2011: Accelerating Growth and Development. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii\\_2011.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii_2011.pdf).

141. Dutta, S., & Lanvin, B. (Eds.). (2012). The global innovation index 2012: Stronger innovation linkages for global growth. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii\\_2012.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii_2012.pdf).

142. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch -Vincent, S. (2013). The Global Innovation Index 2013: the local dynamics of innovation. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii\\_2013.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii_2013.pdf).

143. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch -Vincent, S. (2014). The Global Innovation Index 2014: the human factor in innovation. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii\\_2014.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/economics/gii/gii_2014.pdf).

144. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2015). The global innovation index 2015: Effective innovation policies for development. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_gii\\_2015.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_gii_2015.pdf).

145. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2016). The global innovation index 2016: winning with global innovation. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2016.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2016.pdf).

146. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2017). Global innovation index 2017: innovation feeding the world. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2017.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2017.pdf).

147. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2018). Global innovation index 2018: energizing the world with innovation. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2018.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2018.pdf).

148. Dutta, S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2019). Global innovation index 2019: creating healthy lives - the future of medical innovation. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2019.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2019.pdf).

149. Dutta S., Lanvin, B., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2020). Global innovation index 2020: who will finance innovation?. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2020.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2020.pdf).

150. Dutta, S., Lanvin, B., León, L. R., & Wunsch-Vincent, S. (Eds.). (2021). Global innovation index 2021: tracking innovation through the covid-19 crisis. *WIPO*. [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2021.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2021.pdf).

151. Ergun, U. (2012). Internal determinants of the stock price movements on sector basis. *International Research Journal of Finance and Economics*, 92, 111-117.

152. Fees | London Stock Exchange (AIM) | Cross-Border Listings Guide | Baker McKenzie Resource Hub. (б. д.). Home | Baker McKenzie Resource Hub. <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-handbook/europe-middle-east--africa/london-stock-exchange-aim/topics/fees>.

153. Fees | Warsaw Stock Exchange | Cross-Border Listings Guide | Baker McKenzie Resource Hub. (б. д.). | *Baker McKenzie Resource Hub*. <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-handbook/europe-middle-east--africa/warsaw-stock-exchange/topics/fees>.

154. Financial reports - IMC. (б. д.). IMC. <https://imcagro.com.ua/ua/dlya-investorov/financial-reports>.

155. Financial Reports - Kernel. (б. д.). Kernel. <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports/>

156. Financial reports. (б. д.). МНП. <https://mhp.com.ua/en/mhp-se/financial-reports>.
157. Financial reports - Ovostar Union. (б. д.). Ovostar <https://ovostar.ua/en/for-investors/reports-and-presentations/financial-reports/>.
158. Financial Results. - Astarta (б. д.). Агропромисловий холдинг "Астарта-Київ". <https://astartaholding.com/financial-results/>.
159. Foster, G. (1973). Stock Market Reaction to Estimates of Earnings per Share by Company Officials. *Journal of Accounting Research*, 11(1), 25–37.
160. Garcia, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of applied Economics*, 2(1), 29-59.
161. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2012). Determinants of equity share prices: Evidence from American firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 90(90), 176-192.
162. Ghosh, A., Roy, S., Bandyopadhyay, G., & Choudhuri, K. (2010). Share market analysis using various economical determinants to predict decision of investors. *In AIP Conference Proceedings (Vol. 1298, No. 1, pp. 529-534). American Institute of Physics*.
163. Giri, A. K., & Joshi, P. (2017). The impact of macroeconomic indicators on Indian stock prices: An empirical analysis. *Studies in Business and Economics*, 12(1), 61-78.
164. Gumus, E., & Celikay, F. (2015). R&D expenditure and economic growth: new empirical evidence. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, 9(3), 205-217.
165. Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1955). Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, 45(4), 515–538.
166. Hicks, John. (1939). Value and capital: an inquiry into some fundamental principles of economic theory. *Oxford, Oxford University Press, Ely House, London W*.
167. Hilferding R. Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development. *Routledge & Kegan Paul, London*, 1981. 466 p.

168. Ho, S. Y., & Iyke, B. N. (2017). Determinants of stock market development: a review of the literature. *Studies in Economics and Finance*, 34(1), 143-164.

169. IFRS 9, Financial instruments: Understanding the basics. <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf>.

170. Ilchuk, V., & Shpomer, T. (2017). Інноваційно-інвестиційна діяльність АПК: сучасний стан і проблеми розвитку. *Agricultural and resource economics: international scientific e-journal*, 3(1868-2017-118), 108-118.

171. Investing.com - Stock Market Quotes & Financial News. (б. д.). Investing.com. <https://www.investing.com/>.

172. Jabłoński, B., & Kika, D. (2022). The Impact of Macroeconomic Indicators on the Share Prices of Dividend Companies—A Comparative Analysis of Polish and US Issuers for the Period 2016–2020. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 22(2), 78-96.

173. Jakub, S., Viera, B., & Eva, K. (2015). Economic Value Added as a measurement tool of financial performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484-489.

174. Jasman, J., & Kasran, M. (2017). Profitability, earnings per share on stock return with size as moderation. *Trikonomika*, 16(2), 88-94.

175. Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment, interest and money. *New York, Harcourt, Brace*.

176. Kouser, R., & Azeem, M. (2011). Relationship of share price with earnings and book value of equity: paramount impact of IFRS adoption in Pakistan. *Economics and Finance Review*, 1(8), 84-92.

177. Kross, W. (1982). Profitability, earnings announcement time lags, and stock prices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9(3), 313-328.

178. Marshall, A. (1920) Principles of Economics. 8th Edition, *Macmillan, London*.

179. Miller, J. S., & Sedor, L. M. (2014). Do stock prices influence analysts' earnings forecasts?. *Behavioral Research in Accounting*, 26(1), 85-108.

180. Morton, W. A. (1970). The Investor Capitalization Theory of the Cost of Equity Capital. *Land Economics*, 46(3), 248–263.

181. Nichols, D. C., & Wahlen, J. M. (2004). How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. *Accounting Horizons*, 18(4), 263-286.

182. Nitsenko, V. S., & Havrysh, V. I. (2016). Enhancing the stability of a vertically integrated agroindustrial companies under uncertainty. *Актуальні проблеми економіки*, (10), 167-172.

183. OECD (2015). Frascati Manual 2015: Guidelines for Collecting and Reporting Data on Research and Experimental Development, *The Measurement of Scientific, Technological and Innovation Activities*, OECD Publishing, Paris. <http://www.oecd.org/publications/frascaticmanual-2015-9789264239012-en.htm>.

184. Osamwonyi, I. O., & Evbayiro-Osagie, E. I. (2012). The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria. *Journal of Economics*, 3(1), 55-63.

185. Öztürk, H., & Karabulut, T. A. (2018). The relationship between earnings-to-price, current ratio, profit margin and return: an empirical analysis on Istanbul stock exchange. *Accounting and Finance Research*, 7(1), 109-115.

186. Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important?. *Journal of financial and quantitative analysis*, 50(3), 301-323.

187. Patell, J. M. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test. *Journal of Accounting Research*, 14(2), 246–276.

188. Pavone, P. (2019). Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies. *International Journal of Academic Research Business and Social Sciences*, 9(3), 1356-1371.

189. Peiro, A. (2016). Stock prices and macroeconomic factors: Some European evidence. *International Review of Economics & Finance*, 41, 287-294.

190. Putra, I. G. S. (2021). The effect of Macro-Economic indicators on share prices in the construction Sub-Sector and building companies listed in Indonesia stock exchange 2013-2018. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(9), 107-113.
191. Sabol, A., & Sverer, F. (2017). A review of the economic value added literature and application. *UTMS Journal of Economics*, 8(1), 19-27.
192. Sadorsky, P. (2003). The macroeconomic determinants of technology stock price volatility. *Review of Financial economics*, 12(2), 191-205.
193. Sanger, C. P. (1907). Review of The Nature of Capital and Income, by I. Fisher. *The Economic Journal*, 17(65), 82–85.
194. Saputra, F. (2022). Analysis of Total Debt, Revenue and Net Profit on Stock Prices of Foods And Beverages Companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2018-2021. *Journal of Accounting and Finance Management*, 3(1), 10-20.
195. Selvam, M., Gayathri, J., Vasanth, V., Lingaraja, K., & Marxiaoli, S. (2016). Determinants of firm performance: A subjective model. *Int'l J. Soc. Sci. Stud.*, 4, 90.
196. Sharif, T., Purohit, H., & Pillai, R. (2015). Analysis of factors affecting share prices: The case of Bahrain stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(3), 207-216.
197. Sharma, S. (2011). Determinants of equity share prices in India. *Journal of Arts, Science & Commerce* 2(4), 51-60.
198. Shishany, A., Al-Omush, A., & Guermat, C. (2020). The impact of economic value added (EVA) adoption on stock performance. *Accounting*, 6(5), 687-704.
199. Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M. S. (2011). Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan. *Journal of economics and international finance*, 3(4), 217.
200. Sukesti, F., Ghozali, I., Fuad, F. U. A. D., Kharis Almasyhari, A., & Nurcahyono, N. (2021). Factors affecting the stock price: The role of firm performance. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 165-173.

201. Uteulievna, N. S., Evgenievich, G. I., & Konstantinovna, B. T. (2016). The influence of macroeconomic factors to the dynamics of stock exchange in the Republic of Kazakhstan. *Экономика региона*, 12(4), 1263-1273.
202. Vaia, G., Bisogno, M., & Tommasetti, A. (2017). Investigating the relationship between the social and economic-financial performance. *Applied Finance and Accounting*, 3(1).
203. Vătavu, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia economics and finance*, 32, 1314-1322.
204. Veblen, T. (1908). On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary Magnate. *The Quarterly Journal of Economics*, 23(1), 104–136.
205. Zakharin, S., Stoyanova-Koval, S., Kychko, I., Marhasova, V., & Shupta, I. (2021). Strategic management of the investment process in the agricultural sector (for example, agricultural enterprises and the food industry). *Journal of Optimization in Industrial Engineering*, 14(Special Issue), 185-194.
206. Zhou, J., Zhao, H., Belinga, T., & Gahe, Z. S. Y. (2015). Macroeconomic determinants of stock market development in Cameroon. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 5(1), 1-11.

## **ДОДАТКИ**



## ДОДАТОК А

Таблиця А.1

### Макроекономічні показники та ринкова вартість досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Загальна ринкова вартість, млн дол. США	Індекс споживчих цін, % до попереднього періоду	Індекс цін виробників промислової продукції, % до попереднього періоду	ВВП, млн дол. США	Темп приросту ВВП, % до відповідного періоду попереднього року	Темп приросту ВВП, % до попереднього періоду	Індекс виробництва промислової продукції, % до попереднього періоду	Індекс виробництва харчових продуктів, % до попереднього періоду	Курс валют грн за 1 дол. США	Темп приросту курсу валют грн за 1 дол. США, % до попереднього періоду	Світові ціни на нафту марки Brent, дол. США за барель	Темп приросту світових цін на нафту марки Brent, % до попереднього періоду	Доходність 10-річних казначейських облігацій США, %	Темп приросту доходності 10-річних казначейських облігацій США, % до попереднього періоду	Ціни на землю в Україні, грн за 1 га	Темп приросту цін на землю в Україні, % до попереднього періоду
2013	1	4 109,22	0,1%	0,9%	38 002	3,8%	-19,9%	-4,6%	5,6%	7,99	0,0%	112,87	2,2%	1,95	14,3%	20 635	0,0%
2013	2	3 676,17	0,1%	2,8%	44 391	2,5%	16,8%	-5,4%	-3,0%	7,99	0,0%	103,10	-8,7%	2,00	2,4%	20 635	0,0%
2013	3	3 846,42	-0,8%	-1,5%	49 794	2,8%	12,2%	-4,4%	-8,3%	7,99	0,0%	110,27	7,0%	2,71	35,7%	20 635	0,0%
2013	4	3 697,63	1,1%	-0,4%	51 124	7,8%	2,7%	-2,7%	-0,4%	7,99	0,0%	109,61	-0,6%	2,75	1,4%	20 635	0,0%
2014	1	2 748,07	3,0%	2,9%	35 784	-5,8%	-30,0%	-4,3%	-0,4%	8,86	10,8%	108,21	-1,3%	2,76	0,6%	20 635	0,0%
2014	2	3 067,99	8,3%	14,6%	32 701	-8,6%	-26,3%	-3,7%	8,4%	11,69	32,0%	110,03	1,7%	2,62	-5,1%	20 635	0,0%
2014	3	2 332,13	4,1%	7,9%	35 025	-29,7%	7,1%	-15,6%	6,1%	12,58	7,5%	102,57	-6,8%	2,50	-4,8%	20 635	0,0%
2014	4	1 930,63	7,5%	3,5%	31 006	-39,4%	-11,5%	-4,3%	4,3%	14,42	14,7%	76,57	-25,3%	2,28	-8,7%	20 635	0,0%
2015	1	2 067,41	20,3%	18,5%	17 750	-50,4%	-42,8%	-16,8%	-9,8%	21,18	46,9%	54,57	-28,7%	1,97	-13,7%	25 773	24,9%
2015	2	2 242,16	17,0%	4,2%	21 125	-35,4%	19,0%	-15,9%	-14,0%	21,62	2,1%	62,55	14,6%	2,17	10,2%	25 773	0,0%
2015	3	2 282,79	0,5%	3,7%	26 102	-25,5%	23,6%	-9,0%	-12,2%	21,72	0,5%	50,80	-23,3%	2,22	2,5%	25 773	0,0%
2015	4	2 387,31	1,4%	-2,0%	25 765	-16,9%	-1,3%	-6,9%	-9,6%	22,85	5,2%	44,18	-19,8%	2,19	-1,4%	25 773	0,0%
2016	1	2 496,76	1,5%	4,4%	17 737	-0,1%	-31,2%	3,8%	3,9%	25,67	12,3%	35,20	3,3%	1,92	-12,3%	30 928	20,0%
2016	2	2 547,11	3,4%	9,1%	21 205	0,4%	19,6%	1,1%	5,5%	25,26	-1,6%	46,98	25,3%	1,75	-8,7%	30 928	0,0%
2016	3	2 784,45	1,4%	7,2%	26 450	1,3%	24,7%	3,9%	9,5%	25,39	0,5%	47,01	-5,0%	1,56	-10,8%	30 928	0,0%
2016	4	2 672,17	5,6%	11,2%	27 925	8,4%	5,6%	6,8%	16,7%	25,89	2,0%	51,13	16,1%	2,13	36,2%	30 928	0,0%
2017	1	3 154,75	3,9%	6,4%	21 869	23,3%	-21,7%	0,6%	15,6%	27,06	4,5%	54,82	-4,3%	2,44	14,7%	30 938	0,0%
2017	2	3 167,31	3,8%	-0,3%	25 103	18,4%	14,8%	2,2%	13,8%	26,46	-2,2%	51,00	-9,5%	2,26	-7,4%	30 938	0,0%
2017	3	3 071,36	2,1%	3,8%	32 181	21,7%	28,2%	1,6%	3,0%	25,90	-2,1%	52,25	16,6%	2,24	-0,9%	30 938	0,0%
2017	4	2 960,35	3,1%	5,9%	33 069	18,4%	2,8%	0,4%	-4,0%	26,96	4,1%	61,48	15,3%	2,37	5,6%	30 938	0,0%
2018	1	3 303,37	3,5%	6,0%	25 851	18,2%	-21,8%	4,5%	-2,4%	27,32	1,3%	67,16	4,4%	2,76	16,5%	27 520	-11,0%
2018	2	2 945,06	0,8%	1,9%	30 939	23,2%	19,7%	3,8%	-3,6%	26,18	-4,2%	74,89	13,3%	2,92	5,8%	27 520	0,0%
2018	3	2 932,42	1,2%	4,2%	36 360	13,0%	17,5%	2,1%	-2,7%	27,36	4,5%	76,08	4,4%	2,93	0,2%	27 520	0,0%
2018	4	2 631,18	3,9%	1,6%	37 549	13,5%	3,3%	2,7%	2,7%	27,95	2,2%	68,32	-26,8%	3,03	3,6%	27 520	0,0%
2019	1	2 622,07	2,4%	1,0%	30 036	16,2%	-20,0%	-0,1%	4,9%	27,30	-2,3%	63,76	15,5%	2,65	-12,5%	31 017	12,7%
2019	2	2 596,61	1,2%	-2,1%	35 103	13,5%	16,9%	2,7%	6,9%	26,56	-2,7%	68,36	-5,6%	2,33	-12,1%	31 017	0,0%
2019	3	2 198,54	-0,2%	1,3%	44 028	21,1%	25,4%	1,1%	6,8%	25,26	-4,9%	62,12	-1,2%	1,80	-23,0%	31 017	0,0%
2019	4	2 349,32	0,6%	-7,6%	45 865	22,1%	4,2%	-5,2%	-3,0%	24,26	-3,9%	62,56	4,7%	1,79	-0,2%	31 017	0,0%
2020	1	1 599,06	0,7%	4,4%	34 278	14,1%	-25,3%	-4,2%	4,6%	25,04	3,2%	51,18	-48,1%	1,38	-23,2%	27 499	-11,3%
2020	2	1 853,38	1,3%	-2,5%	32 692	-6,9%	-4,6%	-10,8%	-1,8%	26,92	7,5%	33,38	20,4%	0,69	-50,1%	27 499	0,0%
2020	3	1 765,64	-0,3%	4,5%	42 498	-3,5%	30,0%	-3,5%	-1,0%	27,60	2,6%	43,43	2,6%	0,65	-5,3%	27 499	0,0%
2020	4	2 220,95	3,2%	7,8%	46 362	1,1%	9,1%	0,5%	-3,8%	28,27	2,4%	45,34	20,2%	0,86	32,8%	27 499	0,0%
2021	1	2 249,62	4,1%	15,2%	36 462	6,4%	-21,4%	-1,7%	-8,8%	27,97	-1,1%	61,13	30,6%	1,32	52,5%	27 499	0,0%
2021	2	2 496,79	2,2%	7,4%	42 851	31,1%	17,5%	7,6%	-11,6%	27,59	-1,3%	69,14	11,7%	1,59	21,0%	27 499	0,0%
2021	3	2 721,02	1,1%	8,9%	56 222	32,3%	31,2%	1,2%	-9,3%	26,91	-2,5%	73,25	1,7%	1,32	-16,9%	57 878	110,5%
2021	4	2 516,47	2,3%	20,5%	65 070	40,4%	15,7%	1,1%	6,1%	26,68	-0,9%	79,81	-0,1%	1,54	16,1%	36 272	-37,3%

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики, St. Louis Fed, даних про ринкову вартість на фондових біржах,

opendatabot.ua

## ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1

### Коефіцієнти кореляції макроекономічних показників та ринкової вартості досліджуваних агропромислових компаній за 2013-2021 рр.

	Загальна ринкова вартість, млн дол. США	Індекс споживчих цін, % до попереднього періоду	Індекс цін виробників промислової продукції, % до попереднього періоду	ВВП, млн дол. США	Темп приросту ВВП, % до відповідного періоду попереднього року	Темп приросту ВВП, % до попереднього періоду	Індекс виробництва промислової продукції, % до попереднього періоду	Індекс виробництва харчових продуктів, % до попереднього періоду	Курс валют грн за 1 дол. США	Темп приросту курсу валют грн за 1 дол. США, % до попереднього періоду	Світові ціни на нафту марки Brent, дол. США за барель	Темп приросту світових цін на нафту марки Brent, % до попереднього періоду	Дохідність 10-річних казначейських облігацій США, %	Темп приросту дохідності 10-річних казначейських облігацій США, % до попереднього періоду	Ціни на землю в Україні, грн за 1 га	Темп приросту цін на землю в Україні, % до попереднього періоду
Загальна ринкова вартість, млн дол. США	1,00															
Індекс споживчих цін, % до попереднього періоду	-0,24	1,00														
Індекс цін виробників промислової продукції, % до попереднього періоду	-0,17	0,47	1,00													
ВВП, млн дол. США	0,15	-0,45	0,01	1,00												
Темп приросту ВВП, % до відповідного періоду попереднього року	0,29	-0,62	-0,12	0,47	1,00											
Темп приросту ВВП, % до попереднього періоду	0,04	-0,34	-0,15	0,38	0,28	1,00										
Індекс виробництва промислової продукції, % до попереднього періоду	0,31	-0,50	0,03	0,15	0,81	0,24	1,00									
Індекс виробництва харчових продуктів, % до попереднього періоду	0,08	-0,14	0,07	-0,19	0,21	-0,09	0,32	1,00								
Курс валют грн за 1 дол. США	-0,49	-0,03	0,13	-0,17	0,43	0,19	0,48	0,10	1,00							
Темп приросту курсу валют грн за 1 дол. США, % до попереднього періоду	-0,19	0,69	0,45	-0,36	-0,68	-0,56	-0,49	-0,04	-0,26	1,00						
Світові ціни на нафту марки Brent, дол. США за барель	0,62	-0,07	-0,01	0,45	-0,05	-0,07	-0,17	-0,08	-0,82	0,07	1,00					
Темп приросту світових цін на нафту марки Brent, % до попереднього періоду	0,19	-0,11	0,07	0,10	0,29	0,22	0,35	-0,07	0,20	-0,33	-0,05	1,00				
Дохідність 10-річних казначейських облігацій США, %	0,53	0,11	-0,19	-0,23	-0,04	-0,15	0,05	0,08	-0,34	0,08	0,50	-0,16	1,00			
Темп приросту дохідності 10-річних казначейських облігацій США, % до попереднього періоду	0,34	0,03	0,29	0,18	0,16	-0,01	0,26	-0,15	-0,06	-0,21	0,23	0,35	0,14	1,00		
Ціни на землю в Україні, грн за 1 га	-0,17	-0,14	0,18	0,21	0,54	0,32	0,42	0,05	0,62	-0,30	-0,41	0,16	-0,33	-0,17	1,00	
Темп приросту цін на землю в Україні, % до попереднього періоду	-0,01	0,07	0,03	0,07	0,02	0,08	0,00	-0,24	0,07	0,09	-0,04	0,02	-0,13	-0,24	0,64	1,00

Джерело: складено автором.

## ДОДАТОК В

Таблиця В.1

### Показники внутрішньої ефективності діяльності компанії МНР за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Average Stock Price +1q, USD	TTM ROA	TTM ROE	TTM ROS	TTM EPS	BVPS	Debt-to- assets ratio	Current ratio	TTM EVA
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013	1	18,05	0,12	0,25	0,21	2,83	10,59	0,51	2,32	-15 382
2013	2	16,84	0,09	0,05	0,16	2,18	10,84	0,52	2,43	-80 424
2013	3	15,86	0,06	0,05	0,12	1,70	11,01	0,54	2,57	-136 873
2013	4	14,51	0,06	0,01	0,11	1,53	11,10	0,54	2,88	-155 837
2014	1	12,98	-0,09	-0,54	-0,13	-1,79	9,65	0,58	3,18	-327 442
2014	2	13,06	-0,09	0,08	-0,13	-1,86	8,37	0,61	2,63	-332 892
2014	3	10,52	-0,15	-0,06	-0,20	-2,74	6,78	0,65	2,28	-401 574
2014	4	9,28	-0,18	-0,12	-0,30	-3,90	6,04	0,67	1,93	-513 696
2015	1	11,01	-0,20	-0,69	-0,30	-3,68	5,68	0,68	1,67	-454 167
2015	2	9,61	-0,10	0,34	-0,16	-1,93	5,89	0,67	1,83	-268 692
2015	3	9,37	-0,07	0,04	-0,12	-1,40	6,30	0,66	1,92	-221 171
2015	4	8,05	-0,06	-0,14	-0,11	-1,19	5,73	0,68	1,99	-193 520
2016	1	9,00	0,05	-0,12	0,08	0,90	6,11	0,67	2,06	-12 677
2016	2	9,32	0,01	0,21	0,03	0,28	6,37	0,67	1,94	-84 699
2016	3	9,06	0,00	-0,01	0,00	-0,02	6,53	0,66	1,88	-112 821
2016	4	9,25	0,03	-0,03	0,06	0,65	6,60	0,66	1,93	-50 468
2017	1	10,16	0,10	0,09	0,17	1,87	6,78	0,65	1,95	-28 254
2017	2	10,68	0,08	0,18	0,15	1,76	6,89	0,65	2,39	-28 654
2017	3	11,32	0,11	0,05	0,20	2,28	7,17	0,63	2,99	24 976
2017	4	13,59	0,10	-0,03	0,18	2,18	7,87	0,61	3,76	13 560
2018	1	13,26	0,10	0,09	0,20	2,45	8,67	0,59	4,45	220 949
2018	2	12,49	0,08	0,09	0,15	1,97	9,44	0,57	4,22	187 654
2018	3	10,92	0,04	-0,05	0,08	1,07	9,82	0,57	3,66	84 394
2018	4	10,52	0,05	-0,01	0,08	1,20	10,09	0,58	3,34	95 126

Закінчення табл. В.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2019	1	10,77	0,02	0,03	0,04	0,68	10,10	0,61	2,64	-176 511
2019	2	9,27	0,03	0,11	0,06	1,02	10,24	0,62	2,13	-187 469
2019	3	8,79	0,07	0,07	0,14	2,48	11,62	0,61	2,16	-65 929
2019	4	6,58	0,06	-0,04	0,11	2,07	12,79	0,61	2,16	-134 387
2020	1	5,92	0,00	-0,14	0,01	0,14	13,11	0,60	2,52	-243 380
2020	2	5,45	0,00	0,08	-0,01	-0,10	13,38	0,59	3,07	-274 131
2020	3	5,84	-0,05	-0,04	-0,08	-1,54	12,49	0,60	3,12	-414 041
2020	4	5,91	-0,04	-0,02	-0,07	-1,23	11,69	0,62	3,14	-373 379
2021	1	5,33	0,01	0,00	0,02	0,39	11,75	0,61	3,20	-316 240
2021	2	6,07	0,05	0,16	0,08	1,50	12,03	0,61	3,21	-202 055
2021	3	7,55	0,09	0,09	0,16	3,29	12,91	0,60	3,28	-25 493
2021	4	5,29	0,10	0,01	0,17	3,70	14,13	0,58	3,26	-6 149

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності компанії.

## ДОДАТОК Г

Таблиця Г.1

### Показники внутрішньої ефективності діяльності компанії Kernel за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Average Stock Price +1q, USD	TTM ROA	TTM ROE	TTM ROS	TTM EPS	BVPS	Debt-to-assets ratio	Current ratio	TTM EVA
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013	1	17,04	0,05	0,11	0,05	1,71	15,44	0,49	1,64	-203 810
2013	2	15,54	0,05	0,09	0,04	1,43	15,87	0,49	1,50	-247 490
2013	3	14,38	0,02	0,03	0,02	0,56	16,14	0,48	1,54	-315 662
2013	4	10,32	0,00	0,00	0,00	-0,02	16,23	0,47	1,55	-359 021
2014	1	9,68	-0,01	-0,02	-0,01	-0,32	15,69	0,47	1,51	-265 250
2014	2	8,82	-0,05	-0,10	-0,04	-1,27	14,72	0,48	1,49	-319 175
2014	3	7,98	-0,02	-0,04	-0,02	-0,58	13,88	0,49	1,45	-242 348
2014	4	8,63	0,01	0,01	0,01	0,18	12,90	0,49	1,39	-162 749
2015	1	10,03	0,03	0,06	0,02	0,63	12,21	0,47	1,37	-79 287
2015	2	11,23	0,07	0,11	0,04	1,26	11,76	0,45	1,36	-21 833
2015	3	12,38	0,07	0,11	0,05	1,25	11,19	0,44	1,36	-18 503
2015	4	12,14	0,11	0,19	0,08	2,14	10,97	0,42	1,39	61 598
2016	1	13,48	0,16	0,27	0,12	3,18	11,23	0,41	1,46	88 556
2016	2	15,02	0,16	0,25	0,12	3,00	11,56	0,40	1,56	71 852
2016	3	15,15	0,17	0,28	0,14	3,45	11,90	0,39	1,63	104 770
2016	4	18,31	0,14	0,24	0,13	3,19	12,38	0,39	1,69	70 510
2017	1	17,83	0,11	0,18	0,10	2,46	12,82	0,39	2,15	-60 371
2017	2	16,97	0,09	0,15	0,08	2,17	13,35	0,41	2,48	-105 972
2017	3	13,53	0,07	0,12	0,06	1,67	13,61	0,42	2,98	-157 065
2017	4	14,69	0,05	0,10	0,05	1,32	13,82	0,44	3,57	-198 926
2018	1	14,13	0,02	0,04	0,02	0,59	13,90	0,46	2,93	2 926
2018	2	13,13	0,03	0,05	0,02	0,68	13,92	0,47	2,69	9 470
2018	3	13,71	0,05	0,09	0,04	1,35	14,01	0,49	2,40	64 127
2018	4	13,05	0,05	0,11	0,04	1,60	14,36	0,49	2,26	87 385

Закінчення табл. Г.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2019	1	13,04	0,07	0,13	0,05	2,11	14,79	0,49	2,22	-139 129
2019	2	12,00	0,07	0,13	0,04	2,16	15,33	0,49	2,24	-141 188
2019	3	10,91	0,05	0,11	0,04	1,93	16,27	0,50	2,24	-176 614
2019	4	11,22	0,03	0,08	0,03	1,41	17,04	0,52	2,28	-247 664
2020	1	9,83	0,02	0,06	0,02	0,92	16,98	0,54	2,34	-192 327
2020	2	10,60	0,04	0,08	0,03	1,47	17,69	0,55	2,50	-153 701
2020	3	11,75	0,08	0,18	0,07	3,53	18,00	0,55	2,81	5 112
2020	4	14,56	0,11	0,25	0,09	5,02	18,63	0,54	3,06	136 608
2021	1	14,44	0,13	0,29	0,10	5,92	19,55	0,53	2,92	106 328
2021	2	14,50	0,16	0,33	0,11	7,65	20,90	0,52	2,81	208 079
2021	3	14,79	0,15	0,31	0,11	7,82	22,46	0,50	2,71	183 723
2021	4	14,48	0,14	0,31	0,10	8,54	24,77	0,50	2,47	156 425

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності компанії.

## ДОДАТОК Д

Таблиця Д.1

### Показники внутрішньої ефективності діяльності компанії Astarta за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Average Stock Price +1q, USD	TTM ROA	TTM ROE	TTM ROS	TTM EPS	BVPS	Debt-to-assets ratio	Current ratio	TTM EVA
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013	1	17,47	0,07	0,13	0,13	2,44	18,84	0,45	2,80	-71 696
2013	2	22,36	0,06	0,11	0,12	2,26	19,40	0,45	2,86	-80 504
2013	3	21,22	0,06	0,10	0,11	2,27	19,98	0,44	2,85	-86 762
2013	4	17,98	0,03	0,05	0,06	1,09	20,83	0,44	2,58	-116 872
2014	1	14,38	-0,05	-0,10	-0,08	-1,47	19,76	0,45	2,34	-119 619
2014	2	12,07	-0,15	-0,29	-0,22	-4,45	18,47	0,46	2,18	-187 528
2014	3	5,82	-0,27	-0,55	-0,36	-7,17	16,13	0,48	2,00	-246 750
2014	4	6,66	-0,37	-0,85	-0,53	-9,15	13,45	0,51	1,88	-283 102
2015	1	6,74	-0,45	-1,33	-0,53	-8,36	11,42	0,54	1,79	-248 046
2015	2	8,62	-0,38	-0,82	-0,57	-7,72	9,87	0,56	1,66	-225 995
2015	3	8,23	-0,31	-0,68	-0,52	-6,38	8,95	0,57	1,56	-185 485
2015	4	8,42	-0,16	-0,33	-0,26	-3,57	9,00	0,56	1,57	-111 700
2016	1	11,42	-0,07	-0,14	-0,11	-1,54	10,15	0,52	1,63	-84 474
2016	2	13,32	0,03	0,06	0,05	0,80	11,24	0,48	1,71	-31 093
2016	3	12,92	0,03	0,06	0,05	0,75	12,23	0,46	1,78	-36 267
2016	4	15,75	0,11	0,18	0,17	2,80	13,34	0,43	1,91	9 368
2017	1	17,59	0,13	0,20	0,17	3,29	14,79	0,39	2,03	-12 992
2017	2	16,62	0,11	0,16	0,15	3,13	16,12	0,37	2,10	-28 219
2017	3	14,15	0,11	0,16	0,14	3,05	17,47	0,34	2,24	-39 330
2017	4	15,95	0,11	0,16	0,13	2,75	17,91	0,33	2,27	-53 965
2018	1	11,44	0,05	0,09	0,08	1,60	18,33	0,35	2,21	6 503
2018	2	8,73	0,04	0,07	0,07	1,31	18,50	0,38	2,18	-2 101
2018	3	7,48	0,01	0,01	0,01	0,19	18,14	0,41	1,81	-29 587
2018	4	6,85	-0,03	-0,05	-0,05	-0,90	18,16	0,45	1,56	-55 988

Закінчення табл. Д.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2019	1	6,59	-0,04	-0,08	-0,07	-1,30	17,87	0,47	1,40	-172 402
2019	2	6,27	-0,04	-0,07	-0,07	-1,32	17,75	0,47	1,28	-172 210
2019	3	4,36	-0,05	-0,08	-0,07	-1,58	18,27	0,47	1,29	-180 212
2019	4	4,16	0,00	0,00	0,00	-0,04	19,08	0,45	1,34	-144 742
2020	1	3,71	-0,01	-0,02	-0,02	-0,38	18,98	0,44	1,37	-127 988
2020	2	4,34	-0,04	-0,06	-0,06	-1,07	18,65	0,43	1,40	-142 817
2020	3	5,96	-0,01	-0,02	-0,02	-0,31	17,91	0,42	1,58	-119 287
2020	4	10,39	0,02	0,03	0,02	0,43	17,13	0,40	1,87	-92 234
2021	1	11,56	0,05	0,07	0,06	1,15	17,33	0,36	2,42	-111 491
2021	2	12,91	0,14	0,21	0,24	4,52	18,18	0,34	3,14	-31 911
2021	3	11,57	0,18	0,25	0,27	5,70	19,72	0,31	3,53	-10 729
2021	4	5,90	0,19	0,26	0,26	6,04	21,22	0,30	3,82	-15 248

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності компанії



## ДОДАТОК Е

Таблиця Е.1

### Показники внутрішньої ефективності діяльності компанії ІМС за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Average Stock Price +1q, USD	TTM ROA	TTM ROE	TTM ROS	TTM EPS	BVPS	Debt-to-assets ratio	Current ratio	TTM EVA
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013	1	4,28	0,08	0,15	0,21	0,60	4,09	0,43	2,38	-13 205
2013	2	4,82	0,11	0,21	0,37	1,14	4,37	0,45	1,90	1 052
2013	3	4,56	0,10	0,20	0,35	1,05	4,64	0,48	1,58	-6 570
2013	4	2,93	0,07	0,17	0,22	0,82	4,85	0,51	1,43	-16 553
2014	1	3,05	-0,19	-0,66	-0,42	-1,60	4,45	0,56	1,32	-41 449
2014	2	2,88	-0,28	-0,82	-0,53	-2,41	3,85	0,60	1,27	-53 436
2014	3	2,01	-0,39	-1,34	-0,66	-2,95	3,11	0,65	1,22	-61 342
2014	4	1,62	-0,69	-4,69	-0,92	-4,05	2,11	0,72	1,23	-135 464
2015	1	1,30	-0,71	6,63	-0,71	-2,97	1,39	0,78	1,18	-127 349
2015	2	1,29	-0,29	-1,36	-0,42	-1,74	0,97	0,83	1,18	-98 060
2015	3	1,61	-0,23	-1,25	-0,28	-1,26	0,68	0,88	1,19	-87 722
2015	4	1,57	-0,08	-0,22	-0,09	-0,42	0,94	0,83	1,19	-15 220
2016	1	1,81	0,10	0,34	0,12	0,53	1,44	0,74	1,26	8 262
2016	2	1,78	-0,04	-0,11	-0,07	-0,27	1,74	0,70	1,30	-17 256
2016	3	1,81	-0,04	-0,10	-0,06	-0,23	2,05	0,66	1,45	-16 947
2016	4	2,27	0,06	0,15	0,08	0,32	2,09	0,65	1,65	-727
2017	1	2,66	0,10	0,29	0,13	0,56	2,19	0,64	1,82	-947
2017	2	2,76	0,14	0,28	0,22	0,91	2,38	0,60	2,07	8 221
2017	3	3,31	0,15	0,31	0,24	0,96	2,56	0,56	2,10	8 497
2017	4	3,83	0,08	0,13	0,11	0,43	2,83	0,52	2,04	-10 533
2018	1	3,39	0,09	0,18	0,15	0,56	3,07	0,49	2,01	14 331
2018	2	3,29	0,05	0,09	0,10	0,39	3,35	0,46	1,91	8 346
2018	3	3,43	0,06	0,12	0,11	0,42	3,51	0,45	1,88	8 859
2018	4	3,69	0,15	0,25	0,22	0,89	3,64	0,44	1,90	24 209
2019	1	3,83	0,08	0,20	0,15	0,70	3,71	0,49	1,84	-7 827

Закінчення табл. Е.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2019	2	4,11	0,09	0,20	0,19	0,95	3,86	0,51	1,86	-3 569
2019	3	3,66	0,11	0,27	0,23	1,15	4,02	0,54	1,84	-2 038
2019	4	3,15	0,10	0,22	0,17	0,87	4,11	0,57	1,76	-15 007
2020	1	2,86	0,00	0,01	0,00	0,02	4,00	0,57	1,71	-32 892
2020	2	2,98	0,01	0,02	0,02	0,09	3,90	0,58	1,69	-30 512
2020	3	3,73	0,00	-0,01	-0,01	-0,03	3,84	0,57	1,76	-33 251
2020	4	5,66	0,03	0,05	0,05	0,23	3,88	0,56	1,89	-24 923
2021	1	6,71	0,14	0,32	0,27	1,37	4,21	0,55	2,11	1 680
2021	2	7,50	0,20	0,41	0,49	2,44	4,61	0,54	2,41	33 279
2021	3	8,07	0,21	0,44	0,58	2,77	5,15	0,53	2,79	39 120
2021	4	5,36	0,20	0,43	0,46	2,51	5,56	0,54	2,92	24 793

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності компанії.

## ДОДАТОК Ж

Таблиця Ж.1

### Показники внутрішньої ефективності діяльності компанії Ovostar Union за 2013-2021 рр.

Рік	Квартал	Average Stock Price +1q, USD	TTM ROA	TTM ROE	TTM ROS	TTM EPS	BVPS	Debt-to-assets ratio	Current ratio	TTM EVA
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013	1	26,75	0,26	0,28	0,38	5,20	18,31	0,07	4,72	1 381
2013	2	27,06	0,25	0,28	0,38	5,20	18,45	0,07	4,53	1 202
2013	3	31,69	0,22	0,26	0,38	5,20	18,94	0,09	4,52	30
2013	4	24,29	0,20	0,23	0,38	5,20	19,85	0,10	4,74	-2 353
2014	1	23,07	-0,05	-0,06	-0,08	-1,08	19,59	0,12	4,88	-27 157
2014	2	22,34	-0,10	-0,12	-0,14	-2,01	19,11	0,14	5,09	-32 673
2014	3	20,95	-0,10	-0,12	-0,16	-2,16	18,61	0,14	4,98	-33 966
2014	4	19,52	-0,53	-0,66	-0,73	-9,04	16,41	0,15	4,50	-73 931
2015	1	20,40	-0,55	-0,75	-0,62	-7,49	14,59	0,17	4,31	-59 228
2015	2	22,16	-0,28	-0,36	-0,36	-4,43	13,52	0,18	4,27	-40 371
2015	3	22,07	-0,30	-0,40	-0,41	-5,13	12,25	0,20	4,34	-41 600
2015	4	23,30	-0,07	-0,09	-0,09	-1,09	11,97	0,22	4,74	-17 893
2016	1	25,01	0,14	0,19	0,19	2,38	12,54	0,22	5,07	-111
2016	2	23,79	0,08	0,10	0,11	1,35	12,86	0,22	5,09	-6 433
2016	3	23,05	0,04	0,05	0,05	0,66	13,02	0,22	5,13	-12 344
2016	4	22,78	0,09	0,11	0,13	1,64	13,42	0,22	5,03	-7 398
2017	1	28,37	0,15	0,19	0,22	2,90	14,14	0,21	4,89	-10 322
2017	2	30,08	0,11	0,13	0,16	2,07	14,66	0,20	4,97	-14 397
2017	3	26,89	0,12	0,14	0,17	2,32	15,30	0,19	5,11	-11 432
2017	4	27,68	0,14	0,18	0,19	3,09	16,06	0,18	4,96	-9 746
2018	1	27,05	0,19	0,24	0,25	4,66	17,20	0,18	4,81	23 468
2018	2	27,16	0,20	0,24	0,24	4,94	18,52	0,17	4,81	23 687
2018	3	29,65	0,17	0,19	0,18	3,89	19,51	0,16	4,84	14 342
2018	4	28,79	0,14	0,16	0,16	3,32	20,43	0,15	4,96	13 738
2019	1	23,95	0,08	0,09	0,10	2,03	21,03	0,13	5,04	-22 913

---

Закінчення табл. Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2019	2	21,20	0,08	0,09	0,10	1,96	21,23	0,14	4,21	-23 848
2019	3	19,39	0,17	0,20	0,26	4,70	22,10	0,14	3,58	-8 183
2019	4	20,80	0,01	0,01	0,01	0,15	21,84	0,15	3,08	-35 553
2020	1	18,26	-0,19	-0,24	-0,25	-4,03	20,55	0,16	2,70	-49 934
2020	2	17,88	-0,17	-0,20	-0,23	-3,68	19,64	0,16	2,63	-46 795
2020	3	17,94	-0,30	-0,36	-0,39	-6,24	18,10	0,17	2,43	-59 711
2020	4	19,86	-0,13	-0,17	-0,18	-2,92	17,43	0,18	2,26	-38 179
2021	1	20,13	0,05	0,06	0,06	1,15	17,77	0,18	2,20	-19 931
2021	2	18,94	0,00	0,00	0,00	-0,02	17,81	0,20	2,10	-27 820
2021	3	17,41	0,06	0,07	0,07	1,42	18,20	0,20	2,15	-21 130
2021	4	13,55	0,04	0,05	0,04	0,92	18,43	0,21	2,16	-25 717

Джерело: розраховано автором на основі публічної фінансової звітності компанії.

## ДОДАТОК И

Таблиця И.1

**Показники глобального індексу інновацій, ВВП на душу населення та нафтової ренти в структурі ВВП країн світу в 2021 р.**

Країна	Глобальний індекс інновацій	ВВП на душу населення, дол. США	Нафтова рента в структурі ВВП, %
1	2	3	4
Швейцарія	65,5	91 992	0,00
Швеція	63,1	61 143	0,03
США	61,3	70 219	0,61
Велика Британія	59,8	46 586	0,42
Республіка Корея	59,3	34 998	0,03
Нідерланди	58,6	57 708	0,02
Фінляндія	58,4	53 490	0,05
Сінгапур	57,8	77 710	0,00
Данія	57,3	68 008	0,27
Німеччина	57,3	51 204	0,01
Франція	55	43 659	0,01
Китай	54,8	12 618	0,31
Японія	54,5	39 827	0,00
Гонг-Конг	53,7	49 765	0,00
Ізраїль	53,4	52 167	0,01
Канада	53,1	52 359	2,83
Ісландія	51,8	68 594	0,00
Австрія	50,9	53 638	0,04
Ірландія	50,7	100 172	0,00
Норвегія	50,4	90 655	6,06
Естонія	49,9	27 944	0,96
Бельгія	49,2	51 268	0,03
Люксембург	49	133 590	0,00
Чехія	49	26 823	0,01
Австралія	48,3	60 445	0,26
Нова Зеландія	47,5	49 996	0,10
Мальта	47,1	34 218	0,00
Кіпр	46,7	31 552	0,00
Італія	45,7	35 770	0,08
Іспанія	45,4	30 104	0,00
Португалія	44,2	24 598	0,05
Словенія	44,1	29 291	0,00
ОАЕ	43	44 316	15,67
Угорщина	42,7	18 772	0,18
Болгарія	42,4	12 222	0,02
Малайзія	41,9	11 109	1,85
Словаччина	40,2	21 783	0,00
Латвія	40	21 080	0,07
Литва	39,9	23 713	0,02
Польща	39,9	18 000	0,04

## Продовження табл. И.1

1	2	3	4
Туреччина	38,3	9 661	0,14
Хорватія	37,3	17 748	0,28
Таїланд	37,2	7 061	0,48
В'єтнам	37	3 756	0,67
РФ	36,6	12 593	9,67
Індія	36,4	2 238	0,33
Греція	36,3	20 193	0,01
Румунія	35,6	14 927	0,38
Україна	35,6	4 828	0,28
Чорногорія	35,4	9 466	0,00
Філіпіни	35,3	3 461	0,03
Мавританія	35,2	2 166	0,00
Чилі	35,1	16 247	0,01
Сербія	35	9 230	0,42
Мексика	34,5	10 046	2,07
Коста-Ріка	34,5	12 537	0,01
Бразилія	34,2	7 697	2,60
Монголія	34,2	4 566	1,50
Північна Македонія	34,1	6 695	0,00
Іран	32,9	4 084	18,27
Південна Африка	32,7	7 055	0,40
Білорусь	32,6	7 490	0,81
Грузія	32,4	5 023	0,03
Молдова	32,3	5 236	0,01
Уругвай	32,2	17 924	0,01
Саудівська Аравія	31,8	24 161	23,69
Колумбія	31,7	6 183	3,42
Катар	31,5	66 838	15,28
Вірменія	31,4	4 967	0,00
Перу	31,2	6 635	0,25
Туніс	30,7	3 807	1,55
Кувейт	29,9	32 187	0,00
Аргентина	29,8	10 636	1,54
Ямайка	29,6	5 184	0,29
Боснія і Герцеговина	29,6	7 230	0,00
Оман	29,4	19 509	23,54
Марокко	29,3	3 795	0,00
Бахрейн	28,8	26 860	10,94
Казахстан	28,6	10 374	14,84
Азейбарджан	28,4	5 408	20,98
Йорданія	28,3	4 047	0,01
Бруней	28,2	31 449	10,37
Панама	28	15 491	0,00
Албанія	28	6 377	1,04
Кенія	27,5	2 070	0,00
Узбекистан	27,4	1 993	0,87
Індонезія	27,1	4 334	0,77
Парагвай	26,4	5 959	0,07

## Закінчення табл. И.1

1	2	3	4
Кабо Верде	25,7	3 558	0,00
Танзанія	25,6	1 146	0,00
Еквадор	25,4	5 965	6,40
Ліван	25,1	4 136	0,00
Домінікана	25,1	8 477	0,00
Єгипет	25,1	3 887	2,99
Шрі-Ланка	25,1	3 994	0,00
Ель Сальвадор	25	4 664	0,00
Тринідад і Тобаго	24,8	16 033	2,71
Киргизстан	24,5	1 306	0,08
Пакистан	24,4	1 505	0,38
Намібія	24,3	4 919	0,00
Гватемала	24,1	5 029	0,12
Руанда	23,9	821	0,00
Таджикистан	23,9	917	0,29
Болівія	23,4	3 345	1,26
Сенегал	23,3	1 634	0,00
Ботсвана	22,9	7 239	0,00
Малаві	22,9	634	0,00
Гондурас	22,8	2 772	0,00
Камбоджа	22,8	1 625	0,04
Мадагаскар	22,5	503	0,08
Непал	22,5	1 229	0,00
Гана	22,3	2 411	4,06
Зімбабве	21,9	1 774	0,05
Кот-д-Івуар	21	2 613	0,70
Буркіна Фасо	20,5	893	0,00
Бангладеш	20,2	2 458	0,03
Лаос	20,2	2 536	0,00
Нігерія	20,1	2 066	6,25
Уганда	20	883	0,00
Алжир	19,9	3 700	14,46
Замбія	19,8	1 137	0,00
Мозамбік	19,7	492	0,08
Камерун	19,7	1 667	2,36
Малі	19,5	882	0,00
Того	19,3	964	0,00
Ефіопія	18,6	925	0,00
М'янма	18,4	1 211	0,06
Бенін	18	1 361	0,00
Нігер	17,8	591	0,62
Гвінея	16,7	1 189	0,00
Ємен	15,4	604	0,00
Ангола	15	1 904	28,27

Джерело: складено автором за [120] та даними <https://data.worldbank.org>.

## ДОДАТОК К

### СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

#### Статті у наукових фахових виданнях України

1. Воробей Р. Є. Theoretical approaches to the determination of the economic categories "capital" and "capitalization". *Економіка та суспільство*. 2022. № 45. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-45-64>. (0,7 друк. арк.)
2. Воробей Р. Є. Agro-industrial companies' capital cost and structure. *Причорноморські економічні студії*. 2023. № 81. С. 91-98. DOI: <https://doi.org/10.32782/bses.81-16>. (0,9 друк. арк.)
3. Воробей Р. Є. Оптимізація структури капіталу агропромислових компаній. *Агросвіт*. 2023. № 18. С. 116-122. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6792.2023.18.116>. (0,8 друк. арк.)

#### Стаття у науковому виданні, включеному до міжнародних наукометричних баз даних Scopus та/або Web of Science Core Collection

4. Vorobei R. Determinants of ukrainian agro industrial companies' stock price movements. *Intelektinè ekonomika*. 2022. № 16.1. Pp. 24-40. DOI: <https://doi.org/10.13165/IE-21-15-2-02>. (1,9 друк. арк.)

#### Тези наукових доповідей

5. Воробей Р. Є. Теоретичні підходи до визначення поняття «капіталізація». *Фінансові механізми сталого розвитку України в умовах сучасних викликів: тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (м. Київ, НУБіП України, 18 березня 2021 року)*. Київ : ЦП «КОМПРИНТ», 2021. С. 259-261. (0,2 друк. арк.)
6. Воробей Р. Є. Методи оцінки ринкової вартості компаній. *Вдосконалення фінансово-кредитного механізму забезпечення інноваційного розвитку аграрного сектору економіки та сільських територій : збірник тез Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (м. Дубляни, 20 травня 2021)*. Дубляни, 2021. С. 61-64. (0,2 друк. арк.)



7. Воробей Р. Є. Динаміка структури капіталу агропромислових компаній. *Аграрна політика України в умовах глобальних викликів*: тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, НУБіП України, 23-24 вересня 2021 року). Київ: Редакційно-видавничий відділ НУБіП України, 2021. С. 121-123. (0,2 друк. арк.)

8. Vorobei R. Assessment of ukrainian agro-industrial companies' financial stability. *Ukraine, Bulgaria, EU: Economic and Social Development Trends*: VI International Scientific and Practical Conference. Burgas, Bulgaria, 2022. Pp. 108-112. (0,3 друк. арк.)

## ДОДАТОК Л

## Довідка

Видана аспіранту кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України Воробею Руслану Євгенійовичу про те, що підготовлена ним дисертаційна робота “Капіталізація агропромислових компаній в умовах глобалізації” безпосередньо пов’язана з науковою темою: “Інвестиційне забезпечення розвитку аграрного сектору економіки України” (номер державної реєстрації 0116U001877). Матеріали досліджень аспіранта Воробея Руслана Євгенійовича були використані при підготовці окремих розділів, звітів про науково-дослідну роботу (проміжних), науково-практичних рекомендацій щодо наукового обґрунтування процедури оцінки фінансової стійкості аграрних підприємств в контексті підвищення рівня їх капіталізації на основі визначення оптимальної сукупності досліджуваних показників.

Керівник  
д.е.н., професор



Давиденко Н.М

Підпис Давиденко Н.М. зовнішню.  
 Декан економічного факультету  
 ЖУБІЛ України А. Діброва



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І  
НАУКИ УКРАЇНИ



MINISTRY OF EDUCATION AND  
SCIENCE OF UKRAINE

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
«ЧЕРНІГІВСЬКА ПОЛІТЕХНІКА»

тел. +38(0462) 665-103;  
факс +38(0462) 665-105  
E-mail: cstn@stu.cn.ua  
www.stu.cn.ua  
Код ЄДРПОУ 05460798

CHERNIHIV POLYTECHNIC  
NATIONAL UNIVERSITY

вул. Шевченка, 95, Чернігів, 14035,  
Україна

95, Shevchenko str., Chernihiv, 14035,  
Ukraine

*22.04.2024 № 501/22-221/BC*

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
**Воробця Руслана Євгенійовича на тему:**  
**«Управління капіталізацією агропромислових компаній»**

Основні теоретичні та методичні положення і висновки щодо забезпечення ефективності управління капіталізацією агропромислових компаній, що розроблені в рамках підготовки дисертації Воробця Руслана Євгенійовича з метою отримання ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» використані у навчальному процесі кафедри фінансів, банківської справи та страхування Національного університету «Чернігівська політехніка» при розробці методичних матеріалів, а також під час проведення лекційних та практичних занять з таких навчальних дисциплін: «Фінанси підприємств», «Фінансовий менеджмент».



Ректор

Олег НОВОМЛИНЕЦЬ

**Спеціалізованій вченій раді  
із захисту дисертацій**

**ДОВІДКА**

про використання теоретичних і прикладних результатів  
дисертаційного дослідження Воробєя Руслана Євгенійовича

Видана Воробєю Руслану Євгенійовичу про те, що обґрунтований ним алгоритм забезпечення оптимальної структури капіталу агропромислових компаній має практичне значення. Зокрема у роботі Управління фіскальних ризиків Міністерства фінансів України використані напрацювання дисертанта в частині оцінювання фіскальних ризиків, пов'язаних з діяльністю суб'єктів господарювання державного сектору економіки.

Довідка видана без фінансових, майнових та інших зобов'язань перед автором.

**Начальник Управління  
фіскальних ризиків**

**Андрій САВЕНКО**



ДОКУМЕНТ СЕД Мінфін АСКОД

Сертифікат 3FAA9288358EC003040000002B842800E744C000

Підписувач Савенко Андрій Миколайович

Дійсний з 22.08.2023 12:36:14 по 22.08.2025 12:36:14

Міністерство фінансів України



24020-18/В-1743/2045 від 08.11.2023

УКРАЇНСЬКА АСОЦІАЦІЯ  
ІНВЕСТИЦІЙНОГО БІЗНЕСУ  
Саморегульована організація



THE UKRAINIAN ASSOCIATION  
OF INVESTMENT BUSINESS  
Self-regulation organization

вул. Предславинська, 28  
03150, м. Київ, Україна  
Телефон/факс: (044) 528-72-66, 528-72-70  
E-mail: office@uaib.com.ua

28 Predslavinska Str.  
03150 Kyiv, Ukraine  
Phone/fax: 528-72-66, 528-72-70  
E-mail: office@uaib.com.ua

Вих. № 147  
від 17.11.2023р.

Спеціалізованій вченій раді  
із захисту дисертацій

### ДОВІДКА

про використання теоретико-прикладних результатів  
дисертаційного дослідження

Капіталізація – складне та багатогранне явище, яке нерозривно пов'язане з вартістю. При цьому зміни ринкової вартості компаній залежать від великої кількості факторів.

Результати досліджень Воробєя Р. Є. щодо уточнення визначення поняття «капіталізація», а також встановлений на основі кореляційно-регресійного аналізу вплив на ринкову вартість агропромислових компаній таких факторів, як індекс промислового виробництва та світові ціни на нафту марки Brent були розглянуті керівництвом Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу та визнані такими, що мають практичне значення. В результаті впровадження очікується підвищення ефективності планування економічних показників, пов'язаних з ринковою вартістю агропромислових компаній.

Довідка видана без фінансових, майнових та інших зобов'язань перед автором.

Генеральний директор УАІБ



А.Рибальченко



ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ  
«ЧЕРНІГІВСЬКА ІНДУСТРІАЛЬНА МОЛОЧНА КОМПАНІЯ»

ЧМ 01-06-663  
від 13.12.2023

Спеціалізованій вченій раді  
із захисту дисертації

**ДОВІДКА**  
**про використання теоретичних і прикладних результатів**  
**дисертаційного дослідження на тему:**  
**Управління капіталізацією агропромислових компаній**

Видана Воробєю Руслану Євгенійовичу, здобувачу ступеня доктора філософії, про те, що результати його теоретичних та прикладних досліджень були розглянуті керівництвом ТОВ «Чернігівська індустріальна молочна компанія» та визнані такими, що мають практичне значення та можуть бути рекомендованими до впровадження.

Зокрема, у роботі компанії будуть використані елементи обґрунтованого ним зв'язку ринкової вартості агропромислових компаній з мікро- та макроекономічними показниками.

Довідка видана без фінансових, майнових та інших зобов'язань перед автором.

Генеральний директор  
ТОВ «Чернігівська індустріальна  
молочна компанія»



Крючков І.П.

КОНСТРАКШН МАШИНЕРІ



КОНСТРАКШН МАШИНЕРІ ТОВ  
04086 Україна, Київ  
вул. Петропавлівська, 54 А  
Тел.: +38 044 468 11 10  
Факс: +38 044 468 44 97  
klev@cml.ua  
www.cml.ua

*№ 8 від 27.01.2024 р.*

Спеціалізованій вченій раді  
із захисту дисертацій

### ДОВІДКА

про використання теоретичних і прикладних результатів  
дисертаційного дослідження

Вартість акцій агропромислових компаній значною мірою залежить від економічного середовища та результатів власної діяльності.

Результати досліджень Воробєя Руслана Євгенійовича щодо впливу ВВП, курсу валют та прибутковості діяльності на ринкову вартість компаній були розглянуті керівництвом ТОВ «КОНСТРАКШН МАШИНЕРІ» та визнані такими, що мають практичне значення та будуть використані у фінансовому плануванні.

Довідка видана без фінансових, майнових та інших зобов'язань перед автором.

Директор  
ТОВ «КОНСТРАКШН МАШИНЕРІ»



Нонсв К.Т.