

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНА УСТАНОВА
«ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НАН УКРАЇНИ»

**ФІНАНСИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО
СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

КОЛЕКТИВНА МОНОГРАФІЯ

За редакцією д-ра екон. наук В.В. Зимовця

Київ – 2019

УДК 658.14:334.78(477

Ф 59

Автори:

Зимовець В.В. (вступ, післямова, розділ 1), Даниленко А.І. (розділ 2), Терещенко О.О. (розділ 3), Корнилюк А.В. (розділ 4), Єршова Г.В. (розділ 5), Іванов Ю.Б. (розділ 6), Кошик О.М. (розділ 7), Гаркавенко В.І. (розділ 8), Федоренко А.В. (розділ 9), Брус С.І. (розділ 9).

Рецензенти:

д.е.н., чл.-кор. НАН України С.О. Кораблін (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

д.е.н., проф., академік НААН України Б.Й. Пасхавер (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

д.е.н., проф. В.М. Опарін (Київський національний економічний університет ім. В.Гетьмана – Київ);

д.е.н., проф. Н.М. Шелудько (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

д.е.н., с.н.с. Ю.В. Кіндзерський (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ)

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» від 8 лютого 2019 р. №10

Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України : колективна монографія /
Ф Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. ; за ред. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ
59 «Інститут економіки та прогнозування НАН України». – Електрон. дані. – К., 2019. – 306 с. –
Режим доступу : <http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf>

ISBN 978-966-02-8988-8 (електронне видання)

У монографії визначено фактори і закономірності розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України. Виокремлено специфіку та ключові диспропорції у фінансах підприємств, інвестиційній діяльності та банківському кредитуванні на рівні сектора нефінансових корпорацій загалом та у розрізі видів економічної діяльності. Ідентифіковано особливості моделей фінансування бізнесу великими, середніми та малими підприємствами. Розроблено практичні підходи до оцінки фінансових ризиків підприємств в Україні. Визначено ключові диспропорції у фінансах сектора нефінансових корпорацій на мікрорівні на основі фінансових звітів репрезентативної вибірки підприємств за період 2006–2018 рр. Розроблено теоретико-методологічний підхід до оцінки впливу податкової конкуренції на фінанси підприємств. Визначено вплив процесів приватизації та концентрації капіталу на фінанси підприємств. Проаналізовано вплив макрофінансових чинників, боргової політики уряду та монетарної політики НБУ на фінанси підприємств. Досліджено тенденції інвестиційного потенціалу небанківських фінансових інститутів в Україні та визначено ключові особливості фінансових відносин підприємств із фондовим ринком. Визначено причини скорочення виробництва в Україні та роль держави у фінансовому забезпеченні точок зростання. Монографія буде корисною для наукових співробітників, державних службовців, викладачів, аспірантів, студентів ВНЗ, які цікавляться проблематикою розвитку корпоративних фінансів в Україні.

УДК 658.14:334.78(477

ISBN 978-966-02-8988-8
(електронне видання)

© Національна академія наук України,
2019
© ДУ "Інститут економіки та
прогнозування НАН
України", 2019

Зміст

Вступ.....	5
Розділ 1. Фінансова модель ведення бізнесу в корпоративному секторі економіки України: макрофінансові та інституційні чинники.....	13
1.1. Фінанси підприємств корпоративного сектора: теоретико-методологічні підходи до визначення та оцінювання	13
1.2. Вплив макрофінансових чинників на моделі фінансування бізнесу	23
1.3. Інституційні чинники розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора	35
1.4. Вплив розміру підприємства на моделі фінансування бізнесу.....	42
1.5. Викривлена модель фінансування інвестицій підприємств корпоративного сектора України.....	49
Розділ 2. Фактори використання основних фондів в Україні та фінансові аспекти стимулювання випуску конкурентоспроможної продукції.....	56
2.1. Основні фактори скорочення виробництва в Україні	56
2.2. Вплив приватної власності корпоративних підприємств на інвестиційні вкладення та випуск конкурентоспроможної продукції	67
2.3. Інвестиційні проекти та їх роль у перспективі розвитку економіки України.....	82
2.4. Фінансові ресурси інвестиційної діяльності: стан та перспективи розвитку	100
2.5. Оціночні показники діяльності підприємств та стимулювання їх зростання	113
Розділ 3. Фінансові ризики підприємств корпоративного сектора економіки України: оцінка та управління	122
3.1. Сучасні теоретичні підходи до оцінки фінансових ризиків підприємств корпоративного сектора	122
3.2. Практика оцінювання фінансових ризиків та ціни капіталу	128
3.3. Джерела генерування премії за ризики інвестування в українські підприємства	141
Розділ 4. Системні диспропорції у фінансах підприємств корпоративного сектора економіки України	122
4.1. Структура капіталу підприємств: ключові чинники.....	146
4.2. Диспропорції структури капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України: секторальний рівень	149
4.3. Балансова і ринкова вартість власного капіталу підприємств.	162
Розділ 5. Капітальні інвестиції підприємств корпоративного сектора економіки України: структура і джерела фінансування	166
5.1. Капітальні інвестиції підприємств корпоративного сектора: джерела фінансування.....	166
5.2. Шляхи активізації інвестиційної діяльності корпоративного сектора: роль держави	183

Розділ 6. Вплив податкової конкуренції на фінанси підприємств корпоративного сектора.....	196
6.1. Податкова конкуренція: загальнотеоретичні підходи	196
6.2. Вплив податкової конкуренції на розвиток фінансових відносин та нагромадження капіталу підприємствами корпоративного сектора.....	201
6.3 Протидія недобросовісній податковій конкуренції	210
Розділ 7. Вплив концентрації капіталу на фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України	214
7.1. Передумови та тенденції концентрації приватного капіталу та формування фінансово-промислових груп в Україні	214
7.2. Вплив ФПГ на фінансову систему України та фінанси підприємств корпоративного сектора.....	223
Розділ 8. Фінансові відносини підприємств сектора нефінансових корпорацій з банками: системні вади та диспропорції	231
8.1. Галузеві диспропорції у структурі банківського кредитування підприємств корпоративного сектора.....	231
8.2. Вплив грошово-кредитної політики НБУ та боргової політики уряду на діяльність банківського сектора.....	251
Розділ 9. Фінансові відносини підприємств корпоративного сектора з фондовим ринком: інституційні особливості та ресурсні обмеження	271
9.1. Джерела фінансування корпоративного сектора економіки: інвестиційні ресурси фінансових ринків	271
9.2. Інвестиційні ресурси інститутів спільного інвестування.....	273
9.3. Оцінка інвестиційних ресурсів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів	276
9.4. Перспективи залучення додаткових джерел фінансування на інвестиційні цілі.....	280
Післямова	283
Додатки.....	291

Вступ

Корпоративний сектор є первинним донором фінансових ресурсів для секторів публічних та особистих фінансів, адже саме у цьому секторі створюється 90% доходів у процесі виробництва ринкових товарів та послуг. З іншого боку, саме підприємства корпоративного сектора є реципієнтами капіталу, який залучається на ринкових та неринкових засадах у інших секторів. Отже, на фінансах підприємств корпоративного сектора замикається коло кругообігу заощаджень та інвестицій в економіці. Агреговані показники боргової залежності сектора нефінансових корпорацій (співвідношення боргів і власних коштів у фінансуванні бізнесу) та форми нагромадження капіталу, які застосовуються, впливають на ключові параметри фінансової системи – попит на гроші, швидкість їх обігу, процентні ставки та стан публічних фінансів.

Упродовж останніх десяти років науковий інтерес до проблемних питань у сфері фінансів підприємств корпоративного сектора зростає. Після фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. сформувались тенденції до переформатування моделей фінансування бізнесу, серед яких – скорочення банківського кредитування¹ та поширення схем прямого фінансування бізнесу (B2B). У багатьох країнах нерозв’язаною після зазначеної вище кризи залишається проблема відновлення кредитування підприємств, що актуалізувало науковий пошук у сфері доступу підприємств до зовнішнього фінансування². Реакцією бізнесу на зростання існуючих та появу нових ризиків, насамперед у сфері кібербезпеки фінансів, на тлі різкого посилення регуляторних вимог до позичальників та емітентів, став пошук нових моделей фінансування. Тому в останні роки не випадково зростає зацікавленість науковців до питань закономірностей розвитку фінансів корпоративного сектора, моделей фінансування бізнесу (структури капіталу нефінансових корпорацій) та вивчення процесів трансформацій у сфері корпоративних фінансів.

Порівняно із фінансами підприємств розвинених країн фінанси

¹ Abildgren K., Moselund Jensen C. et al Corporate Capital Structure and Access to Finance. *Danmarks National bank Monetary Review*. 2014. 4-th quarter. URL: https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2015/01/Corporate%20Capital_Mon4-2014.pdf

² Aldasoro I., Unger R. External financing and economic activity in the euro area – why are bank loans special? *BIS Working Papers*. March 2017. № 622-24. URL: <https://www.bis.org/publ/work622.pdf>

підприємств у країнах з ринками, що формуються, мають свою специфіку. Для них властиві широке використання готівки як інструменту заощаджень і платежів та слабкість відносин із фінансовими ринками. Зазначені особливості фінансів підприємств на ринках, що формуються, досліджувались у роботах В. Ахар'ї, С. Чекетті, Х. де Грегоріо³, Х. Шена, Х. Коу, Х. Жангі⁴, Л. Альфаро⁵ та багатьох інших. Серед ключових проблем фінансування бізнесу у таких країнах виокремлюється нераціональна структура капіталу та зростаюча обтяженість боргами, особливо в іноземній валюті. Надмірно високий рівень боргової залежності бізнесу у таких країнах не завжди засвідчує нестачу власного капіталу і низький рівень інвестиційної активності. Такий стан може також означати, що бізнес надає перевагу тіньовим формам акумуляції грошового капіталу (готівковій іноземній валюті та рахункам у офшорах) та їх подальшому інвестуванню у виробництво. Застосування таких моделей фінансування бізнесу значно ускладнює розуміння явищ і процесів, адже реальний фінансовий стан підприємств приховується, а фінансова інформація – як окремих підприємств, так і агрегована статистичними органами – дає спотворене уявлення про дійсні параметри фінансування бізнесу – капіталу і боргу.

У вітчизняній економічній науці досліджувались окремі проблеми фінансів підприємств корпоративного сектора, зокрема впливу макроекономічних факторів та оподаткування на фінансовий стан підприємств, хронічної збитковості бізнесу та її причин, ефективності державної підтримки підприємств, фінансових аспектів процесів приватизації та ін. У колективних монографіях під редакцією А. Даниленка⁶⁷, роботах В.Зимовця та

³ Acharya V., Cecchetti S., De Gregorio J. et al. Corporate debt in emerging economies: A threat to financial stability. Brookings. 17.09.2015. URL: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/CIEPR2015toWeb.pdf>

⁴ Shen H., Kou H., Zhang C. An Empirical Study of Financial Development, Financing Constraints and Corporate Investment. *China Industrial Economics*, 2016. № 6. URL: http://en.cnki.com.cn/Article_en/CJFDTOTAL-GGYY201006007.htm

⁵ Alfaro Laura, Gonzalo Asis, Anusha Chari, Ugo Panizza Lessons Unlearned? Corporate Debt in Emerging Markets. *NBER Working Paper*. 2017. No. 23407. URL: <https://www.nber.org/papers/w23407.pdf>

⁶ Даниленко А., Зимовець В., Кошик О. Державна політика стабілізації фінансів підприємств. Київ: Ін-т екон. та прогнозув., 2011. 452 с.

⁷ Вплив кризи на фінанси реального сектора економіки України та шляхи їх оздоровлення / НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прог. НАН України". Київ, 2014. 520 с.

О.Терещенка⁸, Н. Давиденко⁹, Л. Селіверстової¹⁰, С. Єгоричевої та Т.Гудзь¹¹, В. Федосова, А.Крисоватого та Н.Рязанової¹², М. Стецька¹³ та ін. розроблено підходи щодо оцінювання ролі фінансів підприємств корпоративного сектора в економіці, їх місця у фінансовій системі країни, впливу монетарної та фіскальної політики на тенденції у фінансах підприємств.

Держава має лише загальне, поверхнєве уявлення про процеси у фінансах підприємств в Україні. Цілком закономірно відмовившись від адміністративного регулювання у цій сфері у ході ринкової трансформації економіки, у результаті держава взагалі втратила контроль за тенденціями у фінансах бізнесу. Натепер в Україні гостро бракує системи моніторингу у сфері фінансів підприємств, яка б дозволяла завчасно виявляти негативні тенденції, визначати причини їх виникнення та обирати релевантний інструментарій державної фінансової політики для усунення диспропорцій. Ідеться про оцінювання впливу макрофінансових та інституціональних чинників на фінанси підприємств корпоративного сектора економіки, виявлення факторів, що спричиняють диспропорції у структурі капіталу сектора нефінансових корпорацій на агрегованому рівні, у розрізі видів економічної діяльності та груп підприємств (за ознакою розміру, організаційно-правової форми, структури власників).

Формування моделей фінансування бізнесу в Україні відбувалось у складних умовах інституціональної трансформації та змін форм власності. Фінанси підприємств корпоративного сектора є вразливими до кризових процесів в економіці та інституційних прогалин, що особливо актуально в Україні, з її макрофінансовою нестабільністю, високим рівнем корупції та

⁸ Зимовець В., Терещенко О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. № 9. С. 79.

⁹ Давиденко Н. Вплив фінансової системи на фінансове забезпечення підприємств. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. № 9. С. 76–80.

¹⁰ Селіверстова Л. Місце фінансів корпорацій у фінансовій системі України. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 2. С. 84–90. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2013_2_11

¹¹ Єгоричева С., Гудзь Т. Вплив механізму монетарної трансмісії на фінансовий стан підприємств. *Фінанси України*. 2013. № 8. С. 62–72.

¹² Крисоватий А.І., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки. *Фінанси України*. 2013. № 9. С. 7–27. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2013_9_3

¹³ Стецько М. Функціональні зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів. *Світ фінансів*. 2016. № 4. С. 95–107; Стецько М. Активізація ринку капіталів у фінансуванні реального сектору економіки. *Облік і фінанси*. 2017. № 2. С. 107–115.

незахищеністю бізнесу від адміністративного свавілля бюрократизованої державної машини. Нестабільна макроекономічна ситуація в Україні, декапіталізація у фінансовому секторі та непослідовні заходи стосовно очищення банківської системи упродовж 2014–2016 рр. значно погіршили умови фінансування бізнесу в Україні. Прорахунки НБУ у грошово-кредитній і валютно-курсовій політиці, боргова політика уряду, особливо після 2014 р., попри наявність ресурсів, призвели до згорання кредитування підприємств. Упродовж останніх років відбувається прогресуюча автономізація фінансів бізнесу, проявом якої є стрімке зниження частки банківського кредитування у фінансуванні продуктивного капіталу в Україні.

В умовах недостатності у підприємств власного капіталу та згорання банківського кредитування постає завдання пошуку додаткових джерел фінансування, які, наразі, незадіяні внаслідок відсутності правових передумов щодо їх залучення або економічних, передусім податкових, стимулів для потенційних інвесторів – власників таких ресурсів. Дотепер застосування інструментів державної фінансової політики для підтримки окремих підприємств в Україні не мало системного характеру і здійснювалося на основі окремих законів та нормативних актів, що не сприяло реалізації капіталу в перспективні види економічної діяльності. Тому постає двоєдине завдання: по-перше, відшукати такі джерела, по-друге, створити передумови та задіяти стимули до їх залучення у виробництво. У цьому контексті потребує перегляду також бачення ролі держави у фінансовій підтримці бізнесу зі зміщенням її вектора на потенційно життєздатні сегменти і точки зростання.

Наукове розроблення зазначених завдань дасть змогу пояснити вибір бізнесом в Україні моделей фінансування, виокремити типові стилізовані факти та удосконалити існуючий інструментарій ідентифікації та упередження диспропорцій у фінансах підприємств. Основним науковим завданням авторів монографії стало визначення факторів і закономірностей розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора з урахуванням впливу фіскальних, монетарних та інституційних чинників, властивих економіці України і виокремлення на цій основі специфічних проблем та існуючих дисбалансів у фінансах підприємств.

Актуальні методи і підходи до дослідження тенденцій у фінансах підприємств, які застосовуються у наукових працях, узагальнено у розділі 1. Визначено ключові параметри та коефіцієнти, а також розроблено методичний підхід до поетапного дослідження зазначених тенденцій в Україні за методом «зверху–вниз». Відповідно до запропонованого підходу спочатку аналізуються тенденції фінансування бізнесу в Україні загалом, на агрегованому рівні, у взаємозв’язку з макрофінансовими та інституціональними чинниками. Зокрема, досліджується вплив боргової залежності держави на доступ бізнесу до фінансування («ефект витіснення») та причини усталення в Україні викривленої моделі фінансування бізнесу, проявами якої є аномально високий рівень боргової залежності, зниження частки банківських кредитів у структурі боргу та зростання частки інших зобов’язань («нефінансового боргу») за відносно сталих термінів погашення кредиторської заборгованості за товари, роботи і послуги. На наступних етапах детально аналізуються тенденції фінансування бізнесу у секторальному та груповому розрізі, а також у межах легальних та офшорно-тіньових ФПГ, на основі декомпозиції агрегованих фінансових показників підприємств сектора нефінансових корпорацій.

Важливим етапом дослідження є ретроспективний огляд тенденцій розвитку фінансів підприємств сектора нефінансових корпорацій в Україні в 1990–2019 рр., який включає аналіз багатьох типових кейсів (розділ 2). Розгляд конкретних прикладів дає змогу краще зрозуміти історичні передумови формування моделей фінансування бізнесу в Україні, основним серед яких був трансформаційний спад обсягів виробництва. Негативні структурні зрушення в економіці, проявами яких є занепад окремих видів діяльності в Україні та неконкурентоспроможність виробництв, розглядаються у взаємозв’язку із глибокими диспропорціями у фінансах підприємств корпоративного сектора. З урахуванням кращих світових практик пропонуються нові, орієнтовані на розвиток експорту, підходи та інструменти для розв’язання нагальних проблем фінансування потенційно життєздатних бізнесів в Україні.

Ключовим параметром фінансових відносин підприємств у ринковій економіці є ризики, які впливають на вартість і структуру капіталу. У розділі 3

узагальнено сучасні теоретичні підходи до оцінювання фінансових ризиків підприємств на ринках, що формуються. Розглянуто можливості їх імплементації у практику управління фінансами підприємств в Україні, зокрема для обчислення умовних витрат на власний капітал. Обґрунтовано методи оцінювання впливу фінансових ризиків на вартість власного капіталу підприємств, які передбачають врахування фактора розміру підприємства. Встановлено, що рівень фактичної прибутковості власного капіталу підприємств в Україні не відповідає очікуваному інвесторами, що є додатковим підтвердженням усталення викривлених моделей фінансування бізнесу (квазіризикової і квазіконсервативної) та нагромадження капіталу в тіньовому секторі.

Теоретико-методичний аналіз чинників, що впливають на структуру капіталу підприємств, у розділі 4 дав змогу виділити та класифікувати основні фактори впливу на макро-, мезо- та мікрорівні. Аналіз структури капіталу підприємств у розрізі основних секторів економіки на основі панельних даних фінансової звітності за 2006–2018 рр. показав, що основними осередками ризиків (надмірної боргової залежності) та генераторами імпульсів фінансової нестабільності у секторі нефінансових корпорацій були підприємства хімічної, металургійної та коксохімічної промисловості, а також значно вразливіший до фінансових криз малий і середній бізнес. Отримані результати дали змогу підтвердити гіпотезу про гетерогенність моделей фінансування бізнесу на секторальному та груповому рівні, чутливість яких до кризових процесів в економіці є різною.

Особливості фінансових відносин підприємств корпоративного сектора у сфері інвестиційної діяльності на макро-, мезо та мікрорівні досліджуються у розділі 5. На основі декомпозиції фінансової інформації щодо інвестиційної активності бізнесу виокремлюються сегменти інвестиційно активні у секторальному розрізі та за ознакою розміру підприємства, а також аутсайтери у цій сфері, що відчують дефіцит джерел фінансування капітальних інвестицій. Розглядаються основні причини зазначеного дефіциту, серед яких особлива увага звертається на переобтяженість активів підприємств боргами

(дебіторською заборгованістю), що негативно впливає на ліквідність і технічні можливості фінансування капітальних інвестицій за рахунок власних джерел (амортизації та чистого прибутку) та є причиною їх заміщення сурогатними джерелами фінансування, основним з яких є кредиторська заборгованість.

Тенденції у фінансах підприємств корпоративного сектора економіки певною мірою визначається загальними характеристиками та специфічними особливостями податкової системи та податковою політикою, що реалізується в країні. Податкова конкуренція визначає можливості нагромадження капіталу українськими підприємствами та залучення ними мобільних факторів виробництва. У розділі 6 узагальнено теоретичні підходи до характеристики термінологічного апарату податкової конкуренції, що дало змогу виокремити особливості взаємозв'язків основних понять податкової конкуренції та визначити механізм її впливу на створення умов для нагромадження підприємствами капіталу. Визначено характерні ознаки конкурентних переваг у податковій конкуренції, запропоновано підхід до їх класифікації та обґрунтовано перелік індикаторів для вимірювання та оцінювання конкурентних переваг у сфері податкової конкуренції. Для порівняння податкових систем у контексті міжнародної податкової конкуренції запропоновано застосовувати показники податкового навантаження; легкості податкового адміністрування, структури податкової системи. Емпіричне узагальнення та теоретичне обґрунтування заходів податкової політики держави у сфері запобігання перенесенню ділової активності підприємств корпоративного сектора економіки у низькоподатковій юрисдикції дали змогу обґрунтувати рекомендації щодо законодавчого врегулювання механізму протидії офшоризації національної економіки.

Передумови формування великого капіталу у корпоративному секторі економіки України, роль і місце великого бізнесу у фінансовій системі країни, зокрема у формуванні доходів бюджету, розглядаються у розділі 7. Аналізуються особливості формування та досвід діяльності ФПГ в Україні, їх позитивний та негативний вплив на суспільно-економічну ситуацію в країні, у т.ч. на владні структури (рентоорієнтована поведінка).

У ринковій економіці важливими каналами фінансування бізнесу є банківські кредити та кошти небанківських фінансових інститутів. Натепер зазначені канали в Україні відіграють другорядну, якщо не останню у такому фінансуванні, роль. У розділі 8 аналізуються причини згортання банківського кредитування бізнесу, що в останні роки в спостерігається Україні, та диспропорції у секторальній структурі такого кредитування. Аналізуються причини обмеженості доступу підприємств до банківських кредитів, обумовлені недостатньою пропозицією фінансових ресурсів з боку фінансового сектора та грошово-кредитною політикою НБУ з одного боку, і переобтяженості держави боргами – з іншого. У розділі 9 аналізуються ресурсні обмеження небанківських фінансових інститутів на тлі тенденцій до згортання фінансових відносин між ними і бізнесом. Виділяються причини, які гальмують доступ бізнесу до фінансування шляхом розміщення цінних паперів серед інституційних інвесторів.

Узагальнення тенденцій та виокремлення типових моделей фінансування бізнесу в Україні дає змогу краще зрозуміти і аргументовано пояснити причини прийняття рішень щодо вибору форм та інструментів такого фінансування. Викривлені моделі фінансування, офшоризація та тінізація фінансів бізнесу в Україні розглядаються не як аномалії, а як форма адаптації бізнесу до вкрай ворожого інституційного середовища, незахищеності його прав в Україні та хронічно високих макрофінансових ризиків. Отримані у монографії наукові результати дають змогу не лише пояснити еволюційні процеси, що відбулися у фінансах підприємств корпоративного сектора у ретроспективі, а й прогнозувати майбутню реакцію бізнесу на зміни макрофінансових індикаторів та інституційного середовища.

РОЗДІЛ 1. ФІНАНСОВА МОДЕЛЬ ВЕДЕННЯ БІЗНЕСУ В КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: МАКРОФІНАНСОВІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ ЧИННИКИ

1.1. Фінанси підприємств корпоративного сектора: теоретико-методологічні підходи до визначення та оцінювання

Термін «корпоративний сектор» в економічній науці вживають у вузькому і широкому розумінні в залежності від визначення і змісту поняття «корпорація».

Відповідно до визначення СНР 2008, юридично оформлена корпорація – це юридична особа, створена для виробництва товарів і послуг, яка може слугувати джерелом прибутку або інших фінансових вигід власника(-ів), перебувати у колективній власності акціонерів, які мають право призначати виконавчого директора¹⁴. Отже, юридично оформлена корпорація – це господарське товариство в усіх його можливих організаційних формах, а корпоративний сектор – це сукупність господарських товариств. Деякі економісти розглядають корпорацію лише як акціонерне товариство (Р. Брейлі та С. Майерс¹⁵, В. Суторміна¹⁶, В. Голіков¹⁷). Такий підхід покладено в основу класифікації Бюро економічного аналізу США, відповідно до якої нефінансовий бізнес поділяється на корпоративний (nonfinancial corporate business) і некорпоративний (nonfinancial noncorporate business). Одноособові господарства (sole proprietorships), звичайні партнерства, партнерства з обмеженою відповідальністю та державні підприємства до корпорацій не відносяться¹⁸.

Розглядаючи питання класифікації підприємств з позицій теорії управління, В. Голіков поширював термін «корпорація» на великі і складні акціонерні фірми та компанії, утворені на основі диверсифікації, вертикального або горизонтального об'єднання підприємств¹⁹. Погоджуючись із тим, що

¹⁴ SNA 2008. URL: <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>

¹⁵ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Москва: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2008. С. 4.

¹⁶ Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій. Київ: КНЕУ, 2004. 566 с.

¹⁷ Розвиток корпоратизму і корпоративних відносин в економіці України / за ред. В. Голікова. Київ: Ін-т екон. прогноз., 2002. 304 с. С. 22.

¹⁸ Cagetti M., Ball Holmquist E., Lynn L., Hume McIntosh S. and Wasshausen D. The Integrated Macroeconomic Accounts of the United States. URL: <http://www.nber.org/chapters/c12834.pdf>

¹⁹ Голіков В. Теоретична сутність корпоративних відносин та корпоративного управління. *Економіка і прогнозування*. 2001. № 2. С. 55–56.

великі та складні акціонерні товариства мають якісні ознаки, невластиві невеликим господарським товариствам та простим (недиверсифікованим) акціонерним товариствам, вважаємо за доцільне виокремити у корпоративному секторі групу великих диверсифікованих акціонерних товариств, при цьому не звужуючи визначення і не обмежуючи корпоративний сектор лише нею.

Поняття «корпорація» у цій роботі розглядається у широкому розумінні, відповідно до якого це підприємство, спроможне генерувати прибуток або іншу фінансову вигоду для власників, є визнаною законом відокремленою від власника юридичною особою і створене з метою виробництва ринкових товарів та послуг (п. 4.38 СНР 2008)²⁰. Корпорація може функціонувати у будь-якій організаційній формі, а акціонерне товариство є лише однією з них. У такому – широкому – розумінні, корпорація розглядається у роботах багатьох вітчизняних та зарубіжних економістів у сфері корпоративних фінансів. А. Крисоватий, В. Федосов, Н. Рязанова визначають, що корпорація «створюється з метою ринкового виробництва товарів і послуг для отримання фінансової чи іншої вигоди власником (власниками)» та має такі властиві лише їй ознаки – відокремленість від власника (власників) та здатність від свого імені брати фінансові й інші зобов'язання та укладати договори»²¹. Р. Вестерфілд та Б. Джордан ототожнюють корпоративні фінанси з фінансовими відносинами бізнесу, незалежно від організаційно-правових форм, вживаючи термін «фірма» для позначення усього можливого різноманіття організаційно-правових форм ведення бізнесу²². Такий само підхід застосовується також МВФ (у монетарній та фінансовій статистиці)²³, поширюючи термін «корпорація» не лише на підприємства з корпоративною формою власності (legally constituted corporations), а й на кооперативи та квазікорпорації²⁴.

²⁰ Updated System of National Accounts (SNA): Chapter 4: Institutional units and sectors. URL: <https://unstats.un.org/unsd/statcom/doc08/sna-chapter4.pdf>

²¹ Крисоватий А., Федосов В., Рязанова Н. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки. *Фінанси України*. 2013. № 9. С. 7–27.

²² Ross S., Westerfield R., Jordan B. Fundamentals of Corporate Finance. *The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance*. 2015. 1008 p. P. 4–9.

²³ Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide / International Monetary Fund. 2017. P. 22.

²⁴ Виокремлюється три типи таких квазікорпорацій: 1) некорпоратизовані державні підприємства, які беруть участь у виробництві ринкових товарів та послуг; 2) некорпоратизовані підприємства, які належать домогосподарствам і управляються так само, як і приватні корпорації; 3) неінкорпоровані підприємства, які належать до інституційних одиниць, зареєстрованих за кордоном.

Ключовою ознакою корпорації є відокремлення управління від власності. Такий підхід поділяє переважна кількість вчених, зокрема Ж. Тіроль²⁵, Ю. Брікхем та М.Ерхард²⁶. Саме цей критерій є основним для ідентифікації корпорації як предмета дослідження. У цій роботі корпоративний сектор економіки визначається як сукупність підприємств будь-яких організаційно-правових форм і форм власності, які виробляють ринкові товари і послуги, що відповідає визначенню сектора нефінансових корпорацій відповідно до п. 4.94 7СНА²⁷ 2008, згідно з яким – це корпорації, основним видом діяльності яких є виробництво ринкових товарів і нефінансових послуг. Корпоративний сектор включає акціонерний та неакціонерний субсектори – за організаційно-правовою формою; фінансові та нефінансові корпорації – за характером бізнесу. З метою виключення фінансових корпорацій і відповідного чіткого обмеження сфери дослідження у цій роботі термін «підприємства корпоративного сектора економіки» вживається як синонім поняття «нефінансові корпорації».

Підприємство стає стороною фінансових відносин з метою залучення коштів для фінансування продуктивного капіталу, який включає матеріальні й нематеріальні активи, а також фінансових активів підприємств корпоративного сектора (ліквідні кошти і фінансові інструменти). Поняття продуктивний капітал застосовується у цій роботі відповідно до підходу С. Кузнеця, згідно з яким «у сучасному суспільстві капітал – це запаси засобів (the stock of means), відокремлених від людей і юридично закріплених у розпорядженні для проведення економічних трансакцій, спрямованих на виробництво товарів або доходів»²⁸.

Фінансові відносини підприємств включають відносини із залучення власного капіталу, формою яких є інструменти власного капіталу²⁹, і відносини, пов'язані із залученням позичкового капіталу, формами яких є різноманітні боргові зобов'язання.

²⁵ Tirole J. The theory of corporate finance. Princeton University Press and Oxford Press, 2006. 657 с. С. 92..

²⁶ Бригхем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Санкт-Петербург: Питер, 2007. С. 30.

²⁷ SNA 2008. URL: <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>

²⁸ Kuznets S. & Jenks E. Capital Formation, Saving, and Financing: Definitions and Relations. Capital in the American Economy: Its Formation and Financing / National Bureau of Economic Research, Inc. 1961. URL: <http://www.nber.org/chapters/c1444.pdf>

²⁹ Інструмент власного капіталу – це будь-який контракт, який засвідчує залишкову частку в активах суб'єкта господарювання після вирахування всіх його зобов'язань. МСБО32:11. URL: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_029/print

У наукових роботах з корпоративних фінансів поширений підхід, відповідно до якого під боргом розуміють лише фінансовий борг – банківські кредити та інші форми залучення позичкового капіталу (облігації), який не включає кредиторську заборгованість та інші зобов'язання. Існує дві основні причини ігнорування нефінансового боргу. По-перше, це традиція, започаткована Ф. Модільяні та М. Міллером, відповідно до якої боргом вважався лише фінансовий борг, за який сплачуються проценти. Друга причина – це відносно невелика частка нефінансового боргу в джерелах фінансування підприємств у розвинених країнах. Такий підхід не є коректним, адже він не дозволяє збалансувати активи (продуктивний капітал) підприємств із джерелами їх фінансування, а його застосування призводить до помилкових результатів, особливо тоді, коли значна частина активів підприємств фінансується за рахунок нефінансового боргу.

У цій роботі борг розглядається у широкому розумінні, яке за змістом відповідає категорії сукупний борг (total debt), включає не лише фінансовий борг (банківські кредити, облігації тощо), а й інший (нефінансовий) борг – кредиторську заборгованість та інші зобов'язання підприємств. Такий підхід до визначення боргу є менш поширеним, але також застосовується. Зокрема, Р. Раджан та Л. Зінгальє враховували комерційний кредит при розрахунку левериджу підприємств³⁰. Визначення боргу в широкому розумінні відповідає поняттю «бізнесовий борг» («business debt» за класифікацією МВФ), який включає три основні складові – запозичення у фінансових корпорацій, торгові кредити та розміщені облігації³¹. Широке розуміння поняття борг застосовується також у публікаціях ОЕСР (борг – це сума зобов'язань підприємства – цінні папери, відмінні від акцій, отримані позики та кредиторська заборгованість³²).

Основою методології досліджень у корпоративних фінансах є теорія

³⁰ Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. V. 50, Is. 5. P. 1421–1460. P. 1428. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

³¹ Monetary and financial statistics manual and compilation guide. Washington, DC: International Monetary Fund, 2016. P. 207.

³² Financial corporations debt to equity ratio. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/financial-corporations-debt-to-equity-ratio/indicator/english_a3108a99-en?isPartOf=/content/indicatorgroup/a68c33e9-en

структури капіталу. До початку 1990-х ХХ ст. емпіричні дослідження у цій сфері базувались переважно на даних США, як батьківщини сучасних теорій структури капіталу. У 1990 р. К. Боріо було проведено міжнародні порівняння тенденцій показників валової боргової залежності (gross debt to total assets) та чистої боргової залежності (net debt to total assets) підприємств сектора НФК за агрегованими балансовими показниками по країнах ОЕСР³³. У 1995 р. Р. Раджан та Л. Зінгалез Джингалез³⁴ уперше зробили спробу розширити об'єкт дослідження і встановити, чи є фактори, які визначають співвідношення боргових інструментів та інструментів власного капіталу у фінансуванні бізнесу, універсальними (тобто ідентичними до тих, які є властивими США) чи вони визначаються іншими чинниками, у т.ч. інституційними, властивими різним країнам. Новаторська дослідницька програма передбачала виконання таких завдань: 1) представлення типових балансів для кожної з країн G-7 і розрахунок левериджу для кожної країни після певних облікових коригувань; 2) аналіз інституціональних відмінностей між країнами (податкове законодавство, процедури банкрутства, корпоративне право, тип фінансової системи); 3) обчислення по кожній країні часткових кореляцій між рівнем левериджу і факторами, які ідентифіковано як важливі для США. Дослідження було проведено на основі бази даних Global Vantage³⁵, яка на той час включала близько 8 тис. компаній (більше, ніж 50% ринкової капіталізації лістингових компаній). Недоліком зазначеної вибірки є те, що вона охоплює лише найбільші компанії, що може спричинити відхилення отриманих результатів від властивих середньостатистичному підприємству, і включає лише лістингові компанії, які становлять невелику частину від загальної кількості підприємств у країні. Результати аналізу такої вибірки не дають навіть загального уявлення про тенденції у фінансах корпоративного сектора з двох причин. По-перше, фінанси підприємств, акції яких допущені до лістингу на фондовій біржі,

³³ Borio Claudio Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective. *BIS Economic Papers*. May 1990. № 27. URL: <https://www.bis.org/publ/econ27.pdf>

³⁴ Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. V. 50, Is. 5. P. 1421–1460. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

³⁵ Натепер зазначена база даних має назву Compustat Global (з доступом через WRDS (<https://wrds-web.wharton.upenn.edu/wrds/index.cfm?>)) і містить фінансову звітність більше ніж 42000 неамериканських компаній.

розвиваються з урахуванням нормативного встановлених вимог і обмежень. Також на прийняття рішень на таких підприємствах впливає дисциплінуюча функція фінансового ринку, яка вимагає від них проведення розсудливої та консервативної фінансової політики. По-друге, фондовий ринок у деяких країнах, не є репрезентативним, фінанси лістингових компаній – це є вершина айсберга, зокрема, в Італії та Німеччині лише незначна частка підприємств є публічними акціонерними товариствами, які допущені до лістингу. Якщо вести мову про країни з ринками, що формуються, зазначена частка взагалі буде мізерною.

Для тестування результатів на гомогенність і виявлення особливостей фінансових відноси, властивих підприємствам різного розміру, Р. Раджан та Л. Зінгалез Джингалез застосували поділ і групування підприємств вибірки по кожній країні на децилі за показником ринкової вартості їх активів. Для підвищення надійності даних вони порівнювали показники по 20% найбільших і найменших за обсягами ринкової вартості активів компаній у кожній країні. З метою вивчення тенденцій у фінансах бізнесу загалом та структури капіталу підприємств вибірки застосовувались такі показники: 1) відношення боргу (сукупних зобов'язань) до активів (nonequity liabilities to total assets) за балансовою вартістю і за ринковою вартістю³⁶; 2) відношення фінансового боргу (коротко- і довгострокового) до активів за балансовою і ринковою вартістю (debt (both short term and long term) to total assets); 3) відношення фінансового боргу до чистих активів³⁷ (total debt to net assets); 4) відношення фінансового боргу до капіталу, як суми фінансового боргу та власного капіталу (total debt to capital); 5) відношення EBIT/EBITDA до витрат на сплату процентів (interest coverage ratio). З-поміж перелічених показників лише перший (відношення боргу до активів) містить сукупний борг у такому формулюванні, яке відповідає нашому визначенню. Усі інші містять у чисельнику лише фінансовий борг, що може бути доречним тільки для країн з розвиненим фінансовим сектором. Застосування таких показників для аналізу

³⁶ Ринкова вартість активів – сукупні активи, зменшені на балансову вартість власного капіталу і збільшені на ринкову вартість акцій в обігу.

³⁷ Чисті активи – сукупні активи мінус кредиторська заборгованість та інші зобов'язання.

тенденцій у фінансах бізнесу у країнах зі слабо розвиненим фінансовим сектором не дасть змоги розкрити реальну структур фінансування бізнесу.

Таблиця 1.1

Відношення сукупних зобов'язань до активів (за балансовою вартістю)

Країна	Значення		
	Медіана	Мода	Агреговане
США	0,58	0,66	0,69
Японія	0,69	0,67	0,75
Німеччина	0,73	0,72	0,76
Франція	0,71	0,69	0,78
Італія	0,70	0,67	0,73
Велика Британія	0,54	0,57	0,56
Канада	0,56	0,61	0,64

Джерело: Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. Vol.50, Is.5. P. 1421–1460. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.-p.1430>

Результати обчислень показника відношення боргу до активів по групі розвинених країн наведено у табл. 1.1. Агреговане значення показника обчислювалось шляхом додавання балансових показників активів і власного капіталу підприємств вибірки. Застосування такого підходу із використанням показників фінансової звітності підприємств вибірки створює широкі можливості для дослідження тенденцій у фінансуванні великого бізнесу (публічних акціонерних товариств) загалом та його окремих сегментів на основі декомпозиції вибірки за ознаками розміру підприємства (кількість працюючих, балансова вартість активів, обсяги продажу тощо), організаційно-правової форми, структури власності та ін.

Крім порівняльної статистики фінансових показників та коефіцієнтів, поширеним є застосування динамічних фінансових показників – чистого прибутку, грошових потоків, амортизації, капітальних інвестицій. Типовий аналітичний інструментарій, заснований на динамічних показниках, включає:

– обчислення валової структури фінансування бізнесу (Gross Financing Proportions)³⁸ за даними статистики національних рахунків (фінансовий рахунок, flow of funds) (додаток 1, табл. 1.1). Такий підхід дає змогу розгорнути

³⁸ Borio Claudio Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective. *BIS Economic Papers*. . 01 May 1990. № 27. .URL.: <https://www.bis.org/publ/econ27.pdf>.

структуру фінансування приросту продуктивного капіталу (активів) за період;
– обчислення нетто-структури фінансування бізнесу (Net Financing Proportions) шляхом віднімання від змін у фінансових зобов'язаннях відповідних змін у фінансових активах. Такий підхід дає змогу відобразити на агрегованому рівні нетто-рух грошових коштів у секторі НФК та представити структуру фінансування приросту нефінансових активів розгорнуто (додаток 1, табл. 1.2);
– обчислення частки зовнішнього фінансування-нетто у загальному обсязі фінансування підприємства, що визначається як відношення зовнішнього фінансування (залучення позичкового та власного капіталу) до суми чистого грошового потоку від операційної діяльності та чистого зовнішнього фінансування³⁹ (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Джерела зовнішнього фінансування

Країна	Частка зовнішнього фінансування у загальних обсягах		Структура зовнішнього фінансування			
			Чиста зміна фінансового боргу		Чиста зміна зареєстрованого акціонерного капіталу (Net Equity Issuance)	
	Мікрорівень	Сектор НФК*	Мікрорівень	Сектор НФК*	Мікрорівень	Сектор НФК*
Історичні дані**						
США	0,20	0,23	1,02	1,34	-0,02	-0,34
Японія	0,50	0,56	0,80	0,85	0,20	0,15
Німеччина	x	0,33	X	0,87	x	0,13
Велика Британія	0,36	0,49	0,55	0,72	0,45	0,28
Канада	0,30	0,42	0,62	0,72	0,38	0,28

* За даними агрегованих фінансових звітів (ОЕСВ «Financial Statements of Non-Financial Enterprises»).

** За 1991–1993 рр.

Джерело: Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. Vol. 50, Is. 5. P. 1421–1460. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x> - p.1439

Розвиток інформаційних технологій значно розширив можливості дослідження тенденцій у фінансах підприємств на мікрорівні (firm-level data). Інформаційною основою таких досліджень є фінансова звітність підприємств, яка оприлюднюється та є доступною. Зокрема, М. Гонсалес-Мірандою

³⁹ Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. Vol. 50, Is. 5. P. 1421–1460. P. 1439. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

застосовувався підхід, який включає обчислення показників фінансового стану нефінансових корпорацій за даними фінансових звітів підприємств задля ідентифікації стилізованих фактів та ознак вірогідного нарощування ризиків (відношення боргу до активів (Debt-asset ratio), відношення боргу до власного капіталу, відношення боргу до обсягу продажів (Debt-sales ratio), частка короткострокового боргу в його загальному обсязі (Short-term ratio, maturity exposure), коефіцієнт швидкої ліквідності («Quick ratio», liquidity buffer), відношення необоротних активів до загальних активів (Fixed- to-total-asset ratio, показує наявність застави та доступність кредиту, collateral buffer), відношення EBITDA до активів (earnings-to-total-asset ratio)⁴⁰). Також заслуговує на увагу підхід, розроблений Ф. Бастосом, Х. Камілем та Б. Саттоном⁴¹, у якому розглянуто стратегії зовнішнього фінансування та структуру боргу підприємств у взаємозв'язку із фінансовими ризиками, які генеруються валютною структурою боргу. Вразливість підприємств (вірогідність зниження грошових потоків нижче за рівень короткострокових зобов'язань) зростає разом із левериджем і нетто-зобов'язаннями в іноземній валюті.

На основі узагальнення розглянутих вище існуючих підходів у сфері емпіричних досліджень було визначено ключові коефіцієнти, які дають змогу всебічно оцінювати структуру та тенденції фінансування бізнесу:

1) боргова залежність – відношення сукупного боргу до активів (або власного капіталу) на рівні сектора НФК, груп підприємств за визначеними ознаками, окремих підприємств; показує ризикованість моделі фінансування бізнесу без деталізації структури боргу;

2) обтяженість боргами сектора НФК (макрорівень) – відношення сукупного боргу сектора НФК до ВВП, показує рівень обтяженості сектора НФК боргами;

⁴⁰ Gonzalez-Miranda M. Nonfinancial Firms in Latin America: A Source of Volatility? *IMF Working Paper* 12/279. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12279.pdf>

⁴¹ Rodrigues B.F., Kamil H. and Sutton B. Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of “The Bon(d)anza”.. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1510.pdf>

3) строкова структура боргу (макро-, мезо- і макрорівень) – відношення короткострокового боргу до його загального обсягу; є виміром вразливості бізнесу до кризи ліквідності;

4) валютна структура боргу – відношення боргу, номінованого в іноземній валюті, до його загального обсягу; показує ступінь вразливості бізнесу до валютних криз;

5) загальна структура фінансування інвестицій (макро-, мезо- і макрорівень), що дає змогу виокремити частки основних джерел фінансування (прибутку, додаткового випуску акцій, прямих інвестицій, приросту боргу) у їх загальному обсязі ;

6) структура зовнішнього фінансування інвестицій (макро-, мезо- і макрорівень), що дає змогу виокремити частку зовнішнього фінансування бізнесу (чиста зміна фінансового боргу та зареєстрованого акціонерного капіталу) в загальному обсязі фінансування;

7) кредитний важіль (макро-, мезо- і макрорівень) – відношення банківського кредиту до сукупних та оборотних активів підприємств, яке є індикатором ролі банківського кредиту у фінансуванні бізнесу;

8) структура активів (макро-, мезо- і макрорівень) – відношення основних засобів (залишкова вартість) до загальних активів, що показує наявність застави як одного з факторів доступності банківського кредиту.

Зазначені вище параметри разом визначають особливості та врешті тип моделі фінансування бізнесу, а саме – способів та форм залучення капіталу підприємствами. У цій роботі логіка досліджень полягала у виявленні загальних тенденцій у фінансах сектора НФК та їх декомпозиції за заздалегідь визначеними критеріями та ознаками з метою виокремлення типових для окремих груп умовно однотипних підприємств моделей фінансування бізнесу. Такий підхід дає змогу уникнути помилок в частині екстраполяції загальних тенденцій на усі підприємства країни.

Алгоритм дослідження тенденцій фінансування бізнесу включав такі послідовні етапи:

1) обчислення та моніторинг агрегованих фінансових показників на рівні сектора нефінансових корпорацій за даними статистики, їх порівняння із динамікою ключових макрофінансових індикаторів і виявлення впливу останніх на еволюцію моделей фінансування бізнесу;

2) обчислення агрегованих фінансових показників у розрізі видів економічної діяльності та розмірів підприємств (мезорівень); порівняння фінансових показників коефіцієнтів на макро- і мезорівні, виокремлення відхилень, ідентифікація секцій та груп підприємств зі значними відхиленнями показників;

3) обчислення агрегованих фінансових показників та їх медіанних значень (у розрізі видів економічної діяльності, за розмірами активів та за ознаками підконтрольності ФПГ та офшорним компаніям) за даними фінансової звітності репрезентативної вибірки підприємств (мікрорівень), яка включала понад 200 підприємств різних видів економічної діяльності ;

4) порівняння ключових фінансових показників на мезо- та мікрорівні й виокремлення моделей фінансування бізнесу за визначеними ознаками (форми контролю, вид діяльності, розмір підприємства), їх опис і пояснення з урахуванням впливу інституціональних чинників.

Викладена вище логічна послідовність дослідження дасть змогу визначити загальні тенденції у фінансуванні бізнесу в Україні на агрегованому рівні та виокремити ключові макрофінансові чинники, які на них впливають. Подальша декомпозиція фінансових показників на рівень секцій та окремих підприємств дає змогу ідентифікувати локалізацію існуючих диспропорцій та ризиків у секторі нефінансових корпорацій. На цій основі передбачається встановити особливості реакції різних сегментів бізнесу на макрофінансові збурення та описати типові форми адаптації моделей фінансування до умов ведення бізнесу в Україні.

1.2. Вплив макрофінансових чинників на моделі фінансування бізнесу

Відправною точкою дослідження є ідентифікація тенденцій та змін у моделях фінансування бізнесу на рівні економіки країни в цілому.

Спостереження за тенденціями та структурою фінансів підприємств корпоративного сектора в Україні дали змогу встановити існування взаємозв'язку між ключовими макрофінансовими індикаторами та диспропорціями у фінансах сектора НФК на агрегованому рівні. У табл. 1.3 наведено агреговану структуру капіталу підприємств сектора НФК у форматі часток власного капіталу, банківського кредиту та інших зобов'язань в активах, а також коефіцієнти боргової залежності.

Таблиця 1.3

Агрегована структура капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України, 2006–2017 рр., %, на кінець року

Показник	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Власний капітал	44,8	42,0	36,5	35,6	33,6	33,7	34,1	34,4	29,4	29,4	26,6	24,3
Банківський кредит	9,2	11,3	14,8	14,0	13,4	13,5	12,1	14,3	13,5	10,3	9,6	8,6
% від боргу	16,7	19,4	23,3	21,8	20,2	20,3	18,4	21,9	19,1	14,7	13,1	11,4
Інші зобов'язання	46,1	46,7	48,7	50,4	53,1	52,9	53,8	51,2	57,1	60,2	63,8	67,1
Боргова залежність, <i>рази</i>	1,2	1,4	1,7	2,0	2,3	2,0	1,9	1,9	2,4	2,4	2,8	3,1

Джерела: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. URL: <http://ukrstat.gov.ua/>; Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України). URL: <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>; Quarterly Sector Accounts (MUFA and NFA Eurostat ESA2010 TP, table 801). URL : <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Помітною є довготривала тенденція до змін у структурі капіталу підприємств (рис. 1.1). Упродовж періоду економічного зростання та кредитного буму 2006–2008 рр. частка власного капіталу скоротилась з 44,8 до 35,6% на тлі зростання частки банківських кредитів – з 9,2 до 14,8%. Зазначені показники порівнювались із їх середніми значеннями для країн Єврозони. Упродовж 2000–2008 рр. частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу в зазначених країнах становила 51,9%, а на кінець 2012 р. знизилася до 49,6%. На кінець 2008 р. за показником частки банківських кредитів у структурі капіталу підприємств Україна наблизилася до країн Єврозони (17,1%). Отже, у докризовий період структура капіталу нефінансового бізнесу в Україні змінювалась за рахунок прискореного зростання частки банківських кредитів.

Водночас поступово зростала агрегована боргова залежність сектора НФК – з 1,2 на кінець 2006 р. до 1,7 – на кінець 2008 р. Загалом по країні модель фінансування бізнесу ставала дедалі ризикованішою за ключовою ознакою – борги зростали швидше, ніж власний капітал. Очевидно, що не останню роль у цьому відіграли недооцінка банками зростаючих кредитних ризиків та доларизація кредитних відносин.

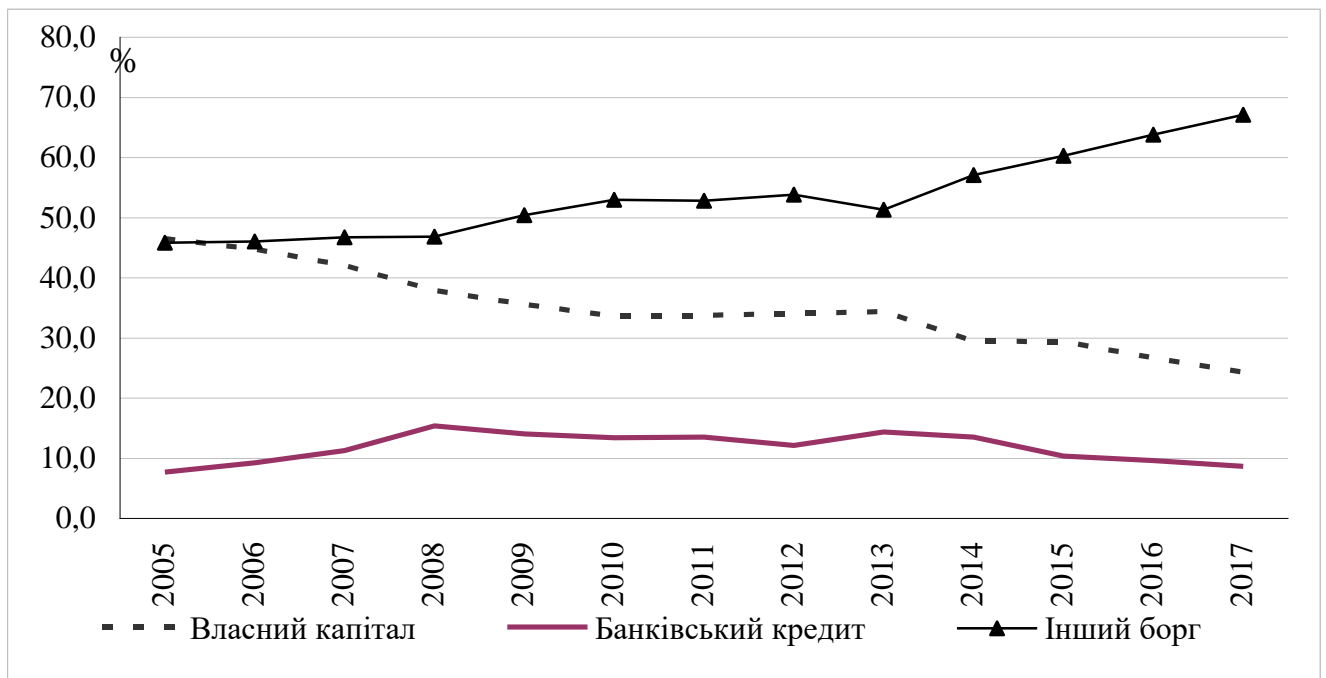


Рис. 1.1. Тенденції структури капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України в 2000–2017 рр.

Джерело: дані Держстату України, НБУ.

Скорочення частки власного капіталу у фінансуванні бізнесу на агрегованому рівні упродовж 2006–2008 рр. лише частково компенсується банківським кредитами. Значний вплив на зростання боргів підприємств чинить збільшення обсягів інших зобов'язань та їх частки у фінансуванні бізнесу (рис. 1.1). Саме ця складова посідає домінуюче місце у фінансуванні бізнесу в Україні, а її частка у структурі капіталу значно перевищує відповідний показник для країн Єврозони. Зокрема, в 2012 р. в Україні частка інших зобов'язань у структурі капіталу становила 53,8%, тоді як у країнах Єврозони – лише 14,1%.

Однією з причин аномально високої частки інших зобов'язань у фінансуванні бізнесу в Україні є триваліші терміни погашення кредиторської

заборгованості. Великі підприємства, які мають більшу економічну владу порівняно із підприємствами МСБ, закладають в угоди з останніми вигідні для себе умови платежів. Іншим словами малі підприємства кредитують великі⁴², що є властивим і для розвинених країн. Але в Україні ці умови в рази дискримінаційніші. Другою причиною вищої частки інших зобов'язань у фінансуванні бізнесу в Україні є застосування тінювих схем кредитування бізнесу, а саме надання підприємствами позик та фінансових допомог один одному.

Упродовж останніх 20 років має місце чітка тенденція до зменшення частки позичкового капіталу у фінансуванні активів підприємств корпоративного сектора у розвинених країнах: медіанне значення рівня боргової залежності по країнах ОЕСР знизилося з 1,20 до 0,95. Показник є циклічно залежним, що підтверджується діапазоном його коливань у країнах ОЕСР від 0,8 до 1,2. У періоди економічного зростання роль боргових інструментів у фінансуванні бізнесу знижується до 40% у середньому по країнах ОЕСР, а у кризові роки зростає до 60% (додаток 1, рис. 1.1). На тлі загального тренду до зниження ролі боргових інструментів у фінансуванні бізнесу рівень боргової залежності підприємств окремих країн є чутливим до макрофінансових збурень і нестабільності. Зокрема, така циклічна чутливість структури капіталу є властивою підприємствам країн із банкоцентричною фінансовою системою (Японії, Кореї, Іспанії, Португалії), частка боргів у структурі капіталу яких у кризові роки зростає до рівня від 60 до 70%. Але вже починаючи з 2008 р. в усіх без винятку зазначених країнах мав місце яскраво виражений тренд до зниження боргової залежності підприємств (додаток 1, рис. 1.2.). Скажімо, на кінець 2012 р. агрегований рівень боргової залежності підприємств сектора НФК країн єврозони становив 1,03 (від 0,51 – у Бельгії до 1,74 у Греції⁴³, на кінець 2012 р.), країн ЦСЄ – 0,8; Латинської Америки – 1,1; Китаю – 1,2⁴⁴.

⁴² Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Structural Issues. *ECB Occasional Paper Series*. 2013. № 151. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp151.pdf>

⁴³ Там само.

⁴⁴ Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets. *Global Financial Stability Report / IMF*. October 2015. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf>

Усупереч загальносвітовим тенденціям в Україні починаючи з 2000 р. сформувалась виразна тенденція до зростання рівня боргової залежності підприємств корпоративного сектора. Зростаючий і аномально високий рівень боргової залежності підприємств корпоративного сектора України є проявом квазіринковості фінансової системи країни загалом та її неспроможності до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності. Стрімке зростання системних ризиків загальмувало розвиток фінансових відносин підприємств з банками та ініціювало процеси «кредитного стиснення» з боку попиту. Починаючи з 2009 р. сформувалась виразна тенденція до послаблення ролі банківського кредиту у фінансуванні бізнесу. Якщо на початок 2009 р. банківські кредити становили 23,3% боргу підприємств корпоративного сектора, то на початок 2018 р. – лише 11,4% (табл. 1.3).

Отже, порівняно зі структурою капіталу підприємств у розвинених країнах, зокрема ЄС, двома основними відмінностями фінансування бізнесу в Україні є: 1) вдвічі нижча частка банківського кредиту у структурі джерел фінансування та 2) аномально високий і зростаючий рівень боргової залежності.

Для оцінювання рівня обтяженості боргами підприємств корпоративного сектора поряд із показником боргової залежності були використані показники відношення сукупного боргу нефінансових корпорацій до ВВП. В Україні значення зазначеного показника напередодні фінансової кризи (початок 2007 р.) становило 1,7 і зросло до 2,6 до кінця 2016 р. Ще до початку воєнної агресії, в умовах кризи та упродовж 2010–2013 рр. боргові зобов'язання підприємств корпоративного сектора в Україні зростали значно швидше за ВВП. У довгостроковому періоді розрив між відносним рівнем боргового навантаження на підприємства корпоративного сектора економіки України і країн Єврозони збільшувався (рис.1.2). Це засвідчує існування принципових відмінностей у структурі фінансування бізнесу.

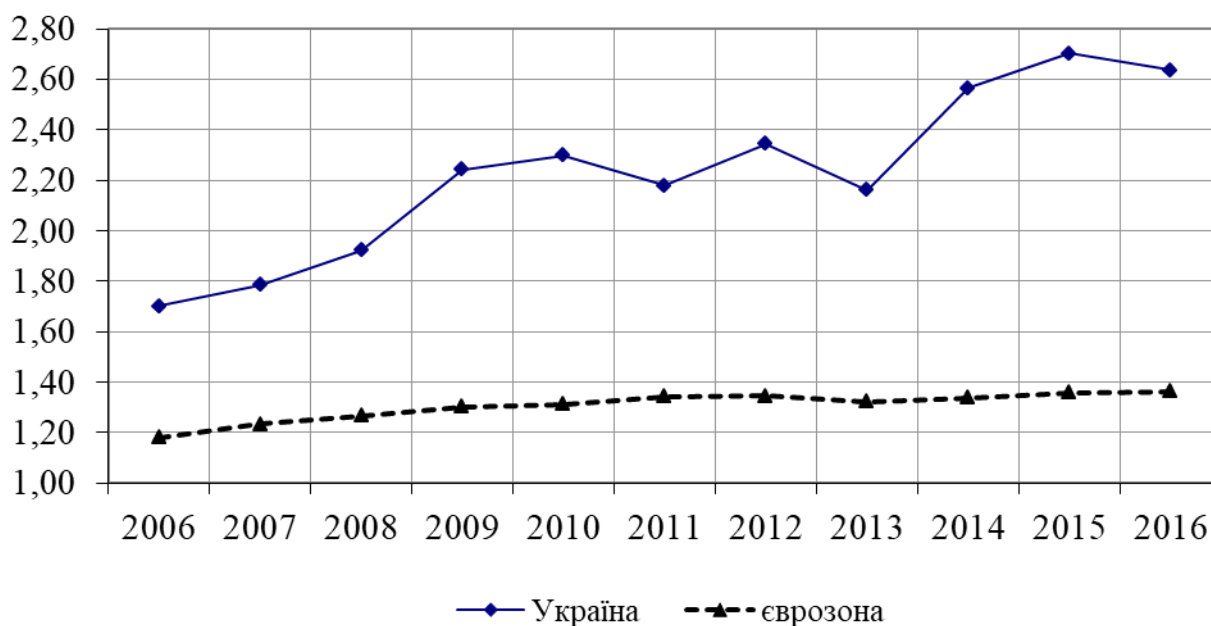


Рис. 1.2. Відношення агрегованого неконсолідованого боргу сектора НФК до ВВП в Україні та країнах Єврозони у 2006–2016 рр.

Джерело: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. URL: <http://ukrstat.gov.ua/>; Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України). URL: <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>; Quarterly Sector Accounts (MUFA and NFA Eurostat ESA2010 TP, table 801). URL : <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Аномально висока частка боргів бізнесу відносно ВВП означає, що модель фінансування бізнесу на агрегованому рівні в Україні є значно ризикованішою порівняно з іншими країнами. Надмірна обтяженість підприємств України боргами спричинена багатьма чинниками: доларизацією фінансових відносин і вразливістю до знецінення національної валюти, вищим рівнем процентних ставок і, відповідно, труднощами з обслуговуванням боргів в умовах кризи, юридично складними та тривалими процедурами щодо стягнення заборгованості з контрагентів та ін. Особливо вразливими виявились фінанси підприємств в Україні до зумовленого геополітичною нестабільністю знецінення гривні та напіврозпаду фінансової системи унаслідок української кампанії із «очищення» банківської системи України впродовж 2014–2016 рр.

Феномен стійкого аномально високого рівня боргової залежності підприємств корпоративного сектора на агрегованому рівні без чітких ознак його зниження дав підстави для висунення гіпотези про викривлену модель

фінансування бізнесу в Україні⁴⁵. Виникнення та стійкість у часі такої моделі фінансування пояснюється поєднанням впливу чинників макрофінансових – стагнацією банківського кредитування, надмірним державним боргом та «ефектом витіснення», та інституційних – довготривалістю процедур банкрутства та слабкістю захисту прав кредиторів.

Макрофінансові дисбаланси трансформуються у дисбаланси у фінансах підприємств на мікрорівні через кредитний, фіскальний та монетарний канали⁴⁶. Концентрований вплив фіскальної експансії та монетарної рестрикції полягає в обмеженні кредитування бізнесу внаслідок дефіциту ліквідного капіталу у банківській системі. Фундаментальною причиною зазначеного дефіциту є надмірні державні витрати як форма поглинання ліквідного капіталу. Вилучаючи капітал з ринку на фінансування своїх функцій, держава обмежує інвестиційну активність, доступ бізнесу до капіталу.

Підходи, які застосовувались дотепер для оцінки впливу надмірних державних витрат на інвестиційну активність, базувались на порівнянні динамічних показників з огляду на гіпотезу про існування причинно-наслідкового зв'язку між приватними інвестиціями та дефіцитом бюджету⁴⁷. Втім, для оцінки ступеня впливу «ефекту витіснення» на фінанси підприємств коректніше застосовувати статичні показники, які показують структуру боргових відносин у країні, адже саме вилучаючи вільний позичковий капітал, держава порушує ринкову рівновагу. Приватні інвестиції – це доволі широке поняття, яке включає також і приватні інвестиції домогосподарств. Завдання цієї роботи є вужчим і полягає в оцінюванні впливу боргової залежності держави на нагромадження продуктивного капіталу в корпоративному секторі економіки.

Для кількісного оцінювання «ефекту витіснення» було застосовано показники монетарної статистики НБУ. Коефіцієнт витіснення обчислювався як

⁴⁵ Зимовець В. Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні: інституційний аспект. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку*: збірник матеріалів I Всеукраїнської науково-практичної конференції 22 червня 2016. Київ: КНЕУ, 2016. С. 98–101. URL: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf

⁴⁶ Державна політика стабілізації фінансів підприємств: монографія / Даниленко А., Зимовець В., Кошик О. та ін.; за ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка; НАН України. Київ: Ін-т екон. та прогнозув., 2011. С. 44.

⁴⁷ Башко В. Ефект витіснення: аналіз причинно-наслідкових зв'язків. *Економіка і прогнозування*. 2008. № 4. С. 82–96.

частка показника «чисті вимоги до центральних органів державного управління» до показника «чистий внутрішній кредит». Такий підхід дає змогу виокремити саме ту частку внутрішніх заощаджень у грошовій формі, яка іммобілізується для покриття дефіциту публічних фінансів на конкретну дату. Коефіцієнт витіснення порівнюється із часткою банківського кредиту в загальній заборгованості підприємств корпоративного сектора (рис. 1.3), що дає змогу візуально ідентифікувати вплив «ефекту витіснення» на банківське кредитування бізнесу.

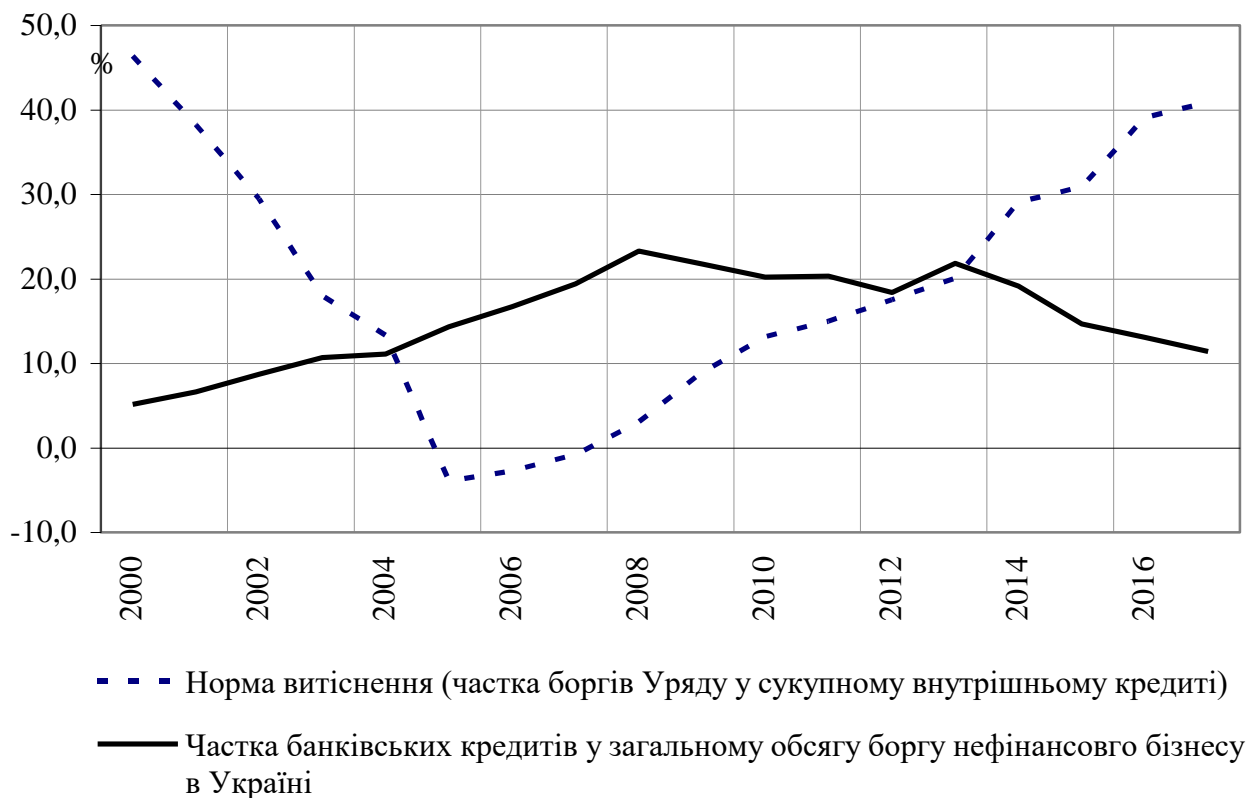


Рис. 1.3. Вплив «ефекту витіснення» на банківське кредитування підприємств України, 2000–2017 рр., кінець року

Джерело: за даними Держстату України та НБУ.

Починаючи з 2005 р. коефіцієнт витіснення в Україні постійно зростає, оскільки темпи зростання державного боргу випереджають темпи зростання грошової маси. Довіра до банківської системи України залишається невисокою, що є причиною повільного зростання обсягів національної валюти в обігу. На цьому тлі зростання державного боргу спричинює виснаження фінансової системи і дефіцит на ринку ліквідного капіталу. Банківське кредитування

бізнесу починаючи з 2008 р. поступово згортається, а частка банківських кредитів у джерелах його фінансування зменшується (рис. 1.3). Диспропорції загострюються починаючи з 2014 р. Упродовж 2014–2015 рр. відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП зросло з 39,9 до 79,4% на тлі неспроможності його фінансування за рахунок внутрішніх джерел, серед яких основним в Україні є кошти банків, агрегованим виміром обсягу яких є грошові агрегати. Якщо на кінець 2013 р. відношення державного боргу до М2 становило 64,3%, то на кінець 2015 р. – уже 158,2% (при критичному рівні 50%⁴⁸). За параметрами абсорбційної спроможності фінансова система Україна повернулась до дисбалансів 1999–2000 рр., що призвело до зростання рівня процентних ставок і стрімкого стиснення кредитування підприємств корпоративного сектора економіки.

Упродовж 2014–2017 рр. коефіцієнт витіснення зріс удвічі – з 20 до 40%, що спричинило зростання дефіциту ліквідного капіталу на ринку. Інтенсивність фінансових відносин підприємств з банками знизилась до рівня 2002–2003 рр. – лише близько 15% джерел фінансування підприємств припадало на банківські кредити, що утричі менше, ніж у європейських країнах. Середнє значення аналогічного показника (*proportion of MFI loans in total debt*) для країн єврозони в 2000–2008 рр. становило 49,1%, а на кінець 2012 р. – 46,7%⁴⁹. Частка робочого капіталу підприємств, яка фінансується за рахунок банківських позик в Україні становила лише 3,6% (у країнах Східної та Центральної Європи – 11,2%, у світі загалом – 11,6%)⁵⁰. Незначна роль банківського кредитування підприємств в Україні зумовлюються двома причинами: 1) обмеженістю пропозиції кредиту та неприйнятними умовами його надання; 2) зневірою значної частини підприємств у можливості отримання кредитів на прийнятних умовах у досяжному майбутньому і застосуванням альтернативних форм фінансування. Підприємства не бачать сенсу у приведенні балансів у відповідність до

⁴⁸ Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку.. Київ: Ін-т економіки і прогнозування НАН України, 2010. С. 227.

⁴⁹ Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Structural Issues. *ECB Occasional Paper Series*. 2013. № 151. Р. 6. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp151.pdf>

⁵⁰ Enterprise Survey Ukraine 2013. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploreeconomies/2013/ukraine>

достатньо жорстких вимог з боку банків задля отримання кредитів під високі проценти.

Чітко відслідковуються дві тенденції коефіцієнту витіснення – до і після 2005 р. (рис. 1.3). Банківське кредитування підприємств активізується у періоди, коли рівень втручання держави у роботу фінансових ринків є мінімальним (від’ємне значення коефіцієнту витіснення). Також це спостереження дає підстави для гіпотези щодо існування закономірності – зниження коефіцієнта витіснення за інших рівних умов сприяє зростанню інтенсивності банківського кредитування, але його підвищення не обов’язково спричиняє кредитне стиснення. До певного моменту воно може компенсуватися за рахунок припливу іноземного капіталу, як це мало місце в Україні в 2005–2008 рр. Проте, за високого рівня коефіцієнту витіснення, процентні ставки зростають за будь-яких умов, втрачається довіра іноземних інвесторів і дефіцит ліквідного капіталу на внутрішньому ринку вже не компенсується за рахунок припливу спекулятивних іноземних інвестицій.

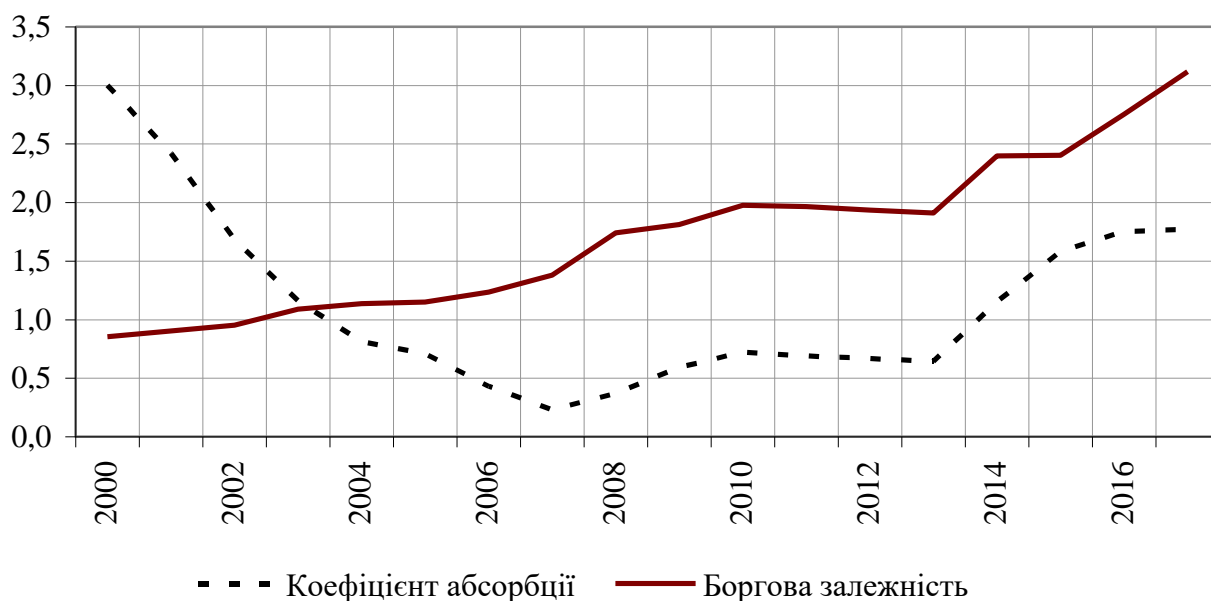


Рис. 1.4. Боргова залежність підприємств корпоративного сектора України і коефіцієнт абсорбції, рази

Джерело: офіційні сайти Держстату України та НБУ.

Чутливість боргової залежності підприємств до макрофінансових дисбалансів у країнах із слабо розвиненим фінансовим сектором є високою.

Фінансова спроможність банківської системи таких країни і доступ бізнесу до фінансування на зовнішніх ринках у таких країнах обмежені. За інших рівних умов, якщо державний борг зростає швидше, ніж грошова маса, доступність капіталу на внутрішньому і зовнішньому ринках зменшується. Для кількісного виміру рівня втручання держави у роботу фінансових ринків та дисбалансів, які виникають через це, було обчислено показник відношення державного боргу до грошової маси (коефіцієнт абсорбції, рис. 1.4). Застосування показника дає змогу порівняти потребу у грошових коштах для фінансування державного боргу із їх фактичним обсягом на певну дату. Відповідно до нашої гіпотези зростання зазначеного коефіцієнта повинно спричиняти зростання процентних ставок і погіршення доступу до ліквідного капіталу підприємств корпоративного сектора. На цьому тлі темпи розрахунків між підприємствами уповільнюються, що спричиняє зростання обсягів внутрішньосекторальних боргів та частки кредиторської заборгованості у фінансуванні бізнесу на агрегованому рівні.

Упродовж 2000–2007 рр. на тлі зниження коефіцієнта абсорбції спостерігалось підвищення рівня боргової залежності підприємств корпоративного сектора в Україні. Такі зустрічні тренди пояснюються зростанням обсягів банківського кредитування на тлі зниження частки власних коштів у структурі капіталу підприємств (з 54% у 2000 р. до 42% у 2007 р.). В умовах кредитного буму, який розгорнувся в Україні у докризовий період, знизилась вимога банків до якості кредитів. Банки надавали кредити підприємствам із сумнівним фінансовим станом, у т.ч. пов'язаним з банками юридичним особам. Послаблення дисциплінуючої функції фінансових інститутів поряд із впливом інших чинників спричинило неконтрольоване зростання боргів і формування високоризикової моделі фінансування бізнесу в Україні на агрегованому рівні, ознакою якої є низька частка власних коштів у фінансуванні продуктивного капіталу. Крім того, формування зазначеної високоризикової моделі фінансування бізнесу частково також пояснюється умисними діями щодо мінімізації власного капіталу підприємств у відповідь на

високі ризики рейдерського захоплення бізнесу та феноменом штучної збитковості бізнесу як побічного наслідку масового ухилення від оподаткування⁵¹.

Упродовж 2008–2016 рр. вектори показників коефіцієнту абсорбції та агрегованої боргової залежності НФК збігаються (рис. 1.4). На тлі зростаючої боргової залежності держави і стагнації банківського кредитування бізнесу поступова зростає боргова залежність підприємств. Підвищення коефіцієнта абсорбції зумовлює труднощі із здійсненням розрахунків та виконанням підприємствами зобов'язань, проявом чого є зростанням періоду погашення дебіторської заборгованості з 119 днів у 2015 р. до 152 днів у 2017 р. Тривалість погашення дебіторської заборгованості в Україні є значно довшою порівняно із показниками європейських країн. Зокрема, у країнах ЄВС середньозважений період погашення дебіторської заборгованості (у 2009–2010 рр.) не перевищував 50 днів для великих підприємств і 75 днів (для малих та середніх підприємств).

Додатковий негативний вплив на ліквідність бізнесу зчинило «очищення» банківської системи і втрата підприємствами ліквідних коштів в обсягу до 20% ВВП (одноразовий системний шок). Упродовж трьох років «очищення» (2014–2016 рр.) ліквідні кошти підприємств в іноземній валюті у банках скоротились на 40%, а в національній – на 30%.

Закономірною реакцією бізнесу на зростання ризиків втрати ліквідних коштів у банках України стали втрата довіри до банківської системи, прогресуюча «офшоризація» фінансових відносин (виведення прибутків за межі країни), та, як наслідок, декапіталізація корпоративного сектора. Падіння попиту на національні гроші та, відповідно, стиснення їх пропозиції призвели до часткового демонтажу фінансової системи країни та прогресуючої автономізації фінансів підприємств. З одного боку, спричинений надмірним державним боргом «ефект витіснення» загальмував трансформацію заощаджень в інвестиції через фінансовий сектор, а з іншого – активізація

⁵¹ Державна політика стабілізації фінансів підприємств. Київ: Ін-т екон. і прогн. НАН України, 2011. С. 348.

небанківських боргових каналів фінансування бізнесу для підтримки поточної ліквідності та здійснення запланованих інвестицій призвела до зростання агрегованої боргової залежності сектора НФК.

Розглянуті вище тенденції у фінансах підприємств корпоративного сектора економіки України дають підстави стверджувати, що у періоди фінансових та політичних криз, негативний вплив макрофінансових чинників на фінанси підприємств корпоративного сектора є сильнішим у країнах зі слабким інституційним середовищем. Розбалансування макрофінансових пропорцій, зростання державного боргу, падіння рівня монетизації спричиняють активізацію альтернативних форм фінансування підприємств, про що свідчить стрімке зростання інших короткострокових зобов'язань. В Україні негативний вплив макрофінансових чинників на фінанси сектора НФК посилюється в умовах несприятливого інституціонального середовища, яке є достатньо стійким, міцно укоріненим у «радянське» минуле.

1.3. Інституційні чинники розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора

Інститути у класичному розумінні (формальні й неформальні правила) визначають характер та зміст фінансових відносин, учасниками яких є кредитори, боржники, емітенти й інвестори. Рівень захищеності законом їх інтересів є визначальним чинником, який впливає на обсяги та умови (процентні ставки та терміни) доступу підприємств до кредитів (банківських і комерційних) та інвестицій. Оскільки підприємства сектора НФК є нетто-позичальниками та реципієнтами інвестицій, то для них важливим є оцінками кредитних та інвестиційних ризиків з боку кредиторів та інвесторів. Дослідницька програма впливу інституційних чинників на фінанси підприємств була окреслена Р. Раджаном і Л. Зінгалесом, які включали до переліку зазначених чинників податкове законодавство в частині оподаткування дивідендів, процентних доходів і прибутку, процедури банкрутства, рівень

розвитку ринку облігацій, структуру власності та ін.⁵².

Традиційно значним чином на вибір моделей фінансування бізнесу в Україні впливають відносини із фіскальними та контролюючими органами. В Україні глибоко усталилася практика фіскального волюнтаризму, що полягає у застосуванні органами виконавчої влади у сфері адміністрування податків та зборів передбачених законодавством інструментів морального тиску на керівництво підприємств. Аномально великою є кількість органів, які виконують функції фінансового контролю. Окрім ДФС та Державної аудиторської служби (колишня КРУ) до фіскального тиску на бізнес долучається потужний фінансово-репресивний апарат безпекового сектора. За оцінками експертів, близько 20 тис. співробітників МВС і СБУ також займаються питаннями, пов'язаними із фінансами підприємств⁵³. Застосовуючи тиск і незаконні методи збору інформації про об'єкт оподаткування (так звані «маски-шоу»), зазначені служби спроможні знищити бізнес або встановити контроль за будь-яким підприємством. Налагоджено механізм сплати «контролюючим» органам поборів за збереження контролю за підприємством.

Реалістично оцінюючи низьку вірогідність справедливого захисту своїх прав у судах, власники (інвестори) мінімізують ризики шляхом перереєстрації прав власності на офшорні компанії, що забезпечує надійніший захист інвестицій. Прогресуюча офшоризація бізнесу властива великим підприємствам. Частка підприємств репрезентативної вибірки, які контролюються з офшорів, зросла з 26% на початок 2006 р. до 36% на початок 2017 р. Отже, наразі не менш ніж третина великого та середнього бізнесу в Україні, прямо контролюється через офшори, що накладає специфіку на агреговані фінансові показники сектора НФК.

За оцінками моніторингового комітету Ради Європи⁵⁴ ризики відмивання грошей в Україні є високими, проявами чого є корупція і тіньова економічна

⁵² Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. Vol. 50, Is. 5. P. 1421–1460. P. 1440. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

⁵³ Гавриш Олег. Хто править Україною. *Нове время*. 16.01.2018. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/khto-pravit-ukrajinoju-2445405.html>

⁵⁴ Anti - money laundering and counter-terrorist financing measures. Ukraine. Fifth Round Mutual Evaluation Report. *MONEYVAL*. 2017. № 20. P.5. URL: <https://rm.coe.int/fifth-round-mutual-evaluation-report-on-ukraine/1680782396>

діяльність (включаючи фіктивні підприємства, ухилення від оподаткування та шахрайство). Основними каналами вилучення капіталу із сфери виробництва є корупція та ухилення від оподаткування.

Корупція є невід’ємним елементом ведення бізнесу в Україні. Існують стійкі традиції вдруге «віддячувати» державним чиновникам за виконання ними тих функцій, які вже фінансуються за рахунок податків. За даними останнього огляду Світового банку (2013 р.)⁵⁵, 99,1% підприємств в Україні визнає, що участь у державних контрактах (закупівлях) потребує надання хабарів (у Центральній і Східній Європі ця частка становить 22,4%, у світі загалом – 29,2%). Середній розмір хабара в Україні становить 14,2% від вартості контакту (закупівлі), у Східній і Центральній Європі – 1,6%, а у світі загалом – 1,8%⁵⁶. Отже, корупційна складова в Україні майже вдесятеро вища, що є чинником високого попиту бізнесу на тіньові кошти. Такий попит задовольняється через відпрацьовані канали – «конвертаційні центри», які виконують функцію регулярної реалокатії «надлишкового» капіталу із легального у тіньовий сектор, та офшорні схеми, через які відбувається прихований експорт капіталу (переміщення прибутків у країни із пільговими податковими режимами). За оцінками ДФС України через так звані «непрямі» контракти з України експортується 70–75% продукції, що дає змогу перемістити прибутки у країни з більш низькою і більш лояльною податковою політикою⁵⁷.

Зазначені практики прямо впливають на моделі фінансування бізнесу. Виведення капіталу у тіньовий сектор і ухилення від оподаткування є ключовою причиною штучної збитковості бізнесу в Україні⁵⁸. Закономірним наслідком застосування схем виведення коштів є штучний дефіцит власного капіталу і висока боргова залежність бізнесу. Дещо ускладнити функціонування відпрацьованих бізнесом схем виведення капіталу та ухилення від оподаткування може приєднання у 2018 р. України до Багатосторонньої

⁵⁵ Enterprise Survey Ukraine 2013 . URL: <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploreeconomies/2013/ukraine>

⁵⁶ Там само.

⁵⁷ Євген Бамбізов: Проблема деофшоризації має вирішуватися на законодавчому рівні. URL: <http://cv.sfs.gov.ua/media-ark/news-ark/274022.html>

⁵⁸ Державна політика стабілізації фінансів підприємств. Київ: Ін-т екон. і прогн. НАН України, 2011. С. 348.

конвенції з протидії розмивання бази оподаткування та виведення прибутку з-під оподаткування. Водночас приєднання до зазначеної конвенції не усуває глибинних причин офшоризації моделей ведення бізнесу в Україні, серед яких – високі ризики втрати капіталу внаслідок фіскального волюнтаризму та здирництва «контролюючих органів», слабкий захист прав кредиторів та інвесторів.

Підприємства, які контролюються з офшорів, перетворилися на потужний генератор імпульсів нестабільності у фінансовій системі України. У періоди фінансово економічних криз саме у цьому сегменті бізнесу формується чітко виражений борговий навіс (рис. 1.5). Такий стан є наслідком як переоцінки квазіборгів в іноземній валюті, так і виведення капіталу з країни у кризовий період.



Рис. 1.5. Боргова залежність звичайних і офшоризованих підприємств в 2006–2017 рр.

Джерело: агреговані значення по вибірці підприємств на початок року.

Властивістю підприємств, які контролюються з офшорів, є їх висока життєздатність у періоди фінансових криз. У період фінансово-економічної кризи 2009–2010 рр. частка підприємств з від’ємним власним капіталом зросла з 10 до більш ніж 25%, під час кризи 2015–2016 рр. – з 10 до більш ніж 30% (рис. 1.6). Частка підприємств-банкрутів у групі звичайних підприємств

упродовж останніх десяти років також поступово збільшується – з 5 до 20%. Ці тенденції можна пояснити тим, що підприємства, які контролюються з офшорів, активніше застосовують гнучкі схеми реалокатії ліквідного капіталу за межі країни у скрутні часи, застосовуючи добре відпрацьований юридично бездоганний інструментарій. У сприятливі періоди (економічне піднесення, прихід до влади «дружніх» політичних сил) ліквідний капітал тимчасово повертається у господарський обіг на території України (характерним прикладом є період 2010–2013 рр.).

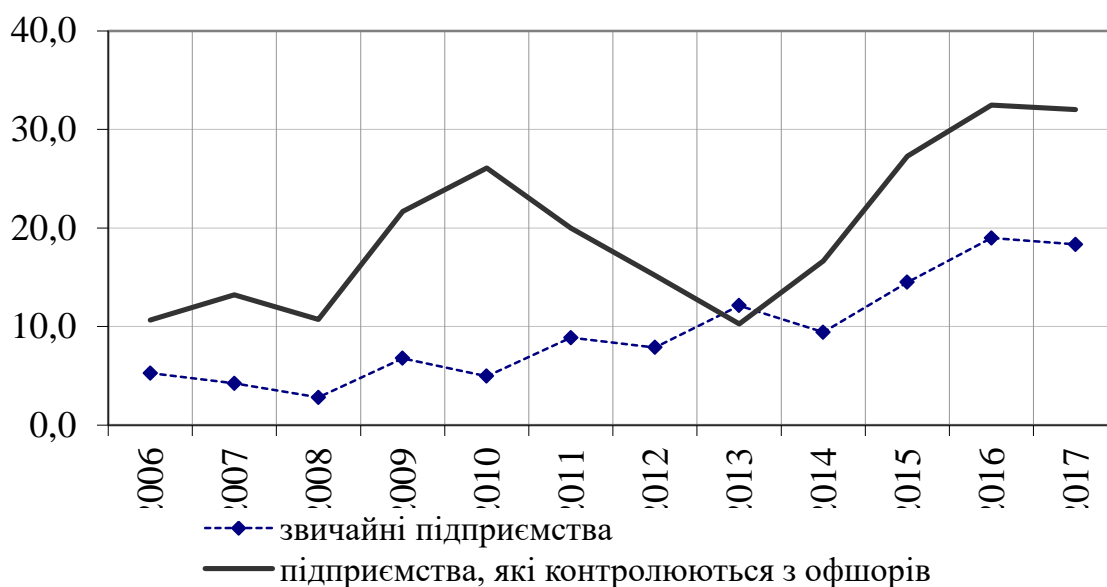


Рис. 1.6. Частка підприємств з від'ємним капіталом у 2006–2017 рр.

Джерело: вибірка на основі фінансових звітів підприємств.

Серед інших інституціональних чинників збільшення боргового навісу в секторі НФК України – слабкість захисту інтересів кредиторів, наслідком чого є накопичення безнадійних боргових вимог на балансах окремих підприємств (на мікрорівні). Кількісною ознакою такої слабкості є критично низький показник відшкодування кредиторам (*recovery rate*) у разі неплатоспроможності боржника – 8,9% (2018 р.), що у рази менше, ніж його середньосвітове значення – 36,6% та медіанне значення для країн ОЕСР – 82,1%⁵⁹. До цього слід додати,

⁵⁹ Resolving Insolvency. *Doing Business* / World Bank. URL: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>

що рівень відшкодування коштів підприємствам в Україні, які втратили кошти в неплатоспроможних банках внаслідок «очищення» банківської системи, наближається до нуля. Отже, в Україні у разі неплатоспроможності боржника очікувані втрати кредиторів є значно вищими, ніж в інших країнах, що призводить до нелінійного зростання ризиків⁶⁰ та витіснення банківського кредиту нефінансовими боргами (інші зобов'язання). Існує закономірність, відповідно до якої для підприємств з потенційно високими втратами від фінансової скрути (*finacial distress costs*) навіть незначне зростання боргової залежності призводить до нелінійного зростання ризиків⁶¹, що паралізує кредитні відносини та є основною причиною нарощування нефінансових боргів.

Якщо ж розглядати зокрема перспективи отримання коштів підприємствами від неплатоспроможних банків в рамках «очищення» банківської системи, то рівень відшкодування є наближеним до нуля. Упродовж 2014–2016 рр. втрати підприємствами капіталу у ліквідній формі (коштів на рахунках) оцінюються в обсягу не менше 270 млрд грн⁶², що стало наслідком заходів щодо «очищення» банківської системи із застосуванням українського неоднозначного механізму «виведення неплатоспроможних банків з ринку». Термін «очищення» банківського сектора застосовувався НБУ задля створення позитивної суспільної думки щодо провальних результатів діяльності НБУ з виконання його функції захисту інтересів вкладників і кредиторів банків. «Очищення» банківського сектора здійснювалось за допомогою інструментарію (Закон «Про гарантування вкладів фізичних осіб»), непридатного для вирішення системних проблем, пов'язаних із втечею капіталу та втратою контролю за активами на окупованих територіях. Закономірною реакцією на зумовлене «очищенням» зростання ризиків втрати ліквідних коштів підприємствами у банках України стали прогресуюча офшоризація (виведення

⁶⁰ Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1

⁶¹ Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1

⁶² Украинская рулетка: граждане и бизнес потеряли в банках-банкротах свыше 300 млрд гривен. Можно ли построить в Украине европейскую систему гарантирования вкладов. URL : <http://forbes.net.ua/business/1416943-ukrainskaya-ruletka-grazhdane-i-biznes-poteryali-v-bankah-bankrotah-svyshe-300-mlrd-griven>

прибутків за межі країни), та, як наслідок, декапіталізація корпоративного сектора (дефіцит власного капіталу).

Також не сприяють нагромадженню власного капіталу і зниженню рівня боргової залежності бізнесу в Україні критично високі ризики втрати контролю за підприємством унаслідок недосконалості корпоративного законодавства. Відповідно до теорії корпоративних фінансів власники надають перевагу самофінансуванню порівняно із зовнішнім фінансуванням для мінімізації ризиків захоплення підприємства кредиторами (у разі фінансової скрути) або новими акціонерами (рейдерські захоплення). Поділяємо точку зору Дж. Цвібеля, який довів, що зростання ризику захоплення контролю за підприємством змушує менеджмент до умисного підвищення левериджу задля зниження інвестиційної привабливості підприємства та мінімізації ризиків його захоплення⁶³. Отже, одним із інструментів захисту бізнесу є свідоме і цілеспрямоване нарощування боргів перед пов'язаними із менеджментом (власниками) підприємства особами, що обмежує можливості третіх осіб із вчинення недружніх дій та захоплення контролю за підприємством. Подібна практика захисту бізнесу є поширеною в Україні і може включати створення ряду «штучних» зобов'язань підприємства перед іншими (дружніми або асоційованими) підприємствами, забезпечених заставою обладнання та нерухомості, що у разі рейдерської атаки дає змогу захистити ключові активи⁶⁴. Штучне нарощення «захисного» нефінансового боргу справляє додатковий вплив на агреговану боргову залежність сектора НФК.

Тож вплив інституційних чинників на формування моделей фінансування бізнесу в Україні є значним. Характерними ознаками моделей фінансування бізнесу в Україні є надвисока боргова залежність (на тлі незначної ролі банків у фінансуванні бізнесу) та нагромадження ліквідного капіталу в тіньовому секторі (офшорних юрисдикціях), спричинене постійною потребою у ліквідних (тіньових) коштах для сплати хабарів, слабким рівнем захисту прав кредиторів

⁶³ Zwiebel J. Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment . *The American Economic Review*. Dec. 1996. Vol. 86, No. 5. P. 1197–1215.

⁶⁴ Антирейдерські дії, або Як захистити свій бізнес?. *Lexinform*. 26.04.2018. URL: <https://lexinform.com.ua/yuridychna-praktyka/antyrejderski-diyi-abo-yak-zahystyty-svij-biznes/>

та недовірою до банківської системи. Іррелевантність до надмірної боргової залежності є специфічною властивістю моделі фінансування бізнесу в Україні на агрегованому рівні, що створює системні ризики і утруднює розвиток відносин бізнесу з фінансовими ринками. Усталення викривлених моделей фінансування призводить до інфікування фінансової системи України токсичними елементами у формі неплатоспроможних підприємств, уповільнює міжгалузевий рух капіталу та інвестиційну активність у секторі нефінансових корпорацій.

1.4. Вплив розміру підприємства на моделі фінансування бізнесу

Агреговані показники дають лише загальне уявлення про вектор розвитку фінансів сектора НФК. Корпоративний сектор не є однорідним за структурою і складається із підприємств різних розмірів, видів діяльності та організаційно-правових форм. На тлі загальної тенденції до зростання фінансових ризиків та боргової залежності підприємств корпоративного сектора України в цілому вразливість до негативного впливу макрофінансових диспропорцій кожного окремо взятого підприємства залежить від його розмірів та галузевої приналежності. Йдеться про неоднакову циклічну обумовленість тенденцій у структурі капіталу підприємств різного розміру та виду діяльності.

Показники структури та оборотності активів груп підприємств різного розміру, порівняння яких дозволило виокремити особливості структури продуктивного капіталу, його оборотності та ефективності ведення бізнесу великих, середніх і малих підприємств наведено у додатку 2 (табл. 2.1). Значна частка обсягів реалізації ринкових товарів і послуг припадає на великі підприємства⁶⁵, в 2016 р. вона становила 38,4%. При цьому у групі великих підприємств має місце значний рівень концентрації за зазначеним показником – на 200 найбільших підприємств відповідно до узагальненої фінансової звітності

⁶⁵ Відповідно до Закону України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні (ч. 2 ст.2.) до великих відносяться підприємства, балансова вартість активів яких перевищує 20 мільйонів євро; чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – понад 40 мільйонів євро; середня кількість працівників – понад 250 осіб.

юридичних осіб, поданої ДФС⁶⁶, та за класифікацією Форбс⁶⁷ у 2016 р. припадало близько третини загальних по країні обсягів реалізації. Частка середніх підприємств в обсягах реалізації ринкових товарів і послуг в 2016 р. становила – 42,9%, малих – 18,7%. Роль середнього бізнесу в економіці зростає, починаючи з 2015 р. на цей сегмент припадає найбільша частка обсягів реалізації у секторі НФК. Зазначені зміни спричинені процесами реструктуризації економіки, які тривають, виокремленням життєздатних сегментів великих підприємств, а також еволюцією малих підприємств у середні.

Порівняння часток в обсягах реалізації по групах підприємств різних розмірів з показником частки у доданій вартості (великі підприємства – 44,1%, середні – 40,5%, малі – 15,4%) показує, що існують ознаки відносно нижчої фінансової ефективності малого бізнесу. Порівняння часток у загальних по країні обсягах реалізації і активах великих, середніх і малих підприємств в цілому підтверджує цю думку. Значення зазначених часток по сегменту великих підприємств суттєво не відрізняються. У середньому за 2013–2016 рр. на великі підприємства припадало 40,5% обсягів реалізації і 40,2% активів сектора нефінансових корпорацій. Частка середніх підприємств в обсягах реалізації є вищою порівняно із їх часткою в активах – відповідно 41,8% і 32,8% (у середньому за 2013–2016 рр.). Водночас частка малих підприємств в агрегованих активах сектора НФК упродовж 2013–2016 рр. становила 26,9%, що значно перевищує частку таких підприємств у загальних обсягах реалізації – 17,7%.

Існують також диспропорції між структурою активів підприємств різного розміру за часткою основних засобів (залишкова балансова вартість) в активах. На великі підприємства припадає значно більша частка – на кінець 2016 р. тут було сконцентровано 61,4% основних засобів підприємств корпоративного сектора економіки України, на середні підприємства припадає 24,4% основних засобів, на малі – 13,1%. З теоретичної точки зору це повинно було би спричинити вищу оборотність активів у малому бізнесі та нижчу у великому. Але розрахунок оборотності активів дає протилежні результати – оборотність

⁶⁶ Рейтинг 200 найбільших компаній України. URL: https://biz.censor.net.ua/resonance/3033764/200_nayiblishih_kompanyi_ukrani_2016_roku

⁶⁷ 200 найбільших компаній. URL: <http://forbes.net.ua/ua/ratings/3>

активів у малому бізнесі в 2016 р. становила 39,4% порівняно із 60,1% у великому.

Критичні низькі рівні оборотності активів та частка у доданій вартості на тлі того, що майже третина активів підприємств корпоративного сектора сконцентрована у малому бізнесі, означають, що саме у цьому сегменті зосереджені неякісні активи, у т.ч. – фінансові. Виявлені диспропорції дають підстави для висновку про те, що у секторі малого бізнесу відбувається гальмування кругообігу капіталу, проявом чого є нижча, ніж загалом по підприємствах корпоративного сектора оборотність активів. Це не спростовує тезу про існування викривленої фінансової моделі ведення бізнесу в Україні в цілому, але дає підстави для висновку про концентрацію високоризикових моделей фінансування у секторі малого бізнесу.

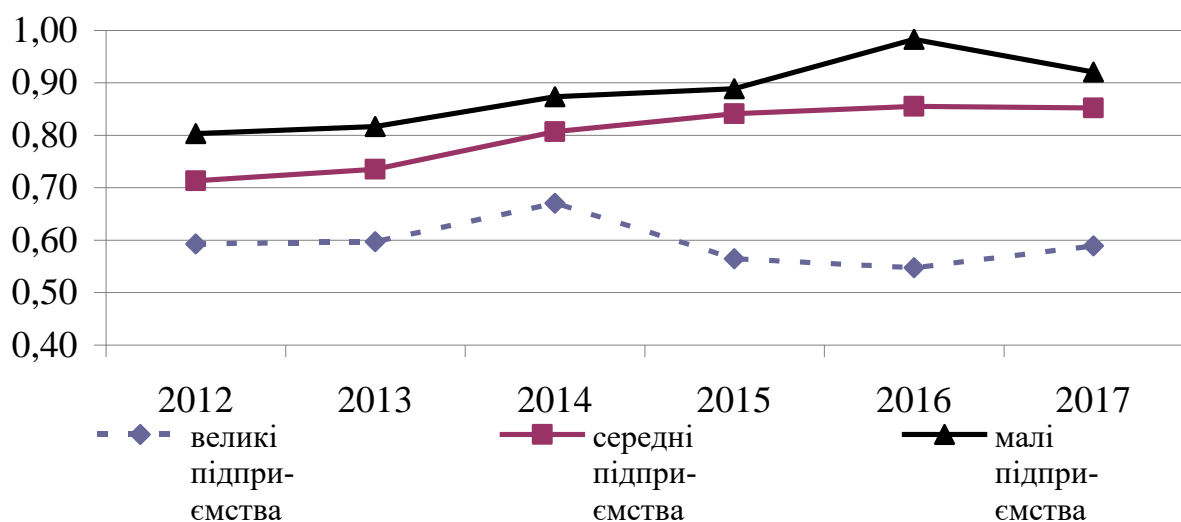


Рис.1.7. Боргова залежність: залежність від розміру підприємств у 2007–2016 рр., на кінець року

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2016 рік / Держстат України. Київ, 2017.

Для підтвердження або спростування цієї думки було розглянуто особливості джерел фінансування бізнесу залежно від розміру підприємств за показником частки боргу від активів. Встановлено, що з 2015 р. намітилися різновекторні тенденції агрегованої боргової залежності підприємств різних груп (рис. 1.7). Частка боргу у фінансуванні активів у групі великих підприємств упродовж 2012–2017 рр. залишалась відносно стабільною,

наближеною до 60%. Упродовж цього ж періоду зазначений показник у групі середніх підприємств зріс з 67 до 85%, а у групі малих підприємств – з 74 до 92%. Значно вищий рівень боргової залежності у малому бізнесі не відповідає практикам, які склались у розвинених країнах. Навпаки, для останніх характерним є вищий рівень боргової залежності великих підприємств. Нижчі очікувані втрати від банкрутства дають їм змогу залучати відносно більші обсяги боргового фінансування. В Україні застосовується прямо протилежна модель фінансування – великий бізнес навпаки уникає надмірної обтяженості боргами, що пояснюється розглянутими вище інституційними чинниками (захисні моделі фінансування бізнесу).

Однією з причин концентрації боргів у сегментах малого та середнього бізнесу є низька спроможність підприємств до виконання зобов'язань перед кредиторами у кризових умовах, проявом якої є акумуляція малоліквідних фінансових активів на їх балансах. На кінець 2016 р. 44,3% дебіторської заборгованості сектора НФК України припадало саме на малий бізнес. Водночас частка основних засобів в активах малого бізнесу порівняно із великими підприємствами на кінець 2016 р. була втричі меншою, що є однією з підвалин відносно нижчої стійкості малого бізнесу до макрофінансових збурень, зокрема до знецінення національних грошей.

Таблиця 1.4

Складові декапіталізації підприємств корпоративного сектора економіки України в 2014–2016 рр., млрд грн

Показник	Великі підприємства	Середні підприємства	Малі підприємства	Разом
Власний капітал, у т.ч.	975,0	-159,0	-186,9	629,1
Чистий збиток	-310,2	-293,9	-329,7	-933,8
Зареєстрований капітал	354,8	-15,7	106,0	445,1
Додатковий капітал	954,7	68,8	-61,9	961,6
Інші статті капіталу	-24,2	81,8	98,7	156,3
Борг	961,6	1153,1	1728,2	3842,9

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2016 рік / Держстат України. Київ, 2017.

Адаптаційна спроможність великого бізнесу функціонувати у несприятливому макрофінансовому та інституційному середовищі є вищою

порівняно з малим. Великі підприємства мали значно більші, порівняно з малими, можливості для збільшення власного капіталу за рахунок вливання додаткових капіталів з тіньового сектора, у т.ч. з офшорів, та дооцінки основних засобів. Упродовж 2014–2016 рр. великі підприємства збільшили власний капітал на 975 млрд грн або в 2,2 раза порівняно із початком 2014 р., тоді як агрегований власний капітал у сегментах середніх і малих підприємств зменшився на 159,0 і 186,9 млрд грн відповідно (табл. 1.4). Джерелами збільшення агрегованого власного капіталу у сегменті великого бізнесу упродовж 2014–2016 рр. були збільшення зареєстрованого капіталу (на 354,8 млрд грн) та дооцінки основних засобів на 954,7 млрд грн.

Отже, у великому бізнесі докапіталізація здійснювалася переважно шляхом дооцінки основних засобів, що дозволило утримувати підприємства у зоні відносно невисокого ризику. Активна докапіталізація у сегменті великого бізнесу пояснюється необхідністю продемонструвати ринкам певний фінансовий консерватизм (таргетування боргової залежності) задля збереження репутації та позитивного іміджу. Крім цього, вища мотивація великого бізнесу до збереження фінансової стійкості у кризових умовах пов'язана із дією певних дисциплінуючих факторів, серед яких: 1) обов'язковість оприлюднення фінансової звітності, оскільки значна частина великих і середніх підприємств функціонує у формі акціонерних товариств; 2) жорсткіший контроль за їх діяльністю з боку ДФСУ (відповідно до реєстру до переліку великих платників податків на 2018 р. віднесено 2,9 тис. підприємств⁶⁸).

Обсяги приросту боргів і власного капіталу у сегменті великих підприємств упродовж 2014–2016 рр. були збалансованими, що дало змогу навіть знизити рівень боргової залежності з 1,47 на початок 2014 р. до 1,21 на початок 2017 р. Водночас зростання боргів у секторі малих підприємств на тлі їх декапіталізації спричинили стрімке зростання боргової залежності (рис. 1.7). Концентрація боргів у секторі малого бізнесу створює високі ризики для фінансової системи загалом, адже їх борги у значній частині є сумнівними до повернення. Упродовж 2013–2016 рр. частка малого бізнесу у сукупній

⁶⁸ Реєстр великих платників податків на 2018 р. URL: <http://officevp.sfs.gov.ua/data/files/213598.xlsx>

заборгованості підприємств корпоративного сектора зростає – з 30,3 до 38,3%.

Серед причин накопичення боргів та зміщення боргового тягаря у сегмент малого бізнесу слід згадати також умисне закладення великими підприємствами у договори з МСП заздалегідь не вигідних умов розрахунків (триваліші терміни погашення заборгованості), а також значно менші можливості малих підприємств для юридичного захисту в судах (відсутність фахових юристів достатньої класифікації, неформальних зв'язків із правозахисними та владними структурами).

Борговий навіс розподіляється між сегментами сектора НФК нерівномірно. Упродовж 2012–2017 рр. частка сегмента малого бізнесу в агрегованому борзі сектора НФК зростає з 29,3 до 31,8% на тлі зниження частки великого бізнесу до 33,4% (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Структура сукупного боргу підприємств корпоративного сектора економіки України у 2012–2016 рр.

(за розмірами підприємств), на кінець року

Показник/роки	великі	середні	малі	великі	середні	малі
Сукупний борг	<i>млрд грн</i>			<i>%</i>		
2012	1151,2	1177,4	963,9	35,0	35,8	29,3
2013	1217,3	1320,3	1062,3	33,8	36,7	29,5
2014	1497,1	1660,4	1276,3	33,8	37,4	28,8
2015	1958,9	2073,5	1655,6	34,4	36,5	29,1
2016	2178,9	2473,4	2790,6	29,3	33,2	37,5
2017	2432,0	2528,4	2313,8	33,4	34,8	31,8
Інші поточні зобов'язання	<i>млрд грн</i>			<i>%</i>		
2012	343,0	363,3	371,5	31,8	33,7	34,5
2013	334,8	398,8	411,5	29,2	34,8	35,9
2014	488,9	530,8	501,7	32,1	34,9	33,0
2015	650,1	801,9	754,0	29,5	36,4	34,2
2016	782,4	1060,6	1863,3	21,1	28,6	50,3
2017	943,5	1134,6	1162,9	29,1	35,0	35,9

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2016 рік / Держстат України. Київ, 2017.

Концентрація боргів у сегменті малого бізнесу була спричинена не лише об'єктивно обумовленим несвоєчасним виконанням зобов'язань перед контрагентами в умовах кризи, а й умисним збільшенням «інших поточних зобов'язань». Стрімке (майже п'ятикратне) зростання інших поточних зобов'язань у секторі малого бізнесу спричинило те, що на кінець 2016 р. у

секторі було сконцентровано майже 2/3 таких зобов'язань і лише 30% активів сектора НФК. Концентрація «інших поточних зобов'язань» у сегменті малого бізнесу є додатковим доказом поширеності викривлених моделей фінансування бізнесу в Україні. Малі підприємства є важливою ланкою кругообігу капіталу між легальним бізнесом і тіньовим сектором («конвертаційні» центри) і використовуються як буфер для відмивання брудних грошей, через який здійснюється вилучення і повернення «надлишкового» капіталу в господарський обіг.

Отже, стрімке зростання боргової залежності загалом по корпоративному сектору упродовж 2014–2016 рр. було спричинене аномально високим зростанням боргів у сегменті малого бізнесу на тлі його декапіталізації на агрегованому рівні. Аномально висока боргова залежність і дефіцит власного капіталу у малому бізнесі є одним із генераторів системних фінансових ризиків. Малий бізнес є вразливішим до макрофінансових шоків та несприятливого інституційного середовища. Відповідно до закономірностей функціонування фінансових ринків та висновків П. Болтона та Х. Фрейхаса, жорстка монетарна політика вражає насамперед малий бізнес. У періоди кредитного стиснення та монетарної рецесії доступ до банківського кредиту втрачають малі підприємства, що знаходить емпіричні підтвердження у згортанні кредитування⁶⁹. В Україні проявом такої закономірності в умовах кредитного стиснення стало стрімке зростання нефінансових боргів (кредиторської заборгованості та інших зобов'язань). Крім того, не слід виключати й зворотній вплив погіршення фінансового стану підприємств на обсяги кредитування. Зокрема, це мало місце у післякризовий період (2010–2011 рр.), коли банки мали надлишкову ліквідність, яку розмішували у депозитних сертифікатах НБУ, а не надавали як кредити підприємствам⁷⁰. Під впливом несприятливих макрофінансових чинників на тлі хронічно недружнього до бізнесу інституціонального середовища потоки капіталу надовго не затримуються у

⁶⁹ Bolton P., Freixas X. Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism. *The Review of Financial Studies*. 2006. V. 19. № 3. URL: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/transmission.pdf/> p.829

⁷⁰ Єгоричева С., Гудзь Т. Вплив механізму монетарної трансмісії на фінансовий стан підприємств. *Фінанси України*. 2013. № 8. С. 67.

легальній фінансовій системі і водночас зростають внутрішньосекторальні борги.

На початок 2017 р. викривлена модель фінансування бізнесу, яка формувалась в Україні після 2009 р., набуває завершеної форми. Її ознаками є високий рівень агрегованої боргової залежності сектора нефінансових корпорацій із чітко вираженою концентрацією боргів у сегменті малого бізнесу та прогресуючою офшоризацією фінансів великих підприємств. Надлишковий капітал, який акумулюється у тіньовому секторі та офшорах, не впливає на пропозицію ресурсів на внутрішньому ринку. Сегментація фінансової системи країни на легальну і тіньову є причиною високих процентних ставок на ринку, що негативно впливає на інвестиційну активність у країні.

1.5. Викривлена модель фінансування інвестицій підприємств корпоративного сектора України

Тенденції розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України дозволяють стверджувати про існування структурних викривлень, фундаментальною причиною яких є низька інвестиційна активність та, як наслідок, дефіцит власного капіталу.

Дотепер сформована модель фінансування бізнесу в Україні не мала міцної легальної основи. Навпаки, упродовж останніх 5–7 років відбувається масштабна офшоризація (закріплення прав власності за підставними (номінальними) власниками з офшорних юрисдикцій) бізнесу. В умовах високих валютних ризиків і вірогідності початку чергової кампанії з очищення банківської системи великий бізнес діє цілком у власних інтересах. Ліквідний капітал заводиться і виводиться у господарський обіг через тіньові канали, проявом чого є зростання інших поточних зобов'язань у гривні чи іноземній валюті. Саме ці канали стають основною ланкою трансформації тіньових заощаджень у легальні інвестиції. З одного боку, викривлена модель фінансування бізнесу в Україні не націлена на залучення капіталу на організованих фінансових ринках. Саме надмірна боргова залежність, як зазначали Х. Мостафа та С. Бореговда, спричиняє недоінвестування

підприємств⁷¹. З іншого боку, в Україні підприємства використовують неформальні канали і мають доступ до фінансування у формі ліквідної підтримки з офшорів і тіньового сектора. Це дозволяє здійснювати інвестиції незалежно від фінансового стану підприємств і доступності капіталу на організованих фінансових ринках.

Інвестиційна активність у країні поряд із впливом інших, макрофінансових та інституційних, чинників залежить від того, наскільки сформовані моделі фінансування бізнесу є придатними до акумуляції фінансових ресурсів та їх вкладення у перспективні інвестиційні проекти. Викривлена модель фінансування бізнесу на агрегованому рівні в Україні зумовлює вектори та форми кругообігу інвестиційного капіталу, структуру та обсяги капітальних інвестицій підприємств корпоративного сектора економіки України.

Таблиця 1.6

Джерела фінансування інвестицій підприємств корпоративного сектора економіки України, %

Джерела фінансування	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Власний капітал (чисті заощадження і залучений капітал (нетто))	21,0	18,6	12,8	-5,5	5,1	-1,9	-0,2	-7,4	-18,4	15,9	23,8	23,5
Амортизація (споживання основного капіталу)	21,7	19,8	14,6	10,4	18,8	19,6	21,2	30,2	40,7	20,4	22,4	22,5
Позичковий капітал (банківські кредити та боргові цінні папери)	33,8	40,4	40,7	36,7	6,6	18,6	29,7	28,4	40,4	-10,8	-19,2	-0,9
Кредиторська заборгованість	23,5	21,3	31,9	58,5	69,5	63,7	49,3	48,8	37,3	74,6	73,0	54,8
Самофінансування інвестицій												
Валова норма самофінансування*	42,7	38,3	27,4	4,9	23,9	17,7	21,1	22,8	22,3	36,2	46,3	47,7
Чиста норма самофінансування (основні засоби)*	101,5	86,0	72,9	18,2	81,0	56,0	52,0	44,3	38,3	142,0	187,1	171,3

* Відношення приросту власного капіталу (чисте заощадження + чисте прийняття фінансових зобов'язань «Акції та інші види участі в капіталі» (нетто)) та суми амортизації (споживання основного капіталу) до збільшення продуктивного капіталу (активів) за період (валове нагромадження основного капіталу, зміна запасів матеріальних оборотних коштів, чисте придбання фінансових активів (без урахування акцій та інших форм участі у капіталі)).

** Відношення приросту власного капіталу та суми амортизації до інвестицій в основний капіталу за період.

Джерело: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: <http://ukrstat.gov.ua>

⁷¹ Mostafa, H. T., & Boregowda, S. A Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences*. 2014. № 3(10). P. 113 –118. URL: <http://www.isca.in/rjrs/archive/v3/i10/19.ISCA-RJRS-2013-772.pdf>

У табл. 1.6. наведено тенденції структури фінансування валових інвестицій та інвестицій в основний капітал у секторі НФК України. Упродовж 2005–2016 рр. валова норма самофінансування валових інвестицій у секторі НФК в Україні становила 30,1%, у т.ч. частка власних коштів – 8,9 % (від (-18,4) до 23,5%), амортизації – 21,2% (від 10,4 до 40,7%). У міжкризові роки (2010–2013) частка власного капіталу була від’ємною, що означає покриття збитків за рахунок інших джерел фінансування. У кризові роки (2009, 2014–2016) валова норма самофінансування інвестицій досягає і перевищує 45%. На тлі згортання інвестицій у кризові роки така тенденція може означати лише те, що норма самофінансування зростає штучно (унаслідок зменшення обсягів валових інвестицій як бази для розрахунку). Водночас закономірно скорочується або в окремі роки стає від’ємною частка банківського кредиту (до -19,2 % валових інвестицій сектору НФК у 2015 р. унаслідок шоку від «очищення» банківської системи). Виникає дефіцит фінансування, який перекривається за рахунок зростання частки сурогатних джерел (у кризові роки за рахунок кредиторської заборгованості фінансується до 75% валових інвестицій, середня частка за період 2005–2016 рр. становить 54,6%).

Сформувалась модель фінансування інвестицій, основним каналом руху капіталу в якій є прямі фінансові відносини між підприємствами, які перебирають на себе частину функцій фінансових інститутів. У середньому упродовж 2005–2015 рр. через зазначені канали фінансувалось понад 40% чистих інвестицій підприємств корпоративного сектора (приросту продуктивного капіталу за мінусом амортизації основного капіталу). Отже, вливання «тіньового» інвестиційного капіталу відіграло потужну стабілізуючу роль, сприяючи покращенню ліквідності підприємств сектора НФК та фінансуванню інвестиційної діяльності.

Відповідно до теорії умовою збалансованості фінансів підприємств є фінансування капітальних інвестицій переважно за рахунок власних коштів (операційного прибутку та амортизації). Слід підкреслити, що така структура фінансування відповідає положенням теорії ієрархії (про пріоритет власних коштів у фінансуванні) та теорії компромісу (у розвинених країнах панує

консервативний підхід у моделях корпоративних фінансів). Норма самофінансування, розрахована як відношення операційного грошового потоку до капітальних інвестицій у розвинених країнах коливалася від 70 до 130%⁷², упродовж 2002–2015 рр. середній рівень показника становив для країн ЄС 97,4% та 95,8% для США. В Україні упродовж 2005–2016 рр. за рахунок власних коштів підприємств (прибутку та амортизації) фінансувалося у середньому 90,5% капітальних інвестицій в основний капітал з дуже широким діапазоном коливань – від 18,2 до 187,1%. Упродовж довоєнного періоду (до 2014 р.) чиста норма самофінансування в Україні не перевищувала 50% і була майже вдвічі нижчою, ніж у розвинених країнах. Показник має яскраво виражену циклічність, у передкризові роки (2008 і 2013) він стрімко знижується – до 18,2 і 38,3%.

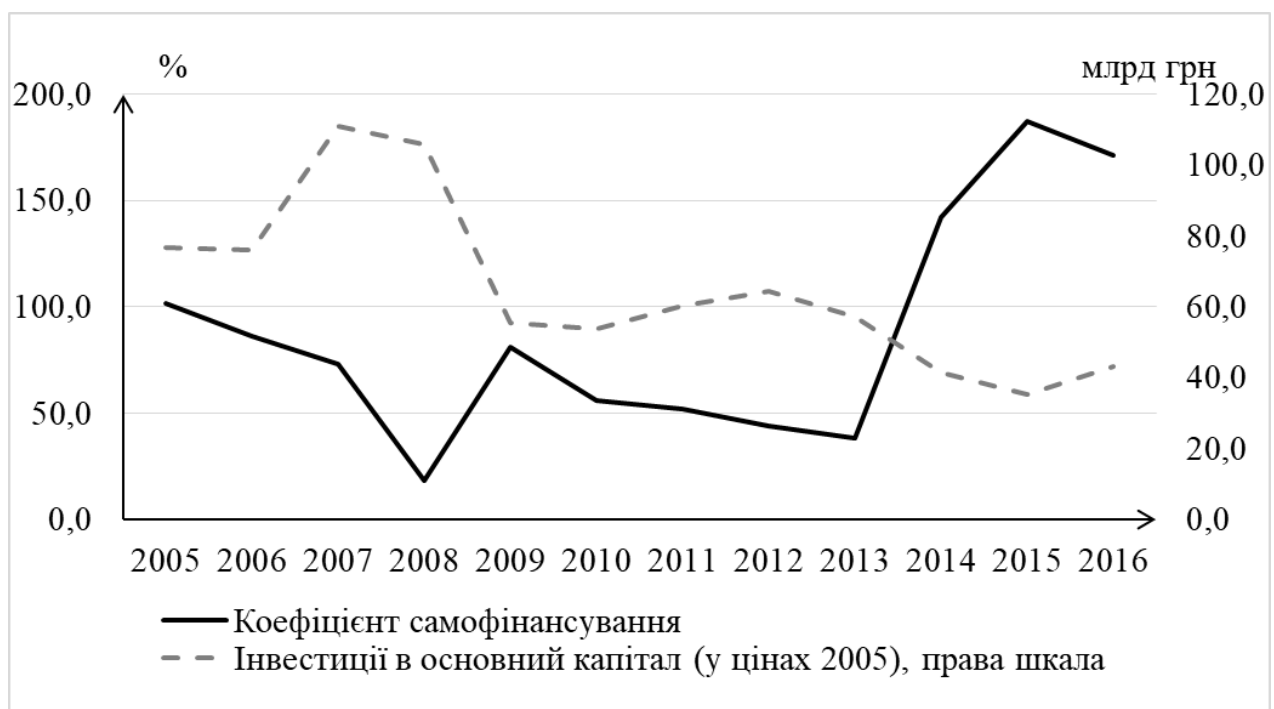


Рис. 1.8. Динаміка інвестицій в основний капітал (у цінах 2005 р.) і норма самофінансування

Джерело: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: <http://ukrstat.gov.ua>

Модель фінансування інвестицій в Україні не узгоджується з теоретичними концепціями корпоративних фінансів (теорією ієрархії або теорію компромісу) через високу волатильність частки власних коштів у фінансуванні капітальних інвестицій. Зокрема, у 2009 р. під впливом

⁷² Artus P. Behaviour of companies in the United States and the euro zone Flash economics. *Economic research*. October 2016. № 1090. URL: www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/Main/GlobalResearch/GetDocument/RYY9LocM8lbr_cg-KrHJMQ==

макрофінансової нестабільності і стиснення банківського кредитування обсяги інвестицій підприємств в основний капітал у реальному вимірі (цінах 2005 р.) скоротилися більш ніж удвічі (рис.1.8) при одночасному зростанні норми самофінансування з 18,2 до 81,0%. Аналогічна різновекторність спостерігається починаючи з 2014 р. На тлі зменшення обсягу інвестицій в основний капітал (у цінах 2005 р.) упродовж 2014–2016 рр. до 40 млрд грн, або у півтора раза, порівняно із міжкризовими роками 2011–2013 рр. норма самофінансування стрімко зростає і перевищує 100%.

Стрімке зростання частки власних коштів у джерелах фінансування інвестицій частково можна пояснити активізацією вливань тіньового капіталу. Упродовж 2014–2016 рр. зареєстрований статутний капітал підприємств збільшується на 445 млрд грн, що є проявом адаптивної спроможності підприємств, яка полягає у частковому заміщенні тимчасової втрати доступу до капіталу на фінансових ринках капітальними ін'єкціями (збільшення зареєстрованого капіталу). На відміну від початкових етапів ринкової трансформації (1990-ті роки) натеper корпоративний сектор в Україні нагромадив достатні тіньові резерви для підтримки інвестиційного процесу у скрутні часи.

Починаючи з 2010 р. модель фінансування інвестицій у секторі НФК в Україні розвивалась під впливом двох основних факторів: 1) посилення ефекту витіснення, що змушувало відкладати частину запланованих інвестицій на майбутнє та 2) припливу тіньового капіталу, що дало змогу фінансувати капітальні інвестиції і уникнути інвестиційного колапсу (феномен «інвестиційної гіпергнучкості»).

На тлі згасання фінансових відносин бізнесу із банками та фондовим ринком зростає фінансова автономія підприємств корпоративного сектора у прийнятті інвестиційних рішень. Водночас можливості впливу держави на інвестиційну активність через канал процентних ставок послаблюються. Не розраховуючи на можливість залучення на ринках капіталу для фінансування капітальних інвестицій, підприємства планують і реалізують інвестиційні проекти, спираючись на тіньові та офшорні капітали. Легальні та тіньові

фінансові ринки є взаємопов'язаними: втеча ліквідного капіталу на тіньові ринки посилює інвестиційний потенціал окремих підприємств, але руйнує фінансову систему країни. Крім того, ін'єкції інвестиційного капіталу через квазікредити та інші непрозорі канали фінансування призводять до зростання заборгованості не лише окремих підприємств, а й агрегованого боргового навісу в секторі НФК.

Сформована в Україні модель фінансування інвестицій частково відповідає сучасним глобальним тенденціям: легальні джерела фінансування інвестицій витісняються ін'єкціями ліквідного капіталу сумнівного походження. Зростає роль офшорних компаній, які виконують функцію накопичення ліквідного капіталу та його реінвестицій у країну походження через прямі та непрямі канали (investment round-tripping)⁷³. Зокрема, у 2015 р. загальносвітові обсяги припливу офшорних інвестиційних коштів перевищували 220 млрд дол. США. Це стосується також накопичення тіньового резервного капіталу у готівковій формі, що властиве середньому і малому бізнесу. У кризові періоди обсяги відпливу капіталу з країни та у тіньовий сектор зростають, що збільшує дефіцит вільного капіталу у країні, розбалансовує її фінансову систему та відображається на зниженні суверенних кредитних рейтингів і зростанні процентних ставок. І навпаки, у періоди економічного пожвавлення повернення (реінвестування) тіньового ліквідного капіталу в економіку позитивно впливає на інвестиційну активність.

Отже, в Україні сформувалась відносно стійка до внутрішніх та зовнішніх фінансових потрясінь викривлена модель фінансування бізнесу на агрегованому рівні, ознаками якої є накопичення резервів ліквідного капіталу в тіньовому секторі. Вагомою причиною усталення зазначеної моделі фінансування є реакція бізнесу на недоступність капіталів на внутрішньому фінансовому ринку та вкрай несприятливе інституціональне середовище. За таких умов автономний рух інвестиційного капіталу виконує стабілізуючу роль як в частині підтримки ліквідності підприємств корпоративного сектора, так і фінансового забезпечення їх інвестиційної активності. Борги підприємств у

⁷³ Global Investmst Monitor. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d2_en.pdf

такій моделі є у чималій частині умовними, значна їх частина – це незареєстрований власний капітал. З одного боку, перевагою викривленої моделі фінансування є можливість для швидкого реагування бізнесу на макрофінансові шоки (швидке погашення боргів) та його захищеність від валютних ризиків, адміністративного свавілля та рейдерства. З іншого боку, усталення тіньових форм фінансування є причиною високого боргового навантаження на сектор НФК, що генерує системні ризики і підвищує вірогідність чергової фінансової кризи у країні.

РОЗДІЛ 2. ФАКТОРИ ВИКОРИСТАННЯ ОСНОВНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ ТА ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ СТИМУЛЮВАННЯ ВИПУСКУ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОЇ ПРОДУКЦІЇ

2.1. Основні фактори скорочення виробництва в Україні

Формування моделей фінансування бізнесу в Україні відбувалось у складних умовах трансформаційного спаду виробництва, втрати підприємствами ринків збуту, неоднозначних наслідків проведеної приватизації. Велика частина підприємств взагалі припинили свою діяльність. Також не справдились сподівання на прямі іноземні інвестиції як потенційне джерело модернізації підприємств корпоративного сектора економіки України. На тлі низької інвестиційної активності загострились проблеми старіння основних засобів та низької конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників. Серед багатьох інших причин на згортання і занепад виробництв в Україні вплинуло фактичне самоусунення держави від вирішення проблем фінансування розвитку бізнесу.

Після здобуття Україною незалежності вирішення питання оновлення основних засобів як основи нарощення випуску конкурентоспроможної продукції стало одним із головних завдань вітчизняної економіки. Проблеми, від яких безпосередньо залежав стабільний розвиток економіки та її вихід на траєкторію сталого розвитку широко обговорювалися в наукових колах та серед практиків. Особливо детально було висвітлено особливості розвитку вітчизняної економіки, зокрема: дефіцит фінансових ресурсів, зокрема бюджетних, для проведення необхідних змін, проведення повномасштабної інноваційно-інвестиційної політики для оновлення основних засобів, які в кінці ХХ ст. досягли значних обсягів; сировинна спрямованість експорту, морально і фізично застарілий стан основних засобів, втрата окремими галузями ринків збуту, відсутність власної моделі економічного розвитку та багато інших.

На початку 90-х років ХХ ст. Україна відзначалася досить потужною вугільною, залізорудною та металургійною промисловістю, виробництвом мінеральних добрив, авіаційною, ракетно-космічною промисловістю, аграрно-промисловим комплексом та значною кількістю науково-дослідних інститутів з

багатьох галузей економіки. У 1990 році виробництво сталі у країні становило 52,6 млн т, екскаваторів і тракторів, – відповідно, понад 11,0 тис. шт. і 106 тис. шт., мінеральних добрив (у перерахунку на 100% речовин) – 4,8 млн т⁷⁴. Водночас у 2017 р. випуск сталі скоротився до 43,2% від зазначених вище обсягів виробництва, а тракторів – до 0,012%, із припиненням випуску екскаваторів⁷⁵. Загалом промисловість України у 2010–2015 рр. продемонструвала спад виробництва у 4,6 раза порівняно з 1991–1998 рр. та має високу частку секторів, які виробляють продукцію з низькою доданою вартістю (23,2% припадає на виробництво сировини і матеріалів)⁷⁶. Це було спричинено низькою факторів, зокрема: скорочення попиту на продукцію, недоліками у моделі приватизації та іншими суб'єктивними факторами розвитку економіки.

За роки незалежності Україна не змогла побудувати потужний промисловий комплекс. Особливих втрат зазнало машинобудування, де ми втратили цілу низку потужних виробництв⁷⁷. Прийняті урядові рішення про зміни в оновленні потужностей у ряді галузей (особливо 1990–2000 рр.) так і не були повністю реалізовані, про що йтиметься нижче.

Навіть через чверть століття з моменту набуття Україною незалежності в окремих публікаціях вносилися пропозиції щодо оновлення потужностей ряду галузей промисловості, в тому числі й за рахунок реконструкції значної кількості діючих підприємств. При цьому не зверталась увага на існуючу форму власності, відсутність фінансових джерел для таких капіталовкладень, а головне – можливості збуту продукції на внутрішньому та світовому ринках. Слід враховувати, що останній контролюється зарубіжними країнами і транснаціональними корпораціями.

Багато пропозицій стосовно прискорення оновлення виробничого

⁷⁴ Статистичний щорічник України (за відповідні роки). URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

⁷⁵ Статистичний щорічний України за 2016 та 2017 роки. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

⁷⁶ Ключові проблеми промисловості України, на яких фокусується Стратегія розвитку промислового комплексу України (п. 1, част. 4), розроблена відповідно до п. 101 Плану дій уряду на 2017 рік. URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=10ef5b65-0209-4aa1-a724-49fd0877d8d6&title=ProektRozporiadzhenniaKabinetuMinistrivUkrainiproSkhvalenniaStrategiiRozvitkuPromislovogoKompleksuUkrainiNaPeriodDo2025-Roku>

⁷⁷ Архангельський Ю. Про структурну перебудову економіки України. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 14 квітня. № 1189. URL: https://dt.ua/energy_market/pro-strukturnu-perebudovu-ekonomiki-ukrayini-275084_.html

устаткування можуть заслуговувати на увагу уряду, проте подібна політика може проводитись лише за умови наявності у держави фінансових ресурсів. Часткове забезпечення капітальних вкладень необхідними фінансовими джерелами не могло забезпечити розширення випуску продукції. Для вирішення цього завдання необхідно було мати можливість отримати кредитні ресурси від вітчизняних банків або залучати міжнародних інвесторів. Це ставило перед державою завдання щодо проведення такої інвестиційної політики, яка була би пов'язана зі стратегічно визначеною перебудовою економіки України.

Час, що минув після впровадження в Україні ринкових відносин, дає змогу виділити фактори, що безпосередньо вплинули на втрату ваги і конкурентоспроможності вітчизняної економіки, серед яких:

- втрата господарських зв'язків із підприємствами колишнього СРСР. Зокрема, було зруйновано тісні взаємозв'язки між суб'єктами військово-промислового комплексу, важкого машинобудування, будівництва, інших галузей, які становили невід'ємну складову виробничих ланцюгів;

- відсутність підготовчого періоду для переорієнтації фінансів підприємств з умов централізованого управління на ринкові відносини за відсутності економічної стабільності держави, власної валюти, гіперінфляції тощо;

- зміна державної власності приватною, недостатній вплив останньої на оновлення стану основних засобів і випуску конкурентоспроможної продукції;

- відсутність єдиної Стратегії розвитку економіки України і підпорядкування її цілям державної інвестиційної політики, випуску конкурентоспроможної продукції, в тому числі на експорт;

- вплив на конкурентоспроможність української економіки світових криз (особливо 2008–2009 рр.) та нестабільності міжнародних товарних ринків;

- поглиблення кризових явищ в економіці України після анексії Криму і воєнних дій на Донбасі;

- переорієнтування пріоритетів експорту із промислового комплексу на галузі АПК, що поглиблює сировинну спрямованість економіки.

Одним із першочергових завдань уряду України (після здобуття нею незалежності) стало вирішення проблеми зовнішнього збуту продукції. Розрив коопераційних зв'язків, який стався після 1991 р., створив значну проблему щодо накопичення залишків продукції, яка потенційно не могла бути використана в Україні, що зумовило експортну орієнтацію країни. Проте вихід на міжнародні ринки вимагав продукції, що за своєю якістю і ціною була здатна конкурувати із продукцією інших країн, які уже займають цей ринок. Вітчизняна продукція цим критеріям не відповідала, необхідна була докорінна модернізація промислового комплексу та багатомільярдні вкладення. Затягування процесу модернізації призвело до спаду виробництва сталі, мінеральних добрив, тракторів, екскаваторів тощо.

Зниження обсягів виробництва промислової продукції відбулося ще в 1992–1993 рр., коли розпочалась бурхлива інфляція, рівень життя громадян падав, рівень валютних надходжень у країну знижувався, власної грошової валюти не було і зростала криза платежів між підприємствами. Під впливом кризових явищ упродовж 1991–1994 рр. спад економіки України становив 45,6%, а за 1995–1999 рр. збільшився ще на 14%⁷⁸. Особливо значні втрати економіка України відчула від скорочення поставок продукції сфери військово-промислового комплексу. З огляду на оцінки Держкомстату СРСР, до половини валового національного продукту тодішнього Союзу в 1989 р. становили витрати оборонного призначення⁷⁹. За оцінками експертів продукція військово-промислового призначення займала понад 40% продукції, виробленої машинобудівним комплексом України.

Вагомим негативним фактором, що спровокував падіння української промисловості, був непрогнозований перехід економіки від моделі адміністративної системи до ринкового управління, який фактично відбувався в основному без економічної участі держави. Окремі керівники фінансового відомства заявляли, що державний бюджет не може брати участі у витратах

⁷⁸ Гайдуцький П. Сага про українські реформи.. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 11 серпня № 1204.. URL: https://dt.ua/internal/saga-pro-ukrayinski-reformi-285303_.html

⁷⁹ Быстрова И.В., Рябов Г.Е. Военно-промышленный комплекс СССР. *Советское общество: возникновение, развитие, исторический финал*: в 2-х т. Т. 2.: Апогей и крах сталинизма / под общ. ред. Ю.Н. Афанасьева. Москва: Российск. гос. ун-т., 1997. С. 150–208.

підприємств реального сектора. Різкий перехід до ринкових відносин став для багатьох керівників підприємств несподіваним, оскільки у них не було достатніх навичок праці в ринкових умовах, які стосувались виробництва та просування продукції на товарні ринки в умовах конкуренції. Не готовим до змін виявився і уряд України. Необхідно було шукати нові шляхи та методи проведення модернізації економіки, джерела для її фінансування та реформувати систему збуту вітчизняної продукції.

Між тим саме економічна ситуація, яка почала розгортатись в Україні після 1992 р., вимагала від уряду особливої участі у вирішенні поточних проблем економіки. У 1991–1993 рр. паралельно зі зміною моделі управління відбувалась перебудова в бюджетній системі, експортно-імпортній, кредитній і грошовій політиці, що також додатково вплинуло на кон'юнктуру внутрішнього і зовнішніх ринків. Невипадково упродовж 1991–2000 рр. практично щорічно змінювався уряд, який надавав на розгляд Верховної Ради України свою нову програму розвитку економіки країни. Проте ці програми не враховували змін у реальному житті підприємств, а перспективи подолання їх фінансових проблем не передбачали залучення коштів державного бюджету.

Для створення умов накопичення власних фінансових резервів підприємств (особливо за рахунок амортизаційних відрахувань) необхідно упорядкувати фінансову і кредитну систему, що сприяло б оновленню устаткування і своєчасного заповнення прогалин на внутрішньому і зовнішньому ринках за рахунок розширення випуску вітчизняної продукції.

Приріст виробництва був характерним насамперед для підприємств, орієнтованих на зовнішній ринок (зокрема металургії), що позитивно вплинуло на економічний і фінансовий стан держави. У 2001–2006 рр. почав спостерігатись високий щорічний показник темпів зростання ВВП, який дав би можливість забезпечити вкладення нових інвестицій у економіку України та підвищити конкурентоспроможність продукції. Зокрема, у 2000–2004 рр. це дало Україні змогу відмовитись від позик МВФ і достроково погасити

4,3 млрд дол., отриманих раніше⁸⁰, що створило перспективи для реалізації нових модернізаційних планів. Та світова криза, що почалася у 2008 р., негативно вплинула на стан основних макропоказників в Україні порівняно з іншими зарубіжними країнами.

На початок 2017 р. Міністерство економічного розвитку і торгівлі України розробило «Стратегію розвитку промислового комплексу України на період до 2025 року⁸¹», узагальнивши у розділі «Деіндустріалізація економіки» дію негативних факторів, які вплинули на розвиток економіки у ретроспективі. Від’ємна динаміка промисловості по окремих роках свідчить про її загальне падіння в 1991–1998 рр. на 60%, у 2008–2009 рр. – на 25%, у 2013–2015 рр. – на 13%. Лише у 2016 р. почалося повільне зростання ВВП України, яке тривало в 2017–2018 рр. і очікується у 2019 р. (у межах – 2,4–3,5%).

Масовий перехід підприємств від державної до приватної форми власності, банкрутство і розукрупнення окремих великих підприємств⁸² (до 20–30 тис. працюючих), та початок утворення середніх⁸³ і, особливо, малих⁸⁴ підприємств створило принципово нові умови економічного регулювання в господарстві (табл. 2.1). Причому цей процес супроводжувався скороченням числа зайнятих працівників у реальному секторі економіки. Одночасно це викликало скорочення в ряді галузевих, заводських НП і конструкторських філіалів, які раніше брали участь у модернізації окремих сфер виробництва в Україні.

Створення значної кількості малих підприємств висуває зовсім інші вимоги до можливого використання їх потенціалу, спрямованого на забезпечення вирішення завдань, які стоять перед державою. Для їх організації необхідно мобілізувати значно менші обсяги грошових ресурсів, порівняно з великими

⁸⁰ Гайдучкий П. Сага про українські реформи. *Дзеркало тижня. Україна* 2018. 12 серпня. № 1204, URL: https://dt.ua/internal/saga-pro-ukrayinski-reformi-285303_.html

⁸¹ Проект розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Стратегії розвитку промислового комплексу України на період до 2025 року». URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=10ef5b65-0209-4aa1-a724-49fd0877d8d6&title=ProektRozporiadzhenniaKabinetuMinistrivUkrainiproSkhvalenniaStrategiiRozvitkuPromislovogoKompleksuUkrainiNaPeriodDo2025-Roku>

⁸² Велике підприємство – характеризується кількістю працівників понад 250 осіб та річним доходом, який перевищує суму, еквівалентну 50 млн євро, визначену за середньорічним курсом НБУ.

⁸³ Середнє підприємство – кількість працівників від 50 до 250 осіб; річний дохід від 10 до 50 млн євро у гривневому еквіваленті.

⁸⁴ Мале підприємство – кількість працівників менше за 50 осіб; річний дохід менше за 10 млн євро у гривневому еквіваленті.

підприємствами, які вимагають підтримки з боку державних банків і місцевих бюджетів, – особливо тих з них, які реально вплинуть на зростання ВВП країни. Організація виробництва конкурентоспроможної промисловості на основі середніх і малих підприємств можлива насамперед за умови державної підтримки в рамках проведення активної інвестиційної політики. Це питання необхідно передбачити при розробленні та впровадженні довгострокової Стратегії розвитку економіки України, чіткої програми уряду та необхідних інноваційних програм, що спрямовані на прискорену модернізацію основних засобів.

Таблиця 2.1

Кількість підприємств та число зайнятих на них працівників по економіці України*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Усього підприємств, тис., з них:	2183,9	1701,6	1600,1	1722,1	1932,2	1974,3	1865,5
Великі підприємства, од.	586	659	698	659	497	423	383
Зайняті працівники, тис. осіб	2400,3	2449,0	2484,2	2383,7	1915,1	1708,6	1586,6
Кількість зайнятих працівників у розрахунку на одне підприємство, тис. осіб	4,1	3,72	3,6	3,6	3,9	4,04	4,14
Середні підприємства, од.	21338	21059	20550	19210	16618	15510	15113
Зайняті працівники, тис. осіб	3413,8	3273,5	3188,2	3054,2	2766,4	2632,7	2649,9
Кількість зайнятих працівників у розрахунку на одне підприємство, тис. осіб	0,16	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,18
Малі підприємства, тис. од.	2162,0	1679,9	1578,9	1702,2	1915,0	1958,4	1850,0
Зайняті працівники, тис. осіб	4958,6	4442,0	4285,2	4291,2	4115,2	3838,7	3871,8
Кількість зайнятих працівників у розрахунку на одне підприємство, тис. осіб	0,002	0,003	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002

* З урахування фізичних осіб-підприємців.

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва: статистичний збірник за відповідні роки. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv_u/09/Arch_dsg_bl.htm

Зазначена Стратегія, безумовно, має стати платформою для розвитку не тільки нових високотехнологічних підприємств, а й додатковим стимулом організації робочих місць з високою заробітною платою в Україні. Подібна практика є основою будь-якої демократичної держави, і проведені економічні реформи мають забезпечувати покращення соціально-економічного становища в країні. Це особливо важливо для України, де простежується відплив працюючих. При цьому необхідно враховувати, що упродовж 2010–2017 рр. загальна кількість суб'єктів господарювання скоротилась на 17,3%, а частка малих підприємств становила 99,1% від усієї їх кількості.

Для розвинених європейських країн характерне превалювання малого та середнього бізнесу (МСБ), що є ядром економіки та динамічно розвивається. Головне ж для України – щоб висока питома вага МСБ у господарстві якомога швидше перетворилася на двигун швидкого нарощення потенціалу української економіки. Одним з основних шляхів, які мають стимулюватись державою, є підтримка виробництва продукції, що активно експортується і сприяє імпортозаміщенню та нарощенню нової інноваційної техніки.

На сьогодні випуск продукції (в тому числі й новими підприємствами) забезпечується в основному за рахунок власних і залучених коштів. Досвід свідчить, що без державної допомоги, враховуючи високу конкуренцію на міжнародних ринках і недостатню інноваційну спрямованість, українська продукція матиме обмежений попит. За даними опитувань бізнесменів у 2018 р., негативний вплив зчинила відсутність попиту на продукцію, що скоротило її випуск – у жовтні на 57,6%, проти 53,9% у липні⁸⁵. Загалом не відбулося також позитивних змін із модернізацією основних засобів на підприємствах, які змінили форму власності (з державної на приватну). Це ставить питання про необхідність внесення змін до реформування відносин власників підприємств і держави на основі інвестиційного плану, який може створити спільну платформу на їх найближче майбутнє, зважаючи насамперед на інтереси реалізації національних пріоритетів. Таке рішення сприятиме

⁸⁵ Кузяків О. Економічні очікування українського бізнесу напередодні виборів. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 28 грудня. № 1225. URL: https://dt.ua/macrolevel/ekonomichni-ochikuvannya-ukrayinskogo-biznesu-naperedodni-viboriv-298168_.html

оновленню основних фондів і зростанню рівня конкурентоспроможної продукції, що серйозно вплине на платоспроможність України.

Кошти стратегічних інвесторів сприяли модернізації лише окремих підприємств металургійної промисловості, аграрного сектора і добувних підприємств, що забезпечило випуск конкурентоспроможної продукції на експорт, та підприємств з виробництва готових товарів і сировини сільського господарства, що реалізовувались на внутрішньому ринку. Як засвідчила практика, саме ця обставина вплинула на зменшення показників зношування основних засобів підприємств по сільському господарству в Україні (табл.2.2).

Таблиця 2.2

Зношування основних засобів по окремих видах економічної діяльності України

Вид економічної діяльності	1993	2001	2005	2010	2016	2017
Усього по економіці	33,1	45,10	49,0	74,9	58,1	55,1
Промисловість у т.ч.:	36,3	51,9	57,9	63,0	69,4	59,1
– добувна промисловість і розроблення кар'єрів	27,2	44,4	49,6	47,8	54,6	41,2
– переробна промисловість	42,1	55,1	59,2	66,8	76,4	64,6
Сільське господарство та рибне господарство	20,7	49,6	52,2	40,8	37,3	35,7
Будівництво	42,1	52,1	45,1	50,1	36,0	45,7
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	–	50,2	48,5	94,4	50,6*	47,6

* Зношування перераховане через корпоратизацію Укрзалізниці та уточнення вартості її фондів.

Джерело: дані Держстату за відповідні роки. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv_u/09/Arch_dsg_bl.htm

Непоодинокими є приклади успішного розвитку виробництва продукції для внутрішнього ринку і збільшення експорту та залучення до роботи не однієї тисячі робітників.

У 1997 р. було ухвалено Закон України «Про стимулювання виробництва в Україні»⁸⁶, що в 100 разів⁸⁷ збільшило виробництво автомобілів ПАТ «Запорізького автомобільного заводу» (разом з компанією Daewoo із Південної Кореї) та ряду інших автомобільних заводів України. Це не тільки

⁸⁶ Закон України «Про стимулювання виробництва автомобілів в Україні» № 535/97-ВР (закон не діє з 1 січня 2008 року згідно зі статтею 7 цього закону).

⁸⁷ Резнік. М. Український автопром: втрачені шанси та нереалізовані надії. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 17 березня. URL: https://dt.ua/promyshliennost/ukrayinskiy-avtoprom-vtracheni-shansi-ta-nerealizovani-nadiyi-272285_.html

скоротило імпорт автомобілів, а і збільшило їх експорт (900 млн дол.). У надії на перспективний розвиток автопорому України за участі південнокорейської компанії Daewoo держава отримала певну перспективу розвитку нового потужного потенціалу. Проте її було втрачено за відсутності як законодавчих гарантій, які б забезпечили охорону прав іноземного бізнесу в Україні, так і ефективних дій українських учасників цього виробництва. За рахунок митного стримування на український ринок не були допущені іноземні конкуренти з аналогічними моделями автомобілів. При цьому одночасно не було вжито заходів з удосконалення автомобіля власного виробництва. Така ситуація в умовах високої конкуренції і відсутності підтримки держави призвела до часткової втрати виробником українського автомобіля внутрішнього і зовнішнього ринку (у 2017 р. вітчизняні товаровиробники займали 11% вітчизняного ринку).

Вагомі фактори (об'єктивні та суб'єктивні) стримують розвиток легкої промисловості. Між тим нові підприємства галузі розвинули виробництво деяких товарів, проте недостатній обсяг виробів власного виробництва (пошиття одягу тощо) в Україні доповнюється імпортом дешевих виробів (зокрема і second hand). Натепер виробництво продукції легкої промисловості не забезпечує український ринок цими товарами і тому потрібна реальна державна підтримка галузі.

Серйозний спад у виробництві продукції, який охопив практично усі галузі промисловості України, частково став компенсуватися за рахунок зростання урожаю сільськогосподарських культур (пшениці, кукурудзи, соняшнику тощо) та їх переробки в харчовій промисловості. Незважаючи на те, що аграрний сектор позитивно вплинув на зростання ВВП і платіжний баланс країни, він не став споживачем національної техніки для оброблення землі, що іще донедавна вироблялась в Україні.

Практично це питання може бути вирішене після очікуваного ухвалення Закону України про продаж українських земель. Цілком очевидно, що для цього стратегічного рішення необхідно визначити норматив продажу обсягу землі на одного власника та його вплив на можливий соціальний розвиток

сільської місцевості в країні. Досвід деяких країн світу (наприклад, В'єтнаму) засвідчує, що навіть зовсім невеликі ділянки, які перебувають у приватній власності (на власника – 1–5 гектари землі), дають країні можливість посісти провідне місце у світі за експортом певної сільськогосподарської продукції.

Саме продаж сільськогосподарських земель українським землевласникам може створити ринок постійного споживання хімічних добрив, комбайнів, тракторів, сівалок та ін., які можуть вироблятися безпосередньо в Україні. Крупні землевласники, особливо нерезиденти України, безумовно сприятимуть імпорту зарубіжних машин і устаткування. На сьогодні зазначена техніка має певні технологічні переваги перед вітчизняною продукцією. За появи постійного замовника на селі цю тенденцію можна досить успішно подолати за рахунок підвищення надійності постачальника машин і устаткування та зацікавленого посередника (зокрема держави), що забезпечує постачання аграріям продукції національного товаровиробника. Додаткові переваги можуть бути створені за рахунок державної допомоги при реалізації техніки вітчизняного виробництва (довгостроковий дешевий кредит, розвиток лізингових компаній, податкові стимули тощо).

Якщо оновлення, розширення і впровадження основних засобів у галузі сільського господарства можна тільки вітати, оскільки це передбачає зростання обсягів виробництва продукції і зниження її собівартості в цій галузі, то питання нарощення у перспективі потужностей у будівництві необхідно додатково обґрунтувати. Як відомо, значна частина потужностей цієї галузі використовується насамперед у житловому будівництві, що фінансується за рахунок коштів населення. Між тим значний приплив переселенців із Автономної Республіки Крим, Донецької та Луганської областей практично закінчується. Крім того, не можна не звертати увагу на зниження купівельної спроможності населення України. Ні для кого не секрет, що по багатьох містах України (в тому числі й у Києві) уже на сьогодні спостерігається наявність незаселених квартир. Очевидно подібна ситуація потребує визначення перспектив розвитку галузей будівництва з урахуванням переважної орієнтованості на створення нової житлової площі у містах. Враховуючи

потребу молодих сімей мати власну квартиру, доцільно законодавчо установити додаткові преференції щодо пільгової купівлі житлової площі, особливо молоддю.

2.2. Вплив приватної власності корпоративних підприємств на інвестиційні вкладення та випуск конкурентоспроможної продукції

Визначення шляхів розвитку приватних підприємств в умовах ринкової стихії, що відбувалось без особливого втручання держави у проблеми вирішення власниками підприємств напрямів і факторів здійснення капіталовкладень і поточного виробництва, можна оцінити, аналізуючи показники розвитку економіки за понад 25 років незалежності України. Дослідження розвитку приватних підприємств базувалося насамперед на їх належності до окремих галузей промисловості, обсягу вкладень відповідного вітчизняного чи іноземного інвестора у їх розвиток, конкурентоспроможності виробленої продукції та входження підприємства до складу світових корпорацій.

Діяльність основної частини підприємств формувалась у період переходу від командної економіки до ринку за одночасної дії ряду негативних факторів, зокрема: втрати постійного споживача продукції (як було в радянські часи), потужної інфляції і відсутності власної валюти, браку кадрів, які розумілися на особливостях переходу від командної економіки до законів ринку, відсутності належної державної підтримки.

Визначаючи перспективи розвитку окремих корпоративних приватних підприємств при зміні ними власності, їхні майбутні власники відштовхувалися від попиту на випуск готової продукції як для внутрішнього, так і для зовнішнього ринків. Ось чому серед вибраних об'єктів дослідження перебували підприємства чорної металургії, хімії, аграрного виробництва, харчової і тютюнової промисловості та ін., які мали потенційні ринки збуту продукції. Вибір інвестором зазначених галузей промисловості надав можливість очікувати від нових власників оновлення основних засобів, випуску конкурентоспроможної продукції, особливо на внутрішній ринок, та

розширення залучення трудових ресурсів.

Враховуючи, що багато із названих проблем не отримали достатнього висвітлення у статистичних джерелах, особливу увагу було звернено на дослідження інформації, що була безпосередньо підготовлена самими підприємствами (або окремим експертом).

Загалом результати дослідження, які впливали з аналізу узагальнених даних щодо окремих підприємств, відповідали аналогічним висновкам, зроблених з огляду на аналіз показників статистичних органів.

Початок реформування приватизованого підприємства на шляху від командної економіки до роботи в ринкових умовах був обумовлений галузевою незалежністю, станом основних засобів, фінансових ресурсів і, головне, проблемою збуту готової продукції.

Станом на початок 2017 р. в Україні було приватизовано – 132 050 державних підприємств, із них: 55,8% – за рахунок приватизаційних майнових сертифікатів; 15,2% – через продаж майна на аукціоні; 14,9% – зданого в оренду з викупом; 8,3% – акцій відкритих акціонерних товариств; 5,7% – на конкурсній основі⁸⁸. Таким чином, лише остання позиція відображає принципи конкурсної приватизації і може свідчити про перспективу власника приватизованого підприємства фінансувати модернізацію його основних засобів і організовувати випуск нової продукції як на експорт, так і для збуту на внутрішньому ринку.

Оцінюючи в цілому можливість держави економічно впливати на нових власників підприємств з точки зору проведення ними цілеспрямованого оновлення основних засобів і забезпечення випуску експортоорієнтованої продукції, необхідно враховувати таке:

– з початком приватизації директори підприємств сконцентрували у своїй власності понад 65% їх активів. Крім того, близько 600 довірених і інвестиційних фондів (ліцензованих Фондом державного майна України) зуміли об'єднати до 40% усіх випущених приватизаційних сертифікатів, що

⁸⁸ Білоусова О.С. Взаємодія держави та підприємств у фінансовому забезпеченні економічного розвитку: монографія / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». Київ, 2017. 340 с.

залишило державі можливість впливати на напрями їх роботи, з огляду на національні інтереси;

– протягом невеликого часу значна частина підприємств перейшла (в тому числі за рахунок рейдерства) у власність більш успішних бізнесменів. Проте їхні власники не завжди були сконцентровані на необхідності модернізації фізично зношеного устаткування. Головним завданням став збут виробленої продукції, незалежно від рівня її обробки;

– приватні підприємства вторинної чорної металургії, заготівельних та інших організацій сприяли поставці необробленої продукції на експорт, оскільки не були економічно зацікавлені у виготовленні готової для споживання продукції безпосередньо в Україні. З іншого боку, ряд переробних підприємств відчував нестачу сировини – металолому, деревини, шкіри великої рогатої худоби тощо для їх переробки в Україні.

Очікувалося, що передача підприємств з державної у приватну власність відкриє додаткові можливості, щоб підняти рівень їх економічних показників. Між тим репрезентативне дослідження, проведене в ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»⁸⁹, показало, що із 1399 підприємств, приватизованих у 2002–2003 рр.), лише половина звітувала у 2010 р. після зміни власності. За підсумками роботи підприємств, які залишились діючими, значно погіршилися усі основні показники (крім експорту). Таким чином, за обстеженою групою суб'єктів господарювання ефективність роботи приватизованих підприємств не була повністю задовільною. Подібна ситуація свідчить про недостатність законодавчих вимог до інвестора, який приватизував майно держави, і нечітке визначення норм поведінки бізнесменів відносно приватизованого майна.

Під час приватизації особливу увагу українських бізнесменів привертали підприємства, продукція яких мала попит на міжнародному ринку. До них

⁸⁹ За участю Фонду державного майна України і Державної служби статистики України, в основі якого лежав аналіз фінансово-господарської діяльності 692 приватизованих підприємств (які змінили форму власності у 2002–2003 рр.), що засвідчив погіршення їх роботи, зокрема: по чистому прибутку, рентабельності, дебіторсько-кредиторської заборгованості, зношуванню основних засобів, чисельності працівників (скорочення відбулося на 32%) та у рівні стійких пасивів. Єдиний показник, що мав позитивний результат для цих підприємств, – експорт продукції.

відносились підприємства чорної металургії, видобутку сировини (зокрема залізної руди) та сільського господарства (зерно тощо).

Власниками металургійних, гірничорудних і хімічних підприємств в Україні в кінцевому результаті стали українські бізнесмени, до яких приєдналися і бізнесмени із Росії. Лише один Криворізький гірничо-металургійний комбінат «Криворіжсталь» (після повторного продажу) перейшов у власність найбільшого у світі виробника сталі, металургійного холдингу Mittal Steel Germany⁹⁰.

Не можна не відзначити, що основна частина основних засобів металургійних заводів і збагачувальних фабрик (ще за часів СРСР) була значним чином морально і фізично зношена (перебуваючи в експлуатації 15–20 років), що після приватизації майна вимагало від нових власників уваги щодо їх оновлення. Проте потреба у металургійній продукції на світовому ринку (до моменту завершення будівництва подібних підприємств у Китаї) була не повністю задоволена, і наявне в Україні устаткування могло забезпечити випуск цієї продукції без модернізації станів. Після виходу китайських підприємств на світовий ринок металургійної продукції попит на українські вироби істотно зменшився, що спровокувало зниження їх експорту.

За часи незалежності України лише два підприємства металургійної промисловості були реструктуризовані й отримали змогу випускати по суті нову продукцію для світового ринку. Серед них ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод»⁹¹, який ще у 1996 р. змінив форму власності та модернізував за рахунок власних коштів виробничі потужності. Упродовж 2003–2012 рр. на модернізацію підприємства було витрачено близько 700 тис. дол. США, що допомогло обладнати його високотехнологічним устаткуванням світових виробників. У 2013 р. було продовжено роботу із виробництва труб середнього сортаменту (КВТСС), модернізовано систему контролю зусилля притиску листопривальної машини;

⁹⁰ Новим власником «Криворіжсталі» став Mittal Steel Germany. *Кореспондент*. URL: <https://korrespondent.net/business/134270-novym-vladelcem-krivorozhstali-stal-mittal-steel-germany>

⁹¹ Офіційний сайт ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод». URL: <http://ntrp.interpipe.biz/about/history>

вхідну частини стану ТЕЗА «159-529» тощо. Це забезпечило отримання надійного рівня рентабельності, конкурентоспроможної продукції і зростання експорту.

Модернізація трубних цехів об'єднання ПАТ «Інтерпайп Новомосковський трубний завод» дала змогу отримати у 2014 р. 1250,9 млн грн чистого доходу від реалізації продукції (рентабельність – 16,3%). Водночас ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського»⁹² (-2,73%), «ЄВРАЗ Дніпровський металургійний завод»⁹³ (-27,95), Єнакіївський металургійний завод⁹⁴ (-1,88%), які не були модернізовані, залишилися збитковими.

Подібний рівень рентабельності (16,3%) отримали металурги іншого потужного приватного підприємства ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»⁹⁵, який за роки незалежності України був повністю модернізований. Цим підприємством було забезпечено приріст виробництва у 2013 р. на 8% порівняно з попереднім роком.

Серйозної реконструкції зазнали і деякі інші металургійні підприємства. Зокрема, завод «Криворіжсталь», що як відзначалося вище, після приватизації став частиною металургійного ТНК⁹⁶, одного із найбільших на той час виробників сталі у світі. Це суттєво вплинуло на збільшення експортоорієнтованих виробничих потужностей і забезпечило збереження його присутності на міжнародних ринках. Відразу після приватизації ТНК виділила заводу «Криворіжсталь» 867,6 млн дол. США (що більше, ніж передбачалося договором купівлі-продажу – 500 млн дол. США.). Це допомогло модернізувати окремі виробничі потужності комбінату (доменне виробництво, де впроваджено систему пиловугільного вдування (що особливо важливо після зростання цін на газ)), здійснити ремонт коксових батарей та реконструкцію агломераційного виробництва системи очищення газів конвертерного цеху. Крім того, на

⁹² ПАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Е. Дзержинського» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org>

⁹³ «ЄВРАЗ Дніпровський металургійний завод» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/>

⁹⁴ Єнакіївський металургійний завод / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/>

⁹⁵ Офіційний сайт ПАТ «Алчевський металургійний комбінат». URL: <http://www.amk.lg.ua/index.php?lang=uk> (наразі ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» знаходиться на непідконтрольній Україні території).

⁹⁶ Найбільша металургійна компанія світу ArcelorMittal / Wikipedia. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/ArcelorMittal>

комбінаті впроваджено ряд заходів із охорони навколишнього середовища на суму 1,1 млрд грн, реалізовано інші роботи із удосконалення виробництва на суму 2,0 млрд грн. Здійснені витрати на модернізацію основних засобів дали в 2013 р. змогу забезпечити випуск продукції на 28,3 млрд грн та скоротити чистий збиток ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»⁹⁷.

Значні можливості в Україні підтвердила приватна гірничо-металургійна група, що перебуває у власності Metinvest B.V.⁹⁸. У 2007 р. підприємства цієї групи були об'єднані з гірничо-металургійним підприємством «Смарт-холдинг»⁹⁹, що значно наростило їх загальний виробничий і ринковий потенціал. До складу групи увійшли ВАТ «Азовсталь», Єнакіївський металургійний завод, ПрАТ «Авдіївський коксохімічний завод», Макіївський металургійний комбінат і ВАТ «Харцизький трубний завод» (нині ці два підприємства знаходяться на тимчасово окупованій території). У 2010 р. до холдингу увійшли ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат імен Ілліча», а у 2012 р. до нього було приєднано ПАТ «Запоріжсталь» та до 46% акцій Південного ГЗК (2014 р.)¹⁰⁰.

Практично усі названі вище металургійні підприємства свого часу забезпечували основну частину потреби економіки України та формували український експорт сталевих виробів. Зменшення обсягів виробництва сталі у зв'язку із втратами від експорту можна частково компенсувати за рахунок розвитку виробництва і поставки на міжнародні ринки виробів кольорової металургії (зокрема титану), для виробництва якого в Україні є власна сировина. Цей напрям може розвинути ТОВ «Запорізький титано-магнієвий комбінат»¹⁰¹ (ЗТМК), який був єдиним виробником титанової губки в Європі, а його нова продукція — титанові злитки і сляби — має гарні перспективи

⁹⁷ ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» / Wikipedia. URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%90%D1%80%D1%81%D0%B5%D0%BB%D0%BE%D1%80%D0%9C%D1%96%D1%82%D1%82%D0%B0%D0%BB_%D0%9A%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%B8%D0%B9_%D0%A0%D1%96%D0%B3

⁹⁸ Міжнародна вертикально інтегрована гірничо-металургійна компанія METINVEST / Wikipedia . URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%B5%D1%82%D1%96%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82>

⁹⁹ Офіційний сайт промислово-інвестиційної групи «Смарт-холдинг». URL: <http://www.smart-holding.com/uk/about-holding/history/#history1995page>

¹⁰⁰ Evraz Group / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%84%D0%B2%D1%80%D0%B0%D0%B7>

¹⁰¹ Запорізький титано-магнієвий комбінат / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org>

поставок на міжнародний ринок. У грудні 2012 р. група компаній Group DF виграла конкурс із відбору недержавних учасників щодо залучення іноземних інвестицій. Це допомогло комбінату в 2014 р. почати виробництво нових видів продукції (з вищою доданою вартістю); серед них – титанові злитки, сляби, леговані сплави. В перспективі інвестиції в модернізацію ЗТМК можуть стати частиною програми Group DF із розвитку титанової промисловості. За розрахунками групи компанії Д. Фірташа повна реконструкція ТОВ «Запорізький титано-магнієвий комбінат» (від руди до готового прокату з різноманітного титанового сплаву) оцінюється до 2,5 млрд дол.¹⁰². З огляду на важливість проблеми, не виключено, що для формування цього інвестиційного проєкту будуть необхідні заходи державної підтримки.

Загалом прогнози окремих експертів про перехід людства від «залізної до титанової ери» можуть дійсно справдитись. За різними оцінками вчених, показник частки України у розвіданих запасах титанової руди становить 20%, частина яких перебуває в експлуатації. Доведення титанового прокату до кінцевих виробів, зокрема — медичних протезів чи спортивного інвентарю або оправ для окулярів, може збільшити вартість від 600 до 1200%. Перспективи розвитку виробництва титану в Україні залежатимуть від певного переділу світового ринку, зокрема і зв'язку із зміною політики США щодо діяльності російських компаній. Зокрема, керівництво компанії «Boeing» виступило за зменшення залежності від поставок російських готових штамповок з титанового сплаву, що відкриває певні можливості для розвитку цієї галузі в Україні.

У радянські часи в Україні було налагоджено випуск алюмінію, що потрібен для розвитку промисловості. Виробництво алюмінію здійснював ПАТ «Запорізький алюмінієвий комбінат»¹⁰³ (на якому було зайнято понад 10 тис. працівників). Після зміни форми власності та продажу контрольного пакету ПАТ «ЗалК» у розмірі 68,01% статутного фонду, керівництво ним взяли на себе російські інвестори (консорціум «Металургія» в особі

¹⁰² Соболев Б. Стокгольмський синдром українського титану. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 12 травня. URL: https://dt.ua/internal/stokgolmskiy-sindrom-ukrayinskogo-titanu-277522_.html

¹⁰³ Wikipedia / ПАТ «Запорізький алюмінієвий комбінат». URL: <https://uk.wikipedia.org>

ВАТ «Красноярський алюмінієвий завод» і ЗАТ «АвтоВАЗ-Інвест», ВАТ «Російський алюміній»). У 2007 р. власність комбінату перейшла до об'єднаної компанії «Російський алюміній» (ОК «РУСАЛ»¹⁰⁴), створеній у березні 2007 р. Після злиття «РУСАЛ» із СУАЛ, його власником став глиноземний швейцарський трейдер Glencore (97,5% наявних акцій якого належало компанії «Русал»). Саме в цей час ПАТ «Запорізький алюмінієвий комбінат» і зупинив свою виробничу діяльність. Майже 8 тис. т алюмінієвих шин і понад 10 тис. т алюмінієвих сплавів – анодних і катодних електродів – були вирізані й продані, а виробництво алюмінію практично було зруйновано. 27 вересня 2016 р. Вищий господарський суд України залишив чинним рішення судів (починаючи з 2012 р.) про розірвання договорів купівлі-продажу і повернення акцій ПАТ «Запорізький виробничий алюмінієвий комбінат» (68,0%) у власність держави. Наразі у Фонді державного майна України проводиться робота із його повторного продажу.

Підсумовуючи викладене вище, слід зазначити, що результати роботи підприємств гірничорудної, чорної та кольорової металургії свідчать, що перехід державної власності у приватну дав змогу більшості із них продовжити виробництво і поставку на експорт руди і недостатньо обробленого металу, що практично не вимагало значного оновлення їх основних засобів та модернізації виробництва.

Водночас проблеми модернізації основних засобів більш успішно були вирішені в приватизованих господарствах галузей АПК, що підтверджують фактичні дані. У розвиток окремих підприємств цієї галузі внесли суттєвий внесок нові власники (у тому числі й нерезиденти), що дало змогу значно збільшити експорт продукції, зокрема пшениці – до 7,6% від обсягу експорту товарів України, кукурудзи – 6,9%¹⁰⁵, соняшникової олії до 10%. Невипадково при розробленні Експортної стратегії України («дорожньої карти»

¹⁰⁴ «РУСАЛ» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%83%D1%81%D0%B0%D0%BB>

¹⁰⁵ Національна модель неоіндустріального розвитку України: монографія. / В.П. Вишневський, Л.О. Збаразська, М.Ю. Заніздра, В.Д. Чеки та ін.; за загал. ред. В.П. Вишневського / НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Київ, 2016. 519 с.

стратегічного розвитку торгівлі) на 2017–2021 роки»¹⁰⁶, яка підготовлена за участі Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, пріоритетними названо перспективні сектори держави, які визначають напрями розвитку українського експорту, і серед них: сільське господарство (підкреслено нами); військово-промисловий комплекс; створення нових речовин матеріалів, нанотехнологій і КТ, енергетика; нетехнологічне будівництво; розвиток гуманітарних наук, біоінженерія, клінічна медицина, фармацевтика; розвиток транзитної інфраструктури; туризм і відпочинок тощо.

Не викликає подиву такий підхід стосовно визначення першого місця в Стратегії розвитку експорту сільського господарства, що постійно нарощує свій обсяг і підтримується як державою, так і іноземним бізнесом.

Прикладами успішного розвитку виробництва і експорту є:

– ПрАТ «Дніпропетровський олійноекстракційний завод»¹⁰⁷ з іноземними інвестиціями, що спеціалізується на переробці насіння соняшнику та випуску рослинної олії. Основний продукт виробництва – рафінована дезодорована фасована олія, виробником якої є компанія «Bunge»¹⁰⁸ (прийшла на ринок України в 2002 р.), яка заснована ще у 1818 р. в Амстердамі. Олія ТМ «Олейна» виробляється в Україні з 1990 р., а майонез з 2004 р.;

– ПАТ «Запорізький олійноекстракційний завод», що входить до складу ГК «Оптимус Агро»¹⁰⁹ і контролюється групою «Приват»¹¹⁰. Після масштабної реконструкції ПАТ «Запорізький олійноекстракційний завод» став одним із кращих підприємств галузі в Україні та за її межами. Використовуючи продукцію ПАТ «ЗОЕЗ», технологічно організовують своє виробництво українські кондитери і хлібопекарські підприємства. В 2016 р. завод завершив модернізацію потужностей із переробки насіння соняшника, що дало змогу збільшити його переробку до 2800 т за добу. Наприкінці 2017 р. цей завод

¹⁰⁶ Розпорядження КМУ «Про схвалення Експортної стратегії України («дорожньої карти» стратегічного розвитку торгівлі) на 2017-2021 роки» від 27 грудня 2017 р. № 1017-р. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1017-2017-%D1%80>

¹⁰⁷ Офіційний сайт ТМ «Олейна». URL: <http://oleina.ua/contacts-production>

¹⁰⁸ Wikipedia / Bunge Limited. URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Bunge_\(%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F\)](https://ru.wikipedia.org/wiki/Bunge_(%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F))

¹⁰⁹ Офіційний сайт компанії «Оптимус Агро». URL: <http://optimus.com.ua/>

¹¹⁰ Українська фінансово-промислова група «Приват» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%82>

змінив тип акціонерного товариства з публічного на приватне¹¹¹;

– Allseeds Group¹¹², що володіє надсучасним, мультифункціональним олійноекстракційним заводом у порту Южний (м. Одеса). Потужність олійноекстракційного заводу, що відкрився у липні 2015 р., становить 2400 т/добу насіння соняшнику.

Незважаючи на роль інвесторів, які виявили зацікавленість у розвитку експортного виробництва в Україні, особливої уваги заслуговують лише ті з них, що зараз опікуються питанням створення власної сировинної бази в Україні. Серед таких компаній можна виділити:

– компанію Philip Morris International, яка почала працювати в Україні ще у 1991 р., зосередивши свої інвестиції в АТ «Харківська тютюнова фабрика»¹¹³. Виробництво цієї фабрики було реконструйовано, підвищено якість продукції та організовано спеціальну підготовку спеціалістів для роботи на фабриці. В 2003–2006 рр. було закінчено будівництво нової фабрики під Харковом, на якій наразі працюють 900 осіб і, крім того, ще 300 спеціалістів обслуговують наявну інфраструктуру. Вироблена продукція (цілий ряд марок сигарет) реалізується в Україні та експортується в інші країни. Загалом ця корпорація випускає сигарети на понад 50 фабриках у всьому світі та продає на ринках 160 країн¹¹⁴. Особливо хотілось би підкреслити, що компанія «Philip Morris Україна» передбачає стимулювання виробництва тютюну в Україні, особливо в її південних областях;

– «British American Tobacco Україна», яка в 1993 р. на базі Прилуцької тютюнової фабрики заснувала «АТ Тютюнова компанія «В.А.Т. – Прилуки». Багатомільйонні інвестиції «British American Tobacco Україна»¹¹⁵ у Прилуцьку тютюнову фабрику дали змогу модернізувати обладнання, збудувати на місці старих виробничих потужностей нове сучасне високотехнологічне підприємство, до складу якого входять тютюновий та сигаретний цехи,

¹¹¹ Офіційний сайт ППАТ «Запорізький олійноекстракційний завод». URL: <https://zmez.com.ua/#history>

¹¹² Офіційний сайт Allseeds. URL: <http://allseeds.com>

¹¹³ Офіційний сайт Philip Morris International (Україна). URL: <https://www.pmi.com>

¹¹⁴ Філіп Морріс Інтернешнл / Wikipedia. URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%A4%D1%96%D0%BB%D1%96%D0%BF_%D0%9C%D0%BE%D1%80%D1%80%D1%96%D1%81_%D0%86%D0%BD%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%BD%D0%B5%D1%88%D0%BD%D0%BB

¹¹⁵ Офіційний сайт «British American Tobacco Україна». URL: <http://www.bat.ua/>

адміністративна будівля, енергоцентр та склад готової продукції. Інвестиції групи допомогли започаткувати випуск нової продукції та забезпечили поліпшення умов праці понад 500 працівникам фабрики. У 2016 р. компанія сплатила до бюджетів усіх рівнів податків на суму понад 12,6 млрд грн¹¹⁶;

– Київську тютюнову фабрику, засновану ще у 1861 р. і приватизовану в Україні однією з перших. У 1994 р. фабрика об'єдналась із німецькою тютюновою компанією «Реємтсма»¹¹⁷ і отримала ресурси для модернізації та розширення цехів. В оновлення фабрики було вкладено 110 млн німецьких марок¹¹⁸. Нові виробничі потужності були перенесені з центру на околицю Києва. Крім упровадження нових технологій, почалося активне навчання спеціалістів, введення на український ринок міжнародних брендів і розвиток українських марок. У 2002 р. компанія стала частиною міжнародної Imperial Tobacco Group, що дало новий поштовх стрімкому і комплексному оновленню обладнання підприємств. Для оновлення виробництва компанія Imperial Tobacco Group інвестувала у фабрику понад 50 млн фунтів стерлінгів¹¹⁹. У 2016 р. персонал фабрики становив до 800 працюючих, а питома вага продукції підприємства – майже 17% частки українського ринку, заповнюючи його відомими міжнародними сигаретними брендами¹²⁰, які реалізуються не лише на внутрішньому ринку, а й на ринках інших країн. Загальний випуск сигарет у 2016 р. становив 14,5 млрд шт., а сума податків до бюджету різних рівнів перевищувала 6,3 млрд грн.

Досить швидко розвиваються й інші підприємства по переробці сільськогосподарської продукції – як за рахунок коштів місцевих бізнесменів, так і іноземних інвесторів. Це стосується виготовлення молочної, овочевої та фруктової продукції, виробництва пива, горілки, коньяків, які в основному реалізуються на місцевому ринку. Ось чому продовження нарощення виробництва на цих підприємствах пов'язано із підвищенням життєвого рівня

¹¹⁶ Офіційний сайт Бритіш Американ Тобакко. URL: <http://www.bat.ua/>

¹¹⁷ Reemtsma / Wikipedia. URL: <https://en.wikipedia.org/wiki/Reemtsma>

¹¹⁸ Крючков О. Активні в бізнесі, дисципліновані в податках. *Урядовий кур'єр*. URL: <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/aktivni-v-biznesi-disciplinovanii-v-podatkah/>

¹¹⁹ ITG в Україні. URL: <http://prompolit.info/2017/01/22/itg-v-ukrayini/>

¹²⁰ Зокрема, Davidoff Cigarettes™, Gauloises™, West™, R1™, R1 Style™, Прима Оптима™, Прима 83™, Прима Класична™, Прима Люкс Superslims™, Прима Люкс™, Прима Срібна™.

населення України.

Прихід іноземного інвестора прискорив модернізацію і розширення одного із найбільших виробників пива в Україні – Чернігівського комбінату «Десна». Його активи належать лідеру світового пивного ринку – корпорації Anheuser-Busch InBev, який розширив наявний асортимент сортів пива (до восьми), під торговельною маркою Чернігівське¹²¹.

Ще у 2000 р. ЗАТ «Ніжинський консервний завод» (ТМ «Ніжин») став частиною Fozzy Group¹²², а у 2014 р. – одним із найбільших аграрних підприємств України. В асортименті продукції заводу – понад 120 позицій, які отримали високу оцінку на світових конкурсах¹²³.

Відома в Україні продукція ПрАТ «Чумак» – підприємства, яке виникло у 1996 р. завдяки фінансовим вкладенням двох шведських громадян. Ця фірма першою розпочала випуск кетчупів і соусів без консервантів. У 2008 р. 70% акцій компанії ПрАТ «Чумак» придбала інвестиційна компанія Dragon Capital та East Capital Bering Ukraine Fund¹²⁴, яка у 2009 р. розпочала виробництво макаронних виробів, а у 2015 р. – випуск соків у новому цеху. Наразі у компанії працює 1,4 тис. працівників¹²⁵.

Виробництво майонезу, кетчупу, холодних соусів, гірчиці та приправ, які реалізуються під торговою маркою «Торчин», належить ПрАТ «Волиньхолдінг», акції якого у 2003 р. купила компанія Nestle¹²⁶ (*найбільша у світі компанія з виробництва продуктів харчування та напоїв, що представлена у 191 країнах світу*). Продукція під ТМ «Торчин» експортується до Росії, Болгарії, Молдови, Білорусії, Казахстану, Латвії, Литви, Німеччини, США, Грузії та Ізраїлю.

Дуже успішно працює компанія «Верес», яка спеціалізується на виробництві плодоовочевої консервації і належить вітчизняному «Смарт-

¹²¹ Офіційний сайт Компанії AB InBev Україна: Чернігівське. URL: <http://www.suninbev.com.ua/about>

¹²² ТМ «Ніжин». Офіційний сайт групи компаній «Fozzy Group». URL: <http://www.fozzy.ua/ru/>

¹²³ ТМ «Ніжин». Офіційний сайт групи компаній «Fozzy Group». URL: http://www.fozzy.ua/ru/other_businesses/nezhyn/

¹²⁴ Офіційний сайт ПрАТ «Чумак». URL: <http://www.chumak.com/view.news/mode.view/id.24/>

¹²⁵ ЗАО «Чумак» / Wikipedia. URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A7%D1%83%D0%BC%D0%B0%D0%BA_\(%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F\)](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A7%D1%83%D0%BC%D0%B0%D0%BA_(%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F))

¹²⁶ Офіційний сайт Nestlé. URL: <https://www.nestle.ua/>

Холдинг»¹²⁷. В асортименті компанії понад 100 найменувань продукції, а її виробництво обслуговує 4 тис. працівників. Загальний обсяг продукції становить понад 50 тис. т на рік, із річним оборотом понад 120 млн дол. США¹²⁸. До складу компанії входять чотири заводи, що виробляють відповідну продукцію, шість агрокомплексів, які спеціалізуються на вирощуванні хрону, гірчиці, кабачків, кукурудзи, гороху, квасолі, баклажанів, перцю, томатів, капусти, огірків та свіжих печериць, виробництві компосту та покривного матеріалу. Групі компаній «Верес» належить понад 7000 гектарів землі в усіх регіонах України¹²⁹.

Цілий ряд підприємств України, що поставляли продукцію на внутрішній ринок, було приватизовано (переважно українськими бізнесменами) лише частково. Інша частка майна продовжувала належати державі. Відсутність у власників приватизованих підприємств необхідних фінансових ресурсів для їх підтримки створили умови для згорання таких виробництв.

Серед згаданих підприємств можна назвати ВАТ Тернопільське об'єднання «Текстерно»¹³⁰, що було залучене до виконання державного військового замовлення з пошиття військових одностроїв. «Текстерно» розробив, сертифікував і освоїв виробництво двох типів камуфляжної плащової набивної тканини з плівковим покриттям, проте через відсутність споживача виробництво не отримало розвитку. Не знайшов необхідних ресурсів і ВАТ «Херсонський бавовняний комбінат»¹³¹, який свого часу випускав меблево-декоративні, костюмно-платяні, сорочкові, білизняні, хусткові, ворсові тканини і вироби з махрової тканини та експортував їх до багатьох країн світу. У 2004 р. 51,76% акцій комбінату купив «Волинський шовковий комбінат», власник якого сплатив багатомільйонні борги, проте уже в березні 2013 р.

¹²⁷ Офіційний сайт промислово-інвестиційної групи «Смарт-холдинг». URL: <http://www.smart-holding.com/uk/about-holding/history/#history1995page>

¹²⁸ Ковальчук Г. Совладелец «Верес»: «Имея на рынке 70%, уже не разгонишься». URL: <http://archive.is/OGgBt>

¹²⁹ Силівончик Г. Пока у нас нет планов выходить на публичные площадки. *Бизнес*. 2013. 17.09. № 38 (1025). URL: <http://archive.li/wkYAc#selection-491.0-495.14>

¹³⁰ ВАТ Тернопільське об'єднання «Текстерно» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%A2%D0%B5%D0%BA%D1%81%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%BD%D0%BE>

¹³¹ ВАТ «Херсонський бавовняний комбінат» / Wikipedia. URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%A5%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%BE%D0%BD%D1%81%D1%8C%D0%BA%D0%B8%D0%B9_%D0%B1%D0%B0%D0%B2%D0%BE%D0%B2%D0%BD%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B9_%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%B1%D1%96%D0%BD%D0%B0%D1%82

ВАТ «Херсонський бавовняний комбінат» було ліквідовано.

Українська економіка багато втратила в результаті відмови від вирощування льону, який є альтернативною культурою, що на відміну від посадок ріпака і соняшника не виснажує ґрунт, і власної його переробки та випуску льняних тканин. У радянські часи льон в Україні переробляли 56 підприємств. Відсутність власної сировини і перехід до закордонних поставок продукції з льону стало причиною зупинки (у 2013 р.¹³²) комбінату ВАТ «Житомирський льонокомбінат», приватизованого ще у 1995 р. Приблизно такою ж була ситуація на Львівщині стосовно Кам'яно-Бузького льонопереробного заводу, Стрийської суконної фабрики, Бориславської фабрики клесних нетканих матеріалів¹³³.

Водночас у 2008 р. на базі іншого – потужного Рівненського – льонокомбінату, приватизованого ще у 1994 р., було організовано ТОВ «Т-стиль», яке встановило найсучасніше високопродуктивне обладнання найкращих світових виробників і залучило до роботи понад 1000 працівників. Щоправда підприємство випускає і реалізує продукцію не на основі льону, а пряжі та суміші бавовни, віскози, інтерлоку та інших тканин¹³⁴.

Серед успішних підприємств, які безпосередньо продовжують переробляти льон та випускати з нього продукцію, можна назвати ВАТ «Куликівський і Західної Європи. Цей завод не лише збільшив виробництво, а й покращив якість виробленої продукції¹³⁵.

Втрата виробництва льону скоротила випуск вітчизняної продукції, незважаючи на те, що у минулому до 80% виробів з льону експортувалися та збільшували експортну виручку України.

На сьогодні є всі економічні підстави для задіяння виробництва льону і його переробки в Україні. Очевидно, для цього необхідні відповідні рішення

¹³² ВАТ «Житомирський льонокомбінат» / Wikipedia. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki>

¹³³ Худицький В. «Давальницька» промисловість. Доки в Україні не почнуть вирощувати льон, не відновлять ткацтво та льонопереробні заводи — про легку промисловість можна й не згадувати. *Дзеркало тижня. Україна*. 2017. 22 квітня. №1140,. URL: https://dt.ua/business/davalnicka-promislovist-doki-v-ukrayini-ne-pochnut-viroschuvati-lon-ne-vidnovlyat-tkactvo-ta-lonopererobni-zavodi-pro-legku-promislovist-mozhna-y-ne-zgaduvati-240467_.html/

¹³⁴ Офіційний сайт «Рівненський льонокомбінат». URL: http://www.calendarium.com.ua/ua/u_rivnomu_zapustili_naibilshii_v_ievropi_lonokombinat_1963

¹³⁵ Офіційний сайт ВАТ «Куликівський льонозавод». URL: <http://rada.com.ua/ukr/catalog/16526/>

уряду. Відродити таку діяльність можливо на теренах Житомирської області, де в минулому успішно вирощували льон, існували потужності із його переробки та відповідні швейні цехи, які виробляли продукцію з широкою географією збуту. Головне, щоб якість цих виробів була європейського рівня. Започаткування таких виробництв повністю залежить від створення ефективного кластера у цій сфері. Саме такий крок може об'єднати в області необхідних співвласників кластера (підприємства з вирощування льону, виробництва тканин, пошиву готових виробів, за обов'язкової участі у кластері вчених із цієї галузі та представників Житомирської обласної адміністрації). Питання участі у фінансуванні можливих витрат кластера, зокрема з вирощування та переробки льону, можна було б вирішувати на основі рішення Кабінету Міністрів України із залученням власних коштів підприємств, коштів місцевого бюджету і – за необхідності – довгострокових кредитів одного з українських державних банків.

Водночас не можна не назвати одного з лідерів нарощення випуску виробів побутової техніки в Україні, який утворився після об'єднання підприємств, які працювали у сфері виробництва і продажу побутової техніки, у компанію KTD Group¹³⁶. Значна частина побутової техніки цієї компанії реалізується під торговою маркою «Saturn»¹³⁷, у тому числі на експорт.

Не можна не відзначити, що в Україні й наразі продовжують успішно діяти окремі підприємства, що були добре відомі ще за часів СРСР, а їх діяльність повністю відповідає новій моделі економічного механізму в ринкових умовах, тому вони мають перспективу розвитку

Серед них можна назвати ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод» (НКМЗ), що виготовляє унікальні машини обладнання для гірничо-металургійного комплексу (введений в експлуатацію ще у 1934 р.) і своєчасно оновлює основні засоби та забезпечує значну частину експортних поставок¹³⁸.

Узагальнюючи результати впливу приватизованих підприємств на

¹³⁶ Офіційний сайт KTD Group. URL: <http://www.ktd-group.org/ua/>

¹³⁷ ТМ «Saturn» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/Saturn>

¹³⁸ Офіційний сайт «ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод». URL: <http://www.nkmz.com/index.php?id=243>

оновлення основних засобів і випуску оновленої продукції, можна підкреслити, що цей процес в Україні відбувався по-різному. Найбільших успіхів досягли харчові підприємства, які перейшли у власність іноземних інвесторів, у тому числі й транснаціональних компаній, і мали достатні фінансові ресурси для встановлення іноземного устаткування, що й забезпечило поставки нової продукції на український ринок та збільшило її експорт. Зазначені підприємства не тільки створили нові робочі місця, а й виконують свої зобов'язання перед бюджетами усіх рівнів.

Значно меншими є досягнення підприємств металургійної промисловості (включаючи кольорову), які були приватизовані українськими і, частково, російськими бізнесменами. Багато з цих підприємств не забезпечили оновлення основних засобів і випуску нової продукції, допустили спад поставок товарів на внутрішній ринок і експорт, зменшили випуск особливо важливої для економіки України продукції або навіть припинили виробництво. Не підтвердили свою ефективність окремі підприємства, які були не повністю приватизовані, оскільки частина їх майна продовжувала належати державі. Відсутність фінансових ресурсів у інвестора, неможливість збуту отриманої продукції та недостатня державна підтримка таких підприємств негативно впливали на випуск продукції. Зазначене свідчить про необхідність посилення державної підтримки на підприємствах, продукція яких матиме попит на внутрішньому ринку або може експортуватися.

2.3. Інвестиційні проекти та їх роль у перспективі розвитку економіки України

Зміна галузевої структури економіки, зниження питомої ваги промислової продукції в експорті, важке фінансове становище переважної кількості промислових підприємств вимагають термінових дій держави, спрямованих на оновлення основних засобів і випуск конкурентоспроможної промислової продукції.

Непропорційність виробничих можливостей промисловості та обсягів збуту її продукції на внутрішньому і зовнішніх ринках призвели до зменшення

кількості великих підприємств. Зростання питомої ваги середніх та малих підприємств, що у довгостроковій перспективі створює додаткові умови для уряду країни як економічного «поводиря» для спрямування їх діяльності на виконання стратегічних цілей держави.

Необхідною передумовою цього є розроблення та затвердження Стратегії економічного розвитку України, що б визначала основні національні цілі та пріоритети, механізми їх досягнення (зокрема, створення інститутів розвитку, які б сприяли фінансовому забезпеченню реалізації намічених завдань).

Починаючи із XXI ст. урядові структури (зокрема Міністерство економічного розвитку та торгівлі України) розглядають перспективи розвитку інвестиційно-інноваційної політики країни на основі реалізації національних програм та інвестиційних проєктів. Через це проводиться ґрунтовна робота щодо визначення пріоритетних видів економічної діяльності, де можуть реалізовуватися державні інвестиційні проєкти. Як згадувалося вище, КМУ прийняв розпорядження «Про схвалення Експортної стратегії України («дорожньої карти» стратегічного розвитку торгівлі) на 2017–2021 роки», на наступні п'ять років передбачено умови стимулювання торгівлі, інновацій з метою диверсифікації експорту. Проте, як і в багатьох інших подібних версіях, наданий документ недостатньо пов'язаний із стратегією економічного розвитку країни загалом та факторами, які мають забезпечити його реалізацію. Зокрема, не визначено, яким чином без надійного фінансового забезпечення виконати завдання по усіх перерахованих у документі галузях¹³⁹.

Крім того, потрібно законодавчо передбачити можливість надання підтримки не лише державним, але й змішаним, приватним, комунальним підприємствам, діяльність яких спрямована на досягнення цілей економічного розвитку. Урядове визнання ефективності відібраного інвестиційного проєкту відкриває перед ним усі можливості заохочення, що нормативно затверджені, включаючи і зміни у розподілі прибутку. До того ж лише так можна розвинути державно-приватну форму фінансування перспективних інвестиційних проєктів

¹³⁹ Розпорядження Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2017 р. №1017-р «Про схвалення Експортної стратегії України (“дорожньої карти” стратегічного розвитку торгівлі) на 2017—2021 роки». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1017-2017-%D1%80>

і сформувати платформу для максимальної концентрації фінансових ресурсів в Україні.

Суттєвий дефіцит фінансових ресурсів упродовж усіх років незалежності України гальмував процеси модернізації основних засобів. Спроба підняти роль бюджету в реалізації національних програм і проєктів з розвитку економіки заслуговує на увагу, проте ухвалені через це зміни до законодавства потребують певних коректив. Зокрема, це стосується Закону України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо державних інвестиційних проєктів»¹⁴⁰ у частині визначення механізму їх реалізації.

Частиною першою ст. 2, п. 20-¹ і 20-² Бюджетного кодексу України визначено, що державний інвестиційний проєкт – це проєкт, який реалізується шляхом державного інвестування в об’єкти державної власності (підкреслено нами) з використанням державних капітальних вкладень та/або кредитів (позик), залучених державою або під державні гарантії. Водночас «державні капітальні вкладення» тлумачаться як «капітальні видатки державного бюджету» (надання кредитів з державного бюджету), що спрямовуються на створення (придбання), реконструкцію, технічне переоснащення основних засобів державної власності, очікуваний строк корисної експлуатації яких перевищує один рік.

На наш погляд, ці положення можуть бути викладені таким чином: у п. 20¹ Бюджетного кодексу України поняття «державний інвестиційний проєкт» доцільно трактувати відповідно до його реального змісту – як «національний інвестиційний проєкт» (це відображає витрати, пов’язані із соціальним та інфраструктурним значенням і фінансується в основному із державного і місцевих бюджетів). Водночас суть поняття «державний інвестиційний проєкт» як проєкт, який вимагає участі уряду й охоплює капітальні витрати реального сектора економіки (особливо промисловості), що знаходить розвиток у ст. 8, 9 і 10 Закону України «Про інвестиційну діяльність» та в нормах Бюджетного кодексу України має бути відображено окремо. Крім того, поняття

¹⁴⁰ Закон України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо державних інвестиційних проєктів» від 7 квітня 2015 року № 288-VIII. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/288-19>

«інвестиційний проєкт» (ст. 26 Бюджетного кодексу України) може залишитись нормою Закону України «Про інвестиційну діяльність». Такий проєкт проводиться юридичними і фізичними особами, відповідно до п. 1 ст. 5 та інших статей цього Закону, без жорсткої опіки органів влади. Його витрати і реалізація контролюється банком та іншими учасниками проєкту.

Зміни до Закону України «Про інвестиційну діяльність»¹⁴¹ внесли уточнення у зміст категорії «інвестиційний проєкт», нормативно-правове визначення його оцінки, визначення єдиного органу в системі виконавчої влади (Мінекономрозвитку), який опікується веденням реєстру проєктів, формує їх базу, реалізується за державної участі та підлягає контролю його ефективності з боку держави. Згідно зі ст. 15 Закону України «Про інвестиційну діяльність», державній експертизі підлягають проєкти, які реалізуються із залученням коштів державного бюджету та кредитів, які надаються за рахунок державної гарантії, що створює «поле» для партнерських відносин держави і приватного бізнесу.

Ухвалені правки до нормативного акту про інвестиції по суті створили дієве підґрунтя для відбору інвестиційних проєктів, їх оформлення і реалізації відповідно до спроможності держави забезпечити умови щодо їх безперебійного фінансування¹⁴².

Дослідження результатів окремих національних програм, зокрема програми уряду на 2008–2010 рр., показало, що жодна з них не була сформована як інвестиційний проєкт відповідно до внесених змін у Закон України «Про інвестиційну діяльність» (ухваленого у 2017 р.).

Спробу підвищити ефективність державних інвестиційних проєктів було зроблено ще у грудні 2010 р. зі створенням Державного агентства з інвестицій та управління національними проєктами (Держінвестпроєкт). Намічені цим комітетом проєкти стосувались технологічного оновлення та розвитку окремих

¹⁴¹ Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» щодо державних інвестиційних проєктів. *Відомості Верховної Ради (ВВР)*. 2017. № 18, ст. 221. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1981-19>

¹⁴² Загальні нормативні накази, які були підготовлені Мінекономіки та торгівлі України, Мінфіном, національним планом дій на 2013 рік, були проаналізовані в статті Т. Комашенко «Нормативно-правовий механізм оцінки економічної ефективності та державної реєстрації інвестиційних проєктів та проєктних (інвестиційних) пропозицій по удосконаленню системи управління державними інвестиціями». *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2013. № 9. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Duur_2013_9_8

галузей реального сектора економіки України. Держінвестпроектом визначено п'ять пріоритетів серед національних проєктів, у рамках яких окремо виділено 16 проєктів¹⁴³. За рахунок коштів бюджету передбачалося вирішити як національні («Нова якість життя», «Олімпійська надія 2022 р.»), так і окремі бізнесові проєкти, наприклад, проєкт «Агроперспектива», за рахунок якого передбачалося вирішення проблеми модернізації галузі зерновиробництва та її експортних можливостей. Причому це питання було внесено у перелік проєктів без остаточного вирішення форм власності на землю та зміни у виробництві галузі за останні 10 років. Проте відсутність джерела фінансування не дало змоги його завершити.

Невипадково автори доповіді «Національні проєкти у стратегії економічної модернізації України»¹⁴⁴ підтверджують необхідність наближення системи державного і бюджетного планування (що неможливо без затвердження Стратегії економічного розвитку з усіма необхідними законодавчими управлінськими змінами), та зазначають про дублювання завдань Держінвестпроекта та інших державних програм (інвестиційний проєкт – «Відкритий світ», «Якісна вода», «Доступне житло», «Відродження секторів» тощо).

Бюджетний процес упродовж одного року не міг охопити довгостроковий період здійснення проєкту, починаючи з розробки та закінчуючи його впровадженням. Для цього необхідно охопити період фінансування інвестиційного проєкту до 5 років поспіль. Іншими словами, якщо ці вагомні складові (обсяг капіталовкладень і фінансові вкладення) не будуть об'єднані, неможливо вчасно завершити новий інвестиційний проєкт і він може збільшити «незавершене будівництво» в країні. Ось чому так важливо ухвалити законодавче поняття «державний інвестиційний проєкт», який стане умовою отримання від держави відповідного стимулювання. За таких умов державний

¹⁴³ В останню редакцію постанови Кабінету Міністрів України, якою визначається перелік національних проєктів, не включено національний проєкт «Дунайський коридор», яким передбачалося сприяння розвитку транспортного сполучення та судноплавства в дунайському регіоні. Держінвестпроектом ініційовано прийняття рішення про скасування цього проєкту.

¹⁴⁴ Національні проєкти у стратегії економічної модернізації України / Жаліло Я.А., Покришка Д.С., Бережний Я.В., Павлюк А.П. [та ін.]. Київ: НІСД, 2013. 144 с.

інвестиційний проєкт може охопити значну кількість проєктів уряду України (враховуючи число середніх і малих підприємств), у тому числі із залученням іноземних бізнесменів.

Наразі діють затверджені Міністерством економічного розвитку і торгівлі України Методичні рекомендації із розроблення інвестиційного проєкту (2012 р.). Вони спрямовані на досягнення мети використання інвестицій (у тому числі державного спрямування), його обсягів, показників ефективності проєкту та наявності експертних позитивних висновків щодо нього. Проте поряд із відомими характеристиками (такими як гарантія збуту нової продукції, умови забезпечення реалізації проєкту та термінів його реалізації, можливі джерела фінансування проєкту та ін.) вони не передбачають найголовнішого – узгодження обсягів капітальних витрат по проєкту з фінансовими потоками та відповідності мети проєкту основним цілям стратегічного розвитку економіки України. Між тим це має суттєве значення для забезпечення його реалізації.

Про підвищення ролі держави в регулюванні інвестиційного клімату через ухвалення національних програм і проєктів наголошувалось у дослідженнях ряду економічних наукових установ України, зокрема у згадуваній вище доповіді, де були висвітлені перші підсумки роботи щодо застосування національного проєктування в Україні¹⁴⁵, важливість використання стратегічного планування поставлених цілей розвитку, державного регулювання економіки, визначення можливих завдань і конкретних цілей, які будуть досягнуті через систему бізнес-проєктування, вирішення найактуальнішого кола завдань щодо модернізації економіки і піднесення суспільного добробуту.

Висловлені авторами доповіді думки, на жаль, не пов'язані єдиною метою – визначення стратегічних цілей економіки та не застережуть обмеженої можливості держави впливати на цей процес. Відповіді на практично ті ж питання уже надавалися ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» у наукових записках до уряду України. Зокрема, щодо підвищення

¹⁴⁵ Національні проєкти у стратегії економічної модернізації України / Жаліло Я.А., Покришка Д.С., Бережний Я.В., Павлюк А.П. та ін. Київ: НІСД, 2013. 144 с.

уваги до визначення критеріїв відбору національних проєктів, їх системного впливу на економіку та можливості об'єднання на цій платформі фінансових ресурсів, у тому числі включаючи бюджети усіх рівнів.

Перша спроба щодо фінансування проєктів була зроблена в Україні ще у 2013 р., коли за рахунок бюджетних гарантій було передбачено надання додаткових коштів (до 50 млрд грн), насамперед металургійним підприємствам. Щодо інших проєктів додаткових джерел фінансування капітальних вкладень не зазначалося.

Між тим Міністерству економічного розвитку та торгівлі України було надано пропозиції від ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» щодо доцільності затвердження необхідних стратегічних державних цілей та впровадження нових інститутів, які б обслуговували цей процес¹⁴⁶. Окремі пропозиції стосувались основ формування інвестиційних проєктів, можливості їх кредитного обслуговування та переходу від формування приросту показників розвитку окремих галузей до приросту, отриманого від упровадження в економіку інвестиційних проєктів¹⁴⁷. Надані рекомендації повинні були посилити увагу держави до формування, виконання і стимулювання ефективних інвестиційних проєктів, що мало забезпечити економію фінансових ресурсів, збільшити ефективність капіталовкладень (з огляду на потреби економіки підвищити конкурентоспроможність продукції, що відповідає національним інтересам) і збільшити експорт продукції українського виробництва та проведення імпортозаміщення.

Безумовно, йдеться про «державний інвестиційний проєкт», що передбачає законодавче оформлення державою найбільш ефективних завдань і випуску нової експортної продукції (або імпортозаміщуючої). Він має бути забезпечений фінансовим стимулюванням не лише за рахунок власних коштів підприємств, а й ресурсів державних банків, ПП, інших джерел. Крім того, фінансовий стан подібного підприємства може зміцнюватись (за прикладом

¹⁴⁶ Вплив кризи на фінанси реального сектора економіки України та шляхи їх оздоровлення / А.І.Даниленко, В.В.Зимовець та ін. за ред. чл.-кор. НАНУ А.І.Даниленка, НАН України, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України. Київ, 2014. 520 с.

¹⁴⁷ Фінансовий механізм забезпечення розвитку реального сектора України: науково-аналітична доповідь / за ред. А.І.Даниленка; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». Київ, 2014. 92 с.

багатьох країн світу) за рахунок пільгових ставок по оподаткуванню податком на прибуток. Саме такий підхід відкриває широку можливість залучення джерел фінансування на основі досвіду інших країн, зокрема, за рахунок пільгових ставок по оподаткуванню податком з прибутку (Нідерландів, Чехії, Туреччини, Китаю), звільнення від ввізного мита на обладнання та устаткування, що не виробляються в Україні (Туреччини, Нідерландів, Азербайджану, Республіки Білорусь, Узбекистану), та від місцевих податків (Угорщини).

Уже сьогодні ми маємо розуміти, якою економіка буде в Україні через деякий час – схильною до пріоритету в експорті АПК чи представленою потужною промисловістю. Це питання не випадкове. Як зазначалося вище, величина обсягів експортної продукції сільського господарства України та продукції підприємств харчової промисловості з її переробки продовжує зростати. В разі, коли не відбудеться кардинальних змін у розвитку промисловості, наша економіка розвиватиметься на основі виробництва і експорту АПК і окремих харчових підприємств України. При цьому йдеться не лише про можливість розвитку сфери АПК в Україні, а й про те, що сьогодні на державному рівні ми не здатні серйозно вплинути на те, щоб наступні покоління мали надійну високооплачувану роботу, насамперед на нових підприємствах технічно переозброєної, інноваційної промисловості країни.

Не виключено, що ухвалення такої важливої постанови Кабінету Міністрів України, як «Деякі питання визначення середньострокових пріоритетних напрямків інноваційної діяльності загальнодержавного рівня на 2017–2021 роки»¹⁴⁸ № 1056 (від 28 грудня 2016 р.), може реально вплинути на розвиток української промисловості. Нею визначено ряд середньострокових напрямів щодо: нових технологій у галузі створення і використання різних видів отримання енергії; розвитку транспортної системи, ракетно-космічної техніки, суднобудування і військових озброєнь, створення індустрії наноматеріалів та нанотехнологій; оновлення агропромислового комплексу; медичного

¹⁴⁸ Постанова Кабінету Міністрів України від 28 грудня 2016 р. № 1056 «Деякі питання визначення середньострокових пріоритетних напрямків інноваційної діяльності загальнодержавного рівня на 2017–2021 роки». URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/249657691>

обслуговування і фармацевтики; збереження екологічного середовища та розвитку сучасних комунікацій, технологій та робототехніки тощо.

При цьому відбулися зміни у бюджетному законодавстві (перехід до трирічного планування), в результаті чого може бути передбачено фінансування інвестиційного проєкту з усіх джерел фінансування, в тому числі бюджету.

У цьому випадку законодавчо має бути визначений перелік майбутніх державних проєктів, і після цього настане черга прийняття рішення про джерела їх фінансування, в тому числі й за рахунок видатків державного бюджету. До таких проєктів мають бути віднесені не лише об'єкти, що стосуються соціальної та інфраструктурної сфер, а й конкретні проєкти реального сектора.

При виділенні коштів безпосередньо із бюджету для фінансування проєктів підприємств необхідно брати до уваги, що поки що чіткий механізм повернення державі бюджетних коштів відсутній. Досвід свідчить, що з цією метою краще використовувати надання цих коштів через кредитування¹⁴⁹.

Водночас необхідно визначити спеціальний статус виконавчого державного органу (наприклад, урядового Комітету інвестицій України), який би повністю відповідав за формування і своєчасну реалізацію інвестиційних проєктів. Діюча Міжвідомча комісія¹⁵⁰, що створена при Міністерстві економічного розвитку та торгівлі ще у 2016 р., складається із членів уряду, комітетів Верховної Ради України та представників центральних органів влади і орієнтується на осіб, які є представниками державної влади і мають виконувати свої обов'язки на суспільних засадах. Не виключено, що, як і раніше, головними у цьому процесі прийняття рішень виступатимуть представники Міністерства фінансів України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, які формують остаточне рішення Кабінету Міністрів України.

Лише офіційне затвердження державних інвестиційних проєктів у

¹⁴⁹ Даниленко А.І. Основні проблеми інноваційної перебудови та фінансові аспекти її забезпечення в Україні. *Фінанси України*. 2017. № 5. С. 7–23.

¹⁵⁰ Постанова Кабінету Міністрів України «Про деякі питання управління державними інвестиціями» від 22 липня 2015 р. № 571. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/571-2015-%D0%BF#n31>

реальному секторі економіки урядом може стати стимулом для використання усіх затверджених Законом України пільг, у тому числі і скорочення ставки податку з прибутку. Саме урядовий Комітет інвестицій, має вирішувати не тільки попередній (до затвердження Кабінетом Міністрів України) намір щодо реалізації інвестиційних проєктів, а й здійснювати оцінку їх виконання та безпосереднього фінансування із усіх фінансових джерел.

Незважаючи на таку стратегічну важливість розвитку промисловості, визначену Кабінетом Міністрів України, робоча група Міністерства економічного розвитку та торгівлі України у підготовленій нею «Експортній стратегії України на 2017–2022 рр.» перше місце щодо експорту відводить сільськогосподарській галузі¹⁵¹. Безумовно, розрахунки цієї робочої групи заслуговують на увагу й надалі можна очікувати сприятливих умов для цієї найважливішої для України галузі – галузі АПК. Більш того, цей напрям експорту продовжує зростати. Невипадково, експорт кукурудзи в 2017 р. виріс проти 1990 р. на – 264,7%, ріпаку – на 733%, соняшника – на 293,6% і сої – на 207,7%¹⁵², без відповідної їх обробки в харчовій промисловості.

Водночас, враховуючи світові тенденції та прогнозовану експертами МВФ кризу попиту на світових сировинних ринках у найближчий час, Україні необхідно поглибити процес переробки сільськогосподарської продукції та нарощувати експорт більш технологічних товарів. Це дасть можливість уникнути або пом'якшити наслідки від можливих втрат експортерів АПК.

Особливої уваги заслуговує робота групи авторів науково-аналітичної доповіді «Економічна політика України – визначаючи майбутнє»¹⁵³, в якій на базі аналізу майже 170 товарів переробної промисловості визначено перспективи розвитку виробництва окремих видів продукції, що може стати основою для реалізації можливих перспективних інвестиційних проєктів. Продовження цієї роботи в Україні може мати серйозне значення, з огляду на

¹⁵¹ Експортна стратегія України: Дорожня карта стратегічного розвитку торгівлі 2017–2021 рр. URL: <http://me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=e6ab10fa-0ad9-4fe4-b8be-32f570693b64&title=EksportnaStrategiiaUkraini-DorozhniaKartaStrategichnogoRozvitkuTorgivli2017-2021>

¹⁵² Економічна політика України – визначаючи майбутнє: наук. доповідь / Шлапак О.В., Геєць В.М., Кораблін С.О. та ін. Київ, 2017.

¹⁵³ Економічна політика України – визначаючи майбутнє: наук. доповідь / Шлапак О.В., Геєць В.М., Кораблін С.О. та ін. Київ, 2017.

безпосередньо можливе виробництво експортної продукції, особливо середніми і малими підприємствами. Поєднання можливостей зовнішніх ринків збуту продукції не лише до країн ЄС, а й до інших країн (зокрема, Південної Америки, Азії та Африки) може розширити потенційно можливу підготовку державних інвестиційних проєктів з позицій як експорту, так і імпортозаміщення.

Безумовно, задіяння нової моделі управління економікою України потребує затвердження Стратегії розвитку економіки, що має:

- визначити цілі економічного розвитку України;
- передбачити роль держави у цьому процесі як діючого суб'єкта, що формує і проводить оцінку досягнень підприємств при реалізації інвестиційних проєктів та взятих на себе зобов'язань;
- синхронізувати норми чинного законодавства із організаційного забезпечення виконання ухваленої Стратегії;
- визначити шляхи прискорення процесу модернізації основних засобів у промисловості та підвищення її частки у ВВП. В іншому випадку – при підтримці державою лише високих темпів розвитку аграрної сфери та її переробки в Україні – роль промисловості у країні буде важко забезпечити і це не створить робочих місць;
- зорієнтувати цілі та пріоритети інвестиційних проєктів на вирішення визначених Стратегією завдань для економіки. Їх затвердження має гарантувати інвесторам усі встановлені чинним законодавством пільги при здійсненні нових інноваційних капіталовкладень.

Чітка спрямованість капіталовкладень на випуск нової конкурентоспроможної продукції дійсно може вплинути не лише на загальноекономічні інтереси (насамперед полегшення важкого фінансового стану підприємств і держави, скорочення дефіциту платіжного балансу і державного бюджету), а й на бізнесову поведінку підприємців.

Враховуючи не лише глибину розробки, що втілена у проєкті, а й спроможність місцевих бюджетів, важливо врахувати можливості розміщення державних інвестиційних проєктів по усіх областях України. Рівень

конкурентоспроможності по окремих областях упродовж 2011–2016 рр. по Україні був досить різний. На сьогодні перші місця щодо конкурентних переваг займає промисловість Сумської, Полтавської та Запорізької областей, у кінці цього переліку – Київська, Чернігівська та Одеська області¹⁵⁴. Водночас за розподілом країн – членів ЄС у 2016 р. по інтегральному показнику економічної безпеки Україна посіла останнє місце (29), з рівнем 0,025, проти першого місця в Данії (0,723), Нідерландів (0,702) і Фінляндії (0,675)¹⁵⁵.

Зважаючи на те, що інвестиційні проєкти можуть також розглядатися й зарубіжними інвесторами, особливу увагу слід звернути не лише на детальність розрахунків, а й на розкриття тих економічних вигід, які нерезиденту може принести здійснення проєкту в Україні. Вагому роль у залученні іноземних інвесторів може відіграти Експортно-кредитне агентство. Його завдання – не лише гарантувати успіх у подоланні зовнішніх ризиків при поставці товарів з високою часткою доданої вартості та послуг, а і стати школою для підприємств із вивчення міжнародного підходу до якості складання наявних інвестиційних проєктів та врахування запитів міжнародних інвесторів на ці проєкти.

Зважаючи на кількісне зменшення великих підприємств, очевидно, що дедалі більше на розвиток економіки України впливатимуть середні й, особливо, малі підприємства, що розширить можливості держави стимулювати додатковий приріст інвестицій у промисловість, враховуючи відносно меншу вартість їх проєктів (у середньому).

Ефективність інвестиційного проєкту та його вплив на модернізацію виробництва можна посилити шляхом фінансового планування на підприємствах. Очевидно, до показників фінансового плану необхідно внести зміни щодо додаткового включення даних по капітальних вкладеннях та показників, що прямо стосуються розрахунку вартості інвестиційного проєкту та його реалізації після впровадження у виробництво. Тут ідеться про

¹⁵⁴ Іщук С.О., Созанський Л. Й. Оцінка структурних змін у промисловому секторі економіки регіонів України : аналітична записка / ДУ «Інститут регіональних досліджень ім. М. І. Долішнього НАН України». Львів, 2017. 27 с. URL: <http://ird.gov.ua/irdp/e20170604.pdf>

¹⁵⁵ Звіт Науково-дослідного центру індустріальних проблем розвитку НАН України «Забезпечення економічної безпеки України в контексті інтегрування в ЄС» / керівник, чл.-кор. НАНУ Кизим М.О. С. 6. URL: <https://ndc-ipr.org/media/posts/presentations/0114U004556.pdf>

здійснення підприємством державних інвестиційних проєктів. Фінансові плани (без деталізації капітальних і поточних вкладень) наразі розробляються лише великими платниками податків. Доцільно, щоб середні та малі підприємства, що беруть участь у виконанні державних інвестиційних проєктів, також розробляли подібні плани. Їхні показники можна було би використовувати при формуванні, реалізації та оцінці ефективності виконання таких проєктів. Подібне спостерігається в Казахстані, де цілеспрямовано здійснюється контроль за витратою державних коштів, віднесених до інвестиційних проєктів, особливо щодо відповідності запланованого і фактичного результату, досягнутого в результаті їх реалізації¹⁵⁶. Безумовно, це посилить значення інвестиційного проєкту щодо випуску нової конкурентоспроможної продукції і створить основу для підвищення ролі держави у зростанні експорту України. Застосування фінансового планування допоможе визначити загальні витрати по обсягах капіталовкладень в Україні та можливі джерела їх фінансування, в тому числі за рахунок державної підтримки.

В експертному колі обговорюються різні підходи до формування шляхів модернізації окремих галузей. Багато із цих рекомендацій можуть бути слухними при обговоренні пропозицій стосовно виконання інвестиційного проєкту як, по суті, можливості застосування подібної модернізації в Україні, так і пов'язаних з цим можливостей відродження промисловості. Подібні підходи різні – від загального оновлення практично усіх галузей до окремих потужностей, які можуть вплинути на розвиток економіки. Зокрема, пропозиції вчених Українського інституту майбутнього стосуються перспектив практично по усіх основних галузях вітчизняної промисловості. Між тим приведена в доповіді інформація про стан і перспективи (наприклад щодо добутку газу)¹⁵⁷ може використовуватись окремо при визначенні можливих шляхів збільшення виробництва і поставок продукції на експорт.

Вчені продовжують вносити пропозиції щодо визначення перспективних

¹⁵⁶ Затонацька Т.Г., Шименська О.А Підвищення ефективності реалізації державних інвестиційних програм в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 4 (130). С. 86–94.

¹⁵⁷ Пропозиції до плану першочергових дій з розвитку промисловості України. / Український інститут майбутнього. Київ, 2017. С. 84. URL: http://radakmu.org.ua/uploads/file/-/proposals_roadmap.pdf

галузей промисловості, розвиток яких може змінити економіку України. Зокрема, збільшення виробництва й організацію поставок до NASA ракетоносіїв «Зеніт», «Циклон», «Дніпро», «Антарес», «Вега» як елементів для запуску в космос супутників і космічних апаратів, безперечно, заслуговує на увагу уряду. Проте ці пропозиції не визначають можливості забезпечення зазначеного виробництва фінансовими ресурсами. Ще більше ресурсів необхідно також для розбудови у країні літакобудування, вітчизняного транспортного машинобудування, сільськогосподарського машинобудування (початок відбудови виробництва тракторів і комбайнів), верстатобудування тощо.

Вирішити зазначені питання в інтересах відбудови України як промислово розвиненої країни можливо на основі пропозицій щодо «прискореного наздоганяючого технологічного розвитку». Поділяємо його думку про те, що «капіталомісткі галузі промисловості, на які видається доцільним робити ставки, не можуть обійтися без держпідтримки»¹⁵⁸. Піднесення підприємств зазначених галузей можливе лише при виділенні достатнього фінансування, збільшити обсяги якого економіці України сьогодні поки що не під силу.

Зважаючи на відсталість українських технологій, суттєвий вплив недостатності попиту на нову продукцію, автори інвестиційного проєкту повинні вирішити важливе завдання щодо забезпечення ринків збуту продукції. Через це постає питання пріоритетності імпортозаміщення порівняно з експортом продукції у разі наявності гарантованого збуту певної продукції в Україні. Наприклад, доцільним є імпортозаміщення у сфері виробництва пального на відновленому нафтопереробному підприємстві чи підприємстві з виробництва мінеральних добрив, які матимуть гарантію збуту в Україні.

Ось чому в першу чергу привертають увагу ті підприємства, що практично припинили (із об'єктивних і суб'єктивних причин) удосконалювати виробничі потужності, тоді як їх продукція справді важлива для розвитку економіки України. Йдеться про виробництво алюмінію, титану, локомотивів, тракторів та

¹⁵⁸ Данилишин Б. Як Україні повернутися в клуб промислово розвинених країн. *Дзеркало тижня. Україна*. 2017. 1 грудня. URL: https://dt.ua/promyshliennost/yak-ukrayini-povernutisya-v-klub-promislovo-rozvinenih-krayin-262070_.html

багатьох інших важливих товарів. Особливо, хотілось би підкреслити втрату власного виробництва палива для автомобілів, імпорту якого не лише завдає державі валютних витрат, а й певним чином загрожує її національній безпеці. Як відомо, протягом 2005–2009 рр. в Україні закрилося п'ять із семи нафтопереробних виробництв. Наразі не на повну потужність працює лише один Кременчуцький нафтопереробний завод. І це суттєва втрата для економіки України. Вирішенню цієї проблеми сприяла би державна підтримка розвитку цієї галузі¹⁵⁹. Не виключено, що в Україні може виникнути особливий стан, коли дефіцит палива може негативно вплинути не лише на платіжний баланс, а й на безпеку країни.

Зараз в Україні проводиться робота щодо видачі дозволів приватним підприємцям на розробку корисних копалин. У разі збільшення видобутку нафти слід буде терміново розробляти інноваційні проєкти щодо її переробки. Експерти називають найбільш вірогідною можливість розширення виробництва на потужностях Кременчуцького НПЗ¹⁶⁰ та поновлення роботи ВАТ «Нафтохімік Прикарпаття» (Надвірнянського НПЗ)¹⁶¹.

Аналізуючи дії уряду щодо упорядкування і підвищення ефективності діючої енергетичної системи України, необхідно відзначити, що громадськість відгукується про них позитивно. Проте не можна не звернути увагу на думку відомих в Україні експертів, які наголошують на відсутності будівництва серйозних нових енергетичних об'єктів та відповідних умов щодо підтримки вітчизняної електромережі за рахунок допомоги міжнародних організацій Україні¹⁶². Такий підхід вимагатиме пошуку коштів у нові об'єкти цієї галузі, не виключено і за рахунок допомоги закордонних інвесторів.

Ми поділяємо думку вчених, які пропонують збільшити суму експортної виручки за рахунок розвитку в Україні переробних виробництв, особливо щодо продукції, яка може мати нішу на міжнародних ринках і забезпечена власною

¹⁵⁹ Куюн С. «Маневри хитрого танцюриста». URL: https://dt.ua/energy_market/manevri-hitrogo-tancyurista-274464_.html

¹⁶⁰ Кременчуцький нафтопереробний завод / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/>

¹⁶¹ ВАТ «Нафтохімік Прикарпаття» / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/>

¹⁶² Склярів В., Семенюк В., Шеберстов О., Светелік О.. Мовчати не можна. *Дзеркало тижня, Україна*. 2018. 29 вересня. № 1211. URL: https://dt.ua/article/print/energy_market/movchat-ne-mozhna-289684_.html

вітчизняною сировиною.

У цьому контексті актуальною є більш повна переробка в Україні титану, рідкоземельних металів (літію, торію, ітрію, цезію та ін.) і експортування цієї продукції. Не виключено, що інвестиції у розвиток таких виробництв можна здійснити за рахунок допомоги інших країн, зокрема США.

Зменшення виробництва продукції хімічної промисловості (з 6% у 1991 р. до 2,8% у 2016 р.) збільшило імпорт мінеральних добрив¹⁶³. Як відзначають експерти, за наявності власної сировинної бази Україні для виробництва вітчизняних калійних добрив необхідно терміново здійснити капіталовкладення для відбудови двох великих калійних комбінатів – Стебницького і Калуського, що ці добрива виробляли¹⁶⁴.

Слід відзначити, що в дискусіях щодо Стратегії розвитку хімічної промисловості України, які відбувалися за участі Федерації роботодавців України та Союзу хіміків України (вересень 2018 р.) щодо розвитку галузі до 2030 р., неодноразово зверталась увага на доцільність зменшення залежності вітчизняних товаровиробників від імпорту добрив, що можуть вироблятися у країні. Особливо підкреслювалася необхідність виробництва двоокису титану та фосфорних мінеральних добрив, азотних добрив на додатковому газі, що може бути здійснено у результаті діяльності спільних підприємств українських та іноземних компаній із організації виробництва мінеральних добрив з мікродобавками та органо-мінеральних добрив.

Розширення виробництва добрив, як і розвиток інших хімічних виробів, є можливим лише при певній державній підтримці випуску продукції із високою інноваційною складовою, що поліпшить стан платіжного балансу. На цю обставину асоціація хіміків України звертала увагу Кабінету Міністрів України.

Не менш перспективним (враховуючи стосунки з Росією) є розширення в

¹⁶³ Матеріали спільного засідання Союзу хіміків України та Федерації роботодавців України щодо стану вітчизняної хімічної галузі та шляхів виведення її з кризи. URL: <http://fru.ua/ua/media-center/press-releases/vitchyzniana-khimichna-promyslovist-uviishla-u-krute-pike-ukrainski-pidpriyemtsi-proponuiut-shliakhy-vykhotu-z-tsiiei-kryzy>

¹⁶⁴ Ремезова О., Хрущов Д. Агроруди розвідано й підготовлено до експлуатації. *Дзеркало тижня, Україна* 2017. 11 серпня. № 1204. URL: https://dt.ua/article/print/business/agrorudi-rozvidano-y-pidgotovleno-do-ekspluatatsiyi-285290_.html/

Україні виробництва гвинтокрилів, для чого на сьогодні є необхідні виробничі потужності. За розрахунками експертів, у цьому виробництві може бути задіяно до 50 підприємств авіабудування і приблизно 100 суміжників. Це залучило б до роботи значну кількість кваліфікованих працівників¹⁶⁵. За оцінками експертів, необхідні інвестиції для запуску виробництва гвинтокрилів в Україні становлять до 15 млрд грн (протягом п'яти років необхідно вкладати по 2–2,5 млрд грн). Акумуляувати подібні кошти можливо лише за державної підтримки¹⁰⁴.

Як показують дослідження, проведені в ДУ «Інститут економіки і прогнозування НАН України», держава має певні резерви для додаткового фінансування конче необхідних інвестиційних проєктів. Державна допомога реальному сектору в 2010 р. становила 5,48% ВВП, а у 2014 р. – 10,35% ВВП, через надання додаткового фінансування НАК «Нафтогаз України». Це підприємство за рахунок випуску цінних паперів лише у 2014 р. отримало допомогу на суму 96,6 млрд грн. Для порівняння, витрати бюджету Польщі на державну підтримку в період вступу до ЄС у 2004 р. становили 1,4% ВВП, у Чехії – 2–3% за період 2000–2004 рр., у Румунії – 1,9–2,6%¹⁶⁶. Наведене порівняння дає чітке розуміння можливості надання такої необхідної підтримки інвестиційним проєктам, особливо коли від цього залежить забезпечення конкурентоспроможності української продукції.

Розвиток підприємств із виробництва палива, особливо з огляду на наявний ресурс окремих шахт України, заслуговує на увагу, зважаючи на досвід Німеччини. Між тим в останні роки вчені пропонують досить цікаві проєкти, реалізація яких може стати одним із пріоритетів для інвестування у найближчий період. Як приклад, можна назвати пропозиції щодо виробництва власного моторного палива, імпорт якого в останні роки різко зріс. Ідеться про реалізацію державного інвестиційного проєкту вартістю у 344,9 млн дол. США для будівництва нового заводу на основі продукції другої черги Шахти № 10

¹⁶⁵ Менделєєв Д. Блекаут українського авіапрому. Дзеркало тижня. Україна. 2018. 7 квітня. URL: https://dt.ua/internal/blekaut-ukrayinskogo-aviapromu-274512_.html

¹⁶⁶ Булан О. Держдопомога бізнесу: необхідність термінового перегляду за європейськими правилами. Дзеркало тижня. Україна. 2015. 18 вересня. URL: https://dt.ua/finances/derzhdpomoga-biznesu-neobhidnist-terminovogo-pereglyadu-za-yevropeyskimi-pravilami-_.html

«Нововолинська» Волинської області (за підрахунками період окупності заводу становить 5–6 років). Його потужності можуть забезпечити щорічне виробництво майже 140,4 тис. т бензинового пального і 188,1 тис. т дизельного. Водночас побудова подібного заводу в Харківській області (з терміном окупності чотири роки) із сумою інвестицій у 126,8 млн дол. США збільшить баланс моторного палива в Україні по автомобільному бензину на 47,5 тис. т і дизельному пальному – на 52,5 тис. т. Реалізація зазначених завдань дасть змогу створити робочі місця для понад 3 тис осіб¹⁶⁷.

Серйозної уваги відповідних державних установ потребує вивезення з України необробленої сировини і матеріалів. Очевидно, що подібна практика може бути заблокована юридичними і митними нормативами, проте необхідних результатів це не приносить.

Досить лише згадати окремі рішення за роки незалежності України щодо заборони вивозу насіння соняшника, шкур великої рогатої худоби, металобрухту та ін. Особливо слід відзначити, що, попри всі законодавчі акти, продовжується вивіз лісу-кругляка¹⁶⁸, в тому числі контрабандним шляхом. Як свідчать опубліковані дані, із 16,7 млн куб. м лісу, які заготовлені лісовими організаціями лише 6,5 млн куб. м існує інформація щодо їх продажу. Про решту реалізованих лісових матеріалів (10 млн куб. м) даних немає¹⁶⁹. На цю ситуацію уже почали зважати іноземні бізнесмени, які намагаються вирішити питання будівництва підприємств лісової і деревообробної промисловості в Україні. Зокрема, шведська торговельна мережа ІКЕА¹⁷⁰ планує будівництво лісопромислового підприємства на території Львівської області¹⁷¹.

Для повного припинення обвального вивозу лісових матеріалів необхідна підтримка держави щодо розвитку малих і середніх підприємств у сфері

¹⁶⁷ Результати Звіту по темі «Напрямки розвитку нафтопереробного комплексу України» / Науково-дослідницький центр індустріальних проблем розвитку НАН України. URL: <https://ndc-ivr.org/researches/post/napryami-rozvitku-naftopererobnogo-kompleksu-ukray>

¹⁶⁸ Закон України «Про внесення змін до Закону України "Про особливості державного регулювання діяльності суб'єктів підприємницької діяльності, пов'язаної з реалізацією та експортом лісоматеріалів" щодо тимчасової заборони експорту лісоматеріалів у необробленому вигляді. *Відомості Верховної Ради (ВВР)*. 2015. №31, ст.29. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/325-19>

¹⁶⁹ Бобко А. Чи назрів закон про ринок деревини в Україні. *Дзеркало тижня. Україна*. 2017. 29 вересня. URL: https://dt.ua/business/chi-nazriv-zakon-pro-rinok-derevini-v-ukrayini-255552_.html

¹⁷⁰ Транснаціональна корпорація ІКЕА / Wikipedia. URL: <https://uk.wikipedia.org/wiki/IKEA>

¹⁷¹ ІКЕА задумалася про власне виробництво в Україні. URL: <https://ukr.segodnya.ua/economics/business/ikea-zadumalas-ob-sobstvennom-proizvodstve-v-ukraine-1053952.html>

виробництва меблів в Україні. Як і раніше, у країні продовжується активне житлове будівництво, для облаштування квартир є попит на недорогу та якісну меблеву продукцію. Особливо важливо це для малих підприємств, чие виробництво меблів може бути підтримано державним банком.

Значні запаси корисних копалин України та їх можлива переробка вітчизняними підприємствами до стану високотехнологічної продукції дозволять державі вартісно збільшити експорт і скоротити в ньому частку низькообробленої сировини і матеріалів, особливо поки ця сировина перебуває у державній власності, і створити ефективний економічний механізм, щоб ця власність була найефективніше використана для економіки України, – найголовніше завдання Верховної Ради та уряду уже на найближчий час. Наразі діють окремі обмеження для китайських та російських компаній щодо поставки сировини на американський. Це може відкрити для України додаткові перспективи. Із 20 товарних позицій, визначених Геологічною службою США (USGS) критичним імпортом, в Україні наявні запаси по 11¹⁷².

Максимальне, навіть у віддаленій перспективі, розширення переробки власної та унікальної сировини, може збільшити не лише обсяг експорту продукції, а й розширити імпортозаміщення в Україні (зокрема, нафти газу, нетрадиційних джерел енергії), що збільшить енергобезпеку країни. Саме на відродження і розвиток таких виробництв в Україні повинні спрямовуватися дії уряду.

2.4. Фінансові ресурси інвестиційної діяльності: стан та перспективи розвитку

Протягом усього періоду незалежності України нестача фінансових ресурсів слугувала провідним негативним фактором, що визначив неспроможність здійснення запланованих капіталовкладень у своєчасну перебудову підприємств багатьох галузей економіки. При цьому економіка України відчувала не лише постійну нестачу фінансових ресурсів на проведення заміни старих основних засобів, кошти також нераціонально

¹⁷² Україна зможе рекордно заробити на світовому літньому бумі. URL: <http://miningworld.com.ua/uk-UA/press/news/422.aspx>

використовувалися та виводилися за кордон.

Відсутність засобів впливу на активізацію інвестиційної політики (зокрема, методом реалізації цільових програм, у тому числі й за рахунок державного бюджету), можливості об'єднання фінансових ресурсів (резидентів і нерезидентів України) не дали досягти належної ефективності інвестицій. Як і раніше, при здійсненні інвестиційної політики провідну роль відіграють власні кошти підприємств (організацій) та відносно незначні кошти бюджету (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Джерела фінансування капітальних інвестицій в Україні, млн грн

Показник	2000	2010	2016	2017
Усього, у т.ч. за рахунок:	23629,0	180 575,5	359 216,1	448 461,5
коштів державного бюджету	1210,0	10 223,3	9 264,1	15 295,2
коштів місцевих бюджетів	975,0	5 730,8	26 817,1	41 565,5
власних коштів підприємств та організацій	16198,0	111 371,0	248 769,4	310 061,7
кредитів банків та інших позик	391,0	22 888,1	27 106,0	29 588,9
коштів іноземних інвесторів	1400,0	3 723,9	9 831,4	6 206,4
коштів населення на будівництво житла	1176,0	18 885,9	29 932,6	32 802,5
Інших джерел фінансування	2279,0	7 752,5	7 495,5	12 941,3

Джерело: Основні засоби України за 2000–2010 роки / Державна служба статистики України. Київ, 2012. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>; Основні засоби України за 2016 рік / Державна служба статистики України. Київ, 2012. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Як свідчать дані табл. 2.3, протягом останніх років за рахунок власних коштів підприємства України фінансувалось дві третини загального обсягу капіталовкладень. За перше півріччя 2018 р. сума інвестицій по підприємствах і організаціях реального сектора становила 206,9 млрд грн (більше, ніж у попередньому році, на 26,5%), з яких за рахунок власних коштів забезпечено до 75,4% фінансування¹⁷³. Проте для здійснення модернізації економіки України, зокрема її промисловості, зазначені обсяги є недостатніми. Очевидно, що таке

¹⁷³ Із матеріалів спільного розширеного засідання Антикризової ради громадських організацій України та Правління УСПП.

завдання, навіть у найближчий час, не можна буде вирішити без державної підтримки ефективних інвестиційних проєктів.

Орієнтовний розрахунок грошових ресурсів, необхідних для капіталовкладень, оцінюється в сотнях мільярдів доларів США. Для акумуляції таких обсягів фінансових ресурсів необхідно стабілізувати стан державного бюджету та зменшити зовнішнє боргове навантаження на нього. Це створить умови для залучення (на вигідних умовах) іноземних інвесторів, державних банків, збільшення власних ресурсів підприємств та дозволить побудувати систему, що сприятиме залученню коштів населення для фінансування проєктів через фондовий ринок.

Для підвищення ефективності використання додаткових коштів необхідно запропонувати більш прогресивний метод державного впливу на економічний інтерес власників підприємств. Держава може надати підтримку в цьому процесі шляхом співучасті у фінансуванні інвестицій, у тому числі й за рахунок держбюджету.

Зокрема, можливість підтримки інвестиційної політики демонструє наявна динаміка та розподіл доходів і витрат бюджету в останні роки між державним і місцевими бюджетами України. Як видно із даних табл. 2.3, фінансування оновлення основних засобів державного і місцевих бюджетів у 2000–2017 рр. суттєво не вплинуло на загальний обсяг інвестицій. Водночас упродовж 2016–2017 рр. видатки місцевих бюджетів на цю ціль майже втричі перевищували відповідні видатки державного бюджету. Це розширило можливості до залучення частки коштів місцевих бюджетів для фінансування капітальних інвестицій, особливо середніх і малих підприємств. У 2016–2017 рр. на казначейських рахунках місцевих бюджетів перебувало близько 80 млрд грн та ще 12,0 млрд грн – на депозитних рахунках у банках України. При цьому ефективність використання місцевих капітальних вкладень потребує більш серйозного підходу, враховуючи цілі економічного розвитку України¹⁷⁴.

Однак, як ми вже згадували, постійне відставання приросту доходів

¹⁷⁴ Самаєва Ю. Країна косметичного ремонту. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 30 березня. URL: https://dt.ua/economics_of_regions/krayina-kosmetichnogo-remontu-273738_.html

державного бюджету, порівняно із видатками, відсутність власних джерел їх збалансування призвели до накопичення внутрішнього та зовнішнього боргів. Загалом економіка України накопичила борг, який за результатами 2018 р. досяг майже 60% ВВП, у той час як для забезпечення фінансової безпеки економіки його рівень не може перевищувати 35–40% (про це в тому числі зазначали й науковці ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»). Це відволікає істотну частину коштів державного бюджету на сплату відсотків за користування кредитами. Величина зовнішнього боргу в гривневому еквіваленті вже перевищила доходи бюджету (табл. 2.4). При цьому, як відзначають окремі дослідники в останні роки, витрати державного бюджету України на виплату відсотків по державному боргу уже досягли 12–15% загального обсягу його витрат¹⁷⁵.

Таблиця 2.4

Доходи і видатки Зведеного бюджету, державний та гарантований державою борг України

Показник	2010	2016	2017
Доходи зведеного бюджету	314 506,3	782 859,5	1 016 969,5
Видатки зведеного бюджету	377 842,8	835 832,1	1056973,1
Кредитування	1 348,4	1 841,3	2122,1
Дефіцит "-" /профіцит "+"	-64 684,9	-54 813,9	-42125,7
Операції сектора загального державного управління			
Доходи <i>млн грн</i>	453 121,0	919 444,9	1202512,1
Видатки, вкл. Кредитування	525 441,4	971 113,7	1243801,9
Дефіцит "-" /профіцит "+"	-72 320,4	-51 668,8	-41289,8
Фінансування			
Внутрішнє	25 145,8	18 406,7	4306,7
Зовнішнє	47 174,6	33 262,1	36983,1
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу, <i>млрд грн</i>	432,2	1 929,8	2141,7
<i>млрд дол. США</i>	54,3	70,9	76,3
Зовнішній борг, <i>млрд грн</i>	211,8	980,2	1080,3
<i>млрд дол. США</i>	34,8	36,1	38,5

Джерело: Бюджет України 2016 / Міністерство фінансів України. 2017.. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/derzhavnyi-borh-ta-harantovanyi-derzhavoiu-borh>; URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/bjudzhet/bjudzhet-potochnogo-roku>; URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov>

Тільки за останні шість років (2010–2016 рр.) обсяг державного боргу в

¹⁷⁵ Самаєва Ю. Податок на жадібність. *Дзеркало тижня*. Україна. 2018. 27 жовтня. №121. URL: https://dt.ua/article/print/internal/podatok-na-zhadibnist-292207_.html.

дол. США зріс у 1,3 раза, а еквівалент боргового навантаження в національній валюті виріс до 4,46 раза, що збільшило абсолютну гривневу заборгованість у державному бюджеті України. Серед боргових зобов'язань близько 326 млрд грн, або 16,9% ВВП, були витрачені упродовж 2008–2017 рр. на порятунок банківської системи. Це створює додатковий тиск на діючу в Україні економічну систему.

Загалом видатки розвитку Державного бюджету України до їх загального обсягу становили у 2011–2013 рр., відповідно, 18,44%; 14,4 і 11,35%, а у 2014–2017 рр., – відповідно, 8,24%, 8,08%, 8,47 та 8,51%. Рівень обсягу державних інвестицій України до загального обсягу інвестицій у 2013–2015 рр. становив 5,19%, 3,95 і 7,75%, тоді як у Данії, Франції, Швеції і США державна частка в обсязі інвестицій становила 15,1–19,5%¹⁷⁶.

Ефективність капіталовкладень можна оцінити лише після випуску конкурентоспроможної продукції, особливо тієї, що збільшує експорт або сприяє підвищенню рівня імпортозаміщення у країні. Сумарне нарощення таких виробництв по економіці зміцнить стан зовнішньої економічного балансу та зменшить боргову державну заборгованість, особливо зовнішню.

Дефіцит наявних фінансових ресурсів, як і раніше, стримуватиме розвиток інвестиційної політики. Як показують результати досліджень¹⁷⁷, показники щодо виконання бюджету в 2018 р. та можливі перспективи його розвитку в 2019–2021 рр. поки що незадовільні. Це може негативно вплинути на збалансування доходів і видатків трирічного бюджету та поставити під сумнів можливість реалізації ефективної державної підтримки в інвестиційній сфері.

Безумовно, проблема з підтримкою реального сектора за рахунок бюджету може бути частково вирішена за допомогою зростання довгострокового банківського кредитування підприємств та залучення ПІІ. Проте, як показують дослідження, рівень надання кредитної підтримки бізнесу також скоротився з 14,6 у 2005–2013 рр. до 6,6 у 2017 р. При цьому політика Національного банку

¹⁷⁶ Білоусова О.С. Взаємодія держави та підприємств у фінансовому забезпеченні економічного розвитку: монографія / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та про-гнозув. НАН України». Київ, 2017. 340 с.

¹⁷⁷ Максютя А., Дешко А.. Ситуація з українським бюджетом: стабілізація процесу чи тиша перед буревієм? *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 7 липня. № 1201. URL: https://dt.ua/macrolevel/situaciya-z-ukrayinskim-byudzhedom-stabilizaciya-procesu-chi-tisha-pered-bureviyem-282435_.html

України призводить до згорання банківського кредитування підприємств та перетікання їх ресурсів на ринок депозитних сертифікатів. Як свідчать дані, у серпні 2018 р. понад 15% чистих активів банків у гривнях було вкладено в цінні папери (проти 1% у 2013 р.), а виплати НБУ за такими сертифікатами досягли у 2016 р. – 9,6 млрд грн, у 2017 р. – 6,4 млрд грн. При цьому важливо прорахувати втрати економіки України від скорочення бази кредитування промисловості¹⁷⁸. Розгортання реформи управління на основі цілей, затверджених Стратегією економічного розвитку держави, має забезпечити політику ґрунтовних змін у банківській системі, особливо в частині підвищення ролі Банку розвитку, який очікує свого створення.

Також в останні роки істотно зменшилися обсяги прямих іноземних інвестицій. Якщо у 2010–2013 рр. надходження ПІІ щорічно становили від 5,3 до 6,0 млрд дол. США, а у 2014–2016 рр. – від 2,5 до 8,4 млрд дол. США, то у 2017 р. він становив лише 1,9 млрд дол. США, з яких на розвиток промисловості України використано 0,5 млрд дол. США¹⁷⁹. Надходження в Україну коштів іноземних інвесторів значно скоротилось – їх обсяг у 2010–2012 рр. становив – 31,2 млрд грн, тоді як у 2015–2017 рр. – лише 13,1 млрд грн. На часі створення умов для активізації припливу ПІІ в Україну. Зокрема, збільшення їх обсягу можливе у разі залучення іноземних інвесторів для розробки надр. Не виключено, що після закінчення воєнних дій на Донбасі, коли стануть відомі економічні перспективи вкладання інвестицій у цей регіон, відкриються більш серйозні перспективи притоку ПІІ для підтримки розвитку реального сектора в Україні.

Стримана підтримка інших держав у відбудові економіки України останнім часом може бути пояснена після порівняння експертами відмінностей у тексті декларації Розвитку саміту Східного партнерства (2015 р.) і Брюссельської декларації (2017 р.). Ризька декларація прописана детально і, по суті, пропонувала «переходити від логіки розширення до стабілізації та сприяння

¹⁷⁸ Богдан Т., Богдан І. Стагнація економіки та криза монетарно-фіскального регулювання. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 10 листопада. №1217–1218.. URL: https://dt.ua/article/print/finances/stagnaciya-ekonomiki-ta-kriza-monetarno-fiskalnogo-regulyuvannya-293623_.html

¹⁷⁹ Дані Державної служби статистики України за відповідні роки. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/Arhiv_u/09/Arch_dsg_bl.htm

стійкості країн-партнерок». Водночас Брюссельська декларація зробила ставку на лаконізм, обережність і загальність визначень із більшою вагою елементів політики, заснованих на інтересах¹⁸⁰. Зважаючи на наслідки воєнної агресії Росії, таке порівняння більше відображає суть пріоритетів, викладених у Глобальній стратегії ЄС у 2016 р., яка визначила можливості залучення до нього Європейського Союзу. 24 листопада 2017 р. на Брюссельському саміті Східного партнерства таке визначення було або повністю відхилене, або мінімізоване. Практично було відхилено можливість допомоги економіці України і застосування амбіційного «Плану Маршалла для України».

Можливі ускладнення, окреслені Брюссельською декларацією, зовсім не закривають для України можливості доступу до фінансових ресурсів міжнародних донорів і довгострокових позик, зокрема від Світового банку та Європейського банку розвитку. Лише за 2012–2016 рр. Група Світового банку реалізувала програму довгострокового кредитування щодо 20 проєктів в Україні на загальну суму 6,2 млрд дол. США, із них 3,1 млрд дол. США становили витрати на енергетичну і видобувну галузі (40%) та на транспортну систему (33%)¹⁸¹.

Серйозну довгострокову допомогу Україні надає Європейський банк реконструкції та розвитку: починаючи з 2008 р. він надав 3,2 млрд дол. США, причому майже 71% із них були вкладені у проєкти приватного сектора. Пріоритетне значення було надано приватним малим і середнім підприємствам, та сектору інфраструктури, енергетики та зв'язку. Банк фінансував проєкти щодо будівництва та ремонту автомобільної дороги Київ – Чоп, реконструкції Старобешівської електростанції, модернізації другого блоку Хмельницької АЕС та четвертого блоку Рівненської АЕС. Провідна роль Європейського банку реконструкції та розвитку відзначалася при виконанні плану із перетворення об'єкту «Укриття» в екологічно безпечну систему для захисту персоналу. Крім того, цей банк став розпорядником грантових коштів, які надаються

¹⁸⁰ Коваль Н. Стійкість, стабільність, стагнація – три "с" Східного партнерства. *Дзеркало тижня. Україна*. 2017. 02. грудня. URL: https://dt.ua/international/stiykist-stabilnist-stagnaciya-tri-s-shidnogo-partnerstva-261758_.html

¹⁸¹ Документ Групи Світового банку. Звіт 114516-UA. Україна: Концепція партнерства з країною на 2017–2021 фінансові роки. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/501881501141799939/pdf/114516-UKRAINIAN-PUBLIC-WBUkraineCPFUKR.pdf>

вкладниками та донорами Чорнобильського фонду «Укриття»¹⁸².

Попри значну міжнародну технічну допомогу (МТД) зазначених банків, яка за три роки становила понад 5,3 млрд дол. США, Рахункова палата України відзначила, що ці кошти не були зорієнтовані на вирішення стратегічних напрямів розвитку України. Окремі проекти не завжди відповідали основним пріоритетам соціально-економічного розвитку економіки України. Ефективність реалізації проектів МТД та отриманих у рамках цих проектів фінансових ресурсів не оцінювалась уповноваженими державними органами (підкреслено нами)¹⁸³. Не можна не зазначити, що Рахункова палата виклала аналогічну позицію щодо низької ефективності виділених кредитних коштів іншими міжнародними фінансовими організаціями. Ця оцінка пов'язана з недостатньою підготовкою обґрунтованості нових інвестиційних проектів. Зазначений недолік може бути ліквідовано у разі покращення нормативних показників, які використовуються при проведенні розрахунків ефективності інвестиційних проектів. Їх реалізація має забезпечувати оновлення основних засобів підприємств та випуск нової конкурентоспроможної продукції.

На початок 2017 р. портфель фінансування інвестиційних проектів, які кредитувались іноземними банками, становив 33 проекти, загальною вартістю у 3,188 млрд дол. США та 4,893 млрд євро. Між тим у 2014–2016 рр. на реалізацію подібних проектів було витрачено 2,435 млрд дол. США і 2,592 млрд євро, в тому числі за рахунок: Міжнародного банку реконструкції і розвитку – 2,135 млрд дол. США, Європейського інвестиційного банку – 2,075 млрд євро, Німецької кредитної установи – 367 млн євро. Найбільше цих коштів було освоєно у енергетичній, транспортній та житлово-комунальній сфері економіки України¹⁸⁴.

В останні роки починає розвиватись довгострокове кредитування малих (можливо, і середніх) підприємств державними банками (Ощадбанком,

¹⁸² Україна і Європейський банк реконструкції та розвитку / В. М. Пинзеник (кер. авт. кол.), І. Я. Чугунов (відп. ред.), В. П. Колосова та ін.; Н.-д. фін. ін-т; за ред. В. М. Пинзеника. Київ, 2008. 176 с. С.27; 42–43; 46–48.

¹⁸³ Звіт Рахункової палати за 2017 рік. Затверджений рішенням Рахункової палати від 22.03.2018 № 7-2. С. 164. URL: <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/category/32826>

¹⁸⁴ Звіт Рахункової палати за 2017 рік. Затверджений рішенням Рахункової палати від 22.03.2018 № 7-2. С. 166. URL: <http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/category/32826>

АТ «Укрексімбанк», АБ «Укргазбанк»). Лише один державний банк – Ощадбанк, за оцінками експертів, надав у 2015–2018 рр. для підтримки кошти на суму близько 120 млрд грн. Очевидно, що обсяги кредитування були би значно більшими, якби в Україні була реалізована ідея створення Банку розвитку. Ще у 1995 р. уперше було підготовлено законопроект щодо створення такого банку, та він обговорювався у Верховній Раді України. Зважаючи на досвід багатьох країн, які успішно використовували такий банк для розвитку економіки, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» неодноразово вносив пропозиції про необхідність його запровадження в Україні. Навіть Греція, яка отримала більш суттєву фінансову допомогу від країн ЄС (порівняно з Україною), створила подібний банк, мета якого – сприяння ліквідації значного державного боргу країни, ще у 2016 р. Подібна установа здатна забезпечити фінансування капіталовкладень ряду інвестиційних проєктів, зокрема і у співфінансуванні з іноземними інвесторами. Економічного підґрунтя проти створення такого банку в Україні немає. Необхідно лише попереднє рішення Кабінету Міністрів України і Національного банку України та ухвалення закону Верховною Радою України.

Значну роль у державній підтримці випуску нових українських товарів можуть відіграти державні закупівлі. Враховуючи, що їх обсяги становлять 10–15% ВВП і спрямовуються на закупівлю необхідних товарів, у тому числі й на стимулювання власного виробництва, вони можуть бути використані в Україні для розвитку імпортозаміщення. Враховуючи досвід інших держав, кошти на державні закупівлі доцільно використати для придбання продукції вітчизняного виробництва із задіянням елементів протекціонізму. Наразі, на відміну від інших країн, «рівень проникнення імпорту в сектор державних закупівель України сягає 38%¹⁸⁵». Між тим окремі країни (Південна Корея, Туреччина) успішно використали кошти на державні закупівлі для створення власного виробництва.

Зазначені вище додаткові кошти можуть замінити основне джерело

¹⁸⁵ Гужва. І. Державні закупівлі як інструмент формування промислової політики. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 8 січня. №1174-1175. URL: https://dt.ua/promyshliennost/derzhavni-zakupivli-yak-instrument-formuvannya-promislovoyi-politiki-264629_.html

фінансування інвестицій підприємств, що повністю перебуває в їх розпорядженні – амортизаційних відрахувань і чистого прибутку.

Технічні можливості використання підприємствами зазначених джерел на фінансування інвестицій залежать від своєчасності та повноти надходження виручки на рахунки підприємства. Значною мірою це залежить від нормативно встановлених термінів, зокрема термінів позовної давності, які було збільшено з одного до трьох років, та граничних термінів розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів, які з 2019 р. подовжено до 365 календарних днів. Зазначені рішення, разом із впливом зменшення курсу гривні до долара США, сприяли збільшенню дебіторської і кредиторської заборгованості в Україні. Станом на 1 січня 2018 р., дебіторська заборгованість становила 3459,3 млрд грн, або 115,9% ВВП, а поточні зобов'язання (в т.ч. кредиторська заборгованість) – 5769,5 млрд грн, або 193,4% до ВВП. З одного боку, це, сприяє збільшенню комерційних кредитів, які надходять від контрагентів у вигляді товарів, проте з іншого – чинить неконтрольований негативний вплив на інвестиційну активність. Така ситуація уже сьогодні спричиняє використання амортизаційних відрахувань на поточні витрати та скорочує обсяги капіталовкладень підприємств.

Основна частина власних джерел фінансування припадає саме на амортизаційні відрахування за діючими основними засобами, завданням яких є забезпечення простого і розширеного оновлення виробництва. Серйозну роботу щодо дослідження практики нарахування амортизаційних відрахувань провів М. Зверяков, який обґрунтував можливість модернізації наявного основного капіталу з урахуванням того, що ступінь його зношування вимагає врахування не лише фізичного, але й морального стану основних засобів¹⁸⁶. Уже на початок 2001 р. середній вік діючих основних засобів по великих підприємствах становив – 18,7 років, у т.ч. до 5 років – 11,3%, а понад 25 років – 26,1%. Вік значної частини засобів (20,4%) становив 5–9 років, а 17,4% – 15–20 років. Це свідчить, що уже на той час в експлуатації перебувала значна частина основних засобів, що застаріли як фізично, так і морально (40% – віком понад 21 рік), що

¹⁸⁶ Зверяков М.І. Теоретична парадигма сталого розвитку та українські реалії. *Економіка України*. 2018. № 10. С. 3–9.

стримувало випуск конкурентоспроможної продукції. До цього слід додати, що якщо у 1971–1990 р. задоволення потреби у реновації основних засобів в економіці України, за оцінками експертів, становило 45,3%, то у 1995 р. і 2000 р., відповідно, – 37,3 і 28,8%¹⁸⁷.

За час, що минув з початку XXI ст., загалом по економіці фізичне зношування основних засобів погіршилося. Якщо станом на кінець 2001 р. ступінь їх зношування перебував на рівні 43,7%, то початок 2018 р. становив 55,1%.

Розглядаючи амортизацію, що найменше залежить від цінового і кредитного фактора, М. Зверяков запропонував забезпечити цьому джерелу провідну роль у фінансуванні модернізації основних засобів. Для збільшення обсягів нарахованої амортизації він пропонує розширити практику прискореної амортизації, з використанням фактора морального зношування при оцінці вартості наявних засобів. Такий підхід створить економічну базу для підвищення цін і тарифів на виробництво поточної продукції і послуги, вартості акцій, збільшення залогової бази при отриманні кредиту.

Застосування зазначеного підходу може збільшити амортизаційні відрахування та ефективність їх використання, особливо, якщо врахувати пропозиції автора щодо встановлення фінансового контролю за цільовим використанням амортизаційного фонду і обкладання не використаних за призначенням коштів податком (підкреслено нами). Зважаючи на дослідження М. Зверякова, результати переоцінки основних засобів могли збільшити їх вартість у 9,7 раза (з 1996 р. по 2017 р.). Водночас для створення економічних передумов для впровадження таких змін в амортизаційній політиці необхідно подолати окремі негативні фактори, серед яких:

- високий рівень інфляції в Україні не дозволяє змоги накопичувати (навіть у банках) кошти, необхідні для модернізації діючого підприємства. Винятком можуть бути лише інвестиційні проєкти, які реалізуються за рахунок іноземного банку, за умови, що його продукція поставлятиметься на експорт;
- перехід економіки України до більш широкого використання

¹⁸⁷ Дані Міністерства економіки і торгівлі України.

прискореної амортизації (до п'яти років для нових основних засобів) буде утруднений через низький рівень рентабельності (збитковості) всієї діяльності підприємства (особливо малих підприємств). Вихід із цієї ситуації вбачається за рахунок запровадження довгострокового кредитування державним банком інвестиційних проектів. Повернення таких кредитів державі може гарантуватися безпосередньо підприємством за умови, що придбані основні засоби буде повернено за рахунок амортизаційних відрахувань і прибутку за п'ять років. Паралельно підприємству буде надано право відносити на собівартість нової продукції амортизаційні відрахування за методом, який здійснюється в гірничорудній промисловості (по відношенню витрат щодо використаних робіт на собівартість руди).

Потрібно відзначити, що дооцінка фонду амортизації вже мала місце в Україні в середині 90-х років минулого століття. Значна інфляція у 1992–1993 рр. суттєво знизила вартість основних засобів у економіці та обсяги амортизаційних відрахувань проти 1991 р. Це стало причиною ухвалення постанови Кабінету Міністрів від 17 січня 1995 р. № 34 (за пропозицією автора цього дослідження) «Про проведення індексації основних фондів та визначення розмірів амортизаційних відрахувань на повне їх відновлення у 1995 році»¹⁸⁸. Проте серйозних змін щодо фінансування інвестицій в оновлення основних засобів це не забезпечило. У результаті було визначено повну вартість їх продукції та її рентабельність, з огляду на затверджені «норми амортизаційних відрахувань на повне відновлення основних засобів із застосуванням у 1995 р. коефіцієнта амортизації»: за кожним із кварталів року – 0,25%, 0,50%, 0,75 і 1%. Цей порядок був задіяний у 1996 р., але оскільки одного року було недостатньо для планового проведення обсягу амортизації по усіх підприємствах економіки, та він був продовжений також на 1997 р.

На початку XXI ст. значно зросла собівартість товарів і послуг (зокрема, побутових), що підвищило тарифи за електроенергію та витрати на усіх видах транспорту без урахування фінансових можливостей підприємств і населення.

¹⁸⁸ Постанова КМУ від 17 січня 1995 р. N34 «Про проведення індексації основних фондів та визначення розмірів амортизаційних відрахувань на повне їх відновлення у 1995 році». URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/34-95-%D0%BF>

Подібні негативні соціальні наслідки уже мали місце в окремих державах. Зокрема, зростання тарифів на електроенергію в 2013 р. стало одним із важелів впливу на зміну керівництва в Болгарії¹⁸⁹. Попри запевнення нових власників об'єктів енергетики в Росії, які обіцяли населенню і підприємствам зниження цін в енергетиці, практично відбулося подорожчання енергоуstattкування (майже в 9 разів), що стало причиною повернення значної частки енергетичних активів у державну власність. Більш того, поряд із заміною енергоуstattкування було збільшено заробітну плату топ-менеджерам (що спостерігається і в Україні) у середньому в 70–100 разів¹⁹⁰. Проте таке підвищення було би слід ув'язати із додатковою відповідальністю за виконання своїх обов'язків. Крім того, забезпечення топ-менеджерів переважно високою оплатою, так само як і підвищення тарифів, несуть загрозу нарощення рівня інфляції у країні і вимагає використання більш прогресивної шкали оподаткування високих доходів, що широко використовується у більшості розвинених країн.

Як відомо, сьогодні окремі державні корпорації, зокрема Укрзалізниця, активно закуповують іноземне устаткування, що впливає на збільшення від'ємного сальдо платіжного балансу України. Між тим в історії України уже мали місце подібні факти залучення коштів за рахунок добровільних внесків при випуску вигідної позики від власних та іноземних інвесторів. Наразі проблему підвищення дохідності від експлуатації залізничного транспорту вирішують, збільшуючи ціну вантажних перевезень суб'єктів господарювання та пасажирських перевезень. Свого часу (в роки царської Росії) на початку XX ст. питання про покращення роботи залізниці вирішувалося методом зміни статуту відповідної дороги.

Зокрема, Товариством Чорноморської залізничної дороги було випущено міжнародні облігаційні позики (під 4,5 проценти річних) на загальну суму 38 408 625 рублів. Виплати по цих зобов'язаннях були призначені на 19 серпня (1 вересня) 1923 р. Ці облігації були забезпечені усіма доходами і наявністю активів товариства Чорноморської залізничної дороги. Крім того, терміни

¹⁸⁹ Болгарський прем'єр поплатився за високі ціни на електроенергію. *День*. 2013. 21 лютого № 32.

¹⁹⁰ Гудкова В. «Конец света». Спасение российской энергетики обойдётся в 11,1 трлн. рублей. *Аргументы и факты*. 2011. 7 сентября. № 36. URL: <http://www.aif.ru/money/27699>

продажу і дії виданих облігацій займу підтримувались гарантією імперського російського уряду, який міг, за необхідності, виплатити зазначений борг власнику облігації (в кінці її дії). При цьому виплата процентів по купонах і капіталу, що увійшов до тиражу облігацій, назавжди були звільнені від усіх російських податків (поточних і майбутніх). Передбачалося, що до обслуговування цієї позики залучатимуть крупний французький банк¹⁹¹. Такий підхід гарантував умови оплати позики, ціни на послуги і покращення якості послуг залізничного транспорту.

Підводячи підсумки результатів цього дослідження, можна відзначити, що перспективи фінансування капітальних інвестицій в Україні без участі держави, очевидно, не є оптимістичними. На сьогодні держава має створити умови для забезпечення необхідних обсягів фінансування для оновлення основних засобів і розширення випуску на цій основі конкурентоспроможної продукції, що матиме надійну нішу для її збуту на внутрішньому ринку та експорту, гарантувати своєчасно підготовку кваліфікованих робочих кадрів, інженерів і науковців. Подібні завдання не під силу кожному окремому підприємству, їх повинна вирішувати держава.

2.5. Оціночні показники діяльності підприємств та стимулювання їх зростання

Третій рік поспіль в Україні спостерігається поступове нарощення обсягів виробництва та реалізації продукції. По суті пройдено черговий етап падіння ВВП через анексію Криму і воєнні дії на Донбасі. Водночас внаслідок зменшення виробництва важливої для країни продукції (наприклад, добрив, палива, тракторів тощо) та скорочення обсягів її експорту, виникли передумови постійного дефіциту торговельного балансу. Умови, які склались в Україні (особливо через низький попит на продукцію, в тому числі і на внутрішньому ринку), дають змогу припустити, що наразі необхідно використати історичний досвід розвитку зовнішньої торгівлі, коли активний продаж товарів за кордон

¹⁹¹ Із пояснень 4% облігаційної позички 1913 року Товариства Чорноморської залізничної дороги.

сприяв надходженню в казну окремих країн злитків золота, срібла та інших цінностей. Цей принцип (доіндустріальної економіки) відображав діючу на той час меркантилістську систему (XV–XVII ст.). Застосування підходів меркантилізму сьогодні допомогло би забезпечити приріст експорту продукції та створило б умови для зменшення від’ємного сальдо платіжного балансу України. На наш погляд, такий підхід можливий ще й тому, що зазначений підхід націлений на посилення ролі держави у формуванні результатів зовнішньої торгівлі. Практично уже сьогодні можна прийняти рішення (без особливої зміни діючих механізмів на підприємствах) щодо виділення показника «експорт» (чи «імпортозаміщення») продукції як оціночного показника діяльності підприємств. Його досягнення дає можливість виділити частину прибутку як винагороду підприємству за продаж на експорт нової продукції, отриманої у результаті реалізації державного інвестиційного проекту. Подібні умови стимулювання мають бути застосовані як до нарощення експорту, так і щодо імпортозаміщення продукції.

Збільшення експорту і скорочення імпорту української продукції сприятиме скороченню зовнішнього боргу і розширить можливості держави щодо підвищення частки бюджету в інвестиційних вкладеннях.

Аналіз показав, що позитивне сальдо зовнішньоторговельного балансу в Україні спостерігалось лише у 2000 р. В інші роки експорт значно відставав від імпорту продукції (табл. 2.5).

У 2017 р. спостерігалось значне відхилення приросту обсягів ВВП та показників експорту та імпорту (більш ніж утричі). Відбувалося стрімке зростання імпорту мінеральних продуктів (на 148,5%), що досягнув майже 12,0 млрд дол. США, чорних і кольорових металів та виробів із них (на 131,1%, або 2,9 млрд дол. США) та скорочення експорту машин, устаткування, транспортних засобів та приладів майже у 7 разів¹⁹². Основні зміни у структурі українського експорту за останні роки полягали у різкому збільшенні частки «продовольчих товарів та сировини для їх виробництва» до рівня 45% усього експорту (упродовж 2000–2017 рр. – у 13,2 раза). Водночас експорт продукції

¹⁹² Дані з офіційного сайту НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208314>

чорної і кольорової металургії та виробів із них залишається серйозною складовою експорту і заслуговує постійної уваги щодо його розширення (особливо кольорових металів).

Таблиця 2.5

Показник експорту та імпорту товарів України за 2000–2017 рр., млн дол. США

Показник	2000	2005	2012	2016	2017
1. Експорт товарів – всього	15448	32184	47299	33560	39876
у т.ч.					
продовольчі товари та сировина для їх виробництва	1348	4264	9936	15250	17742
продукція хімічної та пов'язаних із нею галузей промисловості	1914	9986	4000	1832	2053
деревина та вироби із неї	419	804	1467	1511	1647
промислові вироби	725	399	616	463	575
чорні і кольорові метали та вироби із них	6448	13784	17044	8098	9890
машини, устаткування і транспортні засоби	1859	4307	8530	20748	3018
мінеральні продукти	х	4144	5076	2391	3517
Різне	1442	1056	630	1267	1434
2. Імпорт товарів, усього	14943	34377	56896	40502	49034
в т.ч.					
продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	1647	5085	10116	8297	9578
деревина та вироби з неї	436	1132	1877	1033	1148
промислові вироби	741	1650	2880	1957	2127
чорні і кольорові метали і вироби з них	681	2407	3988	2192	2878
машини, устаткування і транспортні засоби	2625	9903	1799	10353	13569
мінеральні продукти	х	9925	1947	8075	11989
різне	1486	1640	1228	4731	3498

Джерело: за даними офіційного сайту Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

Сьогодні нас має турбувати питання повернення в Україну діючого виробництва (включаючи переробку власної української сировини) і збільшення поставок на внутрішній ринок. Для розроблення програм імпортозаміщення доцільно оцінити обсяги імпортних поставок в Україну із країн, що перевищують експорт більше 1 млрд дол. США (Російської Федерації, Китаю, Німеччини, Білорусі, США, Швейцарії та Франції)¹⁹³.

До речі, у Експортній стратегії, розробленій за супроводу Міністерства

¹⁹³ Економічна політика України – визначаючи майбутнє: наук. допов. / Шлапак О.В., Гесць В.М. Кораблін С.О. та ін. Київ, 2017.

економічного розвитку та торгівлі України, у визначеному переліку пріоритетних галузей називається ряд нових технологій, які потенційно можуть наблизити українську економіку до передових країн світу. Тепер може йтися про здійснення державних (поряд із бізнесом) інвестицій у ці сфери. Подібні економічні перетворення в Україні можливі при зміні моделі економічного розвитку, що б у перспективі дало змогу вирішити проблему піднесення економіки. Свого часу подібні зміни сталися у Німеччині та окремих країнах Південно-Східної Азії.

По суті, йдеться про зміну економічної моделі економічного механізму і проведення інвестиційної політики відповідно до Стратегії економічного розвитку, що визначатиме мету та цілі розвитку. Для цього пропонується використати нові цільові оціночні показники роботи підприємства – показники експорту та імпортозаміщення. Їх використання порівняно з іншими показниками відзначається позитивними чинниками, зокрема:

- прискорення виробництва експортної продукції зі зменшенням імпорту товарів і сировини вирішує головну проблему української економіки – збалансування зовнішньоторговельного балансу;

- зростання експорту продукції і проведення імпортозаміщення вирішує організаційні проблеми збуту продукції, створює постійні умови для приросту виробництва та сприятиме надходженню додаткових джерел підприємств для поточних і довгострокових вкладень;

- орієнтація на експорт (чи імпортозаміщення) може бути додатковим важливим фактором для затвердження інвестиційного проєкту урядовим органом;

- показник експорту продукції може використовуватись для усіх підприємств великого, середнього і малого бізнесу;

- прийняття рішень щодо затвердження державою інвестиційних проєктів стосовно малих (і, можливо, середніх підприємствах) для можливості збільшення ними експорту поверне до таких інвестиційних проєктів увагу державних банків, інвестиційних фондів та місцевих бюджетів.

Не виключено, що при отриманні нової продукції (уперше вироблені у світі

– на підставі оцінки експертами якості та новизни інвестиційного проєкту) підприємству на певний період може бути надана пільга, що дорівнює загальній сумі прибутку (до 100%, упродовж п'яти років) від реалізації такої продукції.

Стимулювання приросту експорту та імпортозаміщення не повністю вирішує проблеми розвитку підприємств на сучасному етапі. Дуже важливо стимулювати і приріст основних засобів як основу випуску нової конкурентоспроможної продукції. Облігації, випущені малими і середніми підприємствами, які планомірно нарощуватимуть інвестиційні ресурси та обсяги продажів нової продукції, можуть зацікавити потенційних інвесторів (у тому числі й іноземних).

Оцінка зростання вартості підприємства була досліджена в ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» ще на початку ХХІ ст. Авторами самої ідеї щодо управління вартістю підприємства (економічної доданої вартості) були американські економісти Д. Штерн та Г. Стюарт. Їхня концепція ґрунтується на відношенні прибутку підприємства за певний період до витрат на інвестований капітал. Продовжив це дослідження професор О. Терещенко. Отримані ним результати показали, що наслідком повної зміни фінансових показників підприємства можуть бути стратегічні аспекти зростання вартості виробництва, що використовуються в господарському механізмі такими компаніями Німеччини, як концерн Robert Bosch GmbH, авіакомпанія Lufthansa та концерн Bayer¹⁹⁴. Використання показника, орієнтованого на оцінку вартості проєкту (безумовно із доробкою), дасть змогу визначити методи економічного стимулювання за приріст експорту (імпортозаміщення) продукції.

Незважаючи на постійну можливу зміну ролі податку із прибутку підприємств, поки що він залишається єдиним податком, безпосередньо пов'язаним із реальним виробництвом. Інші платежі, що в основному формують бюджет (ПДВ, акциз та ін.), не можуть ефективно виконувати функції стимулювання підприємств. Ось чому пропозиція щодо зміни податку на прибуток на податок на виведений капітал потребує особливої уваги.

Зважаючи на оцінку досвіду застосування податку на виведений капітал в

¹⁹⁴ Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: кол. моногр. у 3-х т. / за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. Київ: Фенікс, 2008. 1217 с. Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління. С. 265–269, 308.

інших країнах, позитивно його результативність експерти оцінюють лише в Естонії, де його почали застосовувати у кінці 1999 р. І хоча до подібного вдавалися Грузія та Латвія у 2017–2018 рр., часу для оцінки його ефективності минуло недостатньо. А от у Македонії та Молдові подібний порядок оподаткування на виведення капіталу було скасовано. У цьому випадку цікаво ознайомитись із думкою Д. Гетманцева, який підкреслює, що ідея впровадження податку на виведений капітал «базується на поширеній серед представників вульгарного лібералізму думці, що податки – це не збір грошей до державного бюджету, а стимулювання розвитку економіки». Вони вважають, що відсутність такого оподаткування — «це спосіб повернути виведені раніше капітали в країну, залучити інвестиції з-за кордону і всередині країни»¹⁹⁵. Висновок Д. Гетманцева – впровадження такого податку не в змозі залучити в країну додаткові кошти.

Одне із головних заперечень економічних міністерств України проти впровадження зазначеного податку – можливий некомпенсований обсяг доходів бюджету на рівні 25 млрд грн. Крім того, негативний досвід застосування податку на виведення капіталу в деяких країнах ставить серйозне питання про можливість відмови від діючого податку на прибуток.

Не можна не відзначити, що увага до низької питомої ваги податку із прибутку в загальному обсязі платежів до бюджету викликана низьким рівнем рентабельності. У 2003–2008 рр. питома вага цього податку в доходах бюджету України перебувала на рівні 20–25%, а в останні роки – лише 10%¹⁹⁶. До такого стану призводить відсутність державного контролю за низькою ефективністю витрат підприємств із наданими пільгами. За період 2002–2015 рр. у країні було використано до 164 млрд грн бюджетної підтримки реального сектора, а також надано податкових пільг на суму 244 млрд грн¹⁹⁷.

Під час усього шляху незалежності України проводились експерименти

¹⁹⁵ Гетманцев Д. Податок на виведений капітал – модна маніпулятивна ідея. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 14 липня. № 1202. URL: https://dt.ua/business/podatok-na-vivedeniy-kapital-modna-manipulyativna-ideya-282978_.html

¹⁹⁶ Луніна І.О., Білоусова О.С. Реформування податку на прибуток підприємств у контексті забезпечення стійкості державних фінансів. *Фінанси України*. 2018. № 7. С. 46–58.

¹⁹⁷ Консолідація державних і фінансів України: кол. моногр. / за ред. д.е.н. І.О. Луніної; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозів. НАН України». Київ, 2017. 296 с. URL : <http://ief.org.ua/docs/mg/288.pdf>

щодо надання підприємствам різних пільг для розвитку економіки. Зокрема, можна згадати надані упродовж 1999–2000 рр. пільги, які були спрямовані на покращення фінансового стану вітчизняних металургійних підприємств¹⁹⁸. Від’ємна для держави різниця в сумі компенсації пояснюється тим, що – бюджет поніс витрати на проведення експерименту більші, ніж потім отримав податків із прибутку підприємств. Між тим цілком очевидно, що коли йдеться про відносини держави і бізнесу, в рамках державного інвестиційного проєкту за участі підприємства, незалежно від форми власності, за урядом залишається право на забезпечення досягнення встановленої бізнесом мети. Це залишає державі право на контроль за ефективністю витрат суб’єктом господарювання, особливо коли ці кошти є бюджетними.

Також може бути використана практика надання додаткових стимулів для збільшення обсягів експорту, які успішно застосовувались в інших країнах. Зокрема, у Південній Кореї успішно використовується додаткова пільга підприємству в розмірі 50% знижки наявного податку на прибуток від експортних операцій. Використання подібної системи в Україні має бути дещо скориговане, враховуючи, що частина експорту по суті становить сировину. Ця частина експорту сировини (наприклад, лісу-кругляка, що може бути використаний для організації розвитку деревообробної промисловості) повинна поступово зменшуватися. Для цього необхідно застосувати як прямі, так і непрямі заходи адміністрування. До речі, подібне заохочення уже використовувалось в Україні в кінці 60-х років XX ст., коли виникла серйозна проблема з поставкою лісової стійки для безпекового облаштування шахт (особливо на Донбасі). Гірникам запропонували збільшити оплату їхньої праці на суму, що в сукупності становить 50% обсягів від нормативу вартості повноцінної лісової стійки, в разі, коли її без загрози безпеці демонтують із залишків лісу в самій шахті. Цей приклад став успішним, вирішивши на той час дефіцит лісової стійки для шахт України.

Поряд із використанням стимулювання експорту в Південній Кореї

¹⁹⁸ Закон України «Про проведення економічного експерименту на підприємствах гірничо-металургійного комплексу України» № 934-XIV від 14.07.1999 р. (втратив чинність). URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/934-14>

застосовували відміну податків на імпорт необхідних товарів і устаткування, що не виробляються у країні, зниження непрямих податків (зокрема товарного і корпоративного) при виробництві продукції, що має йти на експорт, тощо¹⁹⁹.

Для стимулювання випуску нової техніки у світі використовується також диференціація основної ставки податку на доходи від продажу та експорту та нової техніки:

- у Податковому кодексі Республіки Білорусь передбачено основну ставку податку із прибутку в розмірі 24%, одночасно використовується ставка в 10% для підприємств, які задіяні у виробництві лазерно-оптичної техніки. Для членів науково-технічної асоціації, які опікуються Білоруським державним університетом і є резидентами науково-технологічних парків, встановлена ставка 5%, а ставка 12% визначена стосовно суми виплачених дивідендів²⁰⁰;

- основна ставка на доходи підприємств (корпоративний прибутковий податок) у Китаї становить 25%, однак для підприємств, які випускають нове і високотехнологічне устаткування, ставка знижується до 15%, а для малих і малорентабельних підприємств вона становить 20%;

- поряд із визначенням стандартної ставки податку на прибуток (корпоративний податок – 28%) у В'єтнамі діють спеціальні пільгові ставки у межах 10%, 15 і 20% доходів підприємств, які стосуються нових спеціальних інвестицій. Крім того, звільняється від сплати такого податку доходи від реалізації продукції, що пов'язана із проведенням науково-технологічних досліджень – на строк до шести місяців з дати початку випробувань нового виробництва; одного року – щодо продажу продуктів, які освоюються у В'єтнамі вперше; доходів від технологічного обслуговування контрактів, що безпосередньо пов'язані із сільським господарством.

Подібних прикладів можна навести безліч, проте при вирішенні питання можливого зниження ставки податку із прибутку в Україні безумовно виникне питання щодо додаткового джерела доходів бюджету. Серед можливих компенсаторів можливе запровадження в Україні диференційованих ставок

¹⁹⁹ Налоговая система Южной Кореи. URL: <http://bankinside.ru/world-economy/nalogovay-sisteva-korean>

²⁰⁰ Налоговая система Республики Беларусь. URL: http://www.minfin.gov.by/ru/tax_policy/tax_system/

податку з доходів фізичних осіб. Подібний підхід оподаткування доходів фізичних осіб практикується в багатьох країнах:

- у Республіці Китай діє п'ять ставок податку – 5%, 10, 20, 30 і 35%. Перша ставка діє до суми доходу до 15 тис. юанів, остання – після 100 тис. юанів. Усі інші доходи громадян оподатковуються цим податком у розмірі 20%²⁰¹;
- у Південній Кореї встановлено п'ять рівнів податкових ставок з прибуткового податку фізичних осіб – від 6 до 38 %, причому остання ставка поширюється на доходи, які перевищують розмір шести середніх зарплат на місяць. Дивіденди оподатковуються ставкою у 14 %²⁰²;
- значна кількість податкових ставок з прибуткового податку встановлено у Франції – за вісьмома категоріям. При застосуванні неоподаткованого мінімуму (до 6011 євро на рік) діє прогресивна ставка (від 5,5 до 75%), а при доходах на сім'ю в 1,0 млн євро застосовується максимальна ставка (75%).

Зміна форми власності не вплинула на масову модернізацію основних засобів підприємств і підвищення рівня зростання нової конкурентоспроможної продукції в Україні. Більшість із підприємств продовжують постачати на експорт продукцію з низькою обробкою сировини і матеріалів, незначними залишаються обсяги виробництва високотехнологічної продукції. Запропонована зміна ключових показників оцінки роботи підприємств може стати орієнтиром для зростання обсягів експорту та рівня імпортозаміщення, що доцільно враховувати у процесі реалізації затверджених урядом інвестиційних проєктів.

²⁰¹ Податкова система Китайської Народної Республіки. URL: <https://ru.wikipedia.org>

²⁰² Налоговая система Южной Кореи. URL: https://ukr.lb.ua/blog/daniil_monin/316698_nalogovaya_sistema_yuzhnoy_korei.html

РОЗДІЛ 3. ФІНАНСОВІ РИЗИКИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: ОЦІНКА ТА УПРАВЛІННЯ

Здатність підприємств корпоративного сектора залучати фінансові ресурси безпосередньо залежить від ризиків, яких зазнають капіталодавці (кредитори та інвестори), вкладаючи кошти в об'єкт фінансування. Зазначені ризики визначають витрати на залучення позиченого та власного капіталу. Причому ризики інвесторів завжди будуть вищими, ніж ризики кредиторів, саме тому витрати на залучення власного капіталу завжди будуть вищими, ніж процентна ставка за позиченим капіталом. Водночас у вітчизняній теорії та практиці досить часто витрати на залучення підприємством власного капіталу взагалі ігноруються. Як наслідок, з грубими помилками оцінюються інвестиційні проекти, проводиться оцінка вартості бізнесу та визначається справедлива вартість активів. Результатом цього є неефективні фінансові рішення. У цьому розділі обґрунтовуються підходи до розрахунку ставки витрат на капітал з урахуванням особливостей ризиків діяльності підприємств в Україні.

3.1. Сучасні теоретичні підходи до оцінки фінансових ризиків підприємств корпоративного сектора

На ціну залучення підприємствами капіталу впливають екзогенні та ендегенні ризики. Група екзогенних ризиків може бути систематизована за трьома рівнями: глобальним, національним та секторальним. До глобальних факторів ризику слід віднести міжнародну конкуренцію, економічну циклічність розвитку провідних країн, стан міжнародних фінансових ринків, політику процентних ставок центральних банків провідних країн. До національних факторів ризику доцільно віднести: макроекономічну розбалансованість, рівень інфляції, процентні ставки, нестабільність локального фінансового та валютного ринків, корупцію на рівні регулювання та контролю фінансово-господарської діяльності підприємств. Ключовими секторальними факторами ризику є: посилення конкуренції в галузі чи криза окремої галузі, монополізація ринку, криза та волатильність на сировинних ринках.

Ендогенні або внутрішні фактори фінансових ризиків на підприємстві доцільно класифікувати за такими рівнями, як: операційна, інвестиційна та фінансова діяльність. До рівня операційної діяльності слід віднести такі фактори ризику, як: бюрократизована система прийняття рішень на рівні підприємств; принципал-агент конфлікти на всіх рівнях прийняття рішень; високий рівень витрат; неефективне управління працюючим капіталом, оборотними активами, запасами та дебіторською заборгованістю; низький рівень управління грошовими потоками від операційної діяльності. Ключовими ризиками інвестиційної діяльності підприємств є відсутність інвестиційної стратегії, застарілі технології та брак інновацій, спрямування обмежених фінансових ресурсів у неефективні інвестиційні проекти або ж у проекти з надто тривалим періодом окупності. Ризики фінансової діяльності залежать від структури капіталу, частки короткострокових джерел позиченого капіталу, відсутності або функціональної недієздатності системи фінансового ризик-менеджменту. Ще один тип ризиків, який може суттєво вплинути на операційну, інвестиційну та фінансову діяльність підприємства, полягає у суттєвій залежності результатів діяльності підприємства від окремих стейкхолдерів чи їх групи (key stakeholder risk).

Екзогенні та ендогенні ризики прямо чи опосередковано впливають на витрати підприємств на залучення власного та позиченого капіталу, зокрема, на окремі параметри, що визначають плату за капітал. Екзогенні ризики (глобальний рівень) визначають рівень безризикової процентної ставки. Національні фактори ризику визначають величину премії за ризик країни. Секторальні та група ендогенних ризиків впливають на премію за ризик вкладень у конкретне підприємство.

Узагальненим виразом витрат на залучення капіталу є середньозважена ставка витрат на капітал (WACC). За алгоритмом WACC обчислюється ставка дисконтування, що є ключовим параметром, який визначає інвестиційні рішення, оцінку вартості бізнесу, оцінку результативності діяльності компаній, рішення щодо фінансування. Проте у нормативно-правових актах, які регулюють вітчизняний ринок консалтингових послуг, відсутні методичні

вказівки щодо розрахунку ставки дисконтування. Це зумовлює значні проблеми при прийнятті відповідних рішень, призводить до помилкових інвестицій, проблемних кредитів тощо. Враховуючи кращу світову практику розрахунку ставки дисконтування, а також особливості оцінки ризиків фінансування на ринках, що розвиваються (до яких відноситься і вітчизняна економіка), обґрунтуємо рекомендації щодо урахування фінансових ризиків (у широкому розумінні) у процесі визначення витрат на капітал.

Невирішеним досі науковим завданням є порядок урахування ризиків діяльності підприємств у витратах на залучення інвестиційного (власного) капіталу. Відповідно до неокласичних постулатів, ставка витрат на власний капітал (cost of equity) відповідає очікуваній інвесторами ставці доходності на їх інвестиційні вкладення. Ця ставка є платою за ризики інвестування коштів у власний капітал підприємства. Вона є інтегрованим виразом сукупності факторів, що втілюють ринкові очікування щодо ризиків вкладень у конкретний актив з урахуванням доходності по ринку загалом, і визначається рівнем процентних ставок на глобальних ринках, процентними ставками на локальному фінансовому ринку, ризиком фінансування конкретного підприємства.

За ефективного ринку капіталів ця плата може розраховуватися прямим методом і відповідає доходам інвесторів, які складаються із отриманих дивідендів та прибутку у вигляді зростання ринкового курсу корпоративних прав, зокрема акцій. Проблема полягає у тому, що в країнах, які відносяться до emerging markets (ЕМ), до лістингу на фондових біржах включені акції лише незначної кількості підприємств. Окрім цього, ринок капіталів у таких країнах переважно неефективний. Значна кількість підприємств використовує тіньові схеми виплати винагороди власникам. Через це розрахувати плату за власний капітал для переважної кількості підприємств прямим методом неможливо. Подібна проблема виникає також і в країнах з розвиненим ринком у разі розрахунку ставки витрат на власний капітал непублічних компаній. В теорії і практиці розглядаються два підходи до розрахунку ставки витрат на власний капітал підприємств, цінні папери яких не мають обігу на розвинених ринках

капіталів: використання модифікацій CAPM та експертний метод, що ґрунтується на суб'єктивній калькуляції плати за ризик з використанням спеціальних надбавок. Однак до цього часу наукою і практикою не знайдено адекватного вирішення цієї актуальної проблеми.

Характерною особливістю країн з ринками, що розвиваються, є значний обсяг тіньової економіки. Можна припустити, що найбільша частка доходів тіньової економіки формується саме за рахунок приховування плати за власний капітал. Витрати на власний капітал переважно є імпліцитними (прихованими або тіньовими). Інформація про них в офіційній звітності або неповна, або ж узагалі відсутня. Ці витрати можна визначити, вдаючись до непрямих методів (моделей). Та ідеальні з теоретичної точки зору моделі (зокрема, CAPM, трифакторна модель Фама – Френча) у їх чистому вигляді на ЕМ не мають практичного застосування, оскільки діють лише за досить рестриктивних припущень²⁰³.

Відповідно до відомої моделі CAPM, очікувана інвесторами ставка доходності вкладень у підприємство залежить від безризикової ставки доходності (r_f), середньої ставки доходності на ринку капіталів (R_m) та систематичного ризику вкладень у конкретний актив (β) і визначається за таким алгоритмом:

$$\text{CAPM } (R_e) = r_f + (R_m - r_f) \cdot \beta \quad (3.1)$$

Проблема полягає в тому, що всі параметри, які включені у CAPM, можуть бути розраховані лише за більш-менш ефективного ринку капіталу. Для їх визначення слід обробити значний масив інформації, а також застосувати досить контroversійні методики розрахунку. У разі розрахунку параметрів моделі для країн з нерозвиненим фондовим ринком виникають додаткові складнощі, пов'язані з відсутністю достовірної бази даних, високою волатильністю локального фондового ринку або ж його неліквідністю, правовою та макроекономічною невизначеністю та рядом інших факторів. Цілком очевидно, що під впливом цих факторів середньостатистичне

²⁰³ Tereshchenko O., Voloshanyuk N. Capital implicit expenses in the shadow economic revenue. PNAP. 2017. № 6. P. 85–94.

підприємство, що функціонує на ЕМ, наприклад в Україні, зазнає більших ризиків, ніж аналогічне підприємство, що веде свою діяльність на розвинених ринках. Водночас, відповідно до CAPM, ці додаткові ризики підлягають диверсифікації, а отже, є несистематичними та не впливають на оцінку інвестицій та активів. З теоретичної точки зору за несистематичні ризики додаткової премії за ризик ринок не сплачує. Якщо так, то надбавку до премії за додаткові ризики враховувати недоцільно, оскільки відповідні ризики належним чином враховуються при визначенні коефіцієнта β та ринкової премії за ризик (MRP). Проте філігранна з теоретичної точки зору CAPM базується на далеких від реальності припущеннях. У цьому полягає її ключовий недолік та необхідність модифікації, зокрема, для цілей визначення ставки дисконтування на ЕМ.

У світовій практиці значного поширення набули модифікації CAPM: А. Дамодарана²⁰⁴, локальна CAPM (*Local CAPM, Pereiro*)²⁰⁵, модель Лессарда (*Lessard-Model*)²⁰⁶, модель Годфрея – Еспінози (*Godfrey-Espinosa-Model*)²⁰⁷, модель Голдман Сакс (*Goldman Sachs Model*), модель Саломона – Сміта – Барнея (*Salomon-Smith-Barney-Model*)²⁰⁸. Зазначені моделі спрямовані на вирішення прагматичного завдання – розрахувати очікувану інвесторами доходність на вкладений капітал, за умови, що відповідний актив перебуває на ЕМ. Для цього слід максимально повно охопити усі ризики, а також запобігти їх подвійному врахуванню. До того ж інформація, що використовується у процесі розрахунків, має бути достовірною та заслуговувати довіри з боку капіталодавців. Саме у браку такої інформації полягає ключовий критичний пункт більшості згаданих модифікацій. У контексті можливостей використання зазначених модифікацій CAPM, зокрема у період фінансової кризи, слід відзначити, що для визначення окремих параметрів більшості з відомих

²⁰⁴ Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3 edition, Wiley, 2012. 992 p.

²⁰⁵ Pereiro L.E. The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina. *Journal of Multinational Financial Management*. 2006. No. 16(2). P. 160–183.

²⁰⁶ Lessard D.R. Incorporating country risk in the valuation of offshore projects. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1996. No. 9(3). P. 52–63.

²⁰⁷ Godfrey S., & Espinosa R. A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1996. No. 9(3). P. 80–90.

²⁰⁸ Терещенко О.О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2015. № 6. С. 58–71.

моделей необхідними є дані, які генеруються локальним фондовим ринком. Так, для використання локальної чи гібридної CAPM слід розрахувати локальний β та локальну премію за ризик, що здійснюється на основі обробки інформації з фондового ринку. Всі інші моделі передбачають використання інформації з локального фондового ринку для розрахунку бета-фактора. Через відсутність заслуговуючої на довіру інформації з локальних фінансових ринків, для ЕМ доцільно використовувати модифікації CAPM, які передбачають мінімальне використання даних зазначених локальних ринків.

До суттєвих чинників, які ускладнюють розрахунок ставки витрат на власний капітал з використанням традиційної CAPM, можна віднести такі, як:

- інформаційна неефективність локальних ринків капіталів;
- високі інвестиційні ризики та низькі суверенні рейтинги відповідних країн;
- відсутність надійних ринкових інструментів, на основі яких можна об'єктивно розраховувати локальну ринкову премію за ризики та локальну безризикову ставку;
- активне використання прихованих схем плати за інвестиційний капітал;
- недостатній рівень захисту прав власності інвесторів;
- високий рівень очікуваної премії за ризик, що може перевищувати фактичну рентабельність власного капіталу;
- невідповідність доходів, що наводяться у фінансовій звітності підприємств, очікуваним доходам інвесторам.

Недоліком домінуючих у теорії і практиці підходів до розрахунку безризикової процентної ставки та ринкової премії за ризик є їх орієнтація на дані минулих періодів (ex-post аналіз). Відповідно до ex-ante аналізу, для отримання адекватної ставки дисконтування необхідно оперувати актуальними очікуваннями ринку щодо ринкової премії за ризик. Це означає, що для розрахунку ринкової премії за ризик слід оперувати не історичною інформацією за десятки попередніх років, а інформацією щодо ринкових ставок на момент оцінок.

3.2. Практика оцінювання фінансових ризиків та ціни капіталу

Порядок урахування ризиків у процентних ставках, за якими підприємства залучають ресурси, залежить від типу капіталу, що залучається, – боргового чи власного. Методологія урахування ризиків у процесі формування плати за борговий капітал на загал відпрацьована: процентні ставки безпосередньо залежать від кредитних ризиків позичальника. Останні знаходять свій вираз у кредитних рейтингах. Порядок їх присвоєння регламентується положеннями Базель II та Положенням НБУ № 351 «Про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями». Основним чинником, що визначає премію за ризик надання боргового капіталу, є ризик банкрутства. У наукових джерелах це питання висвітлено досить повно. Абсолютна сума витрат на борговий капітал підприємств наводиться у статті «Фінансові витрати» Звіту про фінансові результати. У статті зазначаються витрати, пов'язані з нарахуванням та сплатою відсотків, процентів тощо за користування кредитами банків, та витрати, пов'язані із залученням позикового капіталу (зокрема, витрати, пов'язані з випуском, утриманням та обігом власних цінних паперів, нарахуванням відсотків за договорами кредитування (крім банківських кредитів), фінансової оренди тощо). Для з'ясування усередненої ставки витрат на борговий капітал, яким користується підприємство, доцільно знайти частку від ділення суми, що наводиться у статті «Фінансові витрати», до ринкової вартості боргового капіталу.

Таблиця 3.1

Плата за позиковий капітал, відповідно до фінансової звітності вибіркової сукупності підприємств

Діапазон витрат на капітал, %	2015		2016		2017	
	Кількість підприємств, од.	Частка, %	Кількість підприємств, од.	Частка, %	Кількість підприємств, од.	Частка, %
1 – 5	6	5	10	9	18	16
6 – 10	12	10	25	22	22	19
11 – 15	23	20	23	20	27	23
16 – 20	25	22	13	11	18	16
21 – 25	10	9	14	12	12	10
Більше 25	40	34	31	27	19	16
Усього	116	100	116	100	116	100

Джерело: розраховано за даними фінансової звітності підприємств. URL: smida.gov.ua

У табл. 3.1 наведені результати систематизації розмірів ставок витрат на капітал підприємств вибіркової сукупності. У процесі аналізу 211 підприємств було з'ясовано, що у балансі 95 із них протягом 2015–2017 рр. не зафіксовано позиковий капітал, за який офіційно сплачуються відсотки. Йдеться про довгострокові та короткострокові позики, а також кошти, залучені у результаті емісії боргових цінних паперів. Таким чином, розмір плати за капітал було розраховано щодо 116 підприємств.

Аналіз наведених у табл. 3.1 даних дає змогу зробити ряд узагальнень. По-перше, розмір плати за борговий капітал протягом 2015–2016 рр. суттєво знизився. Якщо у 2015 р. частка підприємств, які сплачували за користування борговим капіталом більше 25% від його балансової вартості, становила 34%, то у 2017 р. – частка таких підприємств знизилася до 16%. Натомість суттєво зросла частка підприємств, фінансові витрати яких становлять до 5% балансової вартості позик (із 5 до 16%) та частка підприємств з фінансовими витратами 6–10% балансової вартості позик (із 10 до 19%). Частка підприємств, плата за борговий капітал яких коливається у межах 11–15%, перебуває на відносно стабільному рівні (20–23%).

По-друге, частка підприємств, фінансові витрати яких становлять від 1 до 5% балансової вартості платного боргового капіталу, в 2017 р. досягла 16%. Таке зростання не знаходить свого логічного економічного пояснення. Відповідно до даних НБУ, в 2017 р. вартість кредитів у національній валюті в середньому становила 12–17%, у іноземній валюті – в середньому 5–8%. Доходність корпоративних облігацій також значно перевищувала 5%. Можна припустити, що певна частка боргового капіталу була залучена підприємствами на неринкових умовах.

Неринкові умови залучення капіталу мають дві форми прояву. Перша пов'язана із невідповідністю ринкової та балансової вартості боргового капіталу. Друга – проявляється у розбіжності між ринковими процентними ставками та ставками, які зафіксовані в кредитних угодах. В обох випадках має місце тінізація плати за користування борговим капіталом.

У процесі розрахунку ринкової вартості боргового капіталу виникають певні методичні проблеми. Відповідно до найкращої зарубіжної практики, для визначення ринкової вартості боргового капіталу слід керуватися такими рекомендаціями:

- фіксується поточна ринкова вартість боргових зобов'язань, якщо вони мають обіг на організованому ринку капіталів;

- якщо наведені у договорах процентні ставки на окремі складові боргового капіталу відповідають ринковим, то як ринкову вартість відповідних його складових доцільно враховувати їх балансову вартість;

- у разі суттєвого відхилення між ринковими процентними ставками та зафіксованими в кредитних угодах необхідно розраховувати поточну ринкову вартість за кожною із таких складових боргового капіталу. Це здійснюється на основі дисконтування очікуваних платежів на користь кредиторів з використанням ринкової ставки дисконтування. Зазначена ставка має враховувати актуальні процентні ставки на відповідному ринку, ймовірність дефолту (рейтинг) позичальника, строки погашення.

У разі відсутності інформації щодо процентних ставок, за якими підприємство може залучати позики, для визначення ставки відсотка на позиковий капітал рекомендується провести опитування банків для з'ясування рівня процентних ставок, які діють для позичальників з такими ж параметрами структури капіталу та діяльності, як і оцінюване підприємство.

Вихідна позиція для розробки алгоритму розрахунку ставки витрат на власний капітал полягає у вирішенні двоєдиного завдання:

- 1) необхідність урахування всіх можливих ризиків, пов'язаних із вкладенням інвестиційних коштів;
- 2) уникнення подвійного врахування одних і тих же ризиків у складі різних складових премії за ризик.

Один із способів вирішення цього завдання полягає у використанні модифікацій CAPM, які передбачають комбіноване використання параметрів, розрахованих на базі глобальних даних, а також специфічних надбавок за ризик інвестування на ЕМ (country risk premium, CRP) та специфічних ризиків

(specific risks premium, SRP), характерних для конкретного активу. Відтак, підхід передбачає, що модифікована премія за ризик включає глобальну ринкову премію за ризик (MRPg), премію за ризик країни та премію за специфічні ризики активу. Окрім широко відомих рекомендацій щодо необхідності інтегрування CRP у модель CAPM, обґрунтованих А. Дамодараном, аргументи на підтримку використання CRP та SRP для цілей розрахунку витрат на капітал наводять також Д. Ернст та В. Гляйснер²⁰⁹, В. Балвізер²¹⁰, Й. Хінтчнер²¹¹. Правомірність використання зазначених параметрів можна легко пояснити, якщо інтерпретувати хоча б частину недиверсифікованих ризиків (характерних для підприємства) як такі, що є релевантними для оцінки. Для того щоб віднести зазначені ризики до нерелевантних, мають виконуватися досить рестриктивні припущення, які в реальності не мають місця. Тому несистематичні ризики, пов'язані з інвестиціями в інструменти власного капіталу на ЕМ, можна інтерпретувати як такі, що суттєво впливають на оцінку²¹².

Обґрунтуємо логіку побудови алгоритму розрахунку ставки витрат на власний капітал підприємств для країн, що відносяться до ЕМ. Позначимо відповідну модифікацію CAPM як гібридну кризову модель. Гібридність у цьому випадку означає поєднання в одній моделі різних типів ризиків: глобальних, локальних та специфічних ризиків, характерних для конкретного активу. З огляду на неможливість об'єктивного розрахунку безризикової ставки доходності та відсутність заслуговуючої на довіру інформації з локального фондового ринку, для України адекватними моделями розрахунку будуть ті, які передбачають урахування глобальної безризикової ставки, глобальної премії за ризик та мінімальне використання даних вітчизняного фондового ринку як інформаційної бази. У пропонованій моделі задіяні такі параметри, як: глобальна безризикова ставка доходності rf_g , глобальна ринкова премія за ризик

²⁰⁹ Ernst D., Gleißner W. Damodarans Länderrisikoprämie - Eine Ergänzung zur Kritik von Kruschwitz/Löffler /Mandl aus realwissenschaftlicher Perspektive. *Die Wirtschaftsprüfung*. 2012. 23. Jg. S. 1252–1264.

²¹⁰ Ballwieser W. Zur „Kunst“ der Verwendung von Bewertungszuschlägen und –abschlägen. *Corporate Finance*. 2018. Nr. 03-04. S. 61–72.

²¹¹ Hitchner J. Financial Valuation Workbook: Step-by-Step Exercises and Tests to Help You Master Financial Valuation. Fourth Edition (480). John Wiley & Sons, Inc., 2017.

²¹² Ernst D., Gleißner W. Damodarans Länderrisikoprämie - Eine Ergänzung zur Kritik von Kruschwitz/Löffler/Mandl aus realwissenschaftlicher Perspektive. *Die Wirtschaftsprüfung*. 2012. 23. Jg. S. 1252–1264.

MRP_g , премія за ризик країни CRP , бета-фактор, розрахований на базі аналогового підходу β_{ga} , кумулятивна надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив (SRP):

$$Re = rf_g + \beta_{ga} \cdot (MRP_g + CRP) + SRP \quad (3.2)$$

Базовим компонентом розрахунку очікуваної інвестором норми доходності є безризикова ставка. З огляду на періодичні фінансові та боргові кризи, яких зазнав цілий ряд країн, у глобальному вимірі зростає аверсія ризику (*aversion of risk*), яка полягає у зменшенні схильності інвесторів до ризикових вкладень. Негативні наслідки цього проявляються також у країнах з високими кредитно-інвестиційними рейтингами: через високу надійність державних облігацій цих країн попит на них суттєво зростає, що зумовлює суттєве зростання їх ринкового курсу та падіння відсотків.

В Україні існує інша проблема. Низькі суверенні рейтинги, висока облікова ставка, практична відсутність фондового ринку не дають можливості об'єктивно оцінити безризикову процентну ставку, яка є базою для подальших розрахунків витрат на власний капітал. За такої ситуації для цілей визначення ставки витрат на власний капітал доцільно використати так звану глобальну безризикову ставку, що діє на розвиненому ринку. Зазначена ставка визначається за спеціальною методикою і перебуває в межах 2,5–3,5% у дол. США. У разі використання глобальної безризикової ставки для локального ринку забезпечується виконання такого критерію безризиковості вкладень, як відсутність кореляційної залежності з доходністю інших фінансових інструментів, що відносяться до відповідного локального ринку.

Ризики, пов'язані із вкладенням капіталу в конкретний локальний ринок, доцільно при цьому відображати у загальній ринковій премії за ризик, що відповідає сумі MRP_g та CRP . Як глобальна премія за ризик приймається ринкова премія для країн з розвиненим фондовим ринком, що має тривалу історію функціонування. Ідеться про MRP для США, Німеччини чи інших країн з найвищими кредитними рейтингами. За версією А. Дамодарана, на середину 2018 р. зазначена премія становила близько 5,4%, відповідно CRP для України

становить близько 10,4%²¹³. Премія за ризик країни показує, на скільки відсотків слід збільшити премію за ризик, щоб компенсувати додаткові (порівняно з ризиками в розвинених країнах), специфічні для конкретної країни ризики інвестування. Іншими словами, CRP вказує, наскільки вищою має бути премія за ризик вкладень в інструменти власного капіталу, наприклад, в Україні, порівняно із ризиками інвестування в Німеччині чи США.

З приводу інтегрування премії за ризик країни у модель CAPM можна зустріти досить контroversійні точки зору. Ключове дискусійне питання при цьому полягає у тому, чи можуть специфічні ризики, пов'язані з інвестуванням на ринках, що розвиваються (ЕМ), бути диверсифіковані. Якщо відповідні ризики підлягають диверсифікації, то додаткову премію за ризик застосовувати недоцільно. Як відзначає А. Дамодаран, останнім часом рівень доходності вкладень, характерний для різних країн, має певну позитивну кореляцію. Відтак, суверенний ризик став частково недиверсифікованим, а отже, є систематичним²¹⁴. Водночас підхід А. Дамодарана до визначення CRP та порядку її інтегрування у модель розрахунку ставки витрат на власний капітал піддається гострій критиці багатьма економістами. Так, німецькі вчені Л. Крушвіц, А. Лёфлер та Г. Мандл зазначають про те, що А. Дамодаран пропонує ряд «фантастичних ідей щодо визначення премії за ризик країни, однак всі вони є спірними за їх детального розгляду». При цьому наводиться така аргументація²¹⁵:

- у рамках моделі CAPM довести ідею CRP неможливо, оскільки природа CAPM не передбачає, що в ній можна виокремити один із факторів ризику та інтерпретувати його як ризик країни;
- концепція CRP є емпірично недостатньо обґрунтованою у розумінні використання економетричних методів;

²¹³ Damodaran, A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications. The 2018 Edition. 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3140837> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3140837>

²¹⁴ Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – A Post-Crisis Update. *Financial Markets, Institutions & Instruments*. 2009. No.18(5). P. 289–370.

²¹⁵ Kruschwitz L., Löffler A., Mandl G. Damodarans Country Risk Premium – und was davon zu halten ist. *Die Wirtschaftsprüfung*. 2011. 64. Jg. - S. 167–176.

– розрахована з використанням CRP ставка витрат на власний капітал є некоректною.

Попри це, на думку більшості практиків використання для цілей обчислення ставки дисконтування CRP є повністю виправданим. Щоправда, у цьому разі йдеться не про класичний CAPM, а про згадані вище модифіковані алгоритми визначення ставки витрат на власний капітал. На наш погляд, справедливою є теза Д. Ернста та В. Гляйснера, які зазначають про неприпустимість подальшого використання традиційної класичної CAPM як оціночної моделі для обчислення ставки витрат на власний капітал, оскільки це призводить до фальшивих оцінок. З прагматичної точки зору це є недоцільним, оскільки кожне припущення, на якому базується модель, на практиці легко може бути сфальсифіковане. Реальна економіка вимагає оціночних моделей, які базуються на реалістичних припущеннях. То ж теоретикам слід витратити менше енергії на генерування філігранних з їхньої точки зору викладок²¹⁶. Необхідність урахування у процесі оцінки ризиків, характерних для ЕМ, доводять також Т. Коупленд, Т. Коллер та Д. Муррін. Водночас вони відстоюють позицію, що урахування зазначених ризиків має здійснюватися у процесі прогнозування грошових потоків, а не шляхом інтегрування CRP у ставку дисконтування. При цьому обґрунтовується теза, що витрати на капітал на ЕМ мають приблизно дорівнювати глобальній ставці витрат, яка скоригована на локальний рівень інфляції та структуру капіталу конкретного підприємства²¹⁷. На наш погляд, такий висновок є доволі суперечливим, оскільки нестабільність попиту, часті зміни господарського законодавства та макроекономічну невизначеність технічно легше урахувати у ставці дисконтування, аніж у прогнозах грошових потоків. Окрім цього, ставка витрат на капітал використовується не лише для цілей дисконтування грошових потоків, а й, наприклад, у рамках запровадження вартісно орієнтованого управління. З огляду на це доцільно розраховувати єдину ставку витрат на

²¹⁶ Ernst D., Gleißner W. Damodarans Länderrisikoprämie Eine Ergänzung zur Kritik von Kruschwitz/Löffler/Mandl aus realwissenschaftlicher Perspektive. *Die Wirtschaftsprüfung*. 2012. 23. Jg. S. 1252–1264.

²¹⁷ Коупленд Т., Коллер, Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд. / пер. с. англ. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 576 с.

капітал для підприємства, яка відображала б усі релевантні ризики, у тому числі локальні ризики, пов'язані зі специфікою конкретної країни та підприємства.

Для повного урахування усіх ризиків, пов'язаних з інвестуванням коштів, необхідно також урахувати ризики, притаманні конкретному підприємству. Переважна більшість цих ризиків знаходить свій кількісний вираз у параметрі β . Для розрахунку бета-фактора для підприємств, що функціонують на ЕМ, слід використовувати адаптаційні алгоритми (наприклад, Міллера – Модільяні), базовими величинами в яких мають бути показники глобального секторального бета-коефіцієнта або ж бета-коефіцієнта, розрахованого *на базі порівнюваних підприємств*, акції яких обертаються на розвиненому фондовому ринку. У табл. 3.2 наведено фактори, які мають бути враховані при виборі підприємств-аналогів для розрахунку бета-коефіцієнта.

Таблиця 3.2

**Фактори та передумови підбору
підприємств-аналогів для розрахунку β**

Фактори	Деталізація
Загальноєкономічні	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Однакова галузь ▪ Зіставні обсяги підприємства ▪ Подібна структура капіталу ▪ Подібна структура власності тощо
Показники	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фінансові показники: чистий прибуток, ЕВТ, ЕВІТ, ЕВІТДА, реалізація ▪ Якісні показники: кількість клієнтів тощо
Передумови	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Вибрані підприємства мають характеризуватися приблизно тими ж оперативними ризиками у минулому, що очікують оцінюване підприємство у майбутньому. ▪ Адаптація аналогового β до структури капіталу оцінюваного підприємства.

Джерело: розробка автора.

До числа чинників, які ускладнюють роботу щодо підбору аналогів, слід віднести значну кількість підприємств на ринку загалом, складнощі віднесення до тієї чи іншої галузі (через широку диверсифікацію діяльності), складнощі визначення величини підприємств та структури власності.

З'ясуємо, яким чином співвідносяться ризики, характерні для конкретного активу, та премія за ризик країни. Йдеться про чутливість діяльності підприємства до ризиків країни. Зрозуміло, що величину впливу можна визначити лише експертним шляхом. Він залежить, з одного боку від

типів ризиків, які визначають загальний ризик країни, а з іншого – від конкретного підприємства, зокрема, від його залежності від кредитних ресурсів, від імпорتنих та експортних операцій, галузевої належності, обсягів діяльності та цілого ряду інших факторів. На наш погляд, що меншими є глобальні операційні ризики, характерні для конкретного виду діяльності, а також фінансові ризики конкретного підприємства, тим менше воно зазнаватиме впливу специфічних ризиків країни і навпаки. Таким чином, виправданим є підхід, який передбачає взаємозв'язок бета-фактора та CRP. Причому, за використання адаптованого глобального бета-коефіцієнта, відсутнє подвійне урахування ризиків, характерних для конкретної країни.

Досліджені вище параметри моделі не враховують ряд специфічних, характерних для конкретного підприємства ризиків, пов'язаних із низькою публічністю підприємства та мобільністю корпоративних прав (*marketability*), якістю корпоративного управління (*corporate governance*), розміром підприємства, невизначеністю у плануванні фінансових показників. Для врахування таких ризиків у ставці витрат на власний капітал є виправданим застосування специфічної надбавки за індивідуальні ризики. Величина такої надбавки має визначатися експертним шляхом.

Для українських підприємств ризики, пов'язані з рівнем публічності підприємства та якістю корпоративного управління, є значимими. З огляду на нечіткість ключових положень корпоративного законодавства, у тому числі щодо механізму використання переважних прав (*pre-emptive right*), корумпованість судової системи, низьку якість корпоративного управління, міноритарні власники підприємств в Україні зазнають набагато вищих ризиків, ніж мажоритарні. Саме тому при визначенні ставки витрат на власний капітал має застосовуватися диференційований підхід: для міноритарних інвесторів надбавка за ризики, пов'язані з корпоративним управлінням, будуть вищими, а для власників контрольного пакета відповідна надбавка буде мінімальною. У табл. 3.3 наведено пропоновану шкалу залежності надбавок за ризик від рівня публічності та якості корпоративного управління. При цьому припускається, що рівень якості корпоративного управління публічних підприємств може бути лише високим, а мобільність активу залежить від публічності підприємства.

Надбавка за ризики, пов'язані із публічністю підприємства та якістю корпоративного управління

Характеристики	Величина надбавки за ризик, % (дол. США)	
	Для міноритарних інвесторів	Для власників контрольного пакету
Компанія є публічною (цінні папери мають обіг на міжнародних ринках капіталу), якість корпоративного управління є високою	0	0
Компанія є публічною (цінні папери мають обіг на локальному ринку капіталів), якість корпоративного управління висока	1	0
Компанія є непублічною, якість корпоративного управління достатня	2	1
Компанія є непублічною, якість корпоративного управління задовільна	3	1
Компанія є непублічною, якість корпоративного управління незадовільна	4	1

Джерело: розробка автора.

У багатьох дослідженнях доведено доцільність урахування у процесі розрахунку ставки витрат на власний капітал надбавки за ризики, пов'язаної з розміром підприємства (small cap premium). Найвідоміше із досліджень належить Е. Fama та К. French²¹⁸. Відповідно до досліджень PWC, діапазон small cap premium має становити 0–4%²¹⁹. Оцінки премії за розмір для російського ринку перебувають у діапазоні 3–4%²²⁰. Результати опитувань фінансових аналітиків та консалтингових компаній в Україні показують, що у процесі інвестиційних розрахунків близько 70% застосовують премію за малий розмір підприємства як окремий параметр алгоритму розрахунку ставки витрат на власний капітал. Для з'ясування очікуваних премій за ризики вкладень у великий, середній та малий бізнес, а також оцінки джерел генерування додаткової премії було проведено анкетування керівників фінансових служб 40 українських підприємств, половина з яких відноситься до групи великих, а половина – до групи середніх та малих підприємств. На умовах анонімності

²¹⁸ Fama, Eugene F., French, Kenneth R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*. 1992. Vol. XLVII, No. 2. P. 427–465.

²¹⁹ Cheridito Y., Schneller Th. Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung. *Schweizer Treuhändler*. 2008. No. 6–7. P. 416–422.

²²⁰ Fomkina S. Size effect: evidence from Russian capital market. *St. Petersburg University Journal of Economic Studies*. 2016. No. 4. P. 92–103.

представники бізнесу відповіли на запитання щодо очікуваних інвесторами доходів підприємств (норми доходності інвестиційного капіталу), основних джерел отримання додаткової премії за ризик, ставки за дивідендними виплатами та можливих схем виплати доходів власникам. Результати опитування різних груп підприємств, наведені в табл. 3.4, показали, що очікувана ставка витрат на власний капітал для підприємств малого та середнього бізнесу є в середньому на 2–5% вищою, ніж для великих підприємств.

Таблиця 3.4

Джерела додаткової премії за ризик інвестування у власний капітал підприємства, приклад України

Характеристики	Крупні підприємства		Середні та малі підприємства	
	Кількість	%	Кількість	%
Усього проанкетованих підприємств	20	100	20	100
Підприємства, які виплачували офіційні дивіденди протягом останніх п'яти років	3	15	1	5
Підприємства, які сплачували доходи власникам протягом останніх п'яти років	20	100	20	100
Середня очікувана доходність інвесторів (очікувана ставка витрат на власний капітал у дол. США:				
– менше 10%;	2	10	1	5
– від 10 до 20%;	13	65	11	55
– понад 20%	5	25	8	40
Джерела отримання додаткової премії за ризик (ERP)				
– встановлення високих цін на продукцію (послуги);	5	25	1	5
– економія на витратах на персонал (низькі заробітні плати та неофіційні заробітні плати);	18	90	17	85
– контрафакт та використання низькоякісних матеріалів, продуктів, послуг;	6	30	15	75
– економія у результаті використання різних схем ухилення від сплати податків;	15	75	19	95
– інші джерела	8	40	5	25
Тіньові схеми виплати доходів власникам (інвесторам):				
– переміщення прибутку до податкових гаваней (офшорних зон)	9	45	3	15
– фіктивні витрати через фіктивне підприємництво (missing trader)	8	40	15	75
– маніпуляції із податковими пільгами	6	30	7	35
– сплата завищених роялті, процентів, комісійних, агентських платежів тощо	4	20	2	10

Джерело: складено автором за результатами анонімного анкетування підприємств в Україні.

Враховуючи підвищені ризики, очікування щодо додаткових прибутків у представників малого та середнього бізнесу є вищими, ніж у власників крупних підприємств. Згідно з результатами опитувань (табл. 3.4), очікувана ставка витрат на власний капітал сорока процентів представників малого та середнього бізнесу перевищує 20% (у дол. США). Можна припустити, що *премія за розмір підприємства в Україні перебуває в діапазоні 2–5% (у доларах США).*

Окрім наведених складових кумулятивної надбавки за специфічні ризики, у різних дослідженнях наводяться також надбавки за ризик банкрутства, за ризик залежності підприємства від ключових стейкхолдерів, за секторальний ризик, за фінансові ризики, за ризик помилкових прогнозів тощо. На наш погляд, окремі із зазначених ризиків знаходять свій вираз у бета-факторі (секторальний та фінансовий ризики). Інші ж ризики, оскільки вони суттєво впливають на планові показники грошового потоку, доцільно об'єднати у надбавку за невизначеність у плануванні (risk premium for planning uncertainties). У цій надбавці слід враховувати ризики помилкових планових розрахунків, які зумовлені суб'єктивними чинниками, що генеруються самим підприємством. Ідеться як про високий рівень залежності від окремих стейкхолдерів, так і про прагнення внутрішніх агентів забезпечити «бюджетний запас» (budgetary slack). За нашими оцінками, діапазон цієї надбавки для України становить 1–3%. Підкреслимо, що невизначеність, зумовлена глобальними, локальними, макроекономічними чинниками, характеризується іншими параметрами моделі.

У таблиці 3.5 наведено динаміку ринкової премії за ризик інвестування коштів в Україні починаючи з 2001 р. Інформація, наведена в таблиці, засвідчує, що загалом за останні 18 років ситуація з ризиками інвестування у вітчизняну економіку не змінилася і залишається на стабільному спекулятивному рівні. Певне зниження рейтингів та підвищення премії за ризик країни у 2014–2018 рр. є наслідком перш за все воєнних дій на сході України. Можна припустити, що ситуація з макроекономічними ризиками, ризиками корупції, іншими ризиками бізнесової діяльності перебуває на стабільно

незадовільному рівні. Незначне покращення рейтингів та зменшення премії за ризик країни, яке мало місце протягом 2004–2008 рр., пояснюється не реальними змінами в інвестиційному середовищі у країні, а позитивними очікуваннями інвесторів на такі зміни, що так і не відбулися. Наслідком цього стало погіршення рейтингів та зростання премії за ризики у наступні роки.

Таблиця 3.5

Ринкова премія за ризик в Україні, в дол. США 2001–2018рр., %

Роки	Moody's rating	Ринкова премія за ризик	Ринкова премія за ризик на розвинених ринках	Премія за ризик країни (CRP)
2001	Caa1	13,01	5,51	7,50
2002	Caa1	13,01	5,51	7,50
2003	B2	15,76	4,51	11,25
2004	B1	11,57	4,82	6,75
2005	B1	11,59	4,84	6,75
2006	B1	10,80	4,80	6,00
2007	B1	10,16	4,91	5,25
2008	B1	10,04	4,79	5,25
2009	B1	14,75	5,00	9,75
2010	B2	12,75	4,50	8,25
2011	B2	12,50	5,00	7,5
2012	B2	13,50	6,00	7,5
2013	B3	14,80	5,80	9,0
2014	Caa1	16,25	5,00	11,25
2015	Caa3	20,75	5,75	15,00
2016	Caa3	20,90	6,00	14,90
2017	Caa3	19,90	5,69	14,21
2018	Caa2	15,46	5,08	10,38

Джерело: систематизовано автором з урахуванням інформації damodaran.online

Отже, середня ставка витрат на власний капітал, інвестований в українське підприємство, перебуває в межах 15–20% (дол. США). Це значення відповідає очікуванням щодо норми доходності на інвестований капітал, які отримані у результаті анкетування представників бізнесу в Україні. Відповідно до досліджень KPMG, середня ставка витрат на власний капітал підприємств (Німеччина, Австрія, Швейцарія) становить 8,3%²²¹. Таким чином, ставка витрат на власний капітал середнього українського підприємства у 2–2,5 рази

²²¹ Castedello M., Schöniger S. Cost of Capital Study 2018: New Business Models – Risks and Rewards. KPMG. 2018. URL: www.kpmg.de/cost-of-capital

перевищує відповідний показник підприємств, які функціонують на розвинених ринках. З'ясуємо, які ж джерела та схеми виплати додаткової премії за ризик поширені в таких країнах, як Україна.

3.3. Джерела генерування премії за ризики інвестування в українські підприємства

Значна кількість підприємств узагалі показують збитки або ж мінімальні доходи. Однак очікувана премія за ризик вкладень на ринках, що розвиваються, значно перевищує відповідну премію на розвинених ринках. Відповідь на питання щодо можливих джерел генерування додаткової премії за ризики залежить від масштабів та виду діяльності підприємств, а також від ступеня тінізації бізнесу.

Аналіз офіційної звітності вибіркової сукупності вітчизняних підприємств показує, що EBITDA, показники рентабельності власного капіталу та інші показники результативності таких підприємств не перевищують показники, що наводяться у звітності підприємств, які функціонують на розвинених ринках. Проаналізуємо показники результативності, що свідчать про здатність підприємств сплачувати очікувану капіталодавцями премію за ризик. Такими показниками, на наш погляд, є рентабельність інвестованого власного капіталу та рентабельність активів. Для уникнення проблеми можливого від'ємного значення власного капіталу через наявність значних непокритих збитків рентабельність власного капіталу розрахуємо у *відношенні зареєстрованого капіталу та додаткового вкладеного капіталу*. Саме ці складові капіталу інвестуються у підприємство його власниками. У табл. 3.6 залежно від значень показників рентабельності інвестованого власниками капіталу аналізовані підприємства згруповано у п'ять категорій. Як бачимо, найбільша частка підприємств сконцентрована у групі з від'ємним діапазоном рентабельності. Причому частка відповідних підприємств протягом 2015–2017 рр. зменшилася із 47 до 32%. Натомість, частка підприємств, рентабельність інвестованого капіталу яких перевищує 30%, за відповідний період збільшилася із 36 до 47%.

Інформація, наведена у табл. 3.6, підводить до контрверсійних висновків. Левова частка досліджених підприємств (близько 80%) засвідчують від’ємну або ж дуже високу рентабельність. Прийнятну рентабельність, яка відповідає ринковим очікуванням (11–30%), генерує лише 6–13% підприємств. Від 57 до 41% підприємств демонструють норму прибутковості ($ROE < 10\%$), що не відповідає очікуваній інвесторами премії за ризик. Можна припустити, що переважна кількість цих підприємств вдається до тіньових схем виплати доходів власникам.

Таблиця 3.6

Показники рентабельності власного капіталу (ROE) вибіркової сукупності підприємств, 2015–2017 рр.

Діапазон ROE, %	2015		2016		2017	
	Кількість підприємств, од.	Частка, %	Кількість підприємств, од.	Частка, %	Кількість підприємств, од.	Частка, %
Менше за 0	99	47	93	44	67	32
1–10	22	10	24	11	19	9
11–20	7	3	11	5	14	7
21–30	6	3	8	4	12	6
Більше за 30	77	36	75	36	99	47
Усього	211	100	211	100	211	100

Джерело: розроблено автором.

Щодо іншої великої групи підприємств з рентабельністю понад 30% можна припустити, що високі показники рентабельності є наслідком досить малого обсягу офіційно вкладеного капіталу. Власники таких підприємств вдаються до субординованих кредитів, комерційних кредитів або ж до інших форм фінансування, що заміщує власний капітал. Таким чином в обох випадках (як у разі від’ємної рентабельності, так і неприродно високої рентабельності) можуть мати місце приховані схеми виплати високої премії за ризик.

Більш адекватним показником, який характеризує результативність діяльності підприємств є рентабельність капіталу (активів), яка розрахована на базі EBITDA. Останній параметр характеризує доходи підприємства до оподаткування, нарахування амортизації та фінансових витрат. Він показує

ресурс підприємства, за рахунок якого можуть покриватися витрати на капітал. У табл. 3.7 досліджувані підприємства згруповані залежно від значення показника рентабельності активів по EBITDA. Як бачимо, на відміну від показника ROE, більшість підприємств не засвідчують крайні значення рентабельності активів по EBITDA. Крайні значення показників рентабельності (від'ємні або ж надвисокі) засвідчили лише близько 30–40% підприємств (на відміну від 80% у разі ROE). Така картина підтверджує припущення про маніпулювання як показниками чистого прибутку, так і показниками інвестованого капіталу. Частка підприємств, які засвідчили реалістичні показники рентабельності, становить 24–32% (на відміну від 6–13% у разі ROE). Це є підтвердженням того, що підприємства менш схильні до маніпуляцій показниками EBITDA та загальної суми капіталу, на відміну від показників чистого прибутку та інвестованого власного капіталу.

Характерні риси тіньової економіки в Україні описуються таким чином: вона є великою за розміром, переважний внесок у неї роблять великі і надвеликі підприємства, основні канали уникнення податків пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю та роботою індустрії «конвертаційних центрів»²²².

Як впливає з інформації, наведеної в табл. 3.4, близько 90% власників крупних та 95% власників малих і середніх підприємств очікують премію за ризик, яка значно перевищує доходи, що мають місце на розвинених ринках. Водночас, як засвідчують дані таблиць 3.6 та 3.7, показники рентабельності підприємств, які випливають із офіційної звітності щодо переважної кількості підприємств, *є значно нижчими, ніж очікувана премія за ризик*.

Усі підприємства, включені до вибірки, виплачують доходи власникам, тобто несуть витрати на капітал. Однак офіційні дивіденди виплачують лише 15% крупних та 5% малих і середніх підприємств. Жодних стимулів оприлюднювати прибутки, крім доступу до кредитування, фірми не мають. Але

²²² Дубровський В., Черкашин В. Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні / Інститут соціально-економічної трансформації. Київ, 2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2017/09/26/629469/>

кредити може брати материнська офшорна компанія, на яку виводяться прибутки²²³.

Таблиця 3.7

Показники рентабельності активів по EBITDA вибіркової сукупності підприємств, 2015–2017 рр.

Діапазон показника рентабельності, %	2015		2016		2017	
	Кількість підприємств, од.	Частка, у %	Кількість підприємств, од.	Частка, %	Кількість підприємств, од.	Частка, %
Менше за 0	57	27	51	24	39	18
1–10	72	34	73	35	78	37
11–20	31	15	39	18	41	19
21– 0	18	9	27	13	27	13
Більше за 30	33	15	21	10	26	12
Усього	211	100	211	100	211	100

Джерело: розроблено автором.

Основними джерелами отримання надприбутків для власників (інвесторів) є такі:

- встановлення високих цін на продукцію (послуги);
- економія на витратах на персонал (низькі заробітні плати та неофіційні заробітні плати);
- виробництво контрафактної продукції та використання низькоякісних матеріалів, продуктів, послуг;
- економія у результаті використання різних схем ухилення від сплати податків;
- інші джерела, зокрема, низька плата за використання ресурсів, низькі витрати на оренду і таке інше.

Відповідно до логіки функціонування ринків, що розвиваються, вони є недостатньо насиченими споживчими товарами та послугами. Ця обставина створює умови для високих темпів зростання виробництва та реалізації. Причому зростання виручки на таких ринках можливе як за рахунок зростання обсягів реалізації, так і за рахунок високих цін. З огляду на існуючі дефіцити на таких ринках, окремі виробники товарів та послуг отримують надприбутки

²²³ Дубровський В., Черкашин В. Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні / Інститут соціально-економічної трансформації. Київ, 2017.

через завищення цін, у тому числі користуючись своїм монопольним становищем. Як впливає з результатів емпіричного дослідження, серед опитуваної групи підприємств високі ціни є джерелом надприбутків для 25% крупних підприємств та 5% малих і середніх.

Найбільш істотними джерелами забезпечення додаткової премії за ризик інвестування коштів у підприємства є низькі витрати на персонал та економія у результаті використання схем ухилення від оподаткування. Економія на витратах на персонал є основним джерелом генерування додаткової вартості для власників 90% крупних і 85% середніх та малих українських підприємств, які взяли участь в опитуванні. Економія в результаті ухилення від оподаткування є джерелом компенсації додаткових ризиків для 75% крупних та для 95% малих і середніх підприємств. Через неефективність застосування інституту контролю за трансфертним ціноутворенням поширений тіньовий спосіб виведення доходів власників полягає у використанні офшорних юрисдикцій. До відповідних схем вдаються 45% крупних та 15% середніх та малих підприємств. Крупні підприємства, які займаються експортом сировинних ресурсів, залучають, як правило, до схем розрахунків підприємства, які зареєстровані в офшорних юрисдикціях. Переважна частина прибутку таких (базових) підприємств осідає саме в офшорах, які контролюються власниками базових підприємств. Таким чином, останні отримують свою премію за ризики, ухиляючись від оподаткування. Базове підприємство при цьому недоотримує доходи або ж завищує витрати, що, в результаті, призводить до його збитковості.

РОЗДІЛ 4. СИСТЕМНІ ДИСПРОПОРЦІЇ У ФІНАНСАХ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Несприятлива економічна ситуація, фінансова криза та недосконале інституційне середовище спричинили значні диспропорції у структурі капіталу вітчизняних підприємств. Системні диспропорції – це порушення нормального співвідношення між елементами у структурі капіталу, що зумовлюють зниження ефективності функціонування підприємств у корпоративному секторі загалом. Під структурою капіталу ми розуміємо співвідношення різних статей боргового та власного капіталу. Прикладом таких диспропорцій є значне переважання у структурі капіталу зобов'язань, зокрема короткострокових позикових ресурсів, частина яких зазвичай є коштами пов'язаних підприємств, наданих на умовах квазіпозики чи короткострокових банківських кредитів у формі овердрафту. З метою комплексної оцінки структури капіталу та її диспропорцій застосовується коефіцієнтний аналіз, зокрема з використанням таких показників, як: співвідношення боргового та власного капіталу, частки довгострокових та короткострокових зобов'язань тощо.

4.1. Структура капіталу підприємств: ключові чинники

Структура капіталу підприємств відіграє важливу роль у їх діяльності. Від обсягу та часток джерел фінансування залежить рентабельність діяльності підприємства, поточна та майбутня вартість власного капіталу та всього підприємства. Тому важливим є дослідження чинників, які визначають структуру капіталу.

У сучасній науковій літературі існує декілька провідних теорій структури капіталу, зокрема теорія іррелевантності Міллера – Модільяні, ієрархічна теорія та компромісна теорія вибору. У цьому дослідженні ми ставимо за мету виокремити окремі чинники, які є визначальними при формуванні структури капіталу підприємств, на основі емпіричного аналізу. Наприклад, деякі

дослідження²²⁴ свідчать, що розмір підприємства впливає на прийняття рішення щодо залучення боргового капіталу. Так, наприклад, кредитний рейтинг відіграє значно більшу роль для великих підприємств. Малі підприємства значно рідше емітують облігації, а отже, кредитний рейтинг для них є менш важливим. Натомість для таких підприємств потенційні витрати банкрутства є більш дієвим фактором порівняно з великими підприємствами, адже малий бізнес банкрутує значно частіше за великий. Також волатильність грошових надходжень є характернішою для малих підприємств. Великі ж підприємства частіше схильні орієнтуватись на показники левериджу конкурентів на ринку порівняно з малими підприємствами.

Таблиця 4.1

Результати емпіричних досліджень детермінант рівня заборгованості

Змінна	Розмір	Зростання	Прибутковість	Частка основних засобів	Ліквідність	Леверидж галузі	Податковий щит	Зростання ВВП	Інфляція
Теорія ієрархічного вибору	?	+	-	+	?	?	n.a	+	n.a
Компромісна теорія	+	-	?	+	?	+	+	n.a	+
Faulklender/Petersen (2006) ²²⁵	-	-	-	+	-	+	+	n.a	n.a
Antoniou et. Al (2008) ²²⁶	+	-	-	+	?	n.a	+	n.a	n.a
Frank/Goyal (2009) ²²⁷	+	-	-	+	-	+	?	+	+
Köksal et. Al (2015) ²²⁸	+	?	-	+	-	+	+	-	+
Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W (2014) ²²⁹	+	+	-	-	-	+	+	+	+

+/- – знак коефіцієнта в регресії, де леверидж виступає залежною змінною, ? – коефіцієнт змінює знаки, n.a – коефіцієнт не застосовувався у дослідженні

Джерело: складено автором.

²²⁴ Bancel, Franck and Mittoo, Usha R., The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms / AFA. 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings. URL: <https://ssrn.com/abstract=299172> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299172>

²²⁵ Michael Faulklender, Mitchell A. Petersen; Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *The Review of Financial Studies*. March 2006. Vol. 19, Is. 1, 1., P. 45–79.

²²⁶ Antoniou, A, Guney, Y & Paudyal, K, 'The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2008. Vol. 43, No. 1. P. 59-92.

²²⁷ Frank, M. Z. and V. K. Goyal. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 67. P. 217–248.

²²⁸ Köksal Bülent and Orman, Cuneyt. Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Small Business Economics*. February 2015. Vol. 44 (2),.

²²⁹ Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W. Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies. *Munich Discussion Paper*. 2014. No. 2014-38.

Основні результати емпіричних досліджень щодо факторів структури капіталу узагальнено в табл. 4.1. На основі узагальнення результатів емпіричних досліджень було виділено та класифіковано основні фактори впливу на структуру капіталу підприємств.

Мікрорівень:

- фінансові (рентабельність, ліквідність);
- операційні (розмір фірми, перспективи зростання, експортні можливості);
- управлінські (якість корпоративного управління, преференції менеджменту, організаційна форма).

Мезорівень:

- галузь промисловості, до якої відноситься підприємство;
- боргове навантаження підприємств – конкурентів на ринку.

Макрорівень:

- законодавчі (рівень захисту прав суб'єктів фінансових ринків, регулювання фінансових ринків);
- економічні (обсяг ВВП, інфляція, курсові коливання);
- інституційні (фінансова система, орієнтована на банки чи фондові ринки).

Подальше виявлення системних диспропорцій у фінансах підприємств корпоративного сектора України ґрунтувалось на ретроспективному аналізі даних мікрорівня по вибірці, яка включала 231 підприємство 11 секторів економіки за період 2006–2018 рр. у розрізі ключових показників боргового навантаження. Для кроссекційного аналізу розраховувались медіанні значення обраних показників за основними секторами економіки. Це дало змогу точніше ідентифікувати диспропорції у структурі капіталу та еволюцію проблематики структури капіталу в динаміці, зокрема вплив макрофінансової та політичної нестабільності на сектор нефінансових корпорацій України.

4.2. Диспропорції структури капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України: секторальний рівень

На агрегованому рівні структура капіталу підприємств корпоративного сектора України є переобтяженою борговим фінансуванням (рис. 4.1). Упродовж 2008–2017 рр. частка власних коштів у структурі капіталу зменшилася з 42 до 30%. Накопичено значні обсяги боргу, що в майбутньому ускладнить доступ до подальшого боргового фінансування. Проте тенденція до скорочення боргового фінансування відсутня.

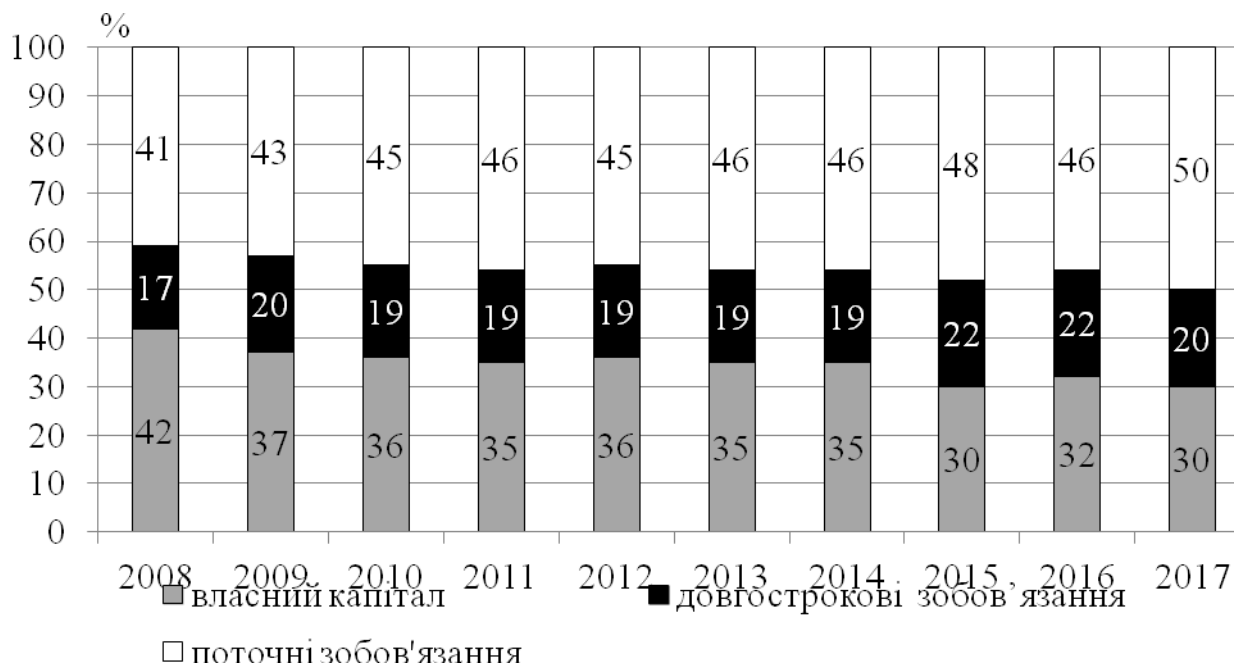


Рис. 4.1 Структура капіталу великих та середніх підприємств України,
кінець року

Джерело: складено за даними Держстату. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

За даними Огляду ділових очікувань підприємств України у III кв. 2018 р., проведеного НБУ²³⁰, 41,6% респондентів зазначили, що в подальшому їхня потреба у залученні додаткових боргових коштів зросте, 55,3% не очікують збільшення потреби і лише 3% прогнозують зменшення потреби у такому фінансуванні. Слід зазначити, що опитування щодо намірів залучення саме кредитів продемонструвало дещо інші результати. Так, 62% респондентів не

²³⁰ Ділові очікування підприємств України. III кв. 2018 р. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=79312294>

планують брати кредити, це майже на 7% більше за тих, хто не очікує збільшення потреб у борговому фінансуванні. Отже, підприємства планують покривати потребу за рахунок інших боргових джерел, наприклад, комерційних кредитів або емісії облігацій. Серед причин, які спонукають підприємства уникати банківських кредитів, доцільно виділити такі:

- занадто високі ставки за кредитами (67,5%);
- надмірні вимоги до застави (40,0%);
- ускладнена процедура оформлення кредиту (30,3%);
- значні коливання курсу гривні до іноземних валют (26,8%);
- наявність інших джерел фінансування (23,5%).

Найбільш вагомими причинами є вартість позикових ресурсів та вимоги до застави. Відповідно до статистичних даних, за січень-вересень 2018 р. рентабельність операційної діяльності вітчизняних підприємств становила 7,9%, натомість ставки за новими кредитами у національній валюті становлять 19,5%²³¹. Значні вимоги до застави пояснюються значним зношуванням основних засобів, що становить близько 60%.

За агрегованими даними Держстату, сформованими на основі фінансових звітів НФК, упродовж досліджуваного періоду відбувалось нарощення боргового навантаження великими та середніми підприємствами. Так, якщо у 2008 р. частка позикових коштів становила 58%, то у 2017 р. – уже 69%, а поточні зобов'язання становили половину капіталу підприємств. Така ситуація створює додатковий тиск на підприємство і погіршує показники ліквідності. За підсумками 2016 р., вітчизняні підприємства мали від'ємний робочий капітал, і, відповідно, показник загальної ліквідності становив 0,95, що нижче за мінімальне припустиме значення (1,0).

Порівнюючи структуру капіталу підприємств корпоративного сектора України зі структурою капіталу підприємств інших країн, необхідно зазначити вищу боргову залежність. На рис. 4.2 наведено інформацію щодо коефіцієнта борг/власний капітал у країнах OECD у 2014–2015 рр.

Наведені дані свідчать, що структура капіталу в різних країнах

²³¹ Грошово-кредитна та фінансова статистика. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=53028995>

відрізняється. Агрегована боргова залежність сектора НФК у таких країнах, як Швеція, Ізраїль, США, є найнижчою, а власний капітал приблизно вдвічі перевищує позиковий. У Японії, Нідерландах та Канаді приблизно однакові частки власного та позикового капіталу. У Португалії, Туреччині, Ісландії позиковий капітал переважає у балансах підприємств. Коефіцієнт борг/власний капітал за відповідний період для вітчизняних підприємств становить 2,3, у міжнародному порівнянні українські підприємства мають найвищий рівень боргового навантаження, поступаючись лише мексиканським.

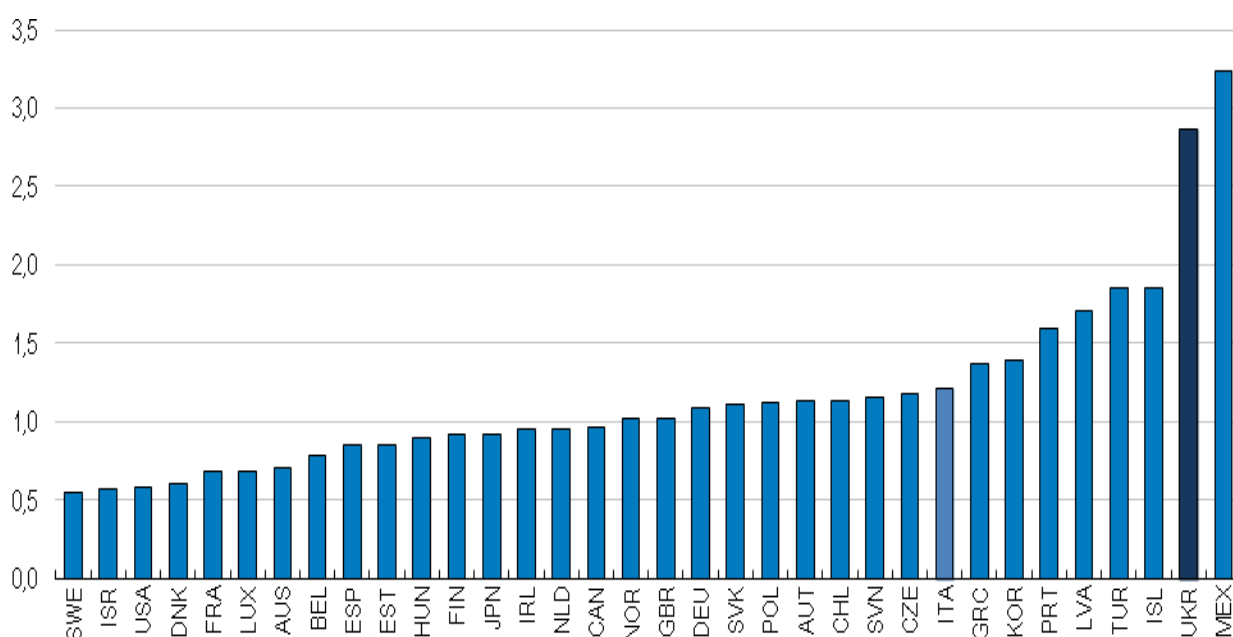


Рис. 4.2. Співвідношення боргу до власного капіталу нефінансових корпорацій країн OECD та України, 2014–2015 рр.

Джерело: доповнено автором на основі²³².

Для поглибленого вивчення питання спотвореної структури капіталу підприємств корпоративного сектора України була сформована вибірка на основі фінансової звітності 231 підприємства з 11 секторів економіки за період 2006–2018 рр.

Для аналізу структури заборгованості, боргового навантаження та визначення ключових особливостей фінансів підприємств окремих секторів

²³² OECD Economic Surveys: Italy 2017. URL: http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-italy-2017_eco_surveys-ita-2017-en

були використані такі показники: DER – коефіцієнт боргу до власного капіталу, d_share – частка боргу в загальних активах, CL_share – частка поточних зобов’язань у сукупному боргу, LT_share – частка довгострокових зобов’язань у загальній сумі боргу, TAP_share – частка кредиторської заборгованості у загальному обсязі боргу, ShTB_share – частка короткострокових облігацій у поточних зобов’язаннях, LT_share – частка довгострокових зобов’язань у сукупні довгострокові зобов’язання.

На рис. 4.3. представлено дані щодо боргового навантаження підприємств, що увійшли до вибірки. Зазначимо, що аналіз здійснювався з урахуванням і тих підприємств, які мають негативне значення власного капіталу, а отже, коефіцієнт боргового навантаження для них становить понад 1. Усього по вибірці маємо 12% таких спостережень. Інтервали на графіку відображають відстань між значеннями 25-го та 75-го перцентилів (1-го і 3-го квартиля відповідно), розділені лінією на рівні медіани (II квартиль). Упродовж досліджуваного періоду відбулося збільшення боргового навантаження за часткою боргу в загальному показнику активів.

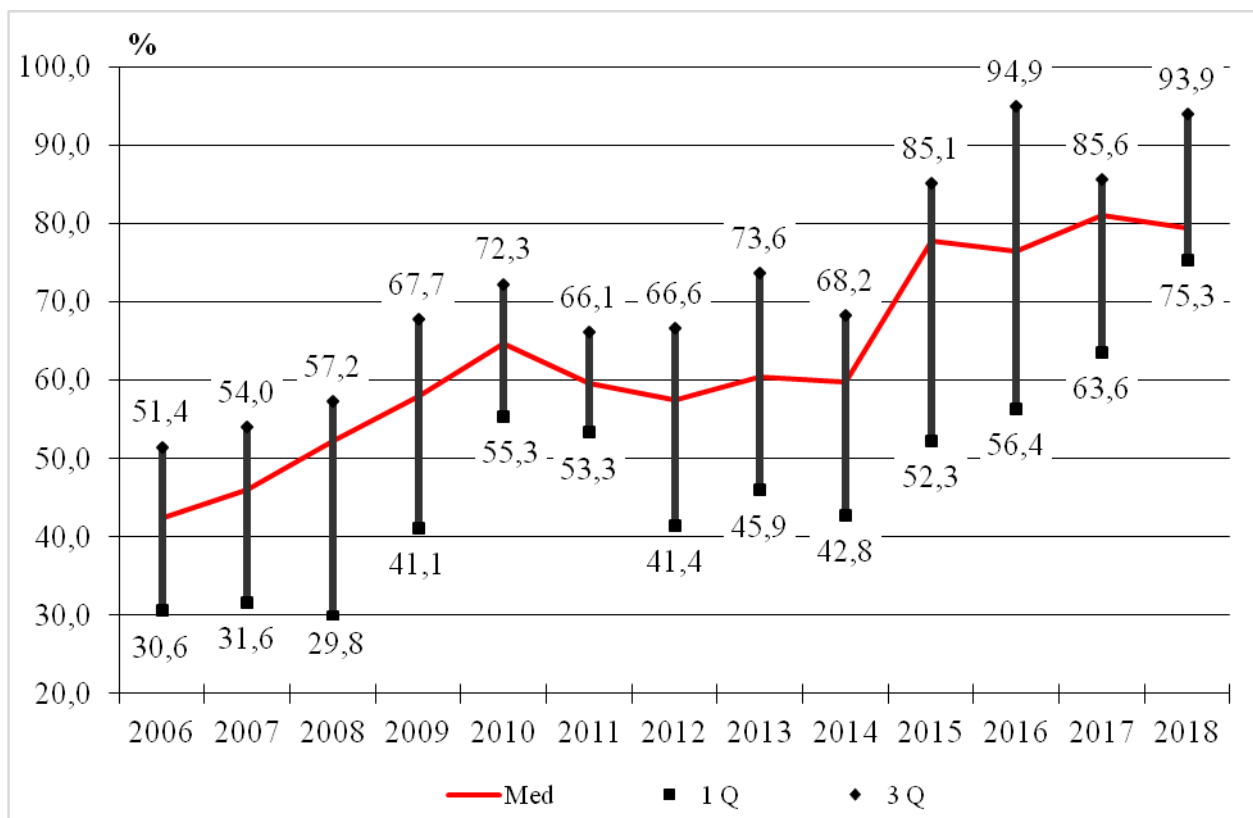


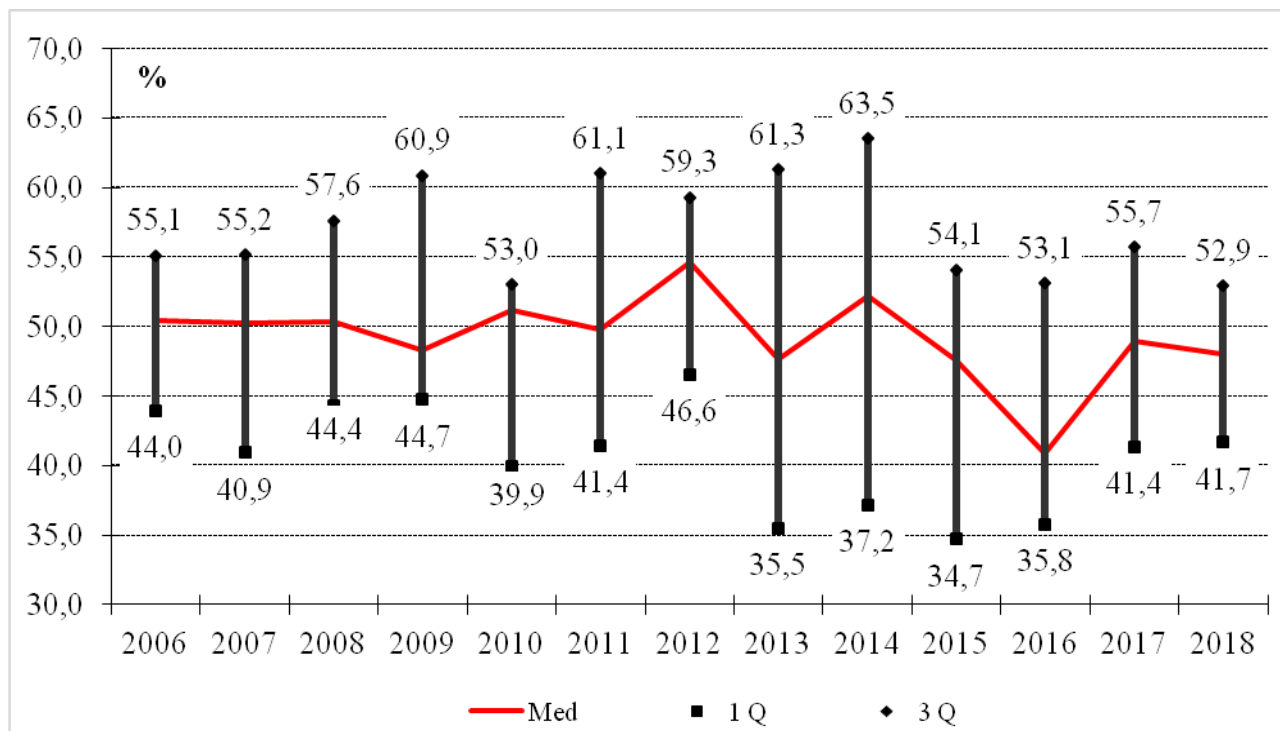
Рис. 4.3. Динаміка боргового навантаження протягом 2006–2018 р., %

Джерело: розроблено автором.

Упродовж економічного буму 2006–2008 рр. медіанне значення відношення боргу до активів підприємств зросло з 40 до 55%, а його подальше підвищення у 2009 р. пов'язане з переоцінкою кредитів у іноземній валюті через знецінення гривні та зумовленими кризою ліквідності затримками у здійсненні платежів. Упродовж міжкризового періоду 2010–2013 рр. спостерігалось лише незначне зниження частки боргу у фінансуванні активів – до 53%, а вже упродовж наступних 2014–2017 рр. зазначена частка стрімко зростає – до 75%. (рис. 4.3). Отримані результати є наближеними до значень показників по великих та середніх підприємств на агрегованому рівні за даними Держстату (73,5% на кінець 2014 р.).

Фінансово-економічна криза 2014–2015 рр. зумовила зростання частки боргу до 70%, що пов'язано із: 1) скороченням власного капіталу внаслідок падіння виробництва та накопичення збитків; 2) переоцінкою зобов'язань, номінованих у іноземній валюті. Слід зазначити, що у 2016–2017 рр. ситуація погіршилася, про що свідчить зростання медіанного рівня боргового навантаження. На тлі зростання боргового навантаження відтворювалася викривлена структура боргу, проявом якої є аномально висока частка інших короткострокових зобов'язань (поточні зобов'язання за мінусом короткострокових банківських кредитів, кредиторської заборгованості, виданих авансів та поточної заборгованості за довгостроковими зобов'язаннями) у фінансуванні бізнесу. Медіанний рівень зазначеної частки на підприємствах вибірки упродовж 2007–2017 рр. коливався в діапазоні 40–55% (рис. 4.4), що суттєво вищий, ніж у країнах з розвинутою економікою.

Така аномально висока частка інших короткострокових зобов'язань у фінансуванні бізнесу є ознакою застосування неринкових боргових інструментів і дає підстави для припущення про інсайдерський характер їхнього походження. Крім того, це засвідчує про недостатні обсяги банківського кредитування та труднощі із розміщенням облігаційних позик на фінансовому ринку.



**Рис. 4.4. Частка інших короткострокових зобов'язань
у загальному обсязі боргу, %**

Джерело: розроблено автором.

Отже, спостерігається посилення боргового тиску на досліджувану вибірку підприємств, що співпадає із загальним трендом, наведеним на рис. 4.1. Це свідчить про те, що вибірка є репрезентативною та відображає загальну системну проблему посилення боргового тиску на вітчизняні нефінансові корпорації.

Утім, слід зазначити про гетерогенність розподілу боргового навантаження у розрізі галузей. Максимальні медіанні значення індикаторів диспропорцій структури капіталу, зокрема частка боргу в пасивах, частка короткострокового боргового капіталу у зобов'язаннях, частка кредиторської заборгованості у зобов'язаннях, зафіксовані у секторах «виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення», «виробництво хімічних речовин і хімічної продукції», «будівництво» та «оптова і роздрібна торгівля» (табл. 4.2).

Показник debt-to-equity ratio для вибірки підприємств хімічної промисловості розраховувати недоцільно, оскільки більшість досліджуваних підприємств мають від'ємний власний капітал. Ці підприємства є одними з найбільш постраждалих під час останньої фінансової кризи через: втрату

традиційних експортних напрямів до Росії; зростання цін на нафту та електроенергію, які є основними елементами собівартості у цьому секторі. Водночас аномально високий рівень балансової заборгованості частково пояснюється також оптимізацією оподаткування та захистом бізнесу від ворожих поглинань.

Таблиця 4.2

Ключові показники заборгованості (медіани) підприємств вибірки у розрізі секторів у 2006–2018 рр., %

KVED	DER	D_share	CL_share	LT_share	TAP_share	ShTB_share	LT_bor
A1	155,4	60,4	45,0	55,0	15,6	28,9	64,4
B	63,0	36,7	74,4	25,6	21,6	7,9	3,3
C10	139,5	60,1	64,1	35,9	24,0	18,8	66,9
C19	191,6	65,7	92,6	7,4	51,7	2,4	32,3
C20		74,1	82,4	17,6	43,2	12,4	21,4
C24	155,0	61,4	77,1	22,9	39,7	9,8	24,6
C26-30	137,2	57,9	72,7	27,3	9,0	24,4	61,3
D35	106,2	54,6	66,1	33,9	27,2	13,5	19,9
F	397,9	70,9	61,1	38,9	18,0	4,1	15,8
G	503,3	81,9	67,3	32,7	35,7	12,2	71,3
HJ	35,0	24,9	60,2	39,8	23,1	6,1	73,7

Джерело: розраховано автором.

На підприємствах оптової торгівлі обсяг боргу уп'ятеро перевищує власний капітал, у будівництві – майже у 4 рази. Це, частково, може бути пов'язано з особливостями бізнесу, зокрема, традиційно підприємства торгівлі часто характеризуються високим рівнем короткострокового фінансування. Водночас найменші диспропорції спостерігаються у сільському господарстві, у гірничодобувній та харчовій промисловості, у транспортній, логістичній та телекомунікаційній сферах. Крім того, помірний рівень боргу мають підприємства енергетичного сектора. Загалом для підприємств зазначених видів економічної діяльності властиві консервативніші моделі фінансування бізнесу, що можна пояснити нижчою схильністю до ризиків власників (свідомою стратегією низького левериджу).

Для більшості підприємств експортоорієнтованого аграрного сектора та харчової промисловості вплив фінансової кризи виявився позитивним, оскільки

знецінення гривні стимулювало збільшення експорту. Така ситуація позитивно вплинула на кредитоспроможність підприємств та перетворила їх на привабливі об'єкти для довгострокового банківського кредитування, на відміну від підприємств важкої та хімічної промисловості. Водночас, на фінансовий стан окремих підприємств сектора негативно вплинули окупація Криму та ОРДЛО. Так, підприємства KSG Agro, ПАТ «МХП» та ПАТ «Авангард» мали активи в Криму та Донецькому регіоні. Підприємство KSG Agro втратило 28 тис. га (майже 30% земельного банку). Укрлендфармінг, яким володіє ПАТ «Авангард», втратив 13 тис. га землі та призупинив діяльність своїх підприємств, що знаходяться на території окупованого Криму. Призупинило діяльність своїх підприємств на Донбасі ПАТ «МХП». Крім власне прямої втрати виробничих потужностей, підприємства втратили або значно скоротили свої ринки збуту, що негативно позначилось на вхідних грошових потоках.

На відміну від інших галузей промисловості, згортання обсягів кредитування українськими банками та зростання відсоткових ставок мали обмежено негативний ефект для агросектора з огляду на доступ публічних агрохолдингів України до міжнародних джерел фінансового капіталу, тоді як частина закритих аграрних бізнес-груп через пов'язані банки зберегли привілейований доступ до кредитного фінансування за рахунок каналу кредитування пов'язаних осіб. Отже, можна стверджувати, що публічні агрохолдинги мають змогу залучати кредити за кордоном за нижчими процентними ставками, розмір яких, утім, залежить від динаміки ринків грошей та капіталу і монетарної політики провідних держав, що несе додаткові процентні й валютні ризики. Спостерігався також процес дедоларизації боргового фінансування публічних агрохолдингів. Так, протягом аналізованого періоду більш ніж удвічі зменшилась частка доларових кредитів – з 55 до 25%, натомість стрімко зросла медіанна частка кредитів, виданих у гривні – з 3 до 35%. Частина доларового позикового фінансування була заміщена новими кредитами у євро²³³. Серед причин такого тренду варто зазначити:

²³³ Корнилюк Р.В., Корнилюк А.В. Вплив макрофінансової циклічності на діяльність українських агрохолдингів. *Економіка і регіон: науковий вісник* / ПолтНТУ. 2017. № 4(65). С. 76–82. URL: <https://drive.google.com/file/d/0Bwbz8yU2lkF9MVkwMmN6TDBDSmV3UHZqRXBCSmJhYVluYUpJ/view>

а) намагання фінансових менеджерів уникати надмірних валютних ризиків у майбутньому, враховуючи негативний досвід девальвації 2014–2015 рр.;

б) наявність гривневої ліквідності у вітчизняних банків та відповідність публічних холдингів умовам кредитування разом із зниженням процентних ставок на кредити у гривні, що сприяли значному нарощенню зобов'язань у національній валюті;

в) євроінтеграційний процес та розширення програм інвестиційної підтримки ЄБРР вітчизняних агрохолдингів, які сприяли зростанню частки кредитів, номінованих у євро.

Значний вплив на структуру капіталу має також розмір підприємства. Вище зазначалося, що на агрегованому рівні осередком концентрації боргів є сегмент малого бізнесу. Посилення боргового тиску, як і низька рентабельність та падіння ліквідності сектора МСБ, негативно впливають на кредитоспроможність та доступ фінансування. Найбільше боргове навантаження у розрізі секторів мають підприємства МСБ у сфері торгівлі та будівництва – 90–110%. Найкраще співвідношення запозичених ресурсів до валюти балансу спостерігається в аграрній галузі – 59%. Утім, варто розуміти, що значна частина малих та середніх підприємств, попри юридичну незалежність, де-факто є асоційованими з ФПГ, а тому статистичні дані не відображають реального стану речей і частку сектора малого бізнесу можна вважати дещо завищеною.

Розрахунки на підставі даних Держстату показали, що середні за розміром підприємства характеризуються меншою часткою поточних зобов'язань у загальних зобов'язаннях на рівні 71% (рис. 4.5), що можна пояснити кращим доступом до довгострокового позикового фінансування.

Натомість у сегменті малих підприємств середня частка поточних зобов'язань у загальному обсязі боргу становила 76% і була особливо високою у торгівлі (секція G, рис. 9) та сільському господарстві (секція A). (рис. 4.6).

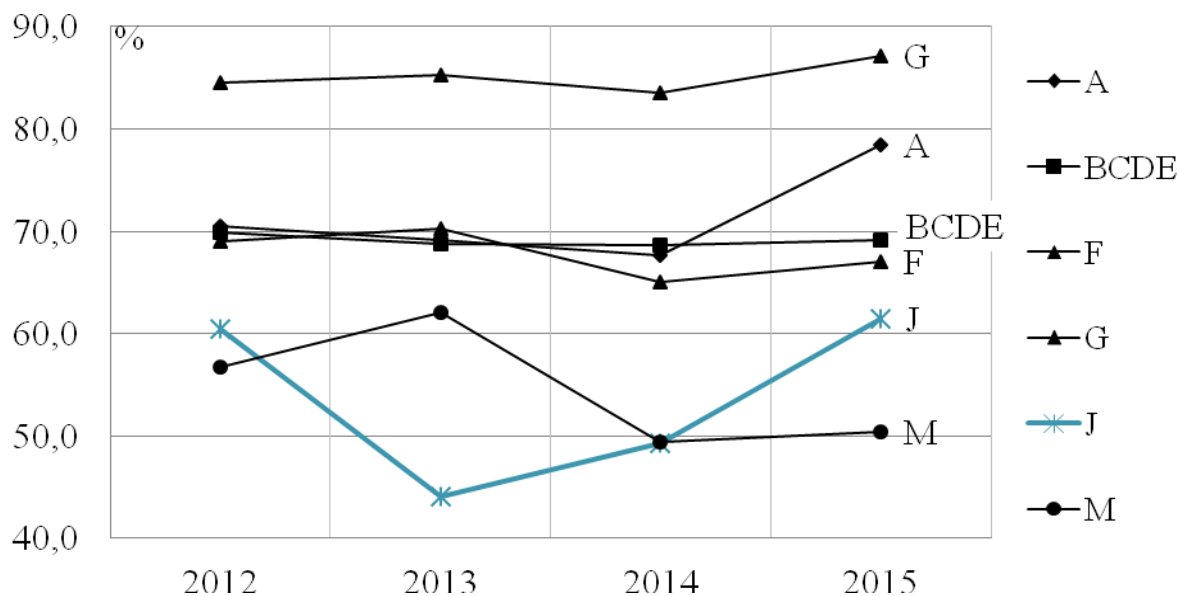


Рис. 4.5. Частка короткострокових зобов'язань середніх підприємств України, %

Джерело: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

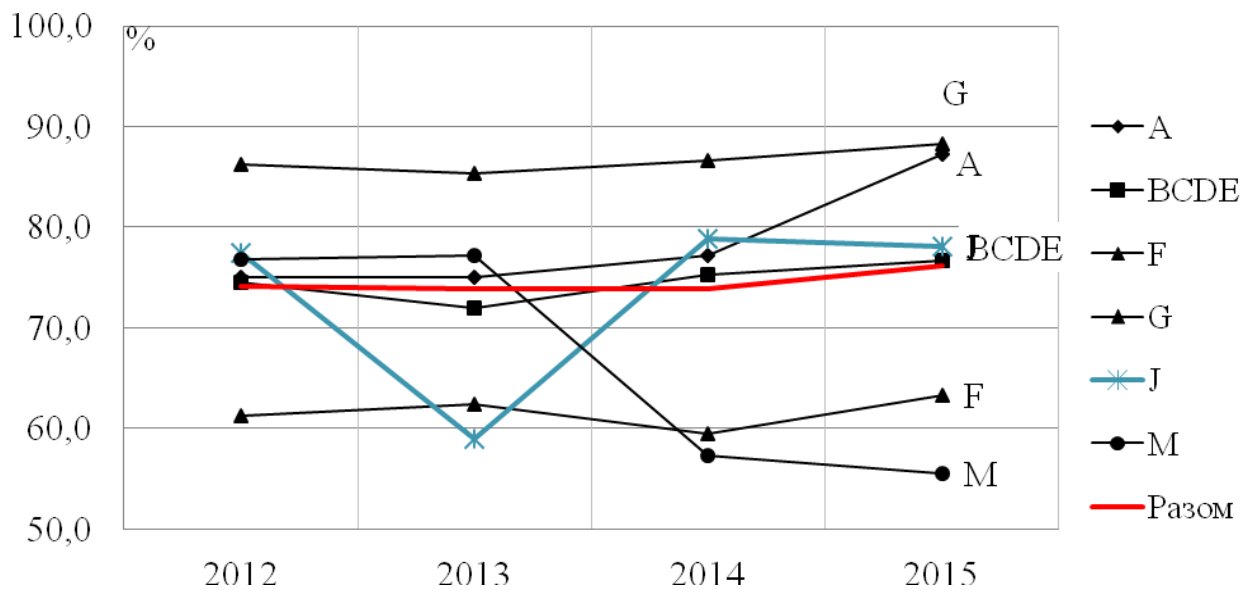


Рис. 4.6. Частка короткострокових зобов'язань малих підприємств України, %

Джерело: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Попри відмінності у розмірі величини підприємств чи галузей діяльності, частка короткострокових пасивів є досить вагомою загалом по підприємствах корпоративного сектора економіки України, що свідчить про системні

проблеми з доступом до довгострокових джерел фінансування. Це, у свою чергу, значно обмежує інвестиційні можливості підприємств МСБ.

Загалом, окреслена проблематика фінансування МСБ, з одного боку, свідчить про труднощі з доступом до банківських кредитів, а з іншого – відображає тенденцію до використання підприємств МСБ як інструменту для транзиту коштів, генерованих великими підприємствами з метою оптимізації оподаткування. Адже додатковим фактором, який зумовив аномальне нарощення обсягів небанківських пасивів підприємств МСБ, були реінвестиції власників під виглядом позикового капіталу. Отже, підприємства МСБ мають обмежений перелік доступних джерел фінансування, а більшість з них не відповідають вимогам банків щодо надання кредитів. За таких умов доцільно впроваджувати заходи щодо диверсифікації фінансування МСБ в Україні.

Ключовою передумовою усунення диспропорцій у структурі капіталу підприємств сектора НФК України є зниження інфляційних ризиків та досягнення макроекономічної стабільності, що надасть підприємствам та фінансовим установам змогу здійснювати довгострокове планування та наростити обсяги довгострокових фінансових ресурсів у структурі зобов'язань. Важливими завданням є:

- посилення контролю у сфері трансфертного ціноутворення, що сприятиме деофшоризації та мінімізації схемних операцій з підприємствами, зареєстрованими у низькоподаткових юрисдикціях;
- удосконалення фінансового моніторингу в процесі ідентифікації фактичними кінцевими бенефіціарами та контролерами пов'язаних підприємств, які в умовах підвищення транспарентності втратять мотивацію приховувати право власності шляхом формування короткострокових зобов'язань замість фінансування через власний капітал.

Значну дисциплінуючу роль відіграватиме також розширення доступу підприємств сектора НФК України до зовнішніх ринків фінансування (вихід на ІРО), що вимагатиме оптимізації бізнес-процесів; відмови від тіньових схем фінансування бізнесу та формування достовірної фінансової звітності. Доступ до залучення фінансування на зовнішніх ринках є одночасно новою

можливістю та викликом, який вимагає виважених рішень та високого рівня довіри, звітності та інформаційної прозорості, що можливі за умов проактивної державної участі у формуванні найкращих умов для вільного та безпечного підприємництва.

Зважаючи на значення розвитку середнього та малого бізнесу для економіки країни, доцільно виділити ряд ініціатив, що сприятимуть покращенню показників структури капіталу підприємств у цих сегментах. Оптимальний розподіл як державного фінансування, так і приватних банківських фінансових ресурсів вимагає методологічного уточнення нормативних критеріїв приналежності підприємств до малого і середнього бізнесу. Зокрема, при прийнятті рішень про зарахування підприємств до сектору МСБ слід враховувати їхні корпоративні зв'язки з великими бізнес-групами.

Замість галузевих преференцій у рамках державної підтримки МСБ доцільно сконцентрувати зусилля та ресурси на формуванні сприятливих умов та інфраструктури для ведення підприємницької діяльності в Україні. Як засвідчує досвід зарубіжних країн, розвитку МСБ вагомо можуть сприяти зниження адміністративного тиску на бізнес, програми з підвищення фінансової освіченості підприємців, а також розвиток *fintech*-екосистем, що генерують альтернативні канали зовнішнього фінансування (*P2Plending*, *credit-* чи *donation crowdfunding*).

Зниження вартості кредитування підприємств малого та середнього бізнесу вимагає ряд заходів, спрямованих на зниження премії за ризик неповернення кредитів. Процесів макрофінансової стабілізації, що зумовило зниження рівня депозитних ставок протягом 2016–2017 рр., виявилось недостатньо для повноцінного відновлення кредитування. Щоб підвищити мотивацію українських банків до кредитування підприємств МСБ з нижчою премією за ризик, варто посилити законодавчу базу щодо захисту прав кредиторів, що має унормувати судову практику з відшкодування збитків за проблемними кредитами. У цьому контексті позитивним є ухвалення Закону № 6027 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відновлення кредитування».

Водночас законодавчі ініціативи без інституційного реформування судової та правоохоронної системи та викорінення існуючих практик нехтування правами кредиторів можуть залишитись малодієвим стимулом для відновлення кредитування. Тож необхідні спільні зусилля не лише регуляторів, банків (покращення систем ризик-менеджменту, корпоративного управління, роботи з проблемними кредитами), а й підприємств МСБ (підготовка достовірної фінансової звітності, формування ефективних бізнес-моделей, зниження обсягів схемної діяльності з уникнення оподаткування, надання додаткових гарантій щодо повернення коштів).

Доступ підприємств МСБ до кредитування можна покращити завдяки вирішенню проблем у сфері забезпеченості кредитів. Верховенство права, захист приватної власності у поєднанні із земельною реформою (запуск ринку земель сільгосппризначення) здатні суттєво розширити можливості для отримання підприємствами МСБ нових кредитів, особливо аграрними, що зможуть запропонувати банкам якісну заставу. Додатковим стимулом до здешевлення кредитних ресурсів через механізм кращої забезпеченості кредиту може стати надання з боку міжнародних фінансових організацій кредитних гарантій банкам, що кредитують МСБ. Доцільним також убачається застосування досвіду країн ОЕСР з підтримки фінансування МСБ за такими напрямками, як:

- надання кредитних гарантій банкам, що забезпечують фінансування МСБ. Зокрема, такі заходи запроваджені в Італії та Ірландії;
- зменшення залежності від банківського фінансування, зокрема через нарощення можливостей залучення капіталу на фінансових ринках;
- створення сприятливого законодавчого поля для розвитку краудфандингу;
- створення спеціальних пільгових умов для функціонування МСБ, спрямованих на створення інновацій та здійснення науково-дослідницької діяльності;
- надання консультаційних послуг поряд із розширенням доступу до фінансування, підвищення фінансової освіченості та розуміння природи

фінансових інструментів МСБ для забезпечення ефективного функціонування бізнесу²³⁴.

4.3. Балансова і ринкова вартість власного капіталу підприємств

Рівень довіри інвесторів до ведення бізнесу в Україні відображається на вартості емітованих підприємствами акцій. Перевищення балансової вартості капіталу над ринковою вартістю є ознакою недовіри і відображає високі інвестиційні ризики для інвесторів. Для виявлення різниці між ринковою та балансовою вартістю власного капіталу вітчизняних підприємств було проаналізовано фінансові звіти публічних агрохолдингів, акції яких включено до лістингу на світових фондових біржах, тож для них може бути достовірно встановлена ринкова вартість акцій.

Абсолютні показники ринкової та балансової вартості містяться у додатку 3, табл. 3.1 та 3.2 – дослідження динаміки ринкової та балансової вартості акцій (власного капіталу) українських публічних агрохолдингів упродовж 2010–2017 рр. Показник ринкової вартості власного капіталу визначався шляхом множення ринкової вартості акції на звітну дату (31 грудня відповідного року для усіх підприємств, окрім Кернел, що подає звітність за підсумками маркетингового року станом на 30 червня) на кількість акцій, зазначену у щорічному звіті підприємства. Найбільш критичним періодом з огляду на падіння ринкової вартості власного капіталу виявився кризовий 2014 р., після якого відбулося поступове її відновлення до рівня 2013–2014 рр. (рис. 4.3). Зокрема, це є характерним для восьми із дев'яти досліджуваних холдингів; не вдалося досягти докризового рівня лише Укрпродуктгруп.

Падіння ринкової капіталізації було зумовлено рядом макроекономічних та політичних шоків, зокрема девальвацією гривні, втратою земельного банку та виробничих потужностей, що знаходяться на окупованих територіях, та загальним посилення невизначеності щодо майбутнього розвитку економіки країни. Проте в подальшому завдяки макрофінансовій стабілізації та сприятливій

²³⁴ Financing SMEs and Entrepreneurs 2017: Highlights (2017). URL: https://www.oecd.org/cfe/smes/Financing%20SMEs%20and%20Entrepreneurs%202017_Highlights.pdf

кон'юнктурі на світових продовольчих ринках відбулося поступове відновлення довіри інвесторів, що відобразилося у зростанні ціни акцій підприємств.

Таблиця 4.3

Темп приросту ринкової вартості власного капіталу, %

Підприємство	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Кернел	60,7	-32,1	-17,7	-25,4	-5,5	26,9	0,2
Астарта	-50,4	16,1	25,3	-74,5	54,8	46,6	15,1
Овостар	н/д	н/д	н/д	-37,4	13,1	-10,2	22,3
МХП	н/д	н/д	н/д	-39,9	-9,1	-4,9	33,1
Мілкіленд	-71,2	6,0	-11,2	-89,9	-10,9	27,9	-7,3
Укрпродуктгруп	-46,0	-25,6	-14,2	-20,8	-61,0	-11,1	69,2
Агродженрейшн	н/д	н/д	-9,6	-58,5	-13,1	116,0	10,2
ІМК	н/д	124,0	-20,8	-60,2	-5,4	26,7	91,6
KSG agro	н/д	н/д	н/д	-91,8	-21,9	108,2	17,3

Джерело: розраховано автором на основі даних офіційних сайтів фондових бірж: Yahoo.Finance, Google.Finance.

Різке скорочення обсягу балансової вартості власного капіталу у 2014 р. (табл. 4.4) було зумовлене не лише зростанням непокритих збитків, а, й насамперед, втратами через переоцінку боргів, викликану девальвацією національної валюти в умовах одночасного розгортання військово-політичної, макроекономічної та банківської кризи. Водночас показник EBITDA залишався порівняно стабільним, або навіть зростав протягом 2014–2015 рр. для всіх аналізованих агрохолдингів, окрім Мілкіленду та Укрпродуктгруп. Детальна інформація щодо цих показників міститься у додатку 3, табл. 3.3.

Таблиця 4.4

Темп приросту балансової вартості власного капіталу, %

Підприємство	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Кернел	64,9	21,4	11,7	-23,8	-13,6	11,9	16,1
Астарта	8,1	14,0	18,1	-50,3	-2,0	42,7	12,2
Овостар	162,3	31,1	28,9	-38,9	-7,7	12,6	20,9
МХП	н/д	н/д	н/д	-24,3	-28,8	3,0	42,2
Мілкіленд	31,8	9,5	2,6	-52,6	-65,9	-81,3	112,9
Укрпродуктгруп	2,7	4,6	-4,6	-60,6	-61,5	-42,7	-54,2
Агродженрейшн	н/д	н/д	-3,5	-88,7	848,9	-8,5	-2,4
ІМК	н/д	17,5	20,2	-83,3	113,6	18,5	59,9
KSG agro	н/д	н/д	н/д	-103,7	142,3	-37,4	28,4

Джерело: розраховано автором на основі фінансових звітів підприємств.

Відношення ринкової до балансової вартості власного капіталу, разів

Підприємство	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Укрпродуктгруп	0,6	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	2,2
Агродженерейшн	н/д	н/д	1,7	1,6	5,9	0,5	1,3	1,4
Овостар	н/д	н/д	н/д	1,4	1,4	1,8	1,4	1,4
МХП	н/д	н/д	н/д	1,4	1,1	1,5	1,4	1,3
ІМК	н/д	0,7	1,2	0,8	2,0	0,9	0,9	1,1
Кернел	2,1	2,1	1,2	0,9	0,8	0,9	1,0	0,9
Мілкіленд	2,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,3	2,1	0,9
Астарта	2,8	1,0	1,0	1,0	0,5	0,8	0,9	0,9

Джерело: розраховано автором на основі даних офіційних сайтів фондових бірж, yahoo.finance, Google.finance, фінансових звітів підприємств.

Показник відношення ринкової до балансової вартості власного капіталу у випадку вітчизняних підприємств має недостатню індикативну здатність – з огляду на низьку ліквідність їх акцій та достатню кількість інсайдерських угод. Разом із тим підвищеним рівнем індикатора майже протягом усього аналізованого періоду, – що свідчить про інвестиційну привабливість, – характеризувались такі підприємства, як Овостар, МХП та Агродженерейш. Найбільш недооціненими з точки зору співвідношення ринкової та балансової вартості виявились підприємства Укрпродуктгруп та Мілкіленд, що співпадає із тривалою тенденцією до погіршення їх фінансового стану.

Підсумовуючи, можна зазначити, що аналіз фінансових показників вибірки підприємств показує сектори із найбільш спотвореною структурою капіталу, якими є хімічна, металургійна промисловості та виробництво коксу. Це підтверджують результати порівняльного аналізу 11 секторів економіки на основі комплексного оцінювання семи традиційних показників боргового навантаження. Так, у цих галузях відносно вищими відносно середніх по досліджуваній вибірці виявились такі показники, як: частка боргу у пасивах (74,1% для хімічної, 61,4% для металургії, 65,7% для виробництва коксу), частка короткострокового боргового капіталу у зобов'язаннях (92,6%, 84,2 та 77,1% відповідно), частка кредиторської заборгованості у зобов'язаннях (43,2%, 39,7 та 51,7% відповідно). Спільною рисою таких секторів в Україні є низька операційна рентабельність, високий рівень

амортизації, низька інноваційна активність, високий рівень зобов'язань, номінованих у іноземній валюті; втрата традиційних експортних ринків та високі ціни на сировину з традиційних джерел. Результатами описаної ситуації є брак внутрішнього фінансування, скорочення власного капіталу та зростання боргу.

З іншого боку, експортно-орієнтовані сільське господарство та харчова промисловість характеризуються вищою якістю структури капіталу (високим рівнем довгострокового боргового фінансування, включаючи банківські кредити та цінні папери з фіксованим доходом). Основними причинами, які зумовили кращу структуру капіталу, є: більш постійний зовнішній попит на продукцію; більш високий рівень конкуренції та інновацій порівняно з важкими галузями промисловості; постійний приплив іноземної валюти.

РОЗДІЛ 5. КАПІТАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: СТРУКТУРА І ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ

5.1. Капітальні інвестиції підприємств корпоративного сектора: джерела фінансування

Корпоративний сектор економіки України здійснює левову частку капітальних інвестицій по економіці, яка у 2010 р. становила 80,9% їх загального обсягу, в 2018 р. – 79,6%²³⁵. У галузевому розрізі найбільша частка інвестицій припадає на промисловість та сільське господарство (відповідно 42,9 та 15,7% у 2018 р.) (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Капітальні інвестиції корпоративного сектора та їх галузева структура, 2010–2018 рр.

Показник	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Капітальні інвестиції корпоративного сектора у ВВП, %	12,3	15,2	14,4	11,1	10,5	10,9	10,9	11,8
Капітальні інвестиції корпоративного сектора, млрд грн	133,2	213,9	210,4	175,7	209,3	260	326,5	418,7
Питома вага галузей в капітальних інвестиціях корпоративного сектора, %:								
– сільське, лісове та рибне господарство	6,9	7,5	7,9	9,8	13,3	17,3	17,7	15,7
– промисловість	39,1	44,5	48,4	47,1	40,2	41,8	41,8	42,9
– будівництво	22,8	19,7	20,6	19,3	19,6	15,7	15,5	12,4
– оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	11,5	10,9	10,6	11,2	8,7	9,6	8,8	11,4
– транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	13,2	13,2	7,8	7,9	7,8	9,5	10,9	10,7
– інформація та телекомунікації	6,5	4,2	4,6	4,8	10,4	6,0	5,2	6,8

Джерело: розраховано за даними Держстату України.

Упродовж 2010–2018 рр. частка капітальних інвестицій підприємств корпоративного сектора у ВВП знизилася із 12,3 до 11,8%. Поряд із цим у галузевому розподілі інвестицій відбулися відчутні зміни. Зокрема, частка сільського господарства зросла у 2,3 раза. Завдяки високим темпам залучення інвестицій сільське господарство стало одним із драйверів розвитку економіки,

²³⁵ Згідно з розробленою методологією (розділ 1), до корпоративного сектора відносяться такі види економічної діяльності: сільське, лісове та рибне господарство, промисловість, будівництво, оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів, транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність, інформація та телекомунікації.

істотно наростивши темпи виробництва та експорту. Водночас більш наукоємні галузі, зокрема промисловість, транспорт, будівництво, інформатизація та телекомунікації, відчують істотний дефіцит інвестиційних ресурсів. За аналізований період частка промисловості у структурі капітальних інвестицій корпоративного сектора збільшилася лише на 2,7 п.п., у той час як частки будівництва, транспорту та інформаційної та телекомунікаційної галузі зменшилися.

Отже, на тлі політичної та економічної нестабільності в Україні інвестиції у наукоємні, середньо- та високотехнологічні виробництва зменшуються, відбувається «ефект заміщення» на інвестиції у низькотехнологічні та сировинні виробництва.

У розрізі структури капітальних інвестицій за видами активів упродовж 2010–2018 рр. ситуація не змінилася. Лівова частка капітальних інвестицій припадає на вкладення в матеріальні активи (2018 р. – 93,3%). Питома вага вкладень у нематеріальні активи у 2018 р. становила 6,7%. Низький рівень капіталовкладень у нематеріальні активи свідчить про ігнорування вітчизняними підприємствами можливості збільшення рівня капіталізації підприємств за рахунок впровадження інноваційних технологій, комерціалізації своїх технологічних процесів. Поряд із цим у 2017 р. 91,4%²³⁶ капіталовкладень підприємств у «інтелектуальну складову»²³⁷ виробництва були спрямовані на придбання, виготовлення нових нематеріальних активів і лише 5,1% інвестицій вкладено у придбання активів, які були у використанні. Відсутність функціонуючого ринку нематеріальних активів в Україні звужує можливості підприємств у активізації кругообігу їх технологічних ресурсів.

На жаль, офіційна статистика не дає можливості проаналізувати походження «інтелектуальної складової», але, враховуючи загальноекономічні тенденції, що відбуваються в Україні, з великою часткою ймовірності – це трансферт застарілих іноземних технологій, який супроводжує придбання імпортованих основних засобів. Опосередковано таке підтверджує офіційна

²³⁶ Дані за 2016 р.

²³⁷ Мається на увазі інвестиції у права на комерційні позначення, об'єкти промислової власності, авторські та суміжні права, патенти, ліцензії, концесії тощо.

статистика щодо оптового товарообороту, яка засвідчує, що у 2017 р. 62,8% (за 9 міс. 2018 р. – 64,4%) непродовольчих товарів, які реалізуються в Україні, мають іноземне походження. Водночас, за такою товарною номенклатурою, як: «інформаційне та комунікаційне устаткування», «машини і устаткування сільськогосподарське, для добувної промисловості та будівництва, текстильного та швейного та трикотажного виробництва», «офісні меблі, машини та устаткування» частка імпорتنих товарів у 2017 р. становила відповідно 89,3%, 85,7 та 92,9%²³⁸.

Частка вкладень у придбання нових матеріальних активів, зокрема машин, обладнання, інвентарю, становить 77,8%, яка, порівняно з 2013 р., зменшилася на 4 п.п. Практична відсутність трансферу технологій на тлі зростаючої тенденції придбання вживаних основних засобів свідчить, що вітчизняні підприємства поступово набувають рис «майданчика» для функціонування технологічно та технічно застарілих іноземних основних засобів, без належного власного інноваційного розвитку. Продовження зазначеної тенденції у майбутньому призведе до повної неспроможності вітчизняного корпоративного сектора конкурувати у середньо- та високотехнологічних виробництвах із зарубіжними підприємствами.

Слід зазначити, що серед підприємств найбільш активну позицію щодо залучення капітальних інвестицій займають великі та середні підприємства. Питома вага капітальних інвестицій, залучених у 2017 р. великими підприємствами, становила 33,0%, середніх – 33,9%. Водночас найбільш динамічними у залученні інвестицій є середні та малі підприємства, частка капітальних інвестицій яких упродовж 2010–2017 рр. збільшилася, відповідно, на 7,4 та 8,5 п.п. Капітальні інвестиції великих підприємств у загальному обсязі інвестицій у матеріальні активи за аналізований період збільшилася лише на 2,3 п.п. Інтенсивне нарощення капітальних інвестицій середніми і малими підприємствами свідчить про прагнення до більш динамічного розвитку з метою завоювання ринку, натомість великі підприємства, завдяки усталеним

²³⁸ Товарна структура оптового товарообороту підприємств оптової торгівлі у 2017 році / Держстат України.
URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

позиціям на ринку товарів (та послуг), проводять менш активну інвестиційну політику.

Доцільно відзначити позитивні тенденції, які відбулися у стані основних засобів підприємств корпоративного сектора. Зокрема рівень зношування основних засобів упродовж 2010–2017 рр. зменшився на 7,8 п.п. (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Ступінь зношування основних засобів по окремим видам економічної діяльності, %

Вид економічної діяльності	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Усього по економіці	74,9	75,9	76,7	77,3	83,5	60,1	58,1	55,1
Усього по корпоративному сектору економіки у т.ч.:	56,1	56,2	57,0	57,4	57,7	50,2	48,0	48,3
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	40,8	32,6	34,6	35,8	38,8	38,9	37,3	35,7
Промисловість	63,0	56,8	57,3	56,9	60,3	54,9	69,4	59,1
Будівництво	50,1	58,8	55,1	51,9	54,4	53,0	36,0	45,7
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	32,1	37,1	42,0	39,5	37,3	44,7	39,3	40,4
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	94,4	95,6	96,0	96,7	97,9	51,7	50,6	47,6
Інформація та телекомунікації	—	—	—	63,6	57,4	57,9	55,6	61,1

Джерело: розраховано за даними Держстату України.

Завдяки реалокації інвестиційних ресурсів у бік сільськогосподарського господарства, рівень зношування основних засобів підприємств цього виду економічної діяльності знизився з 40,8 до 35,7%. Загалом по промисловості зношування основних засобів зменшилося на 3,9 п.п. – до 59,1%, що є позитивною тенденцією. Однак рівень цього показника залишається надмірним для ефективного функціонування підприємств. Найбільший рівень зношування основних засобів притаманний переробній промисловості (64,6% у 2017 р.)²³⁹, що переважно є наукоємною, продукує товари із більшою доданою вартістю.

²³⁹ Виготовлення виробів з деревини, виробництво паперу та поліграфічна діяльність (89,6%); Металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім машин та устаткування (65,1%); Виробництво автотранспортних засобів, причепів і напівпричепів та інших транспортних засобів (65,0%); Виробництво машин та устаткування не віднесених до інших угруповань (62,3%).

Загальнооекономічну тенденцію щодо старіння основних засобів в Україні підтверджують результати дослідження, проведені на основі аналізу створеної бази даних по підприємствах корпоративного сектора України. Зокрема, результати рівня зношування основних засобів по сукупності підприємств, які входять до групи сільськогосподарських підприємств, засвідчили, що упродовж 2006–2017 рр. зношування їх основних засобів зменшилося на 2,7 п.п. (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

Середньозважений ступінь зношування основних засобів по групах підприємств, які увійшли до вибірки бази даних, %

Вид економічної діяльності	Кількість підприємств у вибірці	Середній рівень зношування основних засобів по підприємствах вибірки у 2006 р., %	Середній рівень зношування основних засобів по підприємствах вибірки у 2017 р., %	Відхилення (+,-)
Сільське господарство, мисливство та надання пов'язаних з ними послуг (A01)	11	33,1	30,4	-2,7
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів (B)	13	46,9	37,0	-9,9
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції (C 20)	9	60,4	53,2	-7,2
Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення (C 19)	7	51,3	68,2	+16,9
Виробництво харчових продуктів (C 10)	35	37,0	50,1	+13,1
Машинобудування (C 26-30)	45	55,7	56,2	+0,5
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (C 35)	17	61,8	40,4	-21,4
Металургійне виробництво (C 24)	15	59,1	47,2	-11,9
Будівництво (F)	26	36,1	48,4	+12,3
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; інформація та телекомунікації (HJ)	8	38,4	48,2	+9,8
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів (G)	31	22,0	46,3	+24,3

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних по підприємствах, складеної за звітністю підприємств, яка міститься на порталі: URL: <https://smida.gov.ua>

Водночас по промислових підприємствах тенденція є різноплановою: істотне збільшення зношування спостерігається по підприємствах секції

«виробництва коксу та продуктів нафтоперероблення» (16,9 п.п.); харчової промисловості (13,1 п.п.) та машинобудування (0,5 п.п.). Водночас зменшення зношування відбулося щодо добувної промисловості (9,9 п.п.); хімічної промисловості (7,2 п.п.), підприємств секції «постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря» (21,4 п.п.) та металургії (11,9 п.п.). За обстеженою сукупністю підприємств щодо будівництва, транспортного господарства, інформаційної та телекомунікаційної галузі, а також підприємств оптової торгівлі, за аналізований період рівень зношування суттєво зріс (відповідно на 12,3, 9,8 та 24,3 п.п.).

Найбільш критична ситуація з рівнем зношування основних засобів склалася у машинобудуванні, де щодо окремих підприємств цей показник на початок 2018 р. становив понад 80%. Слід також звернути увагу на те, що залучення іноземних інвестицій²⁴⁰ позитивно не вплинуло на процес оновлення основних виробничих фондів для переважної кількості машинобудівних підприємств. Зокрема, з-поміж 21 машинобудівного підприємства, у капіталі яких присутня частка іноземних інвестицій, лише щодо 8 (або 38,1%) простежувалася позитивна тенденція зменшення рівня зношування основних засобів. Тобто загальнопоширений міф про те, що прихід іноземного капіталу у вітчизняну економіку дасть відчутний поштовх її розвитку та сприятиме довгоочікуваній модернізації корпоративного сектора, зокрема промисловості, на практиці не справджується. Причина такої ситуації значною мірою залежить від якості іноземного інвестора. Значна частина ПІІ, вкладених в економіку України, зокрема і машинобудування, – це раніше виведені з України кошти, що повертаються в економіку під виглядом іноземних інвестицій, які є самофінансуванням капітальних витрат на підтримку існуючих виробничих потужностей. За даними НБУ, впродовж 2010–2018 рр. обсяг інвестиційних коштів резидентів, які повернені в Україну під видом ПІІ, становить 8,4 млрд дол. США, або 22% усіх ПІІ, залучених у цей період²⁴¹.

²⁴⁰ Мається на увазі передача прав власності на частину підприємства (або його повний викуп) іноземними інвесторами.

²⁴¹ У 2018 р. вітчизняний бізнес повернув в Україну 0,5 млрд дол. США у вигляді іноземних інвестицій. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=91590511&cat_id=55838

Слід зазначити, що позитивні зрушення щодо зменшення рівня зношування основних засобів по окремих видах економічної діяльності (наприклад, транспортній галузі) не в останню чергу викликані пришвидшенням тенденції балансового списання основних засобів (вибуття з обігу, продажу, консервації), що є своєрідною очисткою активів підприємств від неліквідного баласту. Досить яскравим прикладом такої практики є істотне зменшення зношування по транспортній галузі у 2015 р. (коефіцієнт вибуття у цей рік становив 94,6%), що відбулося переважно за рахунок переоцінки основних засобів ПАТ «Укрзалізниця»²⁴².

Упродовж 2010–2017 рр. середньорічне значення коефіцієнта вибуття основних засобів по економіці становило 12,8%, по промисловості – 8,3% із істотним збільшення у 2010–2011 рр., що може свідчити про спробу очищення балансів підприємств у післякризовий період за рахунок консервування або продажу незадіяних у виробництві основних засобів. Найвищий коефіцієнт вибуття основних засобів за аналізований період спостерігається по підприємствах оптової торгівлі (середньорічне значення – 12,3).

Зазначимо, що промисловість серед інших галузей вирізняється більш помірною тенденцією руху виробничих засобів (динаміка коефіцієнтів оновлення та вибуття), що пов'язано зі значним обсягом основних засобів у структурі активів підприємств та специфікою їх роботи (додаток 4).

У структурі джерел фінансування капітальних інвестицій загалом по економіці України основна частка припадає на самофінансування – власні кошти підприємств і організацій, яка в 2018 р. у цілому по економіці становила 71,3%, по корпоративному сектору – 75,4%.

Зважаючи на те, що Держстат України не розкриває інформацію щодо структури джерел фінансування у розрізі видів економічної діяльності, для розуміння процесів інвестування у корпоративному секторі було здійснено екстраполяцію зазначеної частки на агреговані показники капітальних інвестицій у секторі НФК та його секціях (табл. 5.4). Обчислені таким методом

²⁴² Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України : кол. моногр. / Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. за ред. д-ра екон. наук В.В. Зимовця; НАН України, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". Київ, 2017. С. 54.

обсяги самофінансування капітальних інвестицій щодо корпоративного сектора в 2018 р. становили 360,5 млрд грн.

Таблиця 5.4

Капітальні інвестиції підприємств корпоративного сектора України за рахунок власних коштів,

*млрд грн** (розрахунковий показник за період 2010–2017 рр.)²⁴³

Вид економічної діяльності	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Сільське господарство, мисливство та надання пов'язаних із ними послуг	4,8	7,1	9,1	10,0	12,0	18,3	30,7	39,8	57,4
Промисловість	28,4	39,6	49,3	59,5	59,1	56,8	75,4	95,4	177,9
Будівництво	15,3	16,9	22,6	24,2	24,2	27,6	28,4	35,4	12,7
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	8,5	10,6	13,7	14,1	14,0	12,3	17,4	20,2	49,3
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	9,6	12,3	16,5	10,3	10,0	11,0	17,1	25,0	39,0
Інформація та телекомунікації	8,4	4,4	5,3	6,2	6,0	14,8	10,8	12,0	24,2
Корпоративний сектор, усього	75,0	90,9	116,5	124,3	125,3	140,8	179,8	227,8	360,5

* Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим і м. Севастополь.

Джерело: розраховано автором за даними: Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності (за відповідні роки) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>; Капітальні інвестиції за джерелами фінансування за видами економічної діяльності за 2018 рік / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Враховуючи те, що *чисте самофінансування* підприємств здійснюється за рахунок чистого прибутку підприємств, а валове – за рахунок прибутку, амортизаційних відрахувань та інших прирівняних до власних джерел²⁴⁴, були встановлені основні джерела власних коштів підприємств у фінансуванні інвестицій.

Порівняння даних щодо обсягів інвестицій, здійснених за рахунок власних коштів підприємств корпоративного сектора, з обсягами чистого прибутку (збитку) свідчить, що за рахунок чистого прибутку фінансується

²⁴³ Частка власних коштів підприємств та організацій у загальному обсязі капітальних інвестицій по представлених видах економічної діяльності за період 2010–2017 рр., розрахована із урахуванням щорічної питомої ваги цього показника по економіці України загалом.

²⁴⁴ Чисте самофінансування – це реінвестування прибутку. До джерел валового самофінансування, крім чистого прибутку, відносяться амортизаційні відрахування та кошти, прирівняні до власних. Зважаючи на нерозвиненість фондового ринку, дефіцит державних ресурсів тощо, в Україні основними джерелами валового самофінансування слід вважати чистий прибуток та амортизаційні відрахування.

лише незначна частина загальних обсягів інвестицій. Якщо оперувати лише агрегованими показниками за видами економічної діяльності, то, наприклад, будівництво, що упродовж 2010–2017 рр. генерувало збитки, взагалі неспроможне здійснювати інвестиційну діяльність за рахунок чистого самофінансування. З великою часткою ймовірності, у період 2013–2016 рр. такий висновок буде доречним і стосовно підприємств промисловості, транспортної галузі, оптової та роздрібною торгівлі, а також секції інформації та телекомунікації (табл. 5.5). У цьому контексті слід зазначити, що станом на кінець 2017 р. агрегований непокритий збиток підприємств корпоративного сектора становив 409,1 млрд грн, що свідчить про вичерпання ними усіх наявних власних джерел та резервів покриття збитків, тобто засвідчує їх фінансове виснаження.

Таблиця 5.5

Чистий прибуток (збиток) підприємств за окремими видами економічної діяльності, млрд грн

Вид економічної діяльності	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
Корпоративний сектор, у т.ч.:	34,7	69,7	35,4	-4,9	-358,2	-229,9	59,7	141,1	92,7
Промисловість	11,6	32,0	2,6	-4,2	-178,7	-188,3	-24,7	56,1	71,8
Будівництво	-5,1	-4,6	-1,0	-5,9	-28,0	-25,9	-10,6	-5,0	1,5
Опт. та роздріб. торгівля, ремонт автотранс. засобів і мотоциклів	7,6	12,1	0,2	-13,3	-133,2	-88,2	-4,8	25,9	25,9
Транспорт, склад. госп., пошт. та кур'єр. діяльність	1,4	2,8	3,1	-1,4	-22,6	-17,9	7,4	-16,8	-16,6
Інформ. та телеком.	2,1	2,1	3,7	4,9	-17,1	-12,6	1,8	12,0	9,7

* Чистий прибуток (збиток) великих та середніх підприємств за видами економічної діяльності за січень-вересень 2018 р.

Джерело: складено за даними: Чистий прибуток (збиток) підприємств за видами економічної діяльності (за відповідні роки) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Другим – не менш важливим – джерелом самофінансування підприємств є амортизаційні відрахування. Фактичний обсяг нарахованих амортизаційних відрахувань по корпоративному сектору може майже повністю профінансувати капітальні інвестиції, які здійснюються за рахунок власних джерел. Зокрема, у

2017 р. обсяг нарахованої амортизації по корпоративному сектору становив 221,1 млрд грн (табл. 5.6), що еквівалентно 97,1% капітальних інвестицій, здійснених за рахунок власних коштів підприємств у цей період.

Таблиця 5.6

Обсяги амортизації як складової операційних витрат підприємств, млрд грн

Вид економічної діяльності	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Усього по економіці	57,9	86,1	90,8	101,6	128,3	139,6	138,1	171,4	224,6	247,1
Сільське госп-во, лісове та рибне госп-во	2,3	4,0	4,4	5,7	7,5	9,8	10,5	14,3	17,3	23,3
Промисловість	25,4	37,0	38,8	44,7	62,5	68,2	71,8	80,3	94,0	100,3
Будівництво	2,1	2,7	2,4	2,3	3,2	3,0	2,8	2,9	3,0	4,9
Оптова та розд.торгівля; ремонт автотр. засобів і мотоциклів	5,2	8,0	8,5	8,9	14,0	13,1	10,5	11,6	14,1	19,3
Транспорт, складське госп-во, поштова та кур'єрська діяльність	11,7	19,6	20,8	22,1	14,9	16,1	15,1	32,2	45,4	59,6
Інформація та телекомунікації	—	—	—	—	10,0	10,1	8,9	9,0	13,1	13,7

Джерело: Структура операційних витрат підприємств з реалізованої продукції / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Натомість, за даними статичних спостережень Держстату України (за даними анкетування підприємств, які беруть участь у таких спостереженнях), упродовж 2012–2016 рр. амортизаційні відрахування у структурі власних джерел фінансування капітальних інвестицій загалом по економіці²⁴⁵ не перевищували 18,4% (у 2016 р. – 14,5%, за III кв. 2017 р. – 14,2%)²⁴⁶. У результаті екстраполяції зазначеного показника на загальні обсяги капітальних інвестицій сектора НФК отримуємо обсяг використаних амортизаційних відрахувань на інвестиційні цілі в 2017 р. у розмірі 32,3 млрд грн²⁴⁷. Тобто лише незначна частина (менше 15%²⁴⁸) нарахованої амортизації спрямовується на капіталовкладення.

²⁴⁵ За цим показником Держстатом України не наводиться статистика у розрізі видів економічної діяльності.

²⁴⁶ Капітальні інвестиції в Україні (за відповідний період) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

²⁴⁷ При розрахунку обсягу частки амортизаційних відрахувань у структурі власних джерел фінансування капітальних вкладень було взято її показник за III кв. 2017 р. – 14,2%: Капітальні інвестиції в Україні (за січень-вересень 2017 р.) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

²⁴⁸ При розрахунку обсягу частки амортизаційних відрахувань у структурі власних джерел фінансування капітальних вкладень було взято її показник за III кв. 2017 р. – 14,2%: Капітальні інвестиції в Україні (за січень-вересень 2017 р.) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

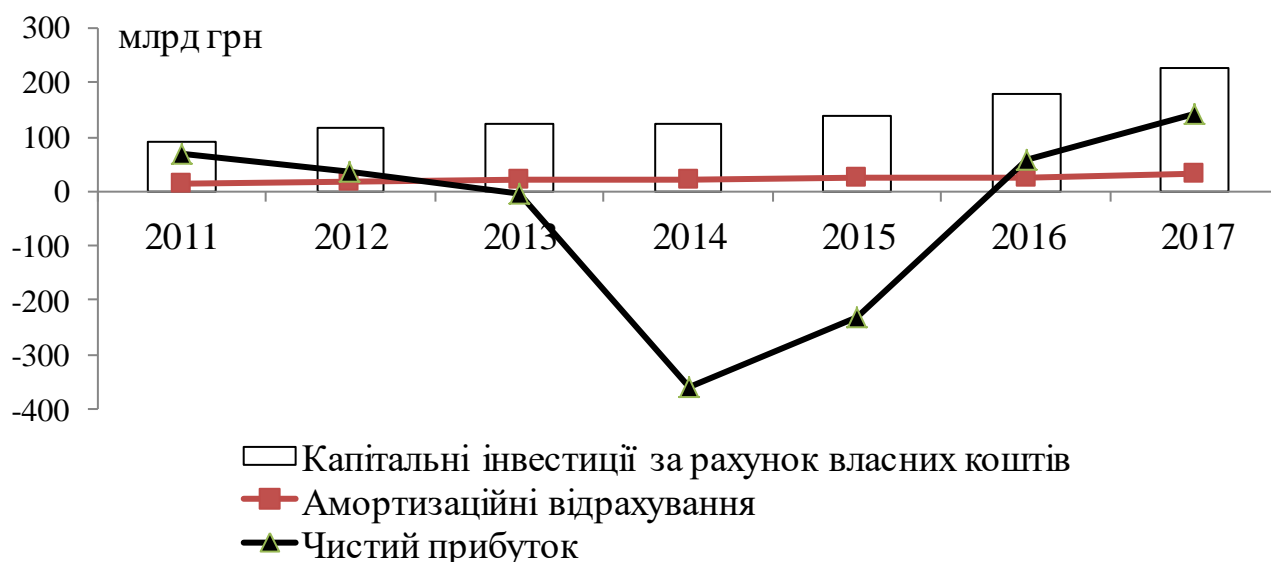


Рис. 5.1. Чистий прибуток та амортизація у фінансуванні капітальних інвестицій корпоративного сектора економіки України

Джерело: розраховано і побудовано за даними Держстату України.

Порівняння загального обсягу капітальних інвестицій корпоративного сектора, здійснених за рахунок власних коштів та фактичних показників прибутку та амортизаційних відрахувань, свідчить, що зазначені джерела (принаймні у кризові роки) не мають значного впливу на обсяги капітальних інвестицій підприємств корпоративного сектора (рис. 5.1).

Незалежно від обраної моделі фінансування бізнесу логічна послідовність використання джерел фінансування інвестицій підприємств є незмінною: 1) амортизація; 2) чистий прибуток; 3) довгострокові запозичення. Ділення показників нарахованої за період амортизації на обсяги капітальних інвестицій дає змогу визначити частку останніх, яка потенційно може фінансуватися за рахунок амортизації (табл. 5.7).

Обчислення зазначеної частки по групах підприємств, включених до вибірки, показало, що:

- сума нарахованої амортизації істотно перевищує витрати на придбання нових засобів підприємств практично по всіх видах економічної діяльності (за винятком підприємств секцій В, С10, та G);

- більш ніж півтораразове перевищення амортизаційних відрахувань над обсягами витрат на придбання основних засобів спостерігається по групі

підприємств машинобудування, металургійного виробництва та нафтоперероблення, які характеризуються найбільшим рівнем зношування основних засобів.

Таблиця 5.7

Потенційне покриття витрат на придбання основних засобів за рахунок нарахованої амортизації підприємствами в 2006–2017 рр.

Вид економічної діяльності	Секція	Кількість підприємств у вибірці, од.	Потенційне покриття витрат на придбання основних засобів за рахунок амортизації*, %
Сільське господарство, мисливство та надання пов'язаних з ними послуг	A01	16	114,1
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	B	13	86,4
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	C 20	9	106,8
Виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення	C 19	7	164,0
Виробництво харчових продуктів	C 10	35	89,7
Машинобудування	C 26-30	45	159,2
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	C 35	17	102,0
Металургійне виробництво	C 24	15	150,6
Будівництво	F	24	108,4
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; інформація та телекомунікації	HJ	7	107,3
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	G	31	78,8

* Середньозважений показник по секції.

Джерело: розрахунки автора на основі бази даних по підприємствах, складеної на основі оприлюдненої фінансової звітності підприємств (URL: <https://smida.gov.ua>).

Амортизаційні відрахування за своєю економічною сутністю набувають грошової форми лише після отримання коштів від покупців вироблених товарів (робіт, послуг). На кінець 2017 р. дебіторська заборгованість підприємств корпоративного сектора становила 2893,5 млрд грн, що еквівалентно 61,9% балансової вартості їх оборотних активів, або 97,0% ВВП. За 2017 р. дебіторська заборгованість зросла на 455,6 млрд грн, а упродовж 2012–2017 рр.

збільшилася у 2,2 раза²⁴⁹. Значні обсяги дебіторської заборгованості свідчать, що процес набуття амортизаційними відрахуванням грошової форми уповільнюється, істотно звужуючи технічні можливості фінансування капітальних інвестицій підприємств за рахунок цього джерела.

Упродовж 2008–2017 рр. період погашення дебіторської заборгованості²⁵⁰ суттєво подовжився – як по економіці загалом, так і по основних видах економічної діяльності (табл. 5.8).

Таблиця 5.8

Період погашення дебіторської заборгованості по окремим видам економічної діяльності, днів

Вид економічної діяльності	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2017
Усього, по економіці	96	133	124	120	126	143	143	136	136
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	124	139	151	153	158	201	152	237	268
Промисловість	90	132	115	105	112	121	121	127	133
Будівництво	121	210	195	176	190	232	208	251	185
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	80	107	102	87	100	111	104	101	105
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	58	71	80	83	90	110	116	101	93
Інформація та телекомунікації	–	–	–	–	76	83	73	68	54

Джерело: розраховано автором за: Діяльність суб'єктів господарювання за 2010 р.; Оборотні активи підприємств за видами економічної діяльності (за відповідні роки); Обсяги реалізованої продукції за видами економічної діяльності за відповідні роки. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Так, по економіці України цей показник збільшився у 1,4 раза, по сільському господарству – в 2,2 раза, по промисловості – у 1,5 раза. Зазначимо, що нормальним періодом погашення дебіторської заборгованості для ефективної роботи підприємства вважається термін до 30 днів (для

²⁴⁹ Статистика не наводить обсяги простроченої дебіторської заборгованості по економіці України, але, зважаючи на економічних стан переважної кількості підприємств, можна припустити, що вони є досить значними.

²⁵⁰ Показник розраховується за формулою: $(360 * \text{Середньорічна сума дебіторської заборгованості}) / \text{Виручка від реалізації товарів та послуг}$.

сільськогосподарських підприємств – 75 днів)²⁵¹. Нинішній же стан розрахунків можливо порівняти з 1990-ми роками, коли економіка країни потерпала від кризи неплатежів²⁵².

Подальше уповільнення періоду погашення дебіторської заборгованості може дати поштовх до розгортання у країні чергової кризи неплатежів. На жаль, статистика не дає можливості дослідити обсяги простроченої та безнадійної дебіторської заборгованості, однак, з огляду на істотні збитки підприємств корпоративного сектора, які вони зазнали у кризовий період, вони можуть бути значними. Стан розрахунків з покупцями і постачальниками впливає на ліквідність та спроможність підприємств фінансувати капітальні інвестиції. Співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості дає уявлення про можливість підприємства розрахуватися з кредиторами (постачальниками) за рахунок дебіторів²⁵³. Оптимальне значення цього показника становить 0,9. Упродовж 2008–2017 рр. зазначений показник набуває аномально високих значень у кризові роки, нормалізується в 2012–2013 рр. та з 2014 р. знову зростає, відображаючи розбалансування стану розрахунків між підприємствами (табл. 5.9).

Аномально високі значення коефіцієнта співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості відображають імобілізацію фінансових ресурсів підприємств у дебіторську заборгованість, що пригнічує їх спроможність відповідати за своїми зобов'язаннями. Під впливом зовнішніх факторів (девальвації національної валюти, інфляційних ризиків, звуження попиту на внутрішньому ринку тощо) може порушитися крихка рівновага взаєморозрахунків між суб'єктами господарювання, що спричинить каскадну хвилю їх банкрутств.

²⁵¹ Васина Н.В. Моделирование финансового состояния сельскохозяйственных организаций при оценке их кредитоспособности: моногр. Омск: Изд-во НОУ ВПО ОмГАУ, 2012. С. 49.

²⁵² Вплив кризи на фінанси реального сектора України та шляхи їх оздоровлення : моногр. / А.І. Даниленко, В.В. Зимовець та ін.; за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка; НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогноз. НАН України". Київ, 2014. С. 263.

²⁵³ Ребрик Ю.С., Павлюченко М.А. Діагностика фінансового потенціалу підприємств на основі застосування оптимізаційної моделі. *Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В.О.Сухомлинського*. 2018. Вип. 21. С. 380.

Таблиця 5.9

Співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості по окремих видах економічної діяльності, рази

Вид економічної діяльності	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	2,7	4,5	6,1	5,2	1,2	1,2	2,1	2,5	6,3	2,0
Промисловість	4,3	5,8	5,3	6,6	0,8	0,8	1,0	0,9	1,0	1,0
Будівництво	5,4	8,8	7,1	7,5	0,7	0,6	1,3	1,3	1,5	1,4
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	4,8	5,6	5,7	4,2	0,8	0,8	1,0	1,0	1,3	1,1
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	4,0	6,0	5,7	4,4	0,7	0,7	0,9	0,8	1,4	0,9
Інформація та телекомунікації	—	—	—	—	0,6	0,8	0,6	0,9	1,4	1,0
Усього по корпоративному сектору	4,5	5,7	5,6	5,2	0,8	0,8	1,0	1,1	1,5	1,1

Джерело: розраховано автором за даними: Поточні зобов'язання і забезпечення підприємств за видами економічної діяльності за відповідні роки; Оборотні активи підприємств за видами економічної діяльності за відповідні роки / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Водночас надмірна дебіторська заборгованість негативно впливає на технічні можливості фінансування інвестицій підприємств за рахунок власних джерел (амортизації та чистого прибутку) та змушує до пошуку альтернативних джерел фінансування. Саме тому натеper основним джерелом фінансування капітальних інвестицій підприємств є кредиторська заборгованість. Такий висновок опосередковано можна підтвердити існуванням стійкої тенденції до збільшення частки власних коштів підприємств у структурі капітальних інвестицій у кризові періоди. Упродовж 2008–2013 рр. питома вага власних коштів у джерелах фінансування капітальних інвестицій по економіці зросла з 56,7 до 63,4%. Водночас унаслідок істотних макрофінансових дисбалансів у країні суттєво ускладнився доступ до капіталів на фінансових ринках, прибуток підприємств значно скоротився, а корпоративний сектор генерував збитки. Підприємства, які відчувають брак власних джерел фінансування та

неспроможні залучити зовнішні джерела, вдаються до практик прихованого фінансування, які не виключають і «відмивання» брудних коштів.

Також, слід зазначити, що домінування власних коштів у структурі капітальних інвестицій є сталою тенденцією в національній економіці, що спричинена слабкою розвиненістю ринкових механізмів залучення інвестицій та непомірно обтяжливою для бізнесу вартістю кредитних ресурсів. Під впливом макроекономічних дисбалансів, фінансового виснаження економіки України, що було спровоковано фінансово-економічною кризою 2008–2009 рр., притаманні інвестиційній діяльності системні диспропорції набули істотного вираження.

До характерних особливостей фінансів корпоративного сектора відноситься значне перевищення поточної заборгованості над довгостроковими зобов'язаннями (у 3,3 раза на кінець 2017 р.). Це свідчить про обмежений доступ підприємств до довгострокових джерел фінансування, що звужує джерела фінансування капітальних інвестицій.

Вартість банківського кредитування є непомірною для більшості підприємств корпоративного сектора. Так, якщо середня рентабельність оперативної діяльності по економіці України у 2017 р. становила 8,9% (по промисловості – 6,6%), то середньозважена вартість кредитів у національній валюті для суб'єктів господарювання – 17,1%²⁵⁴, а на кінець 2018 р. збільшилася до 19,7%.

Макроекономічні дисбаланси та невиважена, не узгоджена політика КМУ, Мінфіну та НБУ призводять до звуження можливостей фінансування корпоративного сектора. Водночас затягується процес формування дієвих інститутів розвитку (зокрема створення Банку розвитку), що забезпечили би доступ до дешевих порівняно із комерційними банками кредитних ресурсів, а також практичне витіснення корпоративного сектора із фондового ринку державними цінними паперами. Активна пропозиція держави у розміщенні цінних паперів (ОВДП) призвела до витіснення цінних паперів корпоративного сектора з фондового ринку. Так, за результатами 2017 р. обсяг біржових

²⁵⁴ Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України (без урахування овердрафту). URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2

контрактів з цінними паперами підприємств (акції та облігації) становив 11,2 млрд грн, натомість державними облігаціями України – 189,6 млрд, що у 17 разів більше²⁵⁵. Державні облігації у 2017 р. становили 92,1% від загального обсягу укладених на організованому ринку біржових контрактів. Порівняно із 2014 р. частка сегмента державних облігацій зросла на 4,2 п.п.²⁵⁶. Водночас упродовж 2014–2017 рр. обсяг випуску облігацій вітчизняними підприємствами знизився із 29,8 до 5,7 млрд грн, або уп'ятеро.

Поряд із внутрішніми фінансовими дисбалансами в економіці країни, які негативно впливають на інвестиційну діяльність, існують істотні вади у сфері залучення прямих іноземних інвестицій. Зокрема, обсяги залучених ПІІ не мають значного впливу на модернізацію виробництва. У загальному обсязі джерел фінансування капітальних вкладень в Україні частка іноземних інвестицій у 2004–2017 рр. не перевищувала 5% та мала тенденцію до зниження. Станом на кінець 2018 р. цей показник становив лише 0,3%.

Через значні валютні ризики²⁵⁷ широкого поширення набула практика вкладення прямих іноземних інвестицій у діяльність суб'єктів господарювання шляхом боргових інструментів. Якщо на кінець 2004 р. частка ПІІ, залучених шляхом використання боргових інструментів, становила 5,8% від їх загального обсягу, то на кінець 2017 р. вона збільшилася до 18,7%²⁵⁸. За цей час зобов'язання перед прямими іноземними інвесторами за кредитами (у тому числі торговими) зросли з 0,6 млрд дол. США до 9,6 млрд дол. США²⁵⁹, або у 16 разів. Поряд із впливом інших чинників зростання боргів перед іноземними інвесторами розглядається як одна із причин надмірної боргової залежності бізнесу в Україні.

²⁵⁵ Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня–грудня 2017 року / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.ssmsc.gov.ua/fund/analytics>

²⁵⁶ Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня–грудня 2014 року / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.ssmsc.gov.ua/fund/analytics>

²⁵⁷ За період 2004–2017 рр. курс долара відносно гривні зріс у 5,3 раза. Водночас, станом на 01.01.2010 р., під впливом курсової різниці ринкова вартість прямих іноземних інвестицій (акціонерного капіталу) зменшилася на 0,7%. Упродовж 2014–2016 рр. ринкова вартість ПІІ під впливом валютних коливань зазнала зменшення відповідно на 18,0%, 9,1 та 3,0% (розраховано за даними НБУ – Статистичний збірник "Прямі інвестиції").

²⁵⁸ Розраховано за даними статистичного збірника "Прямі інвестиції" / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#3

²⁵⁹ Прямі інвестиції / Департамент статистики та звітності Управління статистики зовнішнього сектору Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446

Зважаючи на те, що за користування кредитами сплачуються відсотки та існує пріоритет при поверненні капіталу (порівняно із вкладеннями у статутний капітал), суттєве зростання зобов'язань за кредитами перед прямими іноземними інвесторами можна розцінювати як запобіжний захід задля пом'якшення високих ризиків втрати власного капіталу. Поряд із цим отримання кредитів в іноземній валюті перекладає ризики, пов'язані із курсовою різницею, на підприємство-одержувача, мінімізуючи їх для інвестора.

5.2. Шляхи активізації інвестиційної діяльності корпоративного сектора: роль держави

Окреслені тенденції у фінансах корпоративного сектора свідчать про глибоку кризу в інвестиційній діяльності та істотний дефіцит фінансових ресурсів для оновлення матеріально-технічної бази виробництва. Незважаючи на те, що останніми роками обсяги інвестицій дещо збільшилися, системні вади, притаманні інвестиційній діяльності підприємств, не були вирішені. Очевидним є те, що без активного інноваційно-інвестиційного розвитку та кардинальних змін державної політики у цій сфері в недалекій перспективі Україна може перетворитися на сировинний придаток до розвинених країн. Спинити деіндустріалізацію можливо лише за рахунок розбудови ефективної, виваженої, спрямованої на результат, державної інвестиційної політики.

Нівелювати, або частково пом'якшити, існуючі дисбаланси в інвестиційній сфері підприємств корпоративного сектора можливо за рахунок удосконалення інвестиційної політики держави. Йдеться, зокрема, про реформування системи реалізації державних інвестиційних проєктів та підвищення їх ефективності. Зважаючи на істотний борговий навіс, притаманний корпоративному сектору, в Україні назріла нагальна необхідність для створення дієвих інститутів розвитку, які б забезпечили потенційно перспективні виробництва відносно дешевим кредитним ресурсом. Це дасть змогу пом'якшити проблему надмірної боргової залежності підприємств та дещо урівняти позиції вітчизняних товаровиробників та зарубіжних конкурентів у доступі до фінансових ресурсів.

В економічній теорії існує багато думок з приводу ролі держави щодо підтримки економічного розвитку країни, зокрема її корпоративного сектора. Окремі науковці є прихильниками обмеженого впливу держави на економіку, мотивуючи це її неспроможністю забезпечити належний позитивний ефект та викривленням конкуренції. На їхню думку, держава не повинна безпосередньо втручатися у розвиток економіки, а її функції повинні зводитися лише до соціального забезпечення, захисту прав і свобод, оборони країни тощо²⁶⁰. З огляду на це, діяльність і розвиток корпоративного сектора мають відбуватися під впливом ринку.

Поряд із цим чимало науковців²⁶¹ дотримуються думки, що на певних етапах розвитку економіки, коли ринкові механізми не спроможні забезпечити достатні обсяги фінансування розвитку підприємств корпоративного сектора, зокрема промисловості, держава через свою інвестиційну політику повинна сприяти налагодженню цього процесу. Спираючись на історичний досвід України, можна стверджувати, що у вітчизняній економіці є приклади як успішного впливу держави на розвиток підприємств корпоративного сектора, так і істотних провалів, яких, на превеликий жаль, набагато більше.

Слід зазначити, що діюча на сьогодні система реалізації державних інвестиційних проєктів має опосередкований та слабкий стимулюючий вплив на розвиток підприємств корпоративного сектора. Зважаючи на те, що державні інвестиційні проєкти переважно реалізуються у соціальній сфері та інфраструктурі, де підприємства корпоративного сектора виступають підрядниками та виконавцями робіт у реалізації проєктів, найбільший позитивний фінансовий ефект отримують підприємства у сфері торгівлі, виготовлення будівельних матеріалів та будівництва.

Водночас аналіз товарної структури товарообороту підприємств оптової торгівлі свідчить, що у загальному обсязі проданих непродовольчих товарів у 2017 р. частка товарів, які вироблені на території України, становила лише

²⁶⁰ Тищенко О.П. Держава та її функції в економіці: ретроспективний аналіз наукових теорій докентіанського періоду. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 7 (133). С. 49–60.

²⁶¹ Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України : кол. моногр. / Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. за ред. д-ро екон. наук В.В. Зимовця; НАН України, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". Київ, 2017. 396 с.

37,2% (у 2016 р. – 38,3%)²⁶². Тобто опосередковано державні інвестиційні проекти переважно стимулюють зарубіжних товаровиробників. Згідно з абз. 1 п. 5 Закону України «Про публічні закупівлі»²⁶³, вітчизняні та іноземні учасники усіх форм власності та організаційно-правових форм беруть участь у процедурах закупівель на рівних умовах. Наведена ситуація призводить до того, що експортуючи сировину, Україна купує вироблені з неї товари за значно більшою ціною, стимулюючи при цьому іноземні підприємства. Так, лише за 2016–2017 рр. компанії з Китаю у системі PROZORRO виграли тендерів на 10,02 млрд грн²⁶⁴.

Між тим практика розвинених країн свідчить, що обмеження доступу до державних закупівель іноземних підприємств є одним із механізмів стимулювання розвитку вітчизняної промисловості. Більше того, зважаючи на значну місткість ринку державних закупівель (у 2017 р. обсяг публічних закупівель становив 777,7 млрд грн²⁶⁵, або 29,2 млрд. дол. США по середньозваженому курсу²⁶⁶, що становить 26,1% цього річного ВВП), такі обмеження можуть стати дієвим стимулом для іноземних підприємств у перенесенні виробничих потужностей на територію України. У цьому контексті цікавим є досвід США, де з 1993 р. діє законодавча вимога для публічних закупівель «Купуй американське», що регламентує придбання публічними установами лише американських товарів (виробів, матеріалів тощо)²⁶⁷. З 2014 р. дія системи «Купуй американське» розширилася ще більш, закриваючи доступ до публічних закупівель іноземним підприємствам та стимулюючи внутрішнього товаровиробника. Політиці протекціонізму США не заважає її членство у СОТ та інші міжнародні договори, що є основною аргументацією

²⁶² Товарна структура оптового товарообороту підприємств оптової торгівлі / Держстат України. URL: www.ukrstat.gov.ua

²⁶³ Закон України "Про публічні закупівлі" від 25 грудня 2015 р. № 922-VIII / Верховна Рада України. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/922-19>

²⁶⁴ Китайці натендерили в Україні вже більше 10 мільярдів за два роки. URL: <http://vgoru.org/index.php/rozsliduvannya/rozsliduvannya-partneriv/item/33725-kytaitsi-natenderyly-v-ukraini-vzhe-bilshe-10-miliardiv-za-dva-roky>

²⁶⁵ Аналіз функціонування системи публічних закупівель 2017 р. / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=86f9b4de-bb4c-4004-a563-cd4fe4fa4773&title=ZvitSferiPublichnikhZakupivelZa2017-Rik>

²⁶⁶ Офіційний курс гривні по відношенню до долара США (середні за період) у 2017 р. становив 26,6 грн за 1 долар.

²⁶⁷ Захищати не можна відкривати. *Національний економічний прагматизм* / за ред. Г. Чухай; Національна рада реформ. Київ, 2017. 174 с.

українського уряду²⁶⁸ при ігноруванні можливості проведення протекціоністських заходів у вітчизняній державній політиці. Попри це, аналіз міжнародних договорів²⁶⁹, які уклала Україна, не виключає можливості застосування протекціоністських заходів з метою виправлення існуючих диспропорцій в економіці. Зокрема, ст. 262 Угоди про асоціацію між Україною та ЄС передбачено можливість надання державної допомоги для сприяння економічному розвитку депресивних регіонів, нормалізації роботи економіки, сприяння розвитку певної економічної діяльності (якщо така допомога не суперечить інтересам країн ЄС) та інвестиційна допомога суб'єктам господарювання з метою забезпечення відповідності обов'язковим стандартам, визначеним директивами ЄС²⁷⁰.

Зважаючи на це та беручи до уваги сучасний фінансовий стан підприємств корпоративного сектора, зокрема його промислового сегмента, доцільним є проведення глибокого аналізу ситуації та розроблення дієвих механізмів підтримки вітчизняного товаровиробника.

Незважаючи на запровадження реформ щодо удосконалення державного самоврядування в Україні, реформування системи державних інвестицій не відбувається. Протягом багатьох років бюджетні кошти, виділені на реалізацію інвестиційних проєктів, використовуються неефективно (або мають незначну ефективність). Гальмується питання щодо необхідності створення розгалуженої системи інститутів розвитку, діяльність яких за досвідом багатьох розвинених та країн, що розвиваються, чинить суттєвий позитивний вплив на розвиток корпоративного сектора. Зокрема, Банк розвитку, попри беззаперечні докази дієвості цього інституту та ефективність у підтримці корпоративного сектора, в Україні досі не створено. Природно, що гальмування процесів реформування політики у сфері державних інвестицій призводить до консервування існуючих проблем та неефективного витрачання бюджетних коштів.

²⁶⁸ Аналіз функціонування системи публічних закупівель. 2017. С. 34. URL: www.me.gov.ua

²⁶⁹ Договір з СОТ та Угода з ЄС.

²⁷⁰ Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: <https://www.kmu.gov.ua/storage/app/media/ugoda-pro-asociaciyu/00ukraine-euassociationagreementbody.pdf>

Неодноразово фахівці ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» наголошували на необхідності реформування системи реалізації державних інвестиційних проєктів²⁷¹, визначаючи чинники, які пригнічують їх ефективність. Однак, кардинальних змін у діючій системі не відбувається, а державні інвестиційні проєкти й надалі реалізуються вкрай неефективно. Зокрема, за результатами 2018 р., із 21 затверджених проєктів лише 9 мають задовільний стан виконання, решта виконується із запізненням по графіку, або мають гірший, незадовільний, стан виконання²⁷².

Згідно зі ст. 32 Бюджетного кодексу України²⁷³, державні інвестиційні проєкти фінансуються за рахунок державних капітальних видатків. Упродовж 2007–2018 рр. частка фактичних капітальних видатків у загальному обсязі видатків державного бюджету скоротилася з 21,5 до 7,1%. Враховуючи, що планові капітальні видатки державного бюджету у 2018 р. були затверджені у сумі 91,1 млрд грн, їх частка спрямована на реалізацію державних інвестиційних проєктів планувалася на рівні лише 4,3%. Водночас фактична сума капітальних видатків державного бюджету становила 69,8 млрд грн, або 76,6% від плану.

Слід зазначити, що фактичні витрати на капітальні видатки суттєво відрізняються від планових показників. Зокрема, у 2018 р. план по капітальних видатках державного бюджету було виконано лише на 76,7%. Загалом середній показник виконання плану державних капітальних видатків упродовж 2007–2018 рр. становить 70,2%. Тобто, у середньому, 30% запланованих до реалізації проєктів не виконуються або реалізуються зі значним відставанням від графіку, що призводить до збільшення їх кошторисної вартості внаслідок дії інфляційних та валютних чинників.

У структурі капітальних видатків державного бюджету лєвова частка витрат (у 2018 р. – 54,6%) припадає на фінансування капітальних трансферів²⁷⁴.

²⁷¹ Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України: кол. моногр. / Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О., та ін.; за ред. д-ра екон. наук В.В. Зимовця; НАН України, ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". Київ, 2017. С. 241–242.

²⁷² Протокол Міжвідомчої комісії з питань державних інвестиційних проєктів від 26.02.2019 р. С. 1–2. URL: <http://www.me.gov.ua>

²⁷³ Бюджетний кодекс України / Верховна Рада України. 8 липня 2010 р. № 2456-VI. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#n2674>

²⁷⁴ Згідно з Наказом Міністерства фінансів України №333 від 12.03.2012 р. «Про затвердження Інструкції щодо застосування економічної класифікації видатків бюджету та Інструкції щодо застосування класифікації

Упродовж 2007–2018 рр. відбувся перерозподіл капітальних трансфертів між їх двома найвагомішими статтями. Зокрема, якщо у 2011 р. лівова частка коштів спрямовувалася на капітальні трансферти підприємствам (70,9%), то у 2018 р. вона становила лише 55,7%. Натомість стаття фінансування капітальних трансфертів органам державного управління інших рівнів за цей період зросла у 1,5 раза – до 43,1% у 2018 р. від загального обсягу капітальних трансфертів.

Досвід розвинених країн свідчить, що на етапі становлення ринкових відносин державна підтримка вітчизняних товаровиробників є украй важливим та потенційно ефективним елементом державної політики. Однак в Україні склалася ситуація, коли державні органи управління, до сфери діяльності яких належить управління об'єктами державної власності, належним чином не виконують покладених на них функцій. Зокрема, серед 79 державних суб'єктів управління (міністерства, відомства тощо), до сфери впливу яких належить підприємства та організації, лише 17, або 21,5%, оцінено як ефективні управлінці. Негативну оцінку у сфері управління отримало 29,1% державних органів, задовільну – 49,4%²⁷⁵. Поряд із цим із 3369 зареєстрованих державних підприємств – 1620 працюючих, з яких лише 58,1% прибуткові, решта генерує величезні збитки.

Неефективність державних органів у питаннях управління державною власністю дає підстави для припущень, що при покладанні на них обов'язків реалізації державних інвестиційних проєктів у пріоритетних видах економічної діяльності вони також будуть малоефективними. Громіздка бюрократична система, що поглинає багато часту та призводить до неефективного витрачання коштів, поряд із великою ймовірністю прийняття політично вмотивованих рішень, стануть факторами, що пригнічуватимуть реалізацію навіть найбільш успішних проєктів.

кредитування бюджету» під капітальними трансферами слід розуміти невідплатні односторонні платежі органів управління, які не ведуть до виникнення або погашення фінансових вимог. До них відносять кошти на придбання капітальних активів, компенсацію втрат, пов'язаних з пошкодженням основного капіталу, або збільшенням капіталу одержувачів бюджетних коштів. До цієї статті також включені трансферти підприємствам для покриття збитків, акумульованих ними протягом ряду років або таких, які виникли в результаті надзвичайних обставин. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0456-12>

²⁷⁵ Інформація про результати проведення єдиного моніторингу ефективності управління об'єктами державної власності за перше півр. 2018 року / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=2e24db81-1b0d-4322-80ce-89e6d3c269e2&tag=MonitoringEfektivnostiUpravlinniaObiektamiDerzhavnoiVlasnosti>

В Україні ще у 2013 р. було розроблено нормативно-правову базу щодо стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць²⁷⁶, визначено пріоритетні галузі та критерії відбору підприємств, які можуть скористатися державною підтримкою у реалізації інвестиційних проєктів. Однак, за інформацією Мінекономрозвитку України упродовж 2013–2017 рр.²⁷⁷ жодне з вітчизняних підприємств не скористалося можливостями впровадженої системи стимулювання.

Визнання самим Мінекономрозвитку України недосконалості та недієздатності Закону України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць» викликає лише закономірне питання: «навіщо розробляти і впроваджувати стимулюючі механізми для корпоративного сектора, які не мають адекватного попиту серед бізнес-структур?»²⁷⁸. Занадто жорсткі умови до інвестиційних проєктів, недосконалість процедури їх відбору та затвердження, а також часта зміна правил оподаткування, обумовлена дією Закону залежність реалізації проєкту від невизначеного часу прийняття рішень Кабінетом Міністрів України, робить стимулюючі механізми цього Закону недієздатними.

З цього випливає висновок, що, перш ніж ухвалювати Закон та впроваджувати стимулюючі механізми, потрібно проводити консультації з бізнесом, ретельно вивчати його позицію з приводу нововведень та на цій основі робити висновки про доцільність застосування того чи іншого державного механізму стимулювання. В іншому випадку, це лише призводить до неефективного використання державного ресурсу.

²⁷⁶ Закон України "Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць" №5205 від 06.09.2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5205-17>

²⁷⁷ Щодо реалізації інвестиційних проєктів відповідно до Закону України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць» // Департамент залучення інвестицій (27.10.2017). URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=8117ed36-7503-442b-9bfb-3ec7c783ddddd&title=SCodoRealizatsiiInvestitsiiniikhProektivVidpovidnoDoZakonuUkraini-proStimuliuvanniaInvestitsiinoiDiialnostiUPrioritetnikhGaluziakhEkonomikiZMetoiuStvorenniaNovikhRobochikhMist> s-.

²⁷⁸ Щодо реалізації інвестиційних проєктів відповідно до Закону України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць» / Департамент залучення інвестицій (27.10.2017). URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=8117ed36-7503-442b-9bfb-3ec7c783ddddd&title=SCodoRealizatsiiInvestitsiiniikhProektivVidpovidnoDoZakonuUkraini-proStimuliuvanniaInvestitsiinoiDiialnostiUPrioritetnikhGaluziakhEkonomikiZMetoiuStvorenniaNovikhRobochikhMist> s-

Водночас недієздатний упродовж багатьох років Закон прагнуть реанімувати. Зокрема, розроблено законопроект щодо внесення змін до Податкового кодексу України з метою стимулювання суб'єктів господарювання, які здійснюють свою діяльність у проблемних регіонах та зареєстровані відповідно до Закону України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць»²⁷⁹. Пропонується протягом п'яти років з дня реєстрації підприємства у базі отримувачів пільг звільняти від оподаткування ПДВ за виготовлення та розповсюдження власної продукції; а також від сплати 50% визначеного податку на прибуток та надавати інші пільги.

Зважаючи на те, що недієздатність Закону викликана не відсутністю пільг, а його нормативною недосконалістю, на наш погляд, спроби реанімувати його будуть марними та спричинять лише збільшення адміністративних витрат урядових установ та нераціональне витрачання часу держслужбовців. Поряд із цим, зближення законодавчого поля зі стандартами ЄС спонукає до переходу від секторальної державної підтримки до горизонтальної, тобто грантової, спрямованої на підтримку окремих інвестиційних проєктів, а не на підтримку життєдіяльності підприємства.

Керуючись концепцією «ефективної держави»²⁸⁰, ключовою тезою якої є зміна акцентів державного втручання в економіку з кількісного до якісного рівня, доцільним є виокремлення частини бюджетних коштів для підтримки інвестиційних проєктів у пріоритетних видах економічної діяльності, насамперед тих, реалізація яких зміцнить позиції України у високотехнологічному експорті та стимулюватиме імпортозаміщення.

Поряд із цим реорганізація системи реалізації державних інвестиційних проєктів, дасть можливість вивільнити кошти для здійснення проєктів у пріоритетних видах економічної діяльності, пов'язаних безпосередньо зі стимулюванням виробництва.

²⁷⁹ Правительство предлагает ввести налоговые льготы проблемным регионам. URL: buh.ligazakon.net

²⁸⁰ Звіт Світового банку-97 «Держава у світі, що змінюється», яким визнано, що без реалізації ефективної держави політики у економічній, соціальній сферах стійкий розвиток країни неможливий. Одним із напрямів його забезпечення є «спрямування державної політики на економічне зростання та справедливий розподіл результатів ринкового розвитку», що неможливо забезпечити без ефективної державної інвестиційної політики

/	Національна	економіка:	навч.	пос.	URL:
https://pidruchniki.com/1636010844679/ekonomika/printsipi_efektivnist_derzhavnogo_regulyuvannya					

Нівелювати ризик неефективності можливо за рахунок виокремлення функцій, пов'язаних з інвестиційною діяльністю та наділення ними окремого уповноваженого органу. Передувати реалізації цього заходу повинно проведення повного, прозорого аудиту діяльності установ²⁸¹, які на сьогодні опікуються питаннями реалізації державних інвестиційних проєктів. Враховуючи негативний досвід діяльності окремих державних установ, до завдань яких належить реалізація державних інвестиційних проєктів та суттєве дублювання їх функцій²⁸², поряд із проведенням аудиту діяльності, доцільно також чітко визначити їх обов'язки або реорганізувати їх у єдиний орган, наділений правом реалізації державних інвестиційних проєктів у пріоритетних видах економічної діяльності.

Такою установою може виступати Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДФКУ), що підпорядкована Міністерству економічного розвитку та торгівлі України. Такий вибір обумовлений тим, що основною метою створення цієї установи визначено «здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності, а також залучення вітчизняних та іноземних інвестицій для розвитку корпоративного сектора економіки, підвищення вітчизняного потенціалу з експорту продукції, що виробляється на підприємствах галузей національної економіки, захисту та підтримки національного товаровиробника»²⁸³. Її статутом передбачено виконання завдань щодо організації та реалізації інвестиційно-інноваційних проєктів, які реалізуються, зокрема у реальному секторі²⁸⁴.

Водночас прийняттю такого рішення повинно передувати повне перезавантаження діяльності цієї організації. Реорганізації потребує як кадровий потенціал установи, так і нормативно-правова база її функціонування.

Зокрема, наразі ДФКУ є неpubлічною, а її діяльність – непрозорою, що

²⁸¹ Державна інноваційна фінансово-кредитна установа, ДП «Державна інвестиційна компанія», тощо.

²⁸² Визначені у Статуті ДП «Державна інвестиційна компанія», та Державної інноваційної фінансово-кредитної установи завдання практично ідентичні один одному. Тому доцільність діяльності двох організацій у цій сфері є сумнівною. Поряд із цим значні порушення у їх діяльності, що нині призвели до розгляду багатьох судових справ, суттєво шкодять іміджу держави як сумлінного, ефективного інвестора.

²⁸³ Постанова КМУ від 15 червня 2000 р. «Питання Державної інноваційної фінансово-кредитної установи», № 979 URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/979-2000-%D0%BF>

²⁸⁴ Статут Державної інноваційної фінансово-кредитної установи. Затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 15 червня 2000 р. № 979 (в редакції постанови Кабінету Міністрів України від 28 грудня 2016 р. № 1020). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=979-2000-%EF>

порушує принципи використання коштів, затверджені порядком формування і використання коштів ДІФКУ²⁸⁵, зокрема – принципи прозорості та відкритості, гласності. Варто зазначити, що після втрати чинності у квітні 2018 р. зазначеного Порядку²⁸⁶ установа взагалі працює без узгодженої та затвердженої нормативно-правової бази. Законодавчі акти, якими вона апелює у своїй діяльності, були затверджені ліквідованим нині Державним агентством України з інвестицій та розвитку. «Питання конкурсного відбору інноваційних та інвестиційних проєктів для їх фінансування за рахунок коштів Державної інноваційної фінансово-кредитної установи» потребують осучаснення в частині чіткого визначення критеріїв оцінки проєктів, розроблення методології моніторингу ефективності їх реалізації тощо.

Представлена на офіційному сайті ДІФКУ інформація не дає змоги проаналізувати ефективність її діяльності та ефективність інвестиційних проєктів, які реалізуються за її участі. Згідно зі ст. 19 Закону України «Про інноваційну діяльність»²⁸⁷ ДІФКУ реалізуються проєкти, які пройшли попередню реєстрацію та внесені до Державного реєстру інноваційних проєктів. Однак статутом установи також передбачено фінансування інвестиційних проєктів, «спрямованих на впровадження у виробництво прогресивних науково-технічних розробок і технологій, освоєння випуску нових видів продукції шляхом створення нових виробництв»²⁸⁸. Чітких критеріїв до вибору зазначених проєктів не встановлено.

Аналіз фінансової звітності свідчить про те, що ДІФКУ є збитковою (на кінець першого півріччя 2018 р. чистий фінансовий результат становив – (2154) тис. грн, у 2014 р. – (8745) тис. грн²⁸⁹ та не має достатніх коштів для ефективного сприяння реалізації інвестиційно-інноваційних проєктів.

²⁸⁵ Наказ Державного агентства України з інвестицій та інновацій «Про затвердження Порядку формування і використання коштів Державної інноваційної фінансово-кредитної установи», №88 від 23.10.2008 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1104-08>

²⁸⁶ Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України №555 від 23.04.2018 р. «Про визнання таким, що втратив чинність, наказу Державного агентства України з інвестицій та інновацій від 23 жовтня 2008 року № 88», URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0575-18>

²⁸⁷ Закон України «Про інноваційну діяльність». *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 2002. N 36. Ст.266 URL: <https://xp--80aagahqwyibe8an.com/zakon-ukrajiny/stattya-derjavni-innovatsiyni-finansovo-71538.html>

²⁸⁸ Чинний статут.

²⁸⁹ Державна інноваційна фінансово-кредитна установа / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=8366a8b2-845b-43f0-a96b-fd26249500cb&title=DerzhavnaInnovatsiinaFinansovokreditnaUstanova>

Зазначене вище свідчить, що для перетворення ДІФКУ на ефективний інструмент державного стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних видах економічної діяльності необхідно, по-перше, провести її реформування, по-друге, забезпечити достатнім фінансовим ресурсом для фінансування інвестиційних проєктів. Останнє можна здійснити за допомогою перерозподілу капітальних видатків бюджету, спрямовуючи 10–15% їх обсягу на фінансування інвестиційних проєктів, які реалізуються в реальному секторі.

Доцільність такого кроку обумовлена необхідністю підвищення ефективності інвестиційних проєктів, які реалізуються за державної участі, а також досягненням довгострокових пріоритетів розвитку, визначених урядом країни. Зокрема, у Бюджетній резолюції на 2018–2020 роки закладено реалізацію довгострокових пріоритетів розвитку та стратегічних цілей, до яких відноситься розвиток високотехнологічних виробництв, які продукують збільшення доданої вартості, що відображено в меті реалізації пріоритетних державних (цільових) програмах та державних інвестиційних проєктах²⁹⁰. Пріоритетами для реалізації державних інвестиційних проєктів цим документом, поряд з іншими, визначено реалізацію проєктів у добувній та обробній промисловості. Водночас, ст. 24 «Порядку відбору державних інвестиційних проєктів»²⁹¹ передбачено можливість реалізації державних інвестиційних проєктів у добувній та обробній промисловості. Це створює законодавче підґрунтя для розбудови ефективних механізмів державної підтримки вітчизняного товаровиробника високотехнологічної продукції.

При реформуванні ДІФКУ доцільним вбачається:

– розроблення та затвердження нового Порядку формування і використання коштів Державної інноваційної фінансово-кредитної установи, яким передбачено спрямування 10–15% коштів, які щорічно виділяються на фінансування державних капітальних видатків на реалізацію перспективних інвестиційних проєктів у корпоративному секторі. Закріплення цільового

²⁹⁰ Основні напрямки бюджетної політики на 2018–2020 рр. / Міністерство фінансів України. червень 2017 р. URL: <https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/%D0%9E%D0%9D%D0%91%D0%9F%202018-2020.pdf> С. 22

²⁹¹ Порядок відбору державних інвестиційних проєктів. Постанова КМУ від 22 липня 2015 р. № 571. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/571-2015-%D0%BF#n153>

призначення цих коштів на реалізацію проєктів у переробній промисловості, що сприятиме виробництву високотехнологічних товарів;

– розроблення та впровадження нового порядку відбору інвестиційних проєктів, які можуть бути реалізовані за сприяння ДІФКУ. В основу нового порядку доцільно покласти розроблений Мінекономрозвитку України «Порядок відбору інвестиційних проєктів, для реалізації яких надається державна підтримка»²⁹², зі змінами, що впливають зі специфіки функціонування установи;

– визначити принципи відбору інвестиційно-інноваційних проєктів. До таких принципів слід віднести:

- відповідність мети проєкту стратегічним цілям держави;
- ефективність (реалізація проєктів повинна передбачати отримання прибутків);
- відповідність наявним інвестиційним ресурсам;
- збалансованості (дотримання оптимальної пропорції між дохідністю інвестиційного проєкту та ризиками);
- реалістичність (відповідність потенціалу підприємства завданням реалізації проєкту);
- стабільність та повнота реалізації проєкту (держава повинна гарантувати повноту виконання взятих на себе зобов'язань, у тому числі й у сфері його фінансування).

– визначити критерії відбору інвестиційно-інноваційних проєктів, до яких доцільно включити:

- проєкти у сфері високотехнологічного виробництва;
- проєкти, спрямовані на підвищення технологічного рівня виробництва;
- прибутковість, економічна доцільність реалізації проєкту;
- співфінансування проєкту за рахунок коштів приватного інвестора, або інших джерел фінансування, що не менша за 50%;

²⁹² Постанова КМУ від 13.10.2013 р. № 835. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/835-2013-%D0%BF>

- експортоорієнтоване, або імпортозаміщуюче виробництво.

Керуючись цими критеріями, ДІФКУ може розпочати формування державного інвестиційного портфеля. Поряд із цим, необхідними кроками, що вплинуть на ефективність роботи установи є: залучення до складу Комітету з проведення конкурсного відбору проєктів фахівців Національного комітету промислового розвитку, які є більш обізнаними у специфіці роботи промислових підприємств та їх інвестиційній діяльності; запровадження системи сліпого рецензування проєктів, які подаються на конкурс до установи; розроблення переліку критеріїв ефективності інвестиційних проєктів та впровадження на регулярній основі моніторингу ефективності їх реалізації. Відсутність розробленого та затвердженого порядку моніторингу реалізації проєктів унеможливорює своєчасне реагування та здійснення необхідних коректив відібраних ході реалізації відібраних проєктів; проведення заходів, які сприятимуть прозорості діяльності установи, зокрема: розширення інформаційної бази представленої на її сайті, регулярне висвітлювання питань, що стосуються не лише просвітницької діяльності установи, а й інформування про хід роботи над інвестиційними проєктами. Прозорість діяльності ДІФКУ знизить можливості реалізації корупційних схем та підвищить ефективність витрачання бюджетних коштів, зміцнить довіру приватного інвестора до співпраці з державою.

Розбудова ефективної установи, що опікуватиметься реалізацією інвестиційно-інноваційних проєктів, дасть поштовх розвитку в Україні виробництва конкурентоспроможної продукції, а успішний досвід реалізованих проєктів стане прикладом наслідування для інших приватних підприємств.

РОЗДІЛ 6. ВПЛИВ ПОДАТКОВОЇ КОНКУРЕНЦІЇ НА ФІНАНСИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА

6.1. Податкова конкуренція: загальнотеоретичні підходи

У сучасному світі, який характеризується високою мобільністю товарів, капіталів, праці, майна, ресурсів та інших оподатковуваних активів, особливості національної податкової політики практично завжди впливають на рух цих активів та алокацію ресурсів. У цьому контексті податкову конкуренцію слід класифікувати як один зі специфічних видів економічної конкуренції, а основним засобом її реалізації виступає податкова політика. З огляду на це податкову конкуренцію слід розглядати крізь призму загальнотеоретичних підходів до трактування економічної конкуренції.

Перший підхід може бути класифікований як поведінковий. Слово «конкуренція» походить від латинського «concurrentia», що означає «зіткнення», «змагання». Саме таке поведінкове трактування цієї категорії зазвичай усталилося в економічній літературі. А. Сміт²⁹³, зокрема, пов'язував конкуренцію із чесним, без змови, суперництвом, що ведеться між продавцями за найбільш вигідні умови продажу товару.

Неокласичний варіант поведінкового тлумачення конкуренції пов'язує її із боротьбою за рідкісні економічні блага та, зрозуміло, за гроші споживача, на які їх можна придбати. Логіка цього підходу – така: більшість благ (товарів, послуг, ресурсів) є рідкісними в тому розумінні, що їх кількість є меншою, ніж потенційна потреба суспільства. Тому власники благ мають можливість розподіляти їх, керуючись своєю вигодою. Вони висувають свої умови або критерії (необхідний рівень цін, якості тощо) і, залежно від виконання цих умов, вирішують, кому надати блага, а кому – ні. «Конкуренція є прагнення якомога краще відповідати критеріям доступу до рідкісних благ», – вважає американський економіст П. Хейне²⁹⁴. У контексті податкової конкуренції таким благом може виступати передусім *зменшене податкове навантаження*, а власником такого блага – держава, що й визначає податкову політику. В сенсі

²⁹³ Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов. Москва: ЭКСМО, 2003. 960 с.

²⁹⁴ Хейне П. Экономический образ мышления / пер. с англ. Изд. 2-е, стереотипн. Москва: Изд-во «Дело» при участии изд-ва «Catallaxy», 1992. С. 298.

поведінкової інтерпретації конкуренції написано й основні роботи М. Портера²⁹⁵.

Поряд із поведінковим трактуванням у XIX і, особливо, у XX ст. отримало поширення структурне трактування конкуренції. Її джерела – у роботах Ф. Еджуорта²⁹⁶, А. Курно²⁹⁷, Дж. Робінсона²⁹⁸, Е. Чемберліна²⁹⁹.

При структурному підході акцент зміщується із самої боротьби підприємств одне з одним на аналіз структури ринку – тих умов, які панують на ньому. Стосовно податкової конкуренції цей підхід передбачає активне використання в конкурентній боротьбі податкових умов здійснення господарської діяльності у відповідній юрисдикції, причому ці умови не обмежуються виключно рівнем податкового навантаження, а враховують й інші аспекти оподаткування. Визначальним моментом структурної концепції конкуренції є подання розвитку ринкової системи як динамічної зміни її властивостей, структури та функцій. Структурна концепція конкуренції формує нове уявлення про конкуренцію як про процес, на відміну від конкуренції як ситуації у моделі А. Сміта.

Третій підхід до визначення конкуренції, найбільш відомими представниками якого є Й. Шумпетер³⁰⁰, Фрідріх А. фон Гаск³⁰¹ та ін., може бути класифіковано як функціональний підхід. Він описує роль, конкуренції в економіці як засобу стимулювання економічного розвитку, інноваційного оновлення та ін. Так, Нобелівський лауреат з економіки 1974 р. Ф.А. фон Гаск вважає, що суспільство, яке у процесі вирішення будь-яких завдань покладається на засоби конкуренції, буде найбільш успішним у досягненні поставлених цілей³⁰². Такими засобами можуть бути зокрема й засоби податкової політики.

²⁹⁵ Портер М. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / пер. с англ. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2005. 715 с.; Портер М. Е. Конкуренция: учеб. пособ. / пер. с англ. под ред. Я. В. Заблоцкого. Москва: ИД «Вильямс», 2000. 495 с.; Портер М. Е. Международная конкуренция / под ред. В. Д. Щепина. Москва: Междунар. отношения, 1993. 896 с.

²⁹⁶ Edgeworth F. Papers Relating to Political Economy. London, 1925. Vol. 1. P. 111–142.

²⁹⁷ Cournot A. Recherches sur les principes mathematique de la thejrie des richesses. Paris, 1938. 356 p.

²⁹⁸ Робинсон Д. Экономическая теория несовершенной конкуренции / пер. с англ. И. М. Осадчей. Москва: Прогресс, 1986. 472 с.

²⁹⁹ Чемберлин Э. Теория монополистической конкуренции / пер. с англ. под ред. Ю. Я. Ольсевича. Москва: Экономика, 1996. 351 с.

³⁰⁰ Шумпетер Й.А. Теория экономического развития (исследование предпринимательства, прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры) / пер. с нем. под ред. В. С. Автономова и др. Москва: Прогресс, 1982. 455 с.

³⁰¹ Хайек Ф. А. Дорога к рабству / пер. с англ. М. Б. Гнедовского. Москва: Экономика, 1992. 176 с.

³⁰² Там само. С. 12.

Цілеспрямовані дослідження податкової конкуренції у світовій економічній науці розпочалися не так давно – в другій половині минулого сторіччя. Проте в спеціальній літературі вже існує достатньо широке різноманіття підходів до визначення цього феномена.

Узагальнена позиція американських дослідників у сфері публічних фінансів – Дж.Д. Уілсона та Д.Е. Уайлдасіна, – викладена в роботі³⁰³, включає три базові визначення, які диференційовані за широтою підходу:

- у широкому сенсі під податковою конкуренцією розуміється будь-яка форма неузгодженого встановлення податків незалежними урядами³⁰⁴;

- у вузькому сенсі – вплив податкової політики на розподіл доходів від оподаткування між державними бюджетами³⁰⁵;

- у найбільш вузькому сенсі – неузгоджене встановлення податку незалежною державою, за якого політичні рішення кожного уряду впливають на переміщення мобільних податкових баз між юрисдикціями, представленими цими урядами³⁰⁶.

На нашу думку, перше з наведених визначень уявляється занадто широким та дещо розмитим, оскільки податкова політика у сучасному світі є прерогативою національних урядів, хоча й дещо обмеженою рамками міждержавних угод та нормативно-правових актів інтеграційних об'єднань. Якщо сприймати його буквально, як податкова конкуренція може бути класифікована будь-яка дія уряду у сфері оподаткування, не узгоджена з іншими країнами.

Друге визначення стосується міжрегіональної конкуренції, що існує або може існувати між окремими в рамках країни юрисдикціями та, по суті, представляє конкуренцію за джерела фінансування місцевих бюджетів.

Третє визначення уявляється найбільш повним, оскільки оперує не результатами оподаткування у вигляді доходів, а мобільними податковими

³⁰³ Wilson J.D., Wildasin D.V. Tax Competition: Bane or Boon? *Working paper for the Office of Tax Policy Research / Institute for Fiscal Studies conference "World Tax Competition"*, held on May 24-25, 2001. London, UK. P. 2-3. URL: <http://www.bus.umich.edu/otpr/wp2001-11paper.pdf>.

³⁰⁴ « ... any form of noncooperative tax setting by independent governments».

³⁰⁵ « ... each government's tax policy influences the allocation of tax revenue across government treasuries».

³⁰⁶ « ... noncooperative tax setting by independent governments, under which each government's policy choices influence the allocation of a mobile tax base among "regions" represented by these governments».

базами, хоча неузгодженість рішення держави у сфері оподаткування залишається дискусійним моментом.

Щодо джерел виникнення податкової конкуренції Т.Д. Гудспід вважає, що вона виникає при дії податкової системи одного державного утворення на податкову систему іншого, зазвичай за допомогою впливу на доходи від оподаткування³⁰⁷. Тобто податкова конкуренція розглядається ним як конкуренція між податковими системами різних юрисдикцій. На думку Т.Ф. Філда, податкова конкуренція виникає при реформуванні податкової системи з метою залучення платників, інвестицій для створення додаткових робочих місць, стимулювання або підтримки економічного зростання³⁰⁸.

Наявність трьох наведених загальнотеоретичних підходів до економічної конкуренції простежується і в існуючих визначеннях податкової конкуренції (табл. 6.1).

Таблиця 6.1

Різні підходи до визначення податкової конкуренції

Автор	Визначення податкової конкуренції
<i>Поведінковий підхід</i>	
Пінто К.	Зменшення податкового навантаження з метою підвищення конкурентоспроможності національного бізнесу або приваблення іноземних інвестицій ³⁰⁹ .
Педь І.В.	Суперництво країн із застосуванням інструментів оподаткування за мобільні фактори виробництва і мобільну податкову базу, зумовлене неузгодженістю дій країн при встановленні податків та існуванням взаємозалежності податкових систем в умовах міжнародної мобільності факторів виробництва ³¹⁰ .
Мітчел Д.	Можливість індивіда обирати між юрисдикціями з різним рівнем оподаткування ³¹¹ .
Пінська М.Р.	Спосіб взаємодії юрисдикцій (урядів, публічно-правових утворень або держав) у сфері формування податкової бази, що створюється на певній території, спрямований на залучення (або запобігання відпливу) мобільних факторів виробництва, потоку товарів та послуг шляхом встановлення сприятливого податкового клімату ³¹² .

³⁰⁷ Goodspeed T. Tax Competition, Benefit Taxes and Fiscal Federalism. *National Tax Journal*. 1998. Vol. 51. No 3. P. 579–586.

³⁰⁸ Field T. Tax Competition in Europe and America. *Tax Notes*. 2003. Vol. 98. No 14. P. 121–126.

³⁰⁹ Pinto C. Tax Competition and EU Law. *The Hague-London-New York: Kluwer Law International*. 2002. 435 p.

³¹⁰ Педь І.В. Податкова конкуренція: монографія. Київ: Експерт-Консалтинг, 2009. С. 205.

³¹¹ Mitchell D. Tax Competition Primer. Why Tax Harmonization and Information Exchange Undermine America's Competitive Advantage in the Global Economy. The Heritage Foundation, 2001. URL : <http://www.heritage.org/research/taxes/BG1460.cfm>

³¹² Энциклопедия теоретических основ налогообложения / под ред. И.А.Майбурова, Ю.Б. Иванова Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2016. С. 94.

Автор	Визначення податкової конкуренції
<i>Структурний підхід</i>	
Рохач Д.	Процес залучення мобільних податкових баз в юрисдикції шляхом зниження податкових ставок. За своєю природою процес податкової конкуренції – це процес незалежного встановлення податкових ставок та податкових баз ³¹³ .
Погорлецкий О.І.	Суперництво численних податкових юрисдикцій за право залучення у свою національну економіку так званих «глобальних платників податків» (як господарюючих суб'єктів – резидентів інших країн, так і власних) для того, щоб оподатковувати їхні доходи від операцій усередині певної юрисдикції та за кордоном ³¹⁴ .
Пузін О.М.	Змагання у наданні найкращих умов для утримувачів оподатковуваного майна. Економічна сутність податкової конкуренції полягає в такому режимі оподаткування, який призводить до переміщення частини доходів платників на іншу територію й перерозподілу через бюджетну систему іншої юрисдикції ³¹⁵ .
<i>Функціональний підхід</i>	
Самусевич Я.В.	Процес суперництва адміністративно-територіальних утворень одного чи різних рівнів державної влади за залучення мобільних джерел податкових надходжень через використання конкурентних переваг податкового чи неподаткового характеру, спрямований на максимізацію економічного добробуту території, в результаті якого відбувається реформування податкових систем юрисдикцій-учасників у напрямі підвищення їх ефективності та появи нових податкових режимів, забезпечується перерозподіл податкових надходжень між територіями, регулюється рівень індикаторів розвитку економіки та досягаються цілі державної економічної політики ³¹⁶ .

Джерело: укладено автором.

Передумовами міжнародної податкової конкуренції, з одного боку, є неузгоджене встановлення податків урядами різних країн, а з іншого – мобільність (пом'якшення або усунення бар'єрів для міждержавного переміщення) факторів виробництва³¹⁷, що посилюється глобалізацією, інтеграційними процесами, розвитком електронної комерції та цифровізацією економіки.

Основними відмінностями податкової конкуренції від конкуренції економічної є такі:

³¹³ Rohac D. Tax Competition and Economic Growth. P. 40. URL: ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/2206

³¹⁴ Погорлецкий А.И. Налоговая конкуренция в современном мире: роль в реформировании налоговых систем. *Экономика налоговых реформ*: монография / под ред. И.А. Майбутова, Ю.Б. Иванова, Л.Л. Тарангул. Київ: Алерта, 2013. С. 67.

³¹⁵ Пузин А. М. Межгосударственная налоговая конкуренция: истоки и перспективы. *Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО*. 2010. № 4. С. 41.

³¹⁶ Самусевич Я.В. Розвиток науково-методичних підходів до розуміння сутності податкової конкуренції. *Вісник Української академії банківської справи*. 2013. No 2(35). С. 35.

³¹⁷ Libman A. International Experience of Tax Optimization - The Role of Tax Competition and Offshores in Global Economy MPRA. *MPRA Paper*. 2004. No. 17042. P. 8-9. URL : <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/17042> (дата звернення 5 вересня 2009, 20:12 UTC).

1) суб'єктами податкової конкуренції виступають не економічні агенти, а держава (міжнародна податкова конкуренція) або її адміністративно-територіальні одиниці (внутрішньодержавна податкова конкуренція). У цьому аспекті податкову конкуренцію слід розглядати на міждержавному (або міжрегіональному) рівні як одну з форм економічної конкуренції;

2) об'єктами податкової конкуренції можуть виступати мобільні податкові бази, які створюються за рахунок залучення мобільних ресурсів (капіталу, праці, майна чи інших ресурсів);

3) інструментарій податкової конкуренції обмежується виключно засобами податкової політики.

Досягнення стійких позицій у сфері податкової конкуренції здійснюється за допомогою реалізації ефективної конкурентної стратегії. Зважаючи на обґрунтування та класифікацію конкурентних стратегій М. Портера³¹⁸, стосовно податкової конкуренції слід виділяти два види стратегій:

– стратегію низького податкового навантаження, що виступає аналогом стратегії низьких витрат М. Портера;

– стратегію диференціації, яка базується наразі на конкурентних перевагах податкової системи, що не пов'язані з податковим навантаженням (легкістю адміністрування, наявністю пільг, що забезпечують привабливість перенесення мобільних ресурсів певного виду на відповідну територію, використанням спеціальних економічних зон та спеціальних податкових режимів тощо).

6.2. Вплив податкової конкуренції на розвиток фінансових відносин та нагромадження капіталу підприємствами корпоративного сектора

Специфіка податкової конкуренції обумовлює особливий характер податкових переваг: їх трактують як спеціальні податкові умови, які забезпечують зацікавленість бізнесу в перенесенні мобільних факторів виробництва на територію відповідної юрисдикції, що спричиняє й переміщення мобільних податкових баз.

³¹⁸ Портер М.Е. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов / пер. с англ. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2006. 454 с.

Залежно від економічної сутності конкурентні переваги в податковій конкуренції можна поділити на чотири групи:

1) конкурентні переваги, що базуються на зменшеному податковому навантаженні. Ця група конкурентних переваг зазвичай визначається рівнем податкової ставки, але існує й інший варіант – звуження податкової бази при незмінній ставці оподаткування, що також забезпечує зменшення податкового тягара та відповідне збільшення власних коштів платників податку. До цієї групи можна віднести також застосування на території країни спеціальних податкових режимів територіального (спеціальні економічні зони) або галузевого характеру (хоча на практиці останній тип податкових режимів застосовується скоріш як виняток, крім сільського господарства);

2) конкурентні переваги структурного характеру. Структура системи оподаткування певною мірою визначає умови для здійснення бізнесу. Так, економіка, де доходи бюджету формуються переважно за рахунок податків з фізичних осіб, за однакових рівнів податкового навантаження та адміністрування податків є більш привабливою порівняно з економікою, де переважають податки з юридичних осіб;

3) конкурентні переваги, що обумовлені прозорістю правил оподаткування та простотою податкового адміністрування, обліку та звітності. Надмірно ускладнена податкова система та обтяжені правила податкового адміністрування навіть за відносно низького рівня податкового навантаження перешкоджають залученню інвестицій та пожвавленню ділової активності;

4) конкурентні переваги, що спрямовані на залучення окремих видів мобільних ресурсів (наприклад, інвестицій або праці) шляхом застосування специфічних видів податкових пільг. Прикладом такої конкурентної переваги може бути застосування податкового кредиту або податкової знижки на інвестиції інноваційної спрямованості.

Найбільш поширений підхід однозначно ув'язує податкову конкуренцію зі зменшенням податкового навантаження³¹⁹, тобто з реалізацією конкурентних

³¹⁹ Mitchell D. Tax Competition Primer. Why Tax Harmonization and Information Exchange Undermine America's Competitive Advantage in the Global Economy. The Heritage Foundation, 2001. URL: <http://www.heritage.org/research/taxes/BG1460.cfm>

переваг першого типу. У практиці міжнародного оподаткування податкова політика, що базована на такому підході, віднесена до несприятливої податкової практики та отримала назву «гонка поступок» (race to bottom) – тобто спосіб конкуренції між державами, який передбачає поступове пом'якшення нормативно-правового режиму у сфері оподаткування.

Механізм дії таких конкурентних переваг полягає в тому, що внаслідок зменшення податкового навантаження кінцеві фінансово-економічні показники діяльності підприємства збільшуються, а це стимулює розширення ділової активності та залучення мобільних ресурсів (капіталу, праці, майна), що має наслідком розширення податкових баз у перспективі.

Підвищення рівня податкової конкуренції шляхом застосування конкурентних переваг такого типу в загальному випадку сприяє збільшенню співвідношення «власний капітал / позичковий капітал». Це обумовлено зменшенням податкового навантаження та відповідним збільшенням власних обігових коштів суб'єктів господарювання.

Однак використання конкурентних переваг цієї групи обмежено через ризик суттєвого зменшення бюджетних надходжень.

З позицій держави більш прийнятним є базування конкурентної стратегії на перевагах другої або третьої–четвертої груп, використання яких не пов'язане з радикальними бюджетними втратами, але створює для економічних агентів більш комфортний податковий клімат.

Для оцінки рівня податкової конкуренції використовується система індикаторів, найбільш поширеними з яких є такі³²⁰:

- податковий коефіцієнт (частка податків у ВВП);
- гранична ставка індивідуального прибуткового податку;
- гранична ставка податків на соціальне страхування;
- гранична ставка податку на прибуток;
- гранична ставка ПДВ.

Перелічені індикатори можуть бути використані для оцінки конкурентних

³²⁰ Погорлецкий А. И. Международная налоговая конкуренция на современном этапе развития мировой экономики. *Проблеми економіки*. 2011. № 2. С. 8. Sokolovska O.V. Race to the Bottom in International Tax Competition: Some Conceptual Issues. *Journal of Tax Reform*. 2016. Vol. 2, no. 2. P. 98–110.

переваг першої групи, до них можна додати також показник загальної ставки податків та зборів, процент від прибутку за методологією рейтингу «Doing Business», яка виступає комплексним показником та враховує податкове навантаження на бізнес (корпоративний прибутковий податок) та працю (індивідуальний прибутковий податок та соціальні внески).

До індикаторів другої групи конкурентних переваг можуть бути віднесені такі показники, як питома вага податків, що стягуються з юридичних осіб, співвідношення прямих та непрямих податків (висока частка прямих податків негативно впливає на ділову активність), ефективні (імпліцитні) ставки податків на капітал, працю та споживання (низький рівень ставок на капітал та працю сприяє пожвавленню ділової активності та залученню мобільних ресурсів відповідного виду).

Для оцінки конкурентних переваг третьої групи можуть бути використані такі податкові індикатори рейтингу «Doing Business», як витрати часу на виконання обов'язку платника податків, кількість податкових платежів, кількість процедур після подання звітності та сплати податків (Postfiling index).

Остання, четверта група конкурентних переваг, яка в українському оподаткуванні практично не представлена, може бути оцінена за допомогою показників інтенсивності застосування цільових податкових пільг, спрямованих на стимулювання інвестицій, інновацій та створення робочих місць (втрати податкових надходжень унаслідок застосування пільг, кількість пільг тощо).

Динаміка індикаторів рейтингу «Paying Taxes» (PT), що характеризують рівень податкової конкуренції в Україні (табл. 6.2), свідчить про наявність позитивної тенденції *щодо зміцнення позиції України в податковій конкуренції*.

Перш за все слід відзначити позитивну тенденцію таких інтегральних показників, як місце країни в рейтингу (з 164-го в 2014 р. до 54-го місця в 2019 р.) та Індекс повної відстані від граничної межі (DTF) (з 70,33 у 2015 р. до 79,35 у 2019 р.). Вони загалом характеризують податкову систему країни з

точки зору її сприятливості бізнесу. Проте найкращі показники (43-тє місце в рейтингу та DTF на рівні 80,77) відносилися до 2018 р., після чого вони незначно погіршилися за рахунок збільшення на 3,9 п.п. (до 41,7%) загальної ставки податків та зборів (рис. 6.1). Цей показник перевищує середню ставку по усім досліджуваним країнам (на 1,3% абс.), а також показники по таких групах країн, як країни ЄС та ЄАВТ³²¹ (на 2,4%) та країни ОЕСР з високим рівнем доходу (на 1,9%). Найбільший розрив за цим індикатором (9,4%) простежується між Україною та країнами групи «Європа та Центральна Азія», куди вона віднесена.

Таблиця 6.2

**Динаміка основних індикаторів позиції України
в податковій конкуренції**

Показник	РТ- 2014	РТ -2015	РТ - 2016	РТ-2017	РТ -2018	РТ -2019
Місце в рейтингу	164	108	107	84	43	54
Індекс повної відстані від граничної межі (DTF)	x	70,33	70,69	72,72	80,77	79,35
Кількість платежів на рік	28	5	5	5	5	5
Витрати часу, год	390	350	350	355,5	327,5	327,5
Загальна ставка податків та зборів, % до прибутку	54,9	52,9	52,2	51,9	37,8	41,7
Індекс процедур після подання звітності та сплати податків – Postfiling index, (0-100)	x	X	X	79,26	85,95	85,95

Джерело: Paying taxes 2014. URL: <http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/assets/pwc-paying-taxes-2014.pdf>; Paying taxes 2015. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2015-low-resolution.pdf>; Paying taxes 2016. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes-2016/paying-taxes-2016.pdf>; Paying taxes 2017. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2017-post-filing-key-findings.pdf>; Paying taxes 2018. URL: https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc_paying_taxes_2018_full_report.pdf; Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>

В Україні загальна ставка формується переважно за рахунок податків на працю (24,8%)³²² при помірній ставці податку на прибуток (11,9%), а інші податки формують тільки 1,1% у загальній ставці. Така структура близька до відповідних показників ЄС (26,5%, 12,4 та 1,7%), але серйозно відрізняється від середньосвітової (16,1%, 16,3 та 8,1%).

³²¹ Європейська асоціація вільної торгівлі (Швейцарія, Норвегія, Ісландія, Ліхтенштейн).

³²² За даними рейтингу Paying taxes 2018.



Рис 6.1. Позиціювання податкової системи України за індикатором «загальна ставка податків і зборів»

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>

Сильною стороною української податкової системи є відносно невелика кількість податкових платежів, яка не зазнала змін протягом останніх п'яти років. За цим індикатором Україна займає лідируючі місця в рейтингу (рис. 6.2).



Рис 5.2. Позиціювання податкової системи України за індикатором «кількість платежів на рік»

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>

Ще однією перевагою України в податковій конкуренції є високий рівень індексу процедур після подання звітності та сплати податків (Postfiling index). При максимальному рівні індексу 100 для України, за даними рейтингу РТ-2019, він дорівнює 85,95 (рис. 5.3), що перевищує середні показники по світу та досліджуваних регіонах.



Рис 6.3. Позичування податкової системи України за індикатором «Postfiling index»

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>

Слабким місцем конкурентної позиції України залишається основний показник якості податкового адміністрування – «витрати часу на виконання податкового обов'язку», який за даними рейтингу «Paying taxes – 2019» дорівнює 327,5 год та в 1,5–2 рази перевищує аналогічні показники досліджуваних груп країн (рис. 6.4).



Рис 6.4. Позичування податкової системи України за індикатором «Витрати часу на виконання податкового обов'язку»

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>

Структурна декомпозиція аналізованого індикатора³²³ свідчить про наявність найбільших проблем в адмініструванні непрямих податків,

³²³ Paying taxes 2018. URL: https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc_paying_taxes_2018_full_report.pdf

насамперед ПДВ та акцизів (199 год проти 92 год в середньому по світу та 52 год – для країн ЄС та ЄАВТ). Разом із тим витрати часу на адміністрування податку на прибуток в Україні (37 год) зіставні з європейськими країнами (34 год) та набагато менші, ніж у середньому по світу (61 год), а на адміністрування податків на працю в Україні витрачається 92 год при середньосвітовому рівні 87 год.

Саме вади податкового адміністрування непрямих податків, які призводять до надмірних витрат часу на виконання податкового обов'язку, забезпечують найбільший негативний вплив на конкурентну позицію України в міждержавній податковій конкуренції. Тому спрощення податкового обліку та процедур підготовки й подання податкової звітності слід розглядати як важливий резерв активізації підприємницької діяльності, підвищення інвестиційної привабливості України та створення умов для нагромадження капіталу підприємствами нефінансового сектора економіки.

Перспективним також уявляється імплементація світового досвіду щодо стимулювання залучення мобільних ресурсів і в першу чергу – інвестиційних для вирішення пріоритетних завдань соціально-економічного розвитку, до яких слід віднести забезпечення енергоефективності та інноваційної діяльності.

Таким чином, податкова конкуренція в певних межах може розглядатися як фактор розвитку підприємницької діяльності та нагромадження капіталу підприємствами реального сектора економіки, але можливості ефективного його використання обмежені, насамперед умовами бюджетної політики.

Обмеженість використання податкової конкуренції підтверджується також неоднозначною та різноспрямованою динамікою фінансових результатів підприємств (за показником частки підприємств, що отримали прибуток) та загальної ставки податків та зборів (рис. 6.5). Аналогічна ситуація спостерігається і щодо співвідношення загального рангу за рейтингом «Paying taxes» та рентабельністю операційної діяльності підприємств (рис. 6.6).

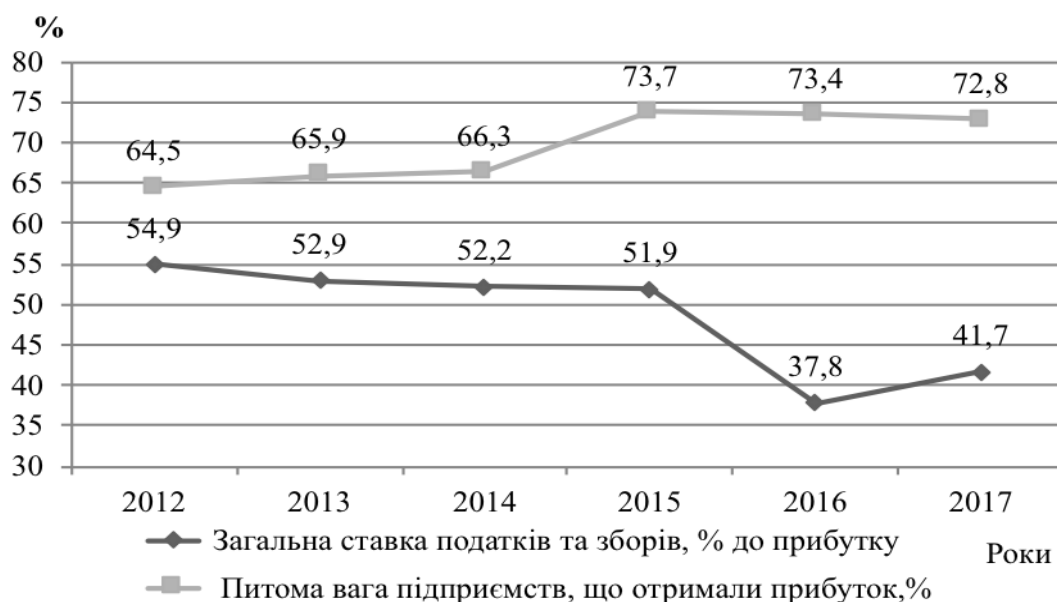


Рис. 6.5. Співвідношення частки прибуткових підприємств і загальної ставки податків та зборів в Україні, 2012–2017 рр.

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>; офіційний сайт Держстату. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

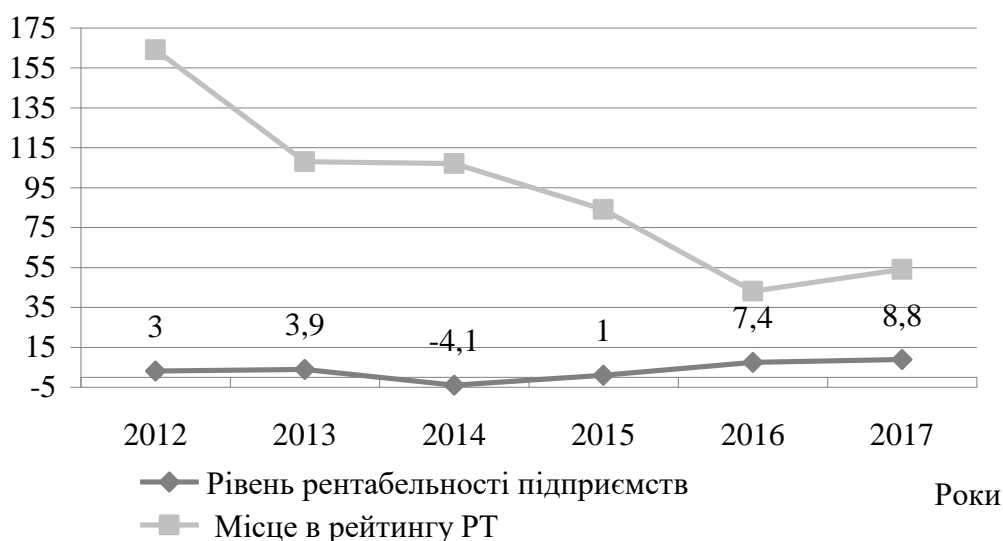


Рис. 6.6. Взаємозв'язок рентабельності підприємств та місця України у рейтингу «Paying Taxes»

Джерело: Paying taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>; офіційний сайт Держстату України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Наведені рисунки підтверджують висновки О. Рудінга, Р. Болдвіна та Р. Форсліда про те, що, фактор оподаткування у цьому контексті не є вирішальним³²⁴, а при плануванні реальних інвестицій до уваги береться не

³²⁴ Baldwin R.\ Forslid R. Tax competition and the nature of capital. . London: Centre for Economic Policy Research, 2002. 9 p.; Ruding O. Report of the Committee of Independent Experts on Company Taxation. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1992. 19 p.

тільки рівень оподаткування, а й сукупність інших факторів (наявність відповідної інфраструктури, кваліфікація трудових ресурсів та ін.). Тобто *податкова конкуренція для суто фінансових інвестицій має набагато більше значення, ніж для реальних*. Тому проблему накопичення капіталу підприємствами реального сектора економіки, незважаючи на важливість впливу податкових факторів, не може бути вирішено тільки за рахунок інструментарію податкової конкуренції.

Наслідком низького рівня податкової конкурентоспроможності країни, з позицій економічних агентів, є відсутність умов для залучення капіталів та нагромадження капіталу вітчизняними підприємствами, що призводить до вимивання мобільних факторів виробництва, в т. ч. і відпливу капіталу.

6.3. Протидія недобросовісній податковій конкуренції

Окремої уваги заслуговує недобросовісна податкова конкуренція, що передбачає використання офшорів для уникнення податків та мінімізації податкового навантаження на бізнес.

Сучасну ідеологію протидії розмиванню податкових баз та виведенню прибутків з-під оподаткування за допомогою використання офшорів та низькоподаткових юрисдикцій втілено у Плані дій для урегулювання питання BEPS³²⁵, ухваленому ОЕСР та країнами «Великої двадцятки». У Плані дій визначено 15 заходів у рамках трьох основних «стовпів»: узгодження національних правил, що впливають на міжнародну діяльність, посилення вимог існуючих міжнародних стандартів щодо сутності, а також поліпшення прозорості та впевненості.

Міністерство фінансів України розробило Рекомендації з реалізації Плану дій з BEPS (мінімальні стандарти)³²⁶, якими в Україні передбачено впровадження чотирьох обов'язкових заходів із 15 рекомендованих.

Проте імплементація цих кроків у національне податкове законодавство України відбувається повільно, що гальмує створення ефективного антиофшорного регулювання.

³²⁵ Base Erosion and Profit Shifting (BEPS) Action Plan. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/tax-policy-administration/beps.html>

³²⁶ Рекомендації з реалізації Плану дій з BEPS (мінімальні стандарти) / Міністерство фінансів України. URL: https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/2017_Roadmap_BEPS_UKRAINE_ua.pdf

Єдиний антиофшорний інструмент податкового регулювання міститься в п. 140.5 ст. 140 Податкового кодексу України (ПКУ)³²⁷. Вперше він був апробований 20 років тому в Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» (у редакції 1997 р.). Сутність цього інструменту полягає в наявності нормативу зменшення витрат на придбання товарів та послуг у нерезидентів, розташованих або зареєстрованих в офшорних зонах. Такі витрати враховуються при обчисленні оподатковуваного прибутку в зменшеному на 30% розмірі (пп. 140.5.4 ПКУ).

Причому кількісно цей норматив залишається на незмінному рівні, проте порядок зменшення витрат підприємства зазнав суттєвих змін унаслідок уведення в податкове законодавство податкових різниць, трансфертного ціноутворення (ст. 34 ПКУ) та встановлення спеціального порядку його застосування при обчисленні податкових баз.

Відповідно до п. 140.5 ПКУ фінансовий результат податкового (звітного) періоду збільшується на суму у 30% вартості товарів, у тому числі необоротних активів, робіт та послуг (крім операцій, з пов'язаними особами-нерезидентами та виплатами по нарахуванню роялті на користь нерезидентів та операцій, визнаних контрольованими). Ця норма застосовується до товарів, робіт та послуг, придбаних у:

- неприбуткових організацій;
- нерезидентів (у тому числі пов'язаних осіб), зареєстрованих у державах (на територіях), включених до переліку держав (територій) за критеріями, встановленими пп. 39.2.1.2 ПКУ³²⁸ (держави, у яких ставка корпоративного податку на 5 і більше п.п. нижча, ніж в Україні, та ін.);
- нерезидентів, які не сплачують податок на прибуток (корпоративний податок), у тому числі з доходів, отриманих за межами держави реєстрації таких нерезидентів, та/або не є податковими резидентами держави, в якій вони

³²⁷ Податковий кодекс України від 02.12.2010 р. № 2755-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>

³²⁸ Перелік Держав (територій), які відповідають критеріям, установленим підпунктом 39.2.1.2 підпункту 39.2.1 пункту 39.2 статті 39 Податкового кодексу України. Затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2017 р. № 1045. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1045-2017-п>

зареєстровані як юридичні особи³²⁹. Цей перелік враховує особливості оподаткування окремих організаційно-правових форм нерезидентів, стосовно яких застосовуються пільгові податкові режими, хоча держави або території, де вони зареєстровані (розташовані), до традиційних офшорів не відносяться.

В обох названих та затверджених Кабінетом Міністрів України переліках термін «офшор» не використовується, а затверджені вони для цілей трансфертного ціноутворення.

У чинному законодавстві існує ще один перелік, який прямо названо Переліком офшорних зон³³⁰. На відміну від двох попередніх, цей перелік сьогодні не тільки не застосовується, а й взагалі не згадується в податковому законодавстві. Сфера його застосування – фінансовий моніторинг. А більшість країн та територій, які віднесені до офшорних зон, увійшли в згаданий вище перелік, затверджений Постановою КМУ від 27 грудня 2017 р. № 1045.

Паралельне існування трьох переліків ускладнює чинне законодавство, тому з метою його спрощення та гармонізації уявляється доцільним скасування Розпорядження Кабінету Міністрів України від 23 лютого 2011 р. № 143-р з одночасним виділенням розділу «держави та території, віднесені до офшорних зон» у Переліку, затвердженому постановою Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2017 р. № 1045.

Аналіз механізму коригування фінансового результату свідчить про наявність неоднозначного підходу до різних операцій з суб'єктами господарювання, які зареєстровані або мають статус резидента офшорних зон.

Податкова різниця на основі нормативу витрат розраховується та враховується при обчисленні податкової бази тільки по контрольованих операціях імпорту товарів, робіт, послуг з відповідних держав та територій. Для операцій експорту застосовується принципово інший підхід – звичайний

³²⁹ Перелік організаційно-правових форм нерезидентів, які не сплачують податок на прибуток (корпоративний податок), у тому числі податок з доходів, отриманих за межами держави реєстрації таких нерезидентів, та/або не є податковими резидентами держави, в якій вони зареєстровані як юридичні особи. Затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 4 липня 2017 р. № 480. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/480-2017-p>

³³⁰ Про віднесення держав до Переліку офшорних зон. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 23 лютого 2011 р. № 143-р (зі змінами, внесеними Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2018 р. № 1079-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/143-2011-p>

механізм донарахування доходу за цінами, визначеними за «принципом витягнутої руки» відповідно до процедури, встановленої ст. 39 ПКУ. Тобто «ціна» операцій з нерезидентом, зареєстрованим в офшорі або віднесеним до числа резидентів такої зони, диференційована за різними видами зовнішньоекономічних операцій, причому для експортних операцій застосовується більш ліберальний податковий режим. Разом із тим як світова, так і українська практика уникнення оподаткування достатньо широко використовують схеми експорту товарів, робіт та послуг за заниженими цінами, метою яких є не тільки мінімізація податків, а й виведення капіталу.

Тому з метою запобігання цим негативним явищам уявляється доцільним передбачити *більш жорсткий механізм протидії вивезенню товарів, робіт, послуг у країни та території, що віднесені до офшорних зон*. В основу конструкції такого механізму може бути покладено застосування як порогового значення нормативу збільшення доходів за експортними операціями, відповідним контрагентам що реалізується шляхом уточнення механізму коригування фінансового результату (додаток 5).

Реалізація запропонованого варіанту антиофшорного податкового регулювання сприятиме зменшенню економічної привабливості використання офшорів у схемах агресивного податкового планування, скороченню обсягів виведення капіталу та створенню умов для нагромадження капіталу підприємствами реального сектора економіки України.

РОЗДІЛ 7. ВПЛИВ КОНЦЕНТРАЦІЇ КАПІТАЛУ НА ФІНАНСИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

7.1. Передумови та тенденції концентрації приватного капіталу та формування фінансово-промислових груп в Україні

Україна отримала в спадщину від СРСР економіку з надзвичайно високим рівнем концентрації та централізації, особливо в промисловому виробництві. В УРСР рівень концентрації промислового виробництва (за середньою кількістю зайнятих) був більший, ніж загалом по СРСР у 1,2 раза. Великі та надвеликі підприємства абсолютно домінували у промисловості.

На підприємствах із кількістю зайнятих понад 1000 робітників, питома вага яких сягала 20,3% загальної кількості підприємств, вироблялося 77,8% товарної продукції, було задіяно 77,8% усього промислово-виробничого персоналу, промислово-виробничі фонди становили 83,6% їх середньорічної вартості, споживалося 87,6% електроенергії. Надвеликі підприємства (понад 10000 робітників), при тому, що їхня частка становила лише 1,3% загальної кількості підприємств, виробляли 22% товарної продукції, там було зайнято 25,9% чисельності загальнопромислового персоналу, вартість промислово-виробничих фондів становила 33,9%. За рівнем концентрації та централізації промислового виробництва УРСР перевищувала показники не лише РРФСР, а і США³³¹.

Оскільки УРСР була членом ООН, то дані щодо її економіки міжнародна статистика оприлюднювала як щодо окремої країни. Згідно з ними, у 1990 р. Україна входила в першу десятку індустріально розвинених країн світу. Розпад СРСР призвів до стрімкого розриву традиційних економічних зв'язків з контрагентами з країн – колишніх республік СРСР, що стало однією з основних причин процесу деіндустріалізації країни. Проте в промисловому секторі зберігався достатньо високий рівень концентрації та централізації виробництва, що в процесі корпоратизації та приватизації стало основною передумовою для формування великого приватного капіталу.

³³¹ Экономические регуляторы воспроизводственного процесса. Київ: Наукова думка, 1992. С. 252.

Великими є підприємства, які не відповідають критеріям для середніх підприємств, та їх показники на дату складання річної фінансової звітності за рік, що передує звітному, відповідають щонайменше двом з таких критеріїв: балансова вартість активів – понад 20 млн євро; чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – понад 40 млн євро; середня кількість працівників – понад 250 осіб. За роки проведення відповідних статистичних спостережень у 2010–2012 рр. кількість великих підприємств зросла з 586 до 698. З 2013 р. почалося скорочення їх кількості, що значно прискорилося у 2014–2016 рр. Якщо у 2013 р. великих підприємств налічувалося 659, то у 2014 р. – 497, у 2016 р. – лише 383 підприємства. У 2017 р. кількість великих підприємств незначно зросла – до 399.

Також постійно спостерігалось значне скорочення середньої кількості працівників, зайнятих на великих підприємствах. Істотне зростання обсягу реалізованої продукції (товарів, послуг) великих підприємств, особливо в період 2014–2016 рр. було зумовлено насамперед зростанням цін виробників, оскільки за цей період значно скоротилися обсяги ВВП як у зіставних цифрах, так і у доларовому еквіваленті.

В останні роки фіксується тенденція скорочення частки великих підприємств у створенні ВВП України. Якщо у 2012 р. вона дорівнювала 47,5%, то у 2016 р. – близько 40%. Цей процес відображає не стільки зростання ролі малого та середнього бізнесу в економіці, скільки деіндустріалізацію, що значно прискорилося у 2014–2017 рр. У цей період значна кількість великих підприємств, які створювали фундамент економіки України, або перебували на межі банкрутства, або навіть припинили діяльність, збанкрутували.

Ідеться про фактичну втрату ряду ключових галузей, перш за все промислових. З 2015 р. до 2019 р. в Україні не було створено жодного серійного літака. Фактично припинила свою діяльність суднобудівна галузь, яка виробляє лише невеликі військові катери та річкові вантажні судна, на порядки знизилось виробництво автомобілів тощо.

Упродовж 2006–2016 рр. підприємства автомобілебудування скоротили виробництво у 50 разів, причому подальше падіння фіксувалося й у 2017–

2018 рр. У 2018 р. в Україні було виготовлено 6623 одиниць автотранспортних засобів, що на 23% менше, ніж у попередньому році. О. Охріменко зазначає про прямий зв'язок між питомою вагою великого капіталу та загальним рівнем економічного розвитку країн, зокрема тих, що входять до ЄС. Він посиляється на офіційну статистику ЄС, згідно з якою загалом частка великого бізнесу у ВВП ЄС становить 38% (останні дані є лише за 2015 р.), частка середнього бізнесу – 29%, а малого – 27%. Але в найбільш розвинених країнах ЄС, Німеччині та Франції вона сягає, відповідно, 49 та 46%. Малі та середні підприємства домінують у країнах з більш слабкою економікою – Мальті, Кіпрі, Болгарії, країнах Балтії³³².

Утім, не можна погодитися з тезою О. Охріменка про те, що розвиток великого бізнесу є більш пріоритетним завданням, ніж малого та середнього, і що саме він потребує державної підтримки. Малий же і середній бізнес здатні розвиватися без такої підтримки. Це не відповідає досвіду провідних економік країн світу, зокрема США та країн ЄС.

У США провідним органом державної підтримки малого бізнесу є Адміністрація малого бізнесу (SBA – Small Business Administration), її регіональні та місцеві відділення. Крім того, малим бізнесом опікуються комітети Конгресу у справах малого бізнесу і численні спеціальні органи у міністерствах, відомствах та місцевих органах влади. Створене ще у 30-х рр. XX ст. SBA на сьогодні вирішує три найважливіші завдання: забезпечення фінансової підтримки малих і середніх підприємств; сприяння в отриманні державних замовлень; надання технічних та консультаційних послуг з питань управління.

В «Акті про малий бізнес в Європі» (SBA) розвиток МСБ в ЄС розглядається як основний фактор структурної модернізації економіки, що повинен забезпечити успішний перехід до економіки знань, яка базується на засадах інноваційного розвитку. В ньому зокрема констатується, що «...процвітання ЄС у майбутньому залежатиме від того, чи буде використано

³³² Охріменко А. Может ли малый и средний бизнес обеспечить рост экономики? URL: <https://www.google.com.ua/search?q=А.Охріменко.+Может+ли+малый+и+средний+бизнес+обеспечить+рост+экономики%3F&oq>

потенціал зростання та інновацій малих та середніх підприємств»³³³.

Протиставлення розвитку великого капіталу і МСБ позбавлене сенсу, особливо зараз, коли є чисельні приклади виникнення великих та надвеликих корпорацій на основі трансформації малих та середніх підприємств. Корпорація Майкрософт (Microsoft Corporation) – транснаціональна корпорація комп'ютерних технологій із 124 тис. працівників, представництвами у 102 країнах (2017 р.) є найбільшим у світі підприємством – виробником програмного забезпечення. Вона була заснована у 1975 р., і тоді на ній працювало лише три особи.

Apple Bing. – американське технологічне підприємство, що проєктує та розробляє побутову електроніку, програмне забезпечення та онлайн-сервіси. Саме на ньому вперше в Америці капіталізація перевершила 1 трлн дол. США. Заснована у 1976 р. С. Джобсом, С. Возняком та В. Калиничем з метою розробки та продажу персональних комп'ютерів, у 2017 р. Apple отримала річну виручку у 229,2 млрд дол.. США, чистий прибуток – 48,4 млрд дол.. США³³⁴. Аналогічні приклади створення ФПП на основі малих та середніх підприємств є також у Японії, Південній Кореї тощо.

Утім, не викликає сумніву, що стрімке скорочення питомої ваги великого капіталу у ВВП в Україні є однією з головних ознак деіндустріалізації країни, а отже, негативним явищем. Тим більше, що саме великий капітал відіграє основну роль у формуванні доходів бюджету. Протягом 2017 р. в Офісі великих платників обслуговувалося 2506 великих платників податків (ВПП), при цьому 100 з них перерахували до зведеного бюджету 258,3 млрд грн, що становить понад 70% усіх надходжень Офісу. Загалом по Україні (з урахуванням сплати рентних, ресурсних та інших платежів за місцем розташування підрозділів) за 2017 р. платники Офісу ВПП ДФС забезпечили збір до зведеного бюджету в розмірі 355,1 млрд грн.

Великий ступінь концентрації та централізації капіталу створив умови для

³³³ The Small Business Act for Europe. URL: http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/small-business-act_en

³³⁴ Скрипін Владимир. Apple сумела улучшить все финансовые показатели и нарастит продажи iPhone даже без новых моделей. URL: <https://itc.ua/news/apple-sumela-uluchshit-vse-finansovyye-pokazateli-i-narastit-prodazhi-iphone-dazhe-bez-novyih-modeley/>

формування ФПГ в Україні. Офіс ВПП ДФС наводить дані по податкових надходженнях окремо від ФПГ. Оскільки чіткого визначення ФПГ в українському законодавстві немає, саме перелік ФПГ, розроблений ДФС, можна розглядати як офіційно визначений, а обсяги сплати податків можуть розглядатися як ключова ознака ролі окремих ФПГ в українській економіці. Обсяги надходжень податкових платежів від ФПГ до зведеного бюджету України упродовж 2016–2017 рр. наведено у табл. 7.2.

Таблиця 7.2

Обсяги податкових надходжень від ФПГ, млрд грн

Компанія	2016	2017	Частка у надходженнях ВПП, %
SCM, у т.ч.	27,6	36,1	10,2
SCM/ДТЕК	16,4	18,0	5,1
SCM/Метінвест	6,7	13,8	3,9
Група «Приват»	8,1	12,4	3,5
НАЕК «Енергоатом»	5,6	8,7	2,5
Укрзалізниця	6,8	6,9	2,0
АТБ-Маркет	4,1	4,8	1,4
EastOne (Інтерпайп)	2,1	2,9	0,8
Group DF	3,1	2,4	0,7

Джерело: сайт ДФС України.

Звичайно, викликає питання те, на основі яких критеріїв ДФС включило до переліку ФПГ мережу продуктових магазинів АТБ-Маркет та Укрзалізницю, промислова діяльність яких не є профільною. Це актуалізує проблему визначення сутності ФПГ та її відповідного законодавчого оформлення. Проте, оскільки іншого офіційного переліку ФПГ не існує, до законодавчого визначення поняття ФПГ доводиться орієнтуватися саме на розробки ДФС.

Найбільше податкових платежів до зведеного бюджету по Україні за 12 місяців 2018 року було сплачено такими ФПГ:

1) НАК «Нафтогаз України» – 93,3 млрд грн, що на 11,1 млрд грн, або на 13,5%, більше, ніж роком раніше. Група забезпечила 23,3% загальних податкових надходжень до зведеного бюджету України;

2) SKM – 90,1 млрд грн, що на 13,2 млрд грн, або на 17,2%, більше такого ж періоду роком раніше. Частка надходжень об'єднання в загальному обсязі надходжень усіх платників України становила 22,6%.

Зокрема, ДФС виокремила такі підгрупи:

- SKM/Метінвест – 20,3 млрд грн, що на 6,3 млрд грн, або на 45,0%, більше за аналогічний період минулого року. Група «Метінвест» забезпечує 5,1% загальних надходжень зведеного бюджету України;
- SKM/ДТЕК – 20,2 млрд грн., що на 2,3 млрд грн, або на 13,7%, більше за аналогічний період минулого року. «ДТЕК» забезпечує 5,1% загальних надходжень зведеного бюджету України;
- «Приват» – 13,2 млрд грн, що на 941,6 млн грн, або на 7,7%, більше за аналогічний період минулого року. «Приват» забезпечує 3,3% загальних надходжень зведеного бюджету України;
- Укрзалізниця – 11,2 млрд грн, що на 765,8 млн грн, або на 7,3%, більше за аналогічний період минулого року. «Укрзалізниця» забезпечує 2,8% загальних надходжень зведеного бюджету України;
- НАЕК «Енергоатом» – 6,5 млрд грн, що на 2,2 млрд грн, або на 25,7%, менше за аналогічний період минулого року. НАЕК «Енергоатом» забезпечує 1,6% загальних надходжень усіх платників України;
- АТБ-Маркет – 6,9 млрд грн, що на 2 млрд грн, або на 42,0%, більше за аналогічний період минулого року. АТБ-Маркет забезпечує 1,7% надходжень зведеного бюджету України.

Таким чином, серед об'єднань, які ДФС розглядає як ФПГ, скорочення податкових надходжень відбулося тільки по НАЕК «Енергоатом». Це було пов'язано із досить жорсткими обмеженнями на зростання тарифів в атомній підгалузі енергетики.

На відміну від РФ та деяких інших постсоціалістичних та пострадянських країн, ухвалення у 1995 р. Закону України «Про промислово-фінансові групи» не зумовило офіційного оформлення таких об'єднань. Згідно з цим Законом промислово-фінансова група – це об'єднання, що створюється за рішенням КМУ на певний строк з метою реалізації державних програм пріоритетних сфер виробництва і структурної перебудови економіки України, включаючи програми відповідно до міждержавних договорів, а також з метою виробництва кінцевої продукції. Спроби їх створення згідно з чинним законодавством не

мали успіху, тому що це не створювало належних умов для інтеграції фінансового та промислового капіталів. Функціонування в рамках промислово-фінансових груп не давало ніяких переваг суб'єктам господарювання, що входили у ці групи. У 2010 р. цей Закон було скасовано³³⁵.

Відсутність законодавства про ФПГ призвело до того, що не діють механізми реєстрації та моніторингу діяльності ФПГ, не провадиться систематичний статистичний нагляд за їх діяльністю та, відповідно, немає достатньої інформації про їх діяльність. Це не дає змоги налагодити спеціальний контроль та регулювати їх функціонування. Тому проблема ухвалення спеціального Закону України про ФПГ є досить актуальною.

Із часом на початку законодавчо визначений термін «ПФГ» перестав використовуватися і був замінений на традиційне з точки зору світової практики поняття «фінансово-промислові групи» (ФПГ). Така заміна віддзеркалювала також посилення ролі фінансового капіталу (банків, інститутів спільного інвестування тощо) порівняно з промисловим капіталом. Під ФПГ в Україні розуміють великі приватні бізнес-групи, які мають організаційно-правові форми корпорацій, концернів, холдингів тощо. При цьому відмінності у формах організації та існуючих ФПГ зазвичай не визначають їх головної суті як форми інтеграції банківського та промислового капіталів.

Основними варіантами побудови структури ФПГ груп є об'єднання навколо: 1) великої кредитної організації; 2) промислового підприємства; 3) науково-дослідницької організації; 4) комерційної фірми.

ФПГ зазвичай класифікуються за:

- формами виробничої кооперації (вертикальна, горизонтальна);
- галузевою приналежністю (галузеві, міжгалузеві);
- масштабами діяльності (регіональні, національні, міжнародні);
- ступенем диверсифікації (монопрофільні, багатoproфільні)³³⁶.

Незалежно від структури ФПГ, організаційно-інституційних форм діяльності, віднесення до тієї чи іншої класифікаційної групи, в Україні вони

³³⁵ Закон України «Про визнання таким, що втратив чинність, Закону України «Про промислово-фінансові групи в Україні» N 2522-VI від 09.09.2010 р. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2522-17>

³³⁶ Менежмент ФПГ. URL: <http://www.addere.ru/fpg/finpromgryppu.htm>

створювалися як бізнес-групи, орієнтовані на отримання ренти. Рентоорієнтована поведінка означає орієнтацію корпоративних угруповань насамперед на максимізацію прибутків і доходів не за рахунок розвитку виробництва в умовах прозорості та чесної конкуренції, його постійної модернізації та реструктуризації, а на отримання та збереження монопольних прибутків за рахунок «близькості» до влади як на загальнодержавному, так і на регіональному рівнях. Її важливою рисою є так звані «м'які бюджетні обмеження», пов'язані із наданням та існуванням цілої системи різного роду пільг, у т.ч. нефіскальних, інших преференцій.

Саме фактор впливу на владу з метою прямої або опосередкованої участі в її діяльності, в т.ч. у законодавчій та нормотворчій, породив такі явища, як отримання представниками власників ФПГ та їх вищого менеджменту депутатських мандатів, контроль окремих ФПГ над найбільш впливовими медійними структурами або навіть створення свого роду «корпоративних партій» та різного роду корпоративних суспільних об'єднань. Досвід багатьох розвинених країн має приклади ефективного вирішення цих проблем, зокрема з використанням механізмів офіційного цивілізованого лобізму інтересів ФПГ.

Українським негативним фактором стали й особливості великої приватизації в Україні. Попри проголошені принципи її проведення – прозорості, конкурентності, декриміналізації процесу, створення умов для недопущення монополізації та олігополізації – усе відбувалося навпаки. Ключовою формою великої приватизації став не стільки продаж, скільки розподіл державного майна, який здійснювався, зокрема, шляхом продажу об'єктів державної власності вузькому колу довірених осіб за максимально заниженими цінами. Велику роль у процесі приватизації відігравали й кримінальні капітали, створені ще за часів СРСР, особливо в період т.зв. перебудови, коли фактично відбувалися процеси демонтажу планової системи господарювання та трансформації державної власності шляхом прихованої, тіньової приватизації.

Усе це зумовило ті вкрай негативні фактори, якими супроводжувалася і супроводжується діяльність ФПГ в Україні. А саме: домінування монополій та олігополій, зрощення влади та капіталу, олігархізація, перетворення в основне

джерело накопичення капіталу специфічних рентних (тіньових) доходів, створення потужних перешкод для розвитку малого та середнього бізнесу.

Якщо спочатку процес формування ФПГ здійснювався за формулою: «влада – власність», то зараз він відбувається за формулою «власність – влада». Представники великого капіталу абсолютно домінують у владних структурах як персонально, так і через посередників. Вони контролюють діяльність більшості політичних партій, парламентських фракцій, інститутів виконавчої влади, основних засобів масової інформації. Тобто йдеться про абсолютне зрощування влади та великого капіталу.

Ренторієнтована поведінка також пов'язана з криміналізацією суспільства, зокрема із системною корупцією, що сягнула в Україні масштабів, які істотно впливають на макроекономічну ситуацію в країні. За 2018 р. Україна дещо поліпшила свої позиції в рейтингу «Індекс сприйняття корупції» Transparency International. За результатами опитувань експертів та представників бізнесу, Україна набрала 32 бали зі 100 можливих, на два бали більше, ніж у 2017 р., і посіла 122-ге місце за підсумками 2018 р., розділивши його з Малі, Малаві та Ліберією. У квітні 2017 р. міжнародна аудиторська компанія EY поставила Україну на перше місце в світі за рівнем корупції серед 41 досліджуваної країни (у т.ч. з Африки).

Зниження корупції до прийняттого рівня (завдання щодо її повного подолання не вирішене навіть у найбільш розвинених країнах) вимагає не лише ухвалення ефективного антикорупційного законодавства, а й економічних рішень, у т.ч. скерованих на різке обмеження рентоорієнтованої поведінки ФПГ.

Звичайно, більша частина українського суспільства таку ситуацію не сприймає, що створює передумови для перманентної економічної, політичної та соціальної нестабільності, провокує зростання колосальної недовіри до влади, що фіксується чисельними соціальними дослідженнями.

Це стало одним із найважливіших факторів глибокої соціальної диференціації українського суспільства, рівень соціальної нерівності в якому став одним із найзначніших у світі, перевищивши його у багатьох країнах, що розвиваються.

7.2. Вплив ФПГ на фінансову систему України та фінанси підприємств корпоративного сектора

Великою помилкою було б на основі цієї специфічної ситуації, яка наразі склалася в Україні, зовсім заперечувати потенційну велику роль великого приватного капіталу і, зокрема, ФПГ, у розвитку української економіки. Прихильники такої точки зору не беруть до уваги той факт, що такі риси великого капіталу, як міжгалузевий характер діяльності, довгострокові проекти та інвестиції, зацікавленість у розвитку не лише зовнішнього, а й внутрішнього ринку, потенційно можуть бути використані в інтересах усього суспільства.

Власники великого вітчизняного капіталу, взяті як окремий соціальний прошарок, репрезентують важливі суспільні інтереси, перш за все стосовно стабільності: соціальної, економічної, політичної. Саме тому великий вітчизняний капітал може стати гарантом стабільності суспільства та держави. Без нього неможливо подолати соціально-економічну кризу, в який перебуває країна, і забезпечити стійке зростання економіки.

Великий приватний капітал може ініціювати ефективну структурну перебудову економіки, що дасть можливість створити нові робочі місця, підвищити платоспроможний попит населення, наповнювати дохідну частину державного та місцевих бюджетів. Як свідчить досвід багатьох країн (США, Німеччини, Японії, Китаю тощо), можливе створення умов, за яких великий бізнес не лише не заважає розвитку малого та середнього підприємництва, а й стимулює його. Цим він сприяє формуванню та збереженню середнього класу, що також є важливим фактором стабільності суспільства.

Великий національний капітал, незалежно від того, на зовнішньому чи внутрішньому ринку він працює, не може не взаємодіяти з іноземним капіталом. Але основою успішності такої взаємодії є довіра, що виникає як до підприємців, так і до країни походження капіталу. Тому представники великого українського капіталу об'єктивно зацікавлені у стабільності в Україні. З іншого боку, в глобалізації на рівних можуть брати участь лише великі згідно зі світовими критеріями капітали. Якщо на меті стоїть завдання перетворити

Україну з об'єкта глобалізації на її суб'єкт, то швидкий розвиток, концентрація великого капіталу повинні стати одними з головних пріоритетів економічного розвитку.

Не можна заперечувати, що ФПГ відігравали велику роль у переході до періоду досить швидкого економічного зростання на початку 2000-х років, яке було перервано світовою економічною кризою 2008–2009 рр., та поступового відновлення нестійкого післякризового зростання.

В українській економічній літературі визначають кілька основних напрямів позитивного впливу ФПГ на організацію діяльності в передкризовий період контрольованих ними підприємств:

- у ФПГ відновлюється система зв'язків між промисловими підприємствами, що задіяні в єдиному технологічному процесі. На початковій стадії утворення групи цю функцію приватні підприємства виконують як посередники, згодом – як власники корпоративних прав;

- трейдерський і банківський капітали стають початковим джерелом інвестицій для підприємств групи. Консолідовані фінансові доходи групи можуть бути раціонально використані на цільові інвестиційні проекти;

- центральні управляючі підприємства чи банки, які є аутсайдерами стосовно підприємств групи, починають встановлювати контроль над менеджерами підприємств, обмежуючи їхню рентну поведінку³³⁷.

Проте О. Пасхавером та Л. Верховодовою були визначені фактори нестійкості ФПГ, пов'язані насамперед із питаннями власності та її перерозподілом:

- по-перше, межі більшості нових бізнес-груп визначаються як реальними обсягами власності, так і їх адміністративною та політичною впливовістю. Контроль над частиною підприємств, які зараз включаються у групи, підтримується за рахунок прав на управління державними пакетами акцій, встановлення системи обов'язкових постачань, нав'язування банківського обслуговування тощо. Частина підприємств увійшла до складу груп у пошуках

³³⁷ Дементьев В.В. Рентоориентированное поведение и господствующая фирма в переходной экономике Украины ФПГ. *Бизнес*. 2003. 11 августа. С. 24.

політичної підтримки для задоволення своїх корпоративних інтересів. За послаблення адміністративного і політичного впливу бізнес-групи може послабитись її контроль над підприємствами, що, у свою чергу, призведе до її розпаду;

– по-друге, у боротьбу за сфери впливу вступатимуть нові економічні агенти, у т.ч. транснаціональні підприємства, поява яких може кардинально змінити розміщення сил на ринку. Частина з існуючих українських бізнес-груп змушена буде поступитися їм місцем;

– по-третє, непередбачувана поведінка самої влади стосовно бізнес-груп. Дії влади можуть або загальмувати, або прискорити проникнення приватного капіталу в нові сфери, у т.ч. і проникнення на національний ринок транснаціональних підприємств³³⁸.

Оцінки О. Пасхавера та Л. Верховодової щодо нестійкості українських ФПГ фактично мали прогнозний характер. Але розвиток подій, особливо після 2013 р., довів обґрунтованість цих прогнозів. Зокрема, було показано, що «близькість» до влади не є гарантією збереження власності. Такою гарантією може бути лише надійне законодавче забезпечення прав власності.

Проте найбільші об'єднання, які б мусили виступати активними провідниками у суспільстві ідей захисту прав приватної власності, – Український союз промисловців та підприємців (УСПП) та Федерація роботодавців України (ФРУ) – мають достатньо слабкі позиції як щодо формування ставлення суспільства до потреб розвитку бізнесу, зокрема великого, так і щодо створення сприятливих правових умов для його діяльності, розроблення відповідних законодавчо-нормативних актів. Хоча Закон України про ФРУ наділяє федерацію досить великими можливостями у цих питаннях.

Фактично об'єднання підприємців стали ще одним важелем реалізації інтересів, зокрема окремих ФПГ, у спробах зміцнити свій вплив на владні структури, а не захисту загальних інтересів бізнесу. А це створює сприятливі умови для збереження їх рентоорієнтованої поведінки.

³³⁸ Пасхавер О.Й., Верховодова Л.Т., Суплін Л.З. Формування великого приватного капіталу в Україні / Центр економічного розвитку. Київ: «Міленіум», 2004. С. 76.

Нестійке економічне зростання після кризи 2008–2009 рр. змінилося глибокою економічною кризою 2014–2015 рр., коли ВВП у реальному вимірі скоротився майже на 17%, а незначне економічне зростання у 2016–2018 рр. та офіційний прогноз збільшення реального ВВП на 2019 р. не вселяють надій найближчими роками розраховувати на повернення його до рівня на кінець 2013 р. У країні не зупинено процеси деіндустріалізації.

Період після 2013 р. потребує окремого аналізу, проте він був пов'язаний з карколомною декапіталізацією економіки, ознакою чого стало скорочення ВВП у доларовому еквіваленті вдвічі. Процес декапіталізації торкнувся усіх ФПГ. Це не дало змоги посилитися тим позитивним тенденціям, які були зафіксовані перед початком кризи, і посилило нестійкість українських ФПГ. Відповідно, значно впала й ринкова вартість активів основних українських ФПГ. Завдання відновлення стійкого економічного зростання фактично не вирішується.

У 2018 р. зафіксовано покращення ключових фінансових результатів діяльності деяких ФПГ, у деяких випадках – значне. Зокрема, це характерно для вертикально інтегрованої ФПГ SKM/Метінвест (табл. 7.3).

Таблиця 7.3

Фінансові результати ФПГ Метінвест, млн дол. США

Показник	2018	2017	Зміна	
			млн дол. США	%
Виручка (чистий дохід)	11880	8931	2949	33%
EBITDA	2513	2044	469	23%
Маржа	21%	23%		- 2пп
Чистий прибуток	1188	617	571	93%
Маржа прибутку	10%	7%		3 пп

Джерело: офіційний сайт Метінвесту.

Проте таке значне покращення фінансових показників ніяк не корелює з показниками виробництва основних видів продукції компанії. У I кв. 2018 р. порівняно з аналогічним періодом минулого року виробництво сталі зменшилося на 1%, залізнорудного концентрату – на 0,1%, вугільного концентрату зросло на 9%. Безумовно, таке значне перевищення зростання фінансових показників порівняно з виробничими частково пояснюється сприятливою світовою кон'юнктурою при експорті продукції і, відповідно,

досить високим рівнем експортних цін. Проте розрив занадто великий і таке покращення фінансових показників ФПГ свідчить про те, що вона повною мірою скористалася можливістю здійснювати ренторієнтовану діяльність.

Аналогічна ситуація й на іншому підприємстві, що входить до складу SKM, – ДТЕК Енерго. Вона характеризується падінням або незначним зростанням виробничих показників при значному покращенні фінансових результатів. У 2018 р. видобуток вугілля групою ДТЕК становив 27,2 млн т (-1,9% до 2017 р.), відпуск електроенергії – 34,8 млрд кВт•год (-6,3%), передавання електроенергії мережами – 43,7 млрд кВт•год (+1,2%), видобуток природного газу – 1 648,5 млн куб. м (-0,4%). При цьому ДТЕК Енерго в 2018 р. отримало чистий прибуток 5,252 млрд грн, тоді як 2017 р. компанія завершила з чистим збитком у розмірі майже 3 млрд грн (дані офіційних звітів компанії).

ДТЕК Енерго в 2017 р. отримала збитки у 2,9 млрд грн. Зрозуміло, що, оскільки виробничі показники погіршилися або покращилися незначно, зростання фінансових показників пов'язане з іншими факторами. Основний з них – те, що у березні 2016 р. НКРЕКП затвердила нову методику визначення оптової ринкової ціни на електроенергію. Відповідно до неї, вартість вугілля у виробництві вугільно-теплової генерації розраховується за формулою «вартість вугілля у порту Роттердам плюс вартість його доставки в Україну». Застосування формули «Роттердам плюс», яка не має нічого спільного із факторами, які повинні визначати ціну вугілля та оптову ціну на електроенергію в Україні, дозволило ДТЕК продавати електроенергію дорожче.

Такий підхід, коли покращення фінансового стану підприємства досягається не внаслідок покращення результатів виробництва та збуту (нарощування виробництва, зниження собівартості, ефективності логістики, маркетингової політики тощо), а через різного роду цінові та тарифні маніпуляції, є типовим прикладом рентоорієнтованої поведінки.

Досвід ДТЕК Енерго доводить, що великі монопольні угруповання в Україні фактично перебувають поза зоною антимонопольного регулювання. ДТЕК Енерго – одна з найбільших енергетичних корпорацій у Східній Європі, їй належить 9 із 15 українських теплоелектростанцій, а також 17 шахт та

вугільнозбагачувальні комплекси. Загалом підприємство є фактичним монополістом на ринку генерації теплової електроенергії в Україні і також має всі ознаки штучної монополії.

Антимонопольний комітет почав розглядати справу щодо ознак порушення підприємствами ДТЕК Дніпроенерго, ДТЕК Востокенерго та ДТЕК Західенерго законодавства про захист чесної конкуренції ще у 2015 р. Позивачем у справі виступило Укренерго. У ході розслідування було з'ясовано, що ознаки порушення законодавства про чесну конкуренцію існують. За словами голови НКРЕКП О. Кривенка, «Антимонопольний комітет встановив, що підприємства ДТЕК мають структурні ознаки монопольного становища на ринку електроенергії та мають ринкову владу, яка посилюється вертикальною інтеграцією». Проте жодних наслідків проведення розслідування не дало, вирішення питання перенесене на 2019 р³³⁹.

Найбільш критеріям повноцінної ФПГ відповідає підприємство «Інтерпайп». Вертикально інтегрована структура холдингу «Інтерпайп» має звичну структуру ФПГ, включно з комерційним банком. Виробничі результати ФПГ у 2017 р. можна визначити як значний успіх. Вона збільшила продажі основної продукції (у тоннах) на 35%, продемонструвавши найкращий результат за останні три роки. Зростання відзначається за всіма видами продукції й в усіх сферах продажів. При цьому частка експорту в структурі продажів збереглася на рівні 75%.

Проте реальний фінансовий стан ФПГ «Інтерпайп», динаміку її фінансових результатів оцінити неможливо, оскільки після 2012 р. підприємство не публікує такі дані. Це пояснюється тим, що підприємство вже протягом декількох років здійснює спроби реструктуризації боргів. Під час зустрічі з кредиторами у Лондоні 17 липня 2018 р. ФПГ надала попередній план реструктуризації зобов'язань на 1,25 млрд дол. США. Це дає підстави зробити висновок про значні фінансові проблеми підприємства, яка входить у десятку найбільших у світі виробників безшовних труб, а також є третім за величиною

³³⁹ АМКУ знайшов ознаки монополізму в ДТЕК Ахметова. URL: <https://mind.ua/news/20191952-amku-znajshov-oznaki-monopolizmu-v-dtek-ahmetova-zmi>

виробником суцільнокатаних залізничних коліс у світі. Можливо, причиною значних фінансових проблем ФПГ є те, що більша частина її продукції відвантажується на експорт, а це значно обмежує можливості для рентоорієнтованої поведінки.

Віднесення Укрзалізниці до числа ФПГ викликає сумніви. Проте це офіційна позиція ДФС України. У 2017 р. Укрзалізниця вперше за останні три роки спрацювала з позитивним фінансовим результатом. Аудиторська фірма E&Y підтвердила поліпшення фінансового результату ПАТ «Укрзалізниця» порівняно з 2016 р. на 7,4 млрд грн і вихід на прибуткову діяльність у 2017 р. Підприємство отримало 100 млн грн прибутку, а у 2018 р. – рекордні 204 млн грн прибутку.

Водночас у 2017 р. залізничним транспортом перевезено у внутрішньому сполученні та на експорт 277,3 млн т вантажів, що на 5,1% менше, ніж у 2016 р. Перевезення пасажирів зменшилися на 2%. При цьому за 2018 р. вантажні перевезення скоротилися на 5,9%, а перевезення пасажирів дещо зросло. Тобто карколомне збільшення прибутку відбулося внаслідок безупинного зростання тарифів на тлі падіння перевезень Укрзалізницею вантажів та скорочення або незначного зростання перевезень пасажирів. Це – типовий приклад рентоорієнтованої діяльності ФПГ.

Таким чином, подальший розвиток великих підприємств і, зокрема, ФПГ в Україні потребує вирішення великої кількості проблем. Серед них – чітке законодавче визначення сутності ФПГ, налагодження постійного моніторингу їх діяльності. Також українським актуальним є прийняття рішень щодо обмеження можливостей для рентоорієнтованої поведінки великого капіталу взагалі та ФПГ зокрема як його економічно та політично впливового сегмента.

З урахуванням світового досвіду до таких рішень можна віднести: призначення зовнішніх керуючих не з числа власників компанії, обов'язкове залучення представника АМКУ; захист прав та збільшення ролі міноритарних акціонерів в управлінні великих компаній та ФПГ; посилення відповідальності, у т.ч. карної, за надання недостовірної інформації державним органам та контрагентам ФПГ; посилення державного антимонопольного контролю

при здійсненні зливань/поглинань; створення дієвої системи боротьби з «чорним рейдерством».

Для пом'якшення суперечностей між інтересами ФПГ та суспільними інтересами доцільно на законодавчому рівні розширити повноваження Українського союзу промисловців і підприємців та Федерації роботодавців України як щодо участі у формуванні ставлення суспільства до потреб розвитку бізнесу, в т.ч. великого, так і щодо ролі у створенні сприятливих правових умов для його діяльності, розроблення відповідних законодавчо-нормативних актів. Доцільно налагодити практику постійної взаємодії структур виконавчої влади (уряду та його економічного блоку) з Європейською бізнес-асоціацією (ЄБА) із запровадженням обов'язкової процедури розгляду її рекомендацій з наступним оприлюдненням прийнятих рішень.

РОЗДІЛ 8. ФІНАНСОВІ ВІДНОСИНИ ПІДПРИЄМСТВ СЕКТОРА НЕФІНАНСОВИХ КОРПОРАЦІЙ З БАНКАМИ: СИСТЕМНІ ВАДИ ТА ДИСПРОПОРЦІЇ

8.1. Галузеві диспропорції у структурі банківського кредитування підприємств корпоративного сектора

Одним із важливих показників щодо стану кредитування банківським сектором економіки на макрорівні є передусім рівень співвідношення кредитів, наданих банками, до ВВП. Суттєвих змін цей показник в Україні зазнав до 2000 р. У 1991–1999 рр. економіка України перебувала в глибокій кризі, характерними ознаками якої було падіння ВВП, високий рівень інфляції, платіжні кризи, банкрутство підприємств, погіршення життєвого рівня населення, що створювало вкрай несприятливу ситуацію для розвитку банківського кредитування підприємств.

У період 1991–1994 рр. відбулося «відокремлення» банківського сектора України від реального – основна діяльність банків у цей період полягала в первинному накопиченні капіталу та його обороті поза виробничою сферою, оскільки переважна кількість комерційних банків функціонувала головним чином за рахунок спекулятивних операцій на валютному та фінансовому ринку.

Це пояснюється тим, що, з одного боку, комерційні банки не були зацікавлені в кредитуванні підприємств через погіршення фінансового стану останніх, з іншого – попит виробничих підприємств на кредити унаслідок високої вартості кредитів знизився. У цей період криза неплатежів і гіперінфляція практично задавили виробництво. Високий рівень інфляції призвів до того, що термін, на який надавалися майже всі банківські кредити, не перевищував трьох місяців, а в більшості випадків наближався до одного місяця. Довгострокові кредити фактично не надавалися. Таким чином, кредитування виробництва стало проблемним. У результаті фінанси почали обертатися переважно у банківському та навколобанківському середовищі (численні трасти, страхові компанії тощо).

Показник обсягу кредитів, наданих банками резидентам (практично всі – суб'єктам господарювання), відносно ВВП знизився з 54% за 1992 р. до 12,9% за 1994 р.

Із запровадженням на макрорівні політики фінансової стабілізації ситуація з кредитуванням підприємств іще погіршилася: співвідношення кредитів, наданих банками суб'єктам господарювання, та ВВП, продовжувало знижуватися впродовж 1995–1996 рр. і на початок 1997 р. становило всього 6,4%; питома вага довгострокових кредитів у загальній сумі заборгованості за кредитами суб'єктам господарювання зменшилася до 10%.

Погіршення ситуації з кредитуванням та відсутність власних фінансових ресурсів унеможливлювали розвиток виробничого сектора економіки. Саме тому в цей період погіршився фінансовий стан промислових підприємств.

Незадовільний фінансовий стан більшості підприємств України зумовлював для банків великі ризики кредитування. Не сприяли розвитку кредитування і проблеми, від яких на той час потерпав безпосередньо банківський сектор України: низький рівень капіталізації банків; зниження доходності та прибутків банків, спричинене зміцненням гривні і зниженням інфляції у 1996–1997 рр. Діяльність переважної кількості банків у цей період була зосереджена на спекулятивних операціях на валютному ринку та ринку ОВДП, а також на короткострокових позиках, переважно у сферу обігу.

Криза на фінансовому ринку України у другому півріччі 1998 р. призвела як до зменшення пропозиції кредитів (унаслідок: впливу вкладів населення із банків; зниження прибутковості банків та збільшення кількості збиткових банків), так і до падіння попиту на них (унаслідок погіршення фінансового стану підприємств). У 1998–1999 рр. близько 55% підприємств були збитковими. Як результат, зменшення у 1998 р. кредитних вкладень банків у національній та іноземній валюті у доларовому еквіваленті. Проте різка девальвація курсу гривні до долара США призвела до значного збільшення гривневого еквівалента кредитів у іноземній валюті та, відповідно, до зростання загального обсягу кредитних вкладень банків у гривневому еквіваленті і співвідношення кредитів, наданих резидентам, до ВВП.

2000 р. став переломним для економіки України, а період 2000–2004 рр. можна назвати періодом «зупинення кризового падіння, стабілізації і виходу на зростання», – адже відбулося зростання ВВП, промислового і

сільськогосподарського виробництва, інвестицій в основний капітал, реальних доходів населення, офіційних резервних активів, зниження темпів інфляції. Україна скористалася перевагами, пов'язаними з кон'юктурою на світових ринках та зростанням попиту на експорт на важливих для України ринках збуту.

На цьому етапі підвищується роль банківського кредитування в фінансуванні діяльності підприємств, про що свідчать показники: співвідношення кредитів, наданих банками резидентам, до ВВП, та кредитів, наданих банками НФК, до ВВП, зросло із 9,1% у 1999 р. до 25,7% у 2004 р. та із 8,3 до 20,7% відповідно (додаток 6).; співвідношення короткострокових кредитів до оборотних активів по підприємствах промисловості зросло з 4,1% у 2000 р. до 8,4% у 2004 р., співвідношення довгострокових кредитів до необоротних активів – з 0,5% у 2000 р. до 4,5% у 2004 р. Це відразу зіграло на покращення *фінансового стану підприємств* і загальних показників їх діяльності: впродовж 2000–2004 рр. зростали обсяги виробництва промислової продукції; поступово зменшувалася кількість збиткових підприємств, хоча рівень рентабельності по промисловості почав зростати лише з 2003 р.

На покращення стану кредитування банківським сектором економіки вплинули: грошово-кредитна політика Національного банку України, спрямована на поступову і помірну ремонетизацію економіки та зниження вартості грошей на кредитному ринку; стабільність національної валюти, зростання доходів населення та підвищення довіри до банків, що сприяло високим темпам зростання обсягів депозитів резидентів – юридичних та фізичних осіб; зростання капіталу банків та покращення показників ефективності банківського сектора; зростання приватних негарантованих кредитів, залучених банківським сектором.

Зазначені фактори зумовили збільшення обсягів кредитних вкладень та зниження їх вартості.

У цей період змінилася на позитивну тенденція щодо спрямованості банківським сектором кредитних вкладень за строками – починаючи з 2001 р., унаслідок випереджаючих темпів зростання довгострокових кредитів над

короткостроковими, питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі кредитів постійно зростала аж до 2009 р. (додаток 7, табл. 7.1). Разом із тим саме в цей період:

- починаючи з 2002 р. стала спостерігатися *стійка тенденція значного перевищення темпів приросту кредитів домашнім господарствам над темпами приросту кредитів НФК*, унаслідок чого в загальному обсязі кредитів, наданих резидентам, питома вага кредитів, наданих *НФК*, зменшилася із 93,1% за 2001р. до 80,8% за 2004 р., а домашнім господарствам зросла із 5,5 до 18,2% (додаток 7, табл. 7.2);

- отримання банками *права надавати кредити в іноземній валюті фізичним особам* у 2003 р. дало поштовх до їх стрімкого зростання – на кінець 2004 р. кредити в іноземній валюті вже становили майже 53% заборгованості за кредитами, наданими банками домашнім господарствам.

Як і раніше, залишилися сталими *тенденції щодо подальшого падіння питомої ваги кредитів, наданих підприємствам промисловості, у загальному обсязі кредитів, наданих НФК*, та зворотної картини за таким видом діяльності, як торгівля (додаток 7, табл. 7.3).

Зазначені тенденції щодо спрямованості банківським сектором кредитів посилювалися на наступному етапі.

Період 2005–2008 рр. можна назвати *періодом буму банківського кредитування*, адже впродовж цих років спостерігалася тенденція надзвичайно високих темпів (62–74% щорічно) зростання кредитів, наданих банками України резидентам, – це стосується як кредитів у національній валюті, так і в іноземній. За ці чотири роки обсяг кредитів, наданих банками України резидентам, у гривневому еквіваленті збільшився у 8,3 раза. Темпи зростання кредитів, наданих банками України резидентам, у 2005–2008 рр. суттєво перевищували темпи зростання номінального ВВП, унаслідок чого показник співвідношення кредитів, наданих банками резидентам, до ВВП постійно підвищувався – з 2004 р. по 2008 р. цей показник зріс з 25,7 до 77,4%, тобто більше ніж утричі.

Аналіз кредитних вкладень банків України за секторами економіки

показує, що збільшення обсягів кредитування відбувалося в усі сектори, за винятком сектора загальнодержавного управління. Проте темпи приросту кредитних вкладень у розрізі секторів економіки суттєво відрізнялися. Стійка тенденція значного перевищення темпів приросту кредитів домашнім господарствам над темпами приросту кредитів НФК призвела до збільшення питомої ваги кредитних вкладень банків у домашні господарства у загальному обсязі кредитних вкладень з 18,2% за 2004 р. до 38,2% за 2008 р. та зменшення в НФК – із 80,8 до 60,5% відповідно (додаток 7, табл. 7.2). Зазначені зміни дають підстави стверджувати про *переорієнтацію банківського сектора України на кредитування домогосподарств*.

Стала тенденція щодо перевищення у 2005–2007 рр. (при практично незмінному курсі гривні до долара США) темпів зростання кредитів у іноземній валюті над темпами їх зростання в національній валюті дає підстави стверджувати про *пріоритетність валютних кредитів* при їх пропозиції банками, яка призвела до того, що у 2006–2007 рр. у структурі кредитних вкладень банків України обсяги кредитів резидентам у національній та іноземній валюті були майже однаковими. За 2008 р. темпи зростання кредитів у іноземній валюті були меншими, ніж у національній, проте різка девальвація курсу гривні до долара США призвела до значного збільшення гривневого еквівалента іноземних кредитів та, відповідно, до зростання питомої ваги кредитів у іноземній валюті у загальному обсязі кредитних вкладень – до 59,1% на початок 2009 р. В абсолютній сумі *заборгованість за кредитами в іноземній валюті*, наданими банками України резидентам, *зросла у доларовому еквіваленті із 7 млрд дол. США на початок 2005 р. до 56 млрд дол. США на початок 2009 р.*, тобто на 49 млрд дол. США, або у 8 разів за чотири роки, у той час як заборгованість за кредитами в національній валюті за цей же період зросла із 51 млрд грн до 300 млрд грн, або майже ушестеро.

Стрімке зростання кредитування домогосподарств в іноземній валюті та значне перевищення темпів зростання кредитів в іноземній валюті над темпами зростання кредитів у національній валюті призвело до того, що обсяги кредитів в іноземній валюті, наданих домогосподарствам, на початок 2008 р.

наблизилися до обсягів кредитів у іноземній валюті, наданих НФК, та становили майже 32% експорту товарів та послуг. В абсолютній сумі *заборгованість за кредитами в іноземній валюті*, наданими банками України домогосподарствам, зросла у доларовому еквіваленті за п'ять років на 25 млрд дол. США (із 1 млрд дол. США на початок 2004 р. до 26,2 млрд дол. США на початок 2009 р.).

Унаслідок надзвичайно високої інтенсивності кредитування банками домогосподарств, на кінець 2008 р. кредити домогосподарствам на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості (10,3 млрд дол. США), у 2,25 раза перевищили кредити в будівництво та у 2,3 раза – у промисловість, а споживчі кредити (15,5 млрд дол. США) перевищили кредити в торгівлю, на яку припадало понад третину кредитних вкладень банків у нефінансові корпорації, та, відповідно, практично в декілька разів перевищили обсяги кредитів у будь-який вид економічної діяльності.

На тлі зміни кредитів домогосподарствам дуже показовими є зміни у *кредитних вкладеннях банків у НФК*, що відбувалися у 2005–2008 рр.

Обсяги кредитування НФК зростали за всіма видами економічної діяльності й у національній, і в іноземній валютах, проте якщо кредити в іноземній валюті загалом по НФК зросли у доларовому еквіваленті у 5,5 рази (з 5,4 млрд дол. США за 2004 р. до 29,7 млрд дол. США за 2008 р.), то кредити в національній валюті – у 5 разів (з 43 млрд грн за 2004 р. до 215 млрд грн за 2008 р.). Перевищення темпів зростання кредитів в іноземній валюті над темпами їх зростання в національній валюті практично за всіма видами економічної діяльності дає підстави стверджувати про *пріоритетність валютних кредитів* при їх пропозиції банками та про їх *більшу привабливість для клієнтів*. Варто зазначити, що у кредитних вкладеннях банків у НФК загалом за 2006–2007 рр. переважали кредити в національній валюті, за 2008 р. ситуація змінилася, проте вона пояснюється виключно девальвацією курсу гривні до долара США, що призвела до значного збільшення гривневого еквіваленту заборгованості за кредитами в іноземній валюті та, відповідно, до зростання питомої ваги кредитів у іноземній валюті в загальному обсязі кредитних вкладень – до 51,5% на початок 2009 р.

Суттєві диспропорції у темпах та обсягах кредитування НФК за видами економічної діяльності призвели до зміни структури кредитних вкладень банків у НФК:

– у результаті найвищих темпів зростання кредитів, наданих на *операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям* (в іноземній валюті упродовж 2005–2007 рр., у національній валюті – упродовж 2005–2008 рр.), *питома вага* кредитів за цим видом діяльності у загальному обсязі кредитів НФК зросла з 4,9% за 2004 р. до 15,6% на кінець 2008 р. Обсяг кредитів у національній валюті у цей вид діяльності на кінець 2008 р. становив майже 100% кредитних вкладень банків у всю переробну та добувну промисловість разом, у іноземній валюті – майже 40% та практично в декілька разів перевищив обсяг кредитів у будь-який вид промислової діяльності;

– незважаючи на перевищення темпів зростання кредитів у переробну та добувну промисловість (разом) над темпами зростання кредитів у такий вид діяльності, як «торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку», обсяги приросту кредитів у переробну та добувну промисловість були значно меншими, ніж у торгівлю. Внаслідок цього, як і раніше, найбільша частка кредитів припадала на торгівлю (35%), тоді як вся промисловість за часткою кредитів у кредитах НФК перебувала на другому місці, і ця частка знизилася з 33,7% за 2004 р. до 27,6% на кінець 2008 р.

Значні диспропорції у структурі кредитування спостерігалися за видами промислової діяльності. У структурі кредитів, наданих підприємствам промисловості, найбільша частка припадає на *підприємства з виробництво харчових продуктів, напоїв* – упродовж 2005–2008р. вона становила 22–26%, обсяги кредитів у цей вид діяльності більш ніж утричі перевищували обсяги кредитів, наданих підприємствам добувної промисловості. Підприємства металургійного виробництва – на другому місці з часткою 8,3–11,6% упродовж 2005–2008 рр. На підприємства двох зазначених видів промислової діяльності припадало понад третину всіх кредитів, наданих банками підприємствам промисловості. Характерно, що у *структурі кредитів, наданих підприємствам промисловості*, у 2005–2008 рр. спостерігається *найвища* серед усіх видів

економічної діяльності *питома вага кредитів в іноземній валюті*, особливо за такими видами промислової діяльності, як «металургійне виробництво», «виробництво офісного устаткування та електронно-обчислювальних машин», «текстильне виробництво», «виробництво гумових та пластмасових виробів», «виробництво автомобілів, причепів та напівпричепів».

Визначальним фактором надзвичайно високих темпів зростання кредитів у 2005–2008 рр., набуття іноземною валютою статусу основної валюти кредитування домогосподарств, пріоритетності валютних кредитів при кредитуванні НФК став приплив дешевого капіталу з-за кордону у вигляді кредитів і позик та іноземних інвестицій у банківський сектор.

Порівняння процентних ставок за кредитами фізичним та юридичним особам дає відповідь на питання пріоритетності пропозиції кредитів фізичним особам банками України. Так, за 2005–2008 рр. середньозважені процентні ставки (у річному обчисленні) за кредитами фізичним особам в національній валюті були на 3,9–5,8 п.п. вищими, ніж юридичним, а в іноземній валюті – на 2–3,7 п.п. (додаток 7, табл. 7.4).

Не менш важливою мотивацією щодо вибору банками пріоритетності кредитування фізичних осіб було зменшення концентрації ризиків за позичальниками і розміром кредиту. Додатковими факторами, що впливали на цю мотивацію, були терміни, на які беруться зазначені кредити (більш довгий термін – це можливість отримувати дохід упродовж тривалого часу), а також застава – як правило, нерухомості чи майнових прав на неї.

Порівняння процентних ставок дає відповідь і на питання пріоритетності попиту на кредити в іноземній валюті як з боку домогосподарств, так і інших секторів економіки, тим більше в умовах стабільності курсу гривні до долара США упродовж 2005–2007 років. Так, за 2005–2008 рр. середньозважені процентні ставки (у річному обчисленні) за кредитами в іноземній валюті, наданими банками резидентам, були на 3,1–6,2 п.п. нижчими, ніж у національній валюті.

Набагато нижчі, порівняно з домогосподарствами, темпи зростання обсягів кредитування НФК, перш за все підприємств матеріального

виробництва, пов'язані з незадовільним фінансовим станом переважної більшості з них та низьким рівнем рентабельності операційної діяльності. Так, у 2004–2007 рр. питома вага збиткових підприємств промисловості, хоч і мала тенденцію до зменшення, проте становила від 33 до 38%, а рівень рентабельності прибуткових підприємств коливався в межах 4,7–5,8%.

Кредити для збиткових підприємств взагалі були недоступними, а попит на них платоспроможних підприємств виробничої сфери стримували діючі відсоткові ставки, незважаючи на тенденцію щодо їх зниження, яка спостерігалася в Україні впродовж 2004–2007 рр. Так, середньозважені процентні ставки (у річному обчисленні) за кредитами в національній валюті, наданими НФК, перевищували рівень рентабельності операційної діяльності промислових підприємств на 8–13 п.п., за кредитами в іноземній валюті – на 4,7–6,6 п.п.

Саме зазначеними факторами пояснюються значні диспропорції у структурі кредитування підприємств за видами економічної та промислової діяльності.

Надати оцінку рівня кредитування поточної діяльності підприємств дає можливість передусім *коефіцієнт забезпеченості оборотних активів кредитними ресурсами*.

У період 2005–2008 рр. коефіцієнт забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами загалом по економіці мав сталу тенденцію до зростання (додаток 7, табл. 7.5). Така ж тенденція була характерною для промисловості загалом та окремих видів промислової діяльності, що свідчить про *підвищення ролі банківського кредитування у фінансуванні діяльності підприємств*.

Так, якщо у 2004 р. понад 10% своїх оборотних активів формували за рахунок кредитних коштів лише підприємства двох видів економічної діяльності та чотирьох видів промислової діяльності, то у 2008 р. цей перелік збільшився до восьми за видами економічної діяльності та до дев'яти за видами промислової діяльності.

Підвищення ролі банківського кредиту у фінансуванні діяльності

підприємств та його здешевлення знайшло відображення у покращенні фінансового стану підприємств промисловості та загальних показників їх діяльності: впродовж 2005–2007 рр. продовжували зростати обсяги виробництва промислової продукції; поступово зменшувалася кількість збиткових підприємств; зростав рівень рентабельності по промисловості (додаток 7, табл. 7.6).

Разом із тим, в умовах, коли кредитні вкладення банків України зросли у 8,3 раза, співвідношення короткострокових кредитів та оборотних активів підприємств усіх видів економічної діяльності загалом зросло лише в 1,7 раза та на кінець 2008 р. становило 14,4%³⁴⁰, що свідчить про *недостатній рівень короткострокового банківського кредитування діяльності суб'єктів господарювання*. Про недостатній рівень короткострокового банківського кредитування НФК свідчить також структура поточних зобов'язань підприємств. Так, у їх складі кредиторська заборгованість у декілька разів перевищує зобов'язання за короткостроковими кредитами та поточну заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями разом узятих (на кінець 2008 р. – у 4,3 раза). *Недостатність кредитних ресурсів* для фінансування операційної діяльності підприємств для покриття «часових розривів» від придбання сировини та матеріалів до отримання грошових коштів за реалізовану продукцію, роботи, послуги призвела до того, що основним джерелом фінансування поточної діяльності підприємств залишалася кредиторська заборгованість, яка в структурі джерел фінансування оборотних активів становила близько 60%.

Рівень коефіцієнта забезпеченості оборотних активів кредитними ресурсами та структура поточних зобов'язань підприємств дають змогу зробити висновок, що короткострокове банківське кредитування в Україні не забезпечує одну зі специфічних функцій короткострокового кредиту – підтримання безперервності поточної діяльності підприємств.

³⁴⁰ Варто зауважити, що при розрахунку показників враховано загальні суми кредитів та оборотних активів за всіма підприємствами, хоча банки практично не надають кредити збитковим підприємствам. Це означає, що у разі, коли б показники рівня кредитування визначалися за конкретним переліком підприємств, які отримали кредити, цей показник був би значно вищим.

Про недостатню роль банківського кредиту у фінансуванні НФК свідчать й інші показники, зокрема: співвідношення кредиторської заборгованості та ВВП. Так, кредиторська заборгованість НФК за 2007 р. майже на 15% перевищувала валовий внутрішній продукт, а за 2008 р. становила майже 84% ВВП.

Статистичні дані свідчать, що рівень забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами та питома вага короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях підприємств за видами економічної діяльності суттєво відрізняється:

– один із найвищих показників рівня кредитування серед НФК у 2008 р. підприємства такого виду діяльності, як «Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям» (рівень забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами – 17,6%; питома вага короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях – 19,5%), у той час як у 2004 р. цей рівень був значно нижчим, ніж по підприємствах промисловості, сільського господарства, транспорту та зв'язку, торгівлі. Найбільша інтенсивність кредитування впродовж 2005–2008 рр. підприємств, що здійснювали операції з нерухомим майном³⁴¹, надала їм змогу на кінець 2008 р. збільшити оборотні активи у 4,2 раза порівняно з 2004 р., у той час як по промисловості загалом вони збільшилися у 2,2 раза;

– вищий, ніж по підприємствах промисловості, рівень кредитування впродовж 2005–2007 рр. підприємств такого виду діяльності, як «Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку», дозволив їм на кінець 2008 р. збільшити оборотні активи у 2,7 раза порівняно з 2004 р. та піднятися за цим показником на перше місце серед НФК (38,6%). Незважаючи на те, що підприємства цього виду діяльності у 2008 р. за обсягами кредитних вкладень банків (36,9%) та обсягами оборотних активів перебували серед НФК на першому місці, за рахунок банківських кредитів вони формували всього 13,7% своїх оборотних активів (у 2004 р. – 9,3%). Короткострокові

³⁴¹ Короткострокові кредити за цим видом діяльності, за балансами підприємств (за даними Держстату), у 2008 р. зросли порівняно з 2004 р. у 13,7 раза.

кредити у поточних зобов'язаннях цих підприємств становили 14%, тоді як кредиторська заборгованість – 84,4%;

– по підприємствах промисловості загалом рівень забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами перебував практично на рівні середнього по економіці (2008 р. – 14,5%), проте до 2008 р. був значно нижчим, ніж по торгівлі, у 2005–2006 рр. та 2008 р. – нижчим, ніж по сільському господарству, а у 2008 р. став майже на 20% нижчим, ніж по підприємствах, що здійснювали операції з нерухомим майном.

Рівень банківського кредитування суттєво відрізняється за видами промислової діяльності.

Одні з найнижчих показників рівня кредитування мали підприємства по виробництву коксу, продуктів нафтоперероблення та ядерних матеріалів – у 2008 р. за рахунок банківських кредитів вони формували всього 7,5% своїх оборотних активів (у попередні роки – іще менше), питома вага короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях цих підприємств становила 8,3%. Натомість саме за цим видом промислової діяльності спостерігалася найвища питома вага кредиторської заборгованості у поточних зобов'язаннях (91%). Найбільша серед переробної промисловості питома вага збиткових підприємств (2008 р. – 47,2%) за цим видом діяльності засвідчує взаємозв'язок між рівнем кредитування та збитковістю підприємств. З одного боку, збитковість унеможлиблює суттєве підвищення рівня кредитування, з іншого, – не маючи кредитних коштів, збиткові підприємства не можуть вийти на прибуткову діяльність, адже за наявності додаткових оборотних активів, які підприємства могли б отримати за рахунок банківських кредитів, окремі підприємства збільшили б обсяги виробництва та стали би прибутковими.

Найвищий рівень забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами впродовж 2004–2008 рр. спостерігався щодо підприємств по виробництву харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (майже удвічі вище за середній по промисловості загалом), що і дало їм змогу на кінець 2008 р. збільшити оборотні активи у 2,8 раза порівняно з 2004 р., у той час як по промисловості загалом вони зросли всього у 2,2 раза.

Незважаючи на найбільшу питому вагу в оборотних активах усіх промислових підприємств (понад 20% за 2008 р.), підприємства металургійного виробництва у 2004–2008 рр. за рахунок банківських кредитів формували всього 7,4–12,8% своїх оборотних активів.

Зазначене наочно демонструє незадовільний рівень кредитування підприємств. Водночас багато підприємств здійснюють запозичення у нерезидентів, що знаходить своє відображення в обсягах кредитів, залучених підприємствами³⁴². Залучення коштів підприємствами на зовнішніх ринках здійснювалося за процентними ставками, які були нижчими, ніж процентні ставки банків України за кредитами. Так, середньозважена процентна ставка (у річному обчисленні) за кредитами в іноземній валюті, що надавалися банками України, становила за 2005 р. 11,2%, за 2006 р. – 10,7%, за 2007 р. – 10,5%, процентні ставки за єврооблігаціями, розміщеними в ці роки українськими підприємствами, коливалися у межах 5–10,25%. До того ж це були переважно довгострокові ресурси – на 3–5 років.

У той час, як до 2004 р. заборгованість НФК за кредитами в іноземній валюті перед банками України перевищувала заборгованість перед нерезидентами, то починаючи з 2005 р. ситуація змінилася на протилежну. На початок 2009 р. *заборгованість НФК за кредитами перед нерезидентами перевищила на 5,7 млрд дол. США їх валютну заборгованість перед банками України. Загальний обсяг заборгованості НФК за кредитами в іноземній валюті перед банками України та нерезидентами на початок 2009 р. становив понад 65 млрд дол. США, або 70% кредитних коштів, залучених НФК.*

Безумовно, позитивні тенденції щодо збільшення обсягів кредитів сприяли покращенню фінансового стану підприємств. Цілком логічним і зрозумілим, в умовах стабільного валютного курсу, є пріоритетність з боку підприємств у попиті на позики в іноземній валюті як у банках України, так і в

³⁴² Частка короткострокових кредитів в іноземній валюті, залучених у нерезидентів, у поточних зобов'язаннях підприємств, за розрахунками, здійсненими на підставі балансів підприємств та звітності Національного банку України (заборгованість за кредитами перед іноземними кредиторами визначена як різниця між загальною заборгованістю за короткостроковими кредитами, відображеною в балансах підприємств, та заборгованістю за кредитами, наданими банками України, відображеною у звітності НБУ), становила: за всіма видами економічної діяльності загалом у 2005 р. – 2,9%; у 2007 р. – 2,8%; 2007 р. – 2,7%; 2008 р. – 2,3%; по промисловості: 2005 р. – 4%; 2007 р. – 4,6%; 2007 р. – 4,9%; 2008 р. – 3,6%.

нерезидентів. Проте позитивну роль «захопленість» валютними позиками відіграла лише в короткостроковому періоді, а в довгостроковому стала визначальним фактором погіршення фінансового стану переважної кількості підприємств.

Унаслідок різкої девальвації гривні наприкінці 2008 р. велика кількість підприємств втратила платоспроможність та стала збитковими і не змогла своєчасно обслуговувати та погашати кредити. Підприємства – позичальники українських банків на курсовій різниці у 2008–2009 рр. втратили майже 86 млрд грн, а їх *прострочена заборгованість перед банками України* зросла з 4,5 млрд грн у 2007 р. до 65,7 млрд грн у 2010 р., або у 14,5 рази, і становила 13,3% від суми заборгованості за кредитами.

Стрімке зростання простроченої заборгованості за кредитами банків було характерне для підприємств усіх видів економічної діяльності. Серед видів промислової діяльності *найвищий рівень простроченої заборгованості* спостерігався щодо підприємств з виробництва готових металевих виробів (37,3%), гумових та пластмасових виробів (24,7%), іншої неметалевої мінеральної продукції (16,8%), автомобілів, причепів та напівпричепів (18,1%), тобто тих, які *мали питому вагу кредитів в іноземній валюті у 2008 р. від 62 до 83%.*

Фінансова криза 2008–2009 рр. та проблеми банківського сектора спричинили зміну тенденцій у банківському кредитуванні на наступні декілька років.

По-перше, обсяг заборгованості резидентів за кредитами в національній валюті зростав упродовж 2010–2013 рр., проте темпи його зростання суттєво знизилися, а *в іноземній валюті обсяг заборгованості резидентів за кредитами постійно знижувався* упродовж 2009–2012 рр. Відставанням темпів зростання загального обсягу кредитів, наданих банками резидентам, від темпів зростання ВВП, призвело до *зниження показника співвідношення кредитів, наданих банками резидентам, до ВВП* із 77,4% за 2008 р. до 55,9% за 2012 р.

По-друге, упродовж 2010–2013 рр. спостерігалася *тенденція зменшення частки довгострокового кредитування* в загальному кредитному портфелі банків.

По-третє, упродовж 2010–2013 рр. за рахунок суттєвого зменшення заборгованості домогосподарств за кредитами в іноземній валюті³⁴³, на відміну від попередніх років, спостерігалось зростання питомої ваги кредитів, наданих банками НФК та зменшення питомої ваги кредитів, наданих домогосподарствам. Так, у загальному обсязі кредитів, наданих резидентам, питома вага кредитів, наданих НФК, зросла з 63,9% у 2009 р. до 76% на кінець 2013 р., а домогосподарствам – знизилася з 33,4 до 21,2% відповідно.

Незважаючи на позитивні, на перший погляд, тенденції щодо кредитування сектора НФК (збільшення обсягів кредитів цьому сектору та зміна структури кредитних вкладень банків у розрізі секторів економіки на користь цього сектора), кредитна політика банківського сектора України посткризового періоду, як і докризового, не була спрямована на розвиток виробничих секторів, адже її пріоритетом були інші сфери діяльності.

Досить яскраво демонструє це твердження аналіз динаміки та структури кредитів, наданих банками НФК, за видами економічної діяльності, а також рівень забезпечення кредитами поточної діяльності промислових підприємств та інвестицій в основний капітал.

Так, у посткризовий період структура банківського кредитування НФК за видами економічної діяльності практично не змінилася (додаток 7, табл. 7.3): найбільша частка кредитів припадала на підприємства торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (в національній валюті – близько 40%, в іноземній валюті – близько 30%); у структурі кредитування банками НФК за видами економічної діяльності підприємства всіх видів промислової діяльності, як і раніше, перебували на другому місці – на них припадало менше 30% загальної суми кредитів, наданих НФК (у національній валюті – близько 20%, у іноземній валюті – близько 40%).

Більше того, у 2012–2013 рр. при зростанні обсягів кредитування НФК майже за всіма видами економічної діяльності, частка кредитів, наданих підприємствам промисловості, у загальній сумі кредитів порівняно з кризовим

³⁴³ Так, обсяг заборгованості за кредитами в іноземній валюті, наданими банками домогосподарствам, зменшився з 26,2 млрд дол. США на кінець 2008 р. до 8,5 млрд дол. США на кінець 2013 р., тобто на 17,7 млрд дол. США.

2008 р. зменшилася. Натомість зросла частка кредитів, наданих підприємствам торгівлі та позичальникам, що займаються операціями з нерухомим майном, орендою, інжинірингом та наданням послуг підприємцям. Приріст кредитів підприємствам торгівлі у 3,2 раза у 2012 р. та у 3,8 раза у 2013 р. перевищив обсяг приросту кредитів підприємствам переробної промисловості за всіма видами діяльності.

Таким чином, *структура банківського кредитування НФК за видами економічної діяльності посткризового періоду не свідчить про перетікання ресурсів на користь промисловості*. Саме тому роль банківського кредитування у фінансуванні діяльності промислових підприємств у посткризовий період, як і у докризовий, залишалася низькою. Незначне покращення показників рівня забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами у 2013 р. (11,9%) не компенсувало його зниження у 2009–2012 рр. Основним джерелом фінансування поточної діяльності підприємств, як і раніше, залишалася поточна кредиторська заборгованість, за рахунок якої у 2013 р. фінансувалося 62% оборотних активів промисловості. У поточних зобов'язаннях підприємств промисловості у 2013 р. частка поточної кредиторської заборгованості становила 66%, короткострокових кредитів – 12,8%. Збереглися суттєві диспропорції у забезпеченості оборотних активів підприємств кредитними ресурсами за видами промислової діяльності (додаток 7, табл. 7.5).

У 2011–2013 рр. *роль довгострокового банківського кредитування у фінансуванні інвестиційної діяльності НФК та інновацій промислових підприємств* не можна вважати задовільною. Про це свідчать:

- частка кредитів банків у структурі джерел фінансування капітальних інвестицій підприємств, яка впродовж 2011–2013 рр. коливалася в межах 15,3–17,1%;

- стрімке падіння обсягів та частки фінансування інновацій за рахунок кредитів (сума витрат на фінансування інноваційної діяльності за рахунок кредитів банків зменшилася з 5489,5 млн грн у 2011 р. до 630,2 млн грн у 2013 р., тобто майже у 9 разів, а їх частка у джерелах фінансування інновацій – з 38,3 до 6,6%);

– низька питома вага кредитів промисловості у довгострокових кредитах резидентам, яка у 2011–2013 рр. становила 18–21%;

– зменшення частки довгострокових кредитів, наданих банками України підприємствам промисловості, у довгострокових зобов’язаннях підприємств, із 45% у 2010 р. до 27% у 2013 р.

Незважаючи на зменшення простроченої заборгованості за кредитами, рівень відсоткових ставок за кредитами банків України у посткризовий період практично не змінився (додаток 7, табл. 7.4), що, як і раніше, унеможливлювало їх залучення більшістю підприємств.

Зрозуміло, що на тлі незадовільного фінансового стану переважної кількості промислових підприємств, пропозицію банками кредитів бізнесу та зниження процентних ставок за кредитами обмежували передусім низька якість кредитного портфеля банків та необхідність заміщення значних обсягів коштів нерезидентів коштами резидентів. Натомість висока доходність і безризиковість ОВДП та значні обсяги їх випуску сприяли тому, що банки зосередили свою активність на сегменті державних цінних паперів, фінансуючи потреби державного бюджету. Показово, що обсяги такого фінансування на кінець 2013 р. зросли порівнянл з докризовим 2007 р. у 14,5 разів і майже зрівнялися з обсягами кредитів у національній валюті, наданих банками підприємствам промисловості (понад 80 млрд грн).

Починаючи з 2014 р. *спостерігається стрімке погіршення тенденцій у сфері банківського кредитування підприємств* як загалом по НФК, так і в розрізі видів економічної діяльності.

По-перше, впродовж 2014–2015 рр. відбулося суттєве скорочення обсягів банківських кредитів у національній валюті³⁴⁴ сектору НФК загалом. Рівня 2013 р. обсяг кредитів у національній валюті цьому сектору досяг лише на кінець 2017 р., передусім за рахунок приросту за такими видами діяльності, як «Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого

³⁴⁴ За 2014 р. обсяги заборгованості за кредитами в національній валюті, наданими банками нефінансовим корпораціям, зменшилися на 41 млрд грн, або майже на 10%, за 2015 р. – на 74 млрд грн, або на 18%, за 2016 р. зросли на 79 млрд грн, або на 23% , за 2017 р. зросли на 38 млрд грн, або на 9%, за 2018 р. – на 9 млрд грн, або на 1,2%.

вжитку» та «Сільське господарство, мисливство та лісове господарство». Незначне зростання обсягів кредитів у національній валюті сектору НФК у 2018 р. також пов'язане з цими видами діяльності. Натомість скорочення обсягів кредитів у 2014–2018 рр. за окремими видами діяльності призвело до того, що *на кінець 2018 р. обсяг кредитів за таким видом діяльності, як «Добувна промисловість», становив усього 25% від рівня 2013 р., «Переробна промисловість» – 93%, «Будівництво» – 73%, «Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води» – 67%.*

Зазначені зміни іще більше посилили диспропорції у структурі кредитування. Так, у структурі кредитів у національній валюті, наданих банками НФК, частка підприємствам торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку збільшилася із 44% на кінець 2013 р. до 49% на кінець 2018 р., а промисловості та будівництва – зменшилася із 18,7 до 15,1% та із 8,2 до 5,9% відповідно.

Посилення диспропорцій у структурі кредитування підприємств промисловості спостерігається і за видами промислової діяльності. На підприємства з виробництва харчових продуктів та напоїв на кінець 2018 р. припадало 43% усіх кредитів у національній валюті, наданих підприємствам промисловості (на кінець 2013 р. – 29%), на підприємства металургійного виробництва – 7,7% (на кінець 2013 р. – 2,6%). На підприємства двох зазначених вище видів промислової діяльності припадало 61% (52 та 9%) усіх кредитів у національній валюті, наданих банками підприємствам переробної промисловості (на кінець 2013 р. – 42%).

По-друге, скорочення обсягів банківських кредитів в іноземній валюті у доларовому еквіваленті відбувалося впродовж 2014–2017 рр. (обсяги заборгованості зменшилися на 16,4 млрд дол. США, або на 55%), причому за всіма видами економічної та промислової діяльності. На кінець 2017 р. заборгованість НФК за кредитами в іноземній валюті становила 13,4 млрд дол. США, або 45% від рівня 2013 р. Зростання обсягів кредитів в іноземній валюті сектору НФК у 2018 р. не змогло перекрити падіння за попередні роки – на кінець 2018 р. вони становили 48% від рівня 2013 р. Девальвація гривні до

долара США, що відбулася у 2014–2017 рр., призвела до значного збільшення гривневого еквівалента кредитів в іноземній валюті та, відповідно, до зростання загального обсягу кредитних вкладень банків у гривневому еквіваленті³⁴⁵ на 24% у 2018 р. порівняно з 2013р. Навіть попри цю ілюзорність збільшення обсягів кредитування НФК, про згортання банківського кредитування свідчать:

- зниження показника співвідношення кредитів, наданих банками НФК, та ВВП, з 45,4% у 2013 р. до 24,2% у 2018 р. (нижчий рівень був лише до 2006 р.);

- зменшення частки кредитів банків у структурі джерел фінансування капітальних інвестицій підприємств – з 13,9% у 2013 р. до 7,7% у 2018 р.³⁴⁶;

- падіння обсягів та частки фінансування інновацій за рахунок кредитів (сума витрат на фінансування інноваційної діяльності за рахунок кредитів банків зменшилася з 630 млн грн у 2013 р. до 595 млн грн у 2017 р., а їх частка у джерелах фінансування інноваційних витрат – з 6,6 до 6,5%);

- *суттєве послаблення ролі банківського кредиту у фінансуванні діяльності підприємств.* Ця тенденція простежується як загалом по НФК, так і в розрізі майже всіх видів економічної діяльності. Так, у 2015–2018 рр., навіть незважаючи на глибоку девальвацію національної валюти, відбулося зменшення значень співвідношення короткострокових кредитів до оборотних активів та питомої ваги короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях загалом по НФК – вони були меншими за рівень 2005 р.

На кінець 2018 р. питома вага короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях за всіма видами економічної діяльності, крім промисловості та такого виду економічної діяльності, як «Професійна, наукова та технічна діяльність», становили менше 10%. Вищий, ніж по НФК загалом, цей показник по підприємствах промисловості та показник співвідношення короткострокових кредитів до оборотних активів (за 2018 р. – 13%), пояснюється найвищою питомою вагою кредитів в іноземній валюті, наданими їм банками України, а

³⁴⁵ Обсяг кредитів НФК у гривневому еквіваленті збільшився з 692 млрд грн на кінець 2013 р. до 860 млрд грн на кінець 2018 р.

³⁴⁶ Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополь за 2013 р. та за 2018 р. без частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

також запозиченнями українських підприємств на зовнішніх ринках.

Цілком логічно, що за такої ситуації з кредитуванням та відсутності власних фінансових ресурсів неможливо не тільки забезпечити інноваційний розвиток, а й здійснити будь-яке оновлення виробничих фондів.

Варто зазначити, що в умовах згортання кредитування НФК банки України суттєво збільшили вкладення коштів в ОВДП та депозитні сертифікати НБУ. Так, *на кінець 2018 р. у власності банків перебувало ОВДП на загальну суму (за номінальною вартістю) майже 375 млрд грн, що становить 43% загальної заборгованості за кредитами, наданими всьому сектору НФК, та на 34% (96 млрд грн) перевищує заборгованість за кредитами, наданими підприємствам промисловості*, у той час як на кінець 2013 р. у власності банків перебувало ОВДП на загальну суму 81 млрд грн, або 12% від заборгованості за кредитами НФК, або 44% заборгованості за кредитами промисловості.

Загальний обсяг мобілізації НБУ коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів у 2014 р. становив 1,4 трлн грн, у 2015 р. – 2,8 трлн грн, у 2016 р. – 2,9 трлн грн, у 2017 р. – 2,7 трлн грн, у 2018 р. – 2,9 трлн грн., у той час, як у 2013 р. – 270 млрд грн, тобто збільшився у 5,4–10,9 раза.

Таким чином, можна стверджувати, що:

- *політика банківського сектора за всі роки незалежності була спрямована у сфери діяльності, не пов'язані з виробництвом;*
- *в останні роки, незважаючи на наявність ресурсів, відбувається згортання кредитування виробничого сектора.*

Зрозуміло, що проведення такої політики банківським сектором відбувалося за безпосередньої участі власників банків, а державні органи сприяли цьому шляхом прийняття відповідних рішень, які стимулювали здійснення банками відповідної політики. Роль головного державного органа, що здійснює функції банківського регулювання в Україні, – Національного банку України – у проведенні банківським сектором політики, що ігнорувала потреби реального сектора, буде відображено далі.

8.2. Вплив грошово-кредитної політики НБУ та боргової політики уряду на діяльність банківського сектора

Світовий досвід свідчить, що банківська система може забезпечити розвиток економіки – шляхом спрямування фінансових ресурсів у високотехнологічні виробництва, великі інфраструктурні проекти, стимулювання експорту та імпортозаміщення, малий та середній бізнес, і обов’язково за умови, якщо стратегія її розвитку буде невід’ємною складовою державної стратегії економічного розвитку країни та макроекономічної політики. Вітчизняна банківська система не виконує роль прискорювача розвитку національної економіки, оскільки *розвиток самої банківської системи України відбувався і відбувається в умовах превалювання інтересів банківського сектора над інтересами реального сектора*. Надзвичайно низька ефективність використання потенціалу банківської системи для фінансування реального сектора економіки і стимулювання структурних зрушень має системний характер і є наслідком державної політики, що проводилася в Україні.

Банківська системи України за порівняно нетривалий період функціонування (1992–2018 рр.) пройшла через низку нищівних криз (1998 р., 2008–2009 рр., 2014–2017 рр.). пов’язаних як з макроекономічними чинниками фундаментального характеру, так і з особливостями реалізації грошово-кредитної політики.

Грошово-кредитна політика зокрема та державна фінансова політика України загалом практично на всіх етапах розвитку не були спрямовані на стимулювання економічного зростання, а призвели до віддалення банківського сектора від виробничих секторів економіки. Попри актуальність стратегічного вибору на державному рівні напряму вкладення фінансових ресурсів і навіть задекларовані в офіційних документах (посланнях Президента до Верховної Ради України, програмах тощо) стратегічні пріоритети та механізми захисту внутрішнього ринку і модернізації промисловості, нашій державі так і не вдалося забезпечити орієнтацію банків на потреби реального сектора економіки.

Відсутність державної політики щодо спрямування не лише кредитних, а й усіх фінансових ресурсів у реальний сектор економіки та передчасна лібералізація відносин в економічній сфері та впровадження стандартних, у багатьох випадках передчасних, рекомендацій іззовні, без відповідних розрахунків та прогнозних наслідків їх впливу на економіку, призвели до створення спекулятивної моделі фінансової системи України.

Орієнтація банківського сектора на спекулятивні операції на початковому етапі становлення банківської системи була цілком закономірною і зрозумілою з огляду передусім на неплатоспроможність переважної кількості промислових підприємств, зумовлену інфляцією та спадом виробництва, пов'язаних із: розривом господарських зв'язків; великою залежністю України від монопольних поставок газу, нафти та нафтопродуктів із Росії, яка поставила нас в умови зовнішнього диктату цін на зазначені енергоносії і їх постійного підвищення до рівня світових; девальвацією національної валюти. Уникнути численних помилок та прорахунків у здійсненні управлінських рішень на цьому етапі, у тому числі щодо впливу держави на діяльність банківського сектора та формування ним кредитної політики, було вкрай важко або просто неможливо, оскільки далася взнаки відсутність не тільки практичного досвіду, а й теоретичного осмислення шляхів переходу від адміністративно-командної економіки до ринкової. Надалі «відрив» банківського сектора від реального був пов'язаний винятково із прорахунками державної економічної політики.

Одним із перших програмних документів, де було викладено пріоритети та механізми грошово-кредитного регулювання в Україні, стала ухвалена у 1994 р. стратегія фінансової стабілізації та боротьби з інфляцією, запропонована Міжнародним валютним фондом. Вона містила виключно монетарні методи та базувалася на стандартних підходах щодо ринкових трансформацій, які не враховували специфіку економіки України. *Грошово-кредитна політика, що проводилася в Україні у 1995–1998 рр. у руслі цих рекомендацій, призвела до звуження можливостей банківської системи щодо кредитування підприємств та підвищення рівня процентних ставок, зосередженості банківського сектора на спекулятивних операціях, значного*

накопичення зовнішньої заборгованості, падіння рівня споживання та інвестицій у реальний сектор і скорочення на цій основі внутрішнього попиту, що призвело до подальшого падіння вітчизняного виробництва. Запроваджений у 1995 р. урядом та підтриманий Національним банком України механізм фінансування Державного бюджету через випуск державних цінних паперів стимулював комерційні банки спрямовувати ресурси не у сферу виробництва, а в безризикові та високодохідні ОВДП. Допуск у 1996 р. нерезидентів до внутрішнього валютного ринку України (через операції ОВДП – за рекомендаціями МВФ, без обґрунтування можливих наслідків такого рішення) призвів до експансії іноземного капіталу в банківський сектор України³⁴⁷, до суттєвих надходжень іноземної валюти на фінансовий ринок України і фактично обумовив фіксацію впродовж 1996 р. – першого півріччя 1998 р. курсу національної валюти. В умовах створеної урядом фінансової піраміди у вигляді ОВДП спекулятивні дії нерезидентів та резидентів – комерційних банків спровокували у другому півріччі 1998 р. валютну кризу. Надзвичайно гостра криза на всіх сегментах фінансового ринку України, що розпочалася з валютної та боргової криз, звела нанівець результати фінансової стабілізації у попередні роки. *Уникнути дефолту України у другій половині 1998–1999 рр. вдалося завдяки реструктуризації державного боргу та комплексу заходів щодо скорочення темпів його приросту. Це дає підстави зробити висновок, що іноземні інвестиції в банківський сектор України в цей період не лише не сприяли економічному зростанню, а й призвели до поглиблення проблем в економіці.*

Політика Національного банку України щодо створення монетарних передумов для економічного зростання і підтримання високого рівня зайнятості населення (шляхом помірної ремонетизації економіки, підтримки стабільності грошово-кредитного і валютного ринків та обмінного курсу), у поєднанні з виваженою політикою уряду щодо управління державним боргом, яка проводилася в Україні у 2000–2004 рр., зумовила збільшення обсягів кредитних

³⁴⁷ Кількість банків з іноземним капіталом зросла з 12 на кінець 1995р. до 28 на кінець 1998 р. (зі 100% іноземним капіталом – із 1 до 9), а частка їхнього статутного капіталу у статутному капіталі банків України – з 1,1% до 20,8%.

вкладень та зниження їх вартості, покращення фінансового стану підприємств, зростання обсягів виробництва промислової продукції та економіки загалом.

Проте у цей же період почала стрімко зменшуватися питома вага кредитів НФК у загальному обсязі кредитів на користь кредитів домогосподарствам, а також *посилилася залежність вітчизняної економіки від зовнішніх факторів взагалі та іноземного капіталу зокрема.*

Варто зазначити, що *на державному рівні існувало усвідомлення небезпеки для державного суверенітету та економічної самостійності країни від зростання державного боргу та неефективного управління ним* – зазначені питання Верховна Рада України розглядала неодноразово³⁴⁸. На найвищому державному рівні були визначені не лише стратегічні пріоритети та стратегія за окремими складовими економічної політики, а й відповідні завдання та цілі щодо обмеження боргової залежності держави, збалансованості валютного ринку, зростання золотовалютних резервів, удосконалення структури платіжного та зовнішньоторговельного балансів, зміцнення банківської системи, подолання розриву між банками і виробництвом, залучення банків до реалізації нової економічної стратегії.

Попри це, *подальша непродумана лібералізація і не виправлені помилки передчасної лібералізації відносин у зовнішньоекономічній сфері та впровадження окремих механізмів, які діють у країнах з ринковою економікою, неспроможність оцінити їх вплив на економіку країни, що лише здійснює перехід до ринку, призвели до вкрай негативних наслідків для всієї економіки України.* До того ж ухвалений 23.12.1999 р. у першому читанні проект Закону України «Про державний борг»³⁴⁹ так і не став законом, а передбачені урядовими документами³⁵⁰ закони «Про валютне регулювання» та «Про банківський кредит» так і не були ухвалені.

³⁴⁸ Постанови Верховної Ради України: від 10.11.1998 № 246-XIV «Про інформацію Кабінету Міністрів України про структуру і динаміку державного боргу України»; від 12.10.1998 № 246-XIV «Про інформацію Кабінету Міністрів України про внутрішній та зовнішній борг України».

³⁴⁹ Постановою Верховної Ради України від 15.06.2005 № 2649-IV проект Закону України про Державний борг прийнято за основу та Комітетові Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності доручено його доопрацювати і внести на розгляд Верховної Ради України у другому читанні.

³⁵⁰ Заходи, схвалені постановою Кабінету Міністрів України № 1394 від 17.09.2002, які спрямовані на виконання завдань, що випливають з послань Президента України до Верховної Ради України.

Кредитування фізичних осіб починаючи з 2002 р. стало одним із найбільш динамічно зростаючих сегментів ринку банківських послуг України, проте кредити надавалися тільки в національній валюті. У березні 2003 р. Нацбанк України³⁵¹, без урахування можливих негативних наслідків, надав право українським банкам надавати кредити фізичним особам в іноземній валюті. Як показав подальший перебіг подій, саме це рішення у поєднанні з окремими ліберальними нормами законодавства та нормативно-правових актів НБУ та уряду (як уже на той час чинних, так і ухвалених надалі) стало одним із найбільш драматичних рішень для всієї фінансової системи України.

До 2003 р. банки України практично не залучали кредити на зовнішніх ринках, повернення яких не було гарантовано державою. Вже у 2003 р. вони почали активно залучати на зовнішніх ринках приватні негарантовані кредити. При цьому банківський сектор України задіяв усі можливі шляхи зовнішніх запозичень, а нерезиденти використали всі можливі інструменти для отримання доходів, які значно перевищують доходи від розміщення коштів на інших ринках³⁵². Усього за 2003–2008 рр. банківський сектор України одержав лише довгострокових кредитів на 22,3 млрд дол. США, а залучення (чисті) коштів в боргові цінні папери цього сектора становили 6 млрд дол. США. Переважна частка іноземних кредитів, отриманих банками України у період 2003–2008 рр., була використана для кредитування населення³⁵³ та суб'єктів господарювання невиробничої сфери.

Банки з іноземним капіталом³⁵⁴ стали головною рушійною силою надзвичайно високих темпів зростання кредитного портфеля банківського

³⁵¹ Із затвердженням 05.03.2003 р. постановою Правління НБУ № 79 змін до Положення про кредитування, затвердженого постановою Правління НБУ від 28.09.95 № 246.

³⁵² Це стосується всіх інструментів, які використовувалися українськими банками для залучення коштів у нерезидентів: за кредитами та депозитами – прибутковість у розмірі 7–12% річних у доларах, а з огляду на дефляцію в країнах кредиторів, їх доларові активи видаються іще привабливішими; за єврооблігаціями – дохід у розмірі 7–11% річних, а також можливість продати ці папери на ринку у випадку термінової необхідності; доходність цінних паперів українських емітентів, номінованих у національній валюті, становила 11–16%, а з урахуванням ревальвації курсу гривні в окремі періоди (квітень-травень 2005 р., травень 2008 р.), доходність коштів, інвестованих нерезидентами в іноземній валюті, була іще вищою.

³⁵³ Упродовж 2006–2008 рр. кредити домогосподарствам в іноземній валюті перевищували мобілізовані від домогосподарств кошти в іноземній валюті (2008 р. – 12 млрд дол. США), тобто на це перевищення ресурсом для кредитування населення стали виключно зовнішні запозичення.

³⁵⁴ Станом на 01.01.2009 р. питома вага кредитів, наданих фізичним особам, у кредитних портфелях банків становила: банк «Надра» – 67%, Укрсиббанк – 61%, Укрсоцбанк – 55%, ОТП Банк – 54%, Райффайзен Банк Аваль – 47%, Сведбанк – 41%, Форум – 31%.

сектора України та його переорієнтації з кредитування підприємств на кредитування домогосподарств. *Експансія*³⁵⁵ іноземного капіталу в банківський сектор України (друга хвиля), що відбулася у 2005–2008 рр., пов'язана не стільки з позитивними змінами у вітчизняній економіці та підвищенням кредитного рейтингу країни, скільки із *можливістю отримання швидких надприбутків, насамперед за рахунок кредитування населення*. Із 34,3 млрд дол. США прямих іноземних інвестицій, що надійшли в економіку України у 2005–2008 рр., 9,3 млрд дол. США, або 27% ,– це інвестиції у банківський сектор.

Ліберальне вітчизняне законодавство з питань іноземного інвестування³⁵⁶ та невиважене і передчасне, без урахування не лише світового досвіду, а й навіть без визначення всіх можливих негативних наслідків для банківського сектора, економіки та національної безпеки держави, *зняття обмежень* при ухваленні у грудні 2000 р. нової редакції Закону України «Про банки і банківську діяльність», *на участь іноземного капіталу у банківському секторі України, призвело до переходу понад третини цього сектора під контроль іноземних банків* та реальної можливості іноземного капіталу визначати пріоритети та політику банківського сектора. Входження іноземних інвесторів до українських банків не забезпечило покращення якості активів та більшості показників діяльності банків, нові іноземні банки швидко пристосовувались до існуючих умов і користувались можливістю отримати додаткові прибутки завдяки високим відсотковим ставкам, спекулятивним операціям на валютному ринку та ОВДП.

Зовнішні запозичення банківського сектора³⁵⁷ стали не лише визначальним фактором надзвичайно високих темпів зростання кредитного портфеля та активів банківського сектора України у період 2005–2008 рр., а й *становили загрозу як для банкрутства окремих банків, так і для функціонування банківської системи України та платоспроможності всієї фінансової системи країни, оскільки поставили її в залежність від світових фінансових ринків*.

³⁵⁵ Частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків України зросла з 9,6% на кінець 2004 р. до 36,7% на кінець 2008 р., а кількість банків з іноземним капіталом збільшилася з 19 до 53 відповідно.

³⁵⁶ Відповідно до законодавства, іноземні інвестиції можуть вкладатися в будь-які об'єкти, інвестування в які не заборонено Законами України, а для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності, за винятками, передбаченими законодавством України та міжнародними договорами України.

³⁵⁷ За період з січня 2005 р. по вересень 2008 р. включно зовнішній борг банківського сектора зріс на 39,4 млрд дол. США (з 2,7 до 42,1 млрд дол. США, або майже в 16 разів), а валовий – на 71,8 млрд дол. США.

Основним фактором високої залежності банківського сектора від зовнішніх ринків стала короткостроковість зовнішнього боргу, який, за залишковим терміном погашення, становив понад 50% у структурі зовнішнього боргу цього сектора. Ці загрози посилювалися: значною невідповідністю активів і пасивів банків у іноземній валюті за строками; економічною невиправданістю суттєвої частини зовнішніх запозичень; набуттям іноземної валюти статусу основної валюти кредитування домогосподарств³⁵⁸; підвищенням рівня доларизації економіки України.

За відсутності законодавчого врегулювання питань зовнішніх запозичень³⁵⁹, Національний банк України виявився неспроможним оцінити загрози впливу іноземного капіталу на вітчизняний валютний ринок і, з метою упередження дестабілізації на ньому, скористатися своїми повноваженнями у сфері валютного регулювання (визначеними статтею 11 Декрету Кабінету Міністрів України від 19.02.93 №15-93 «Про систему валютного регулювання і валютного контролю») і встановити ліміти заборгованості банківського сектора в іноземній валюті перед нерезидентами за інструментами та строками (до другої половини 2008 р.³⁶⁰ НБУ своїми нормативно-правовими актами такої можливості навіть не передбачав). Натомість НБУ зосередив свої зусилля виключно на забезпеченні стабільності національної валюти, спрямовуючи «левову» частку безготівкової емісії на придбання іноземної валюти, що надходила в Україну. В умовах значних надходжень іноземної валюти, що прибувала в банківський сектор у вигляді іноземних позик, Національний банк України не лише не визнав *передчасною лібералізацію порядку одержання кредитів у іноземній валюті від іноземних кредиторів, що була здійснена*³⁶¹ у

³⁵⁸ Питома вага кредитів в іноземній валюті у загальному обсязі кредитів домогосподарствам на кінець 2008 р. досягла майже 72%.

³⁵⁹ В Україні про валовий зовнішній борг не йдеться в жодному із законодавчих актів, так само, як і про порядок одержання резидентами кредитів від нерезидентів.

³⁶⁰ Лише 28 липня 2008 р. постановою Правління НБУ № 217 було уведено норму, відповідно до якої «залучення уповноваженими банками коштів за договорами здійснюється з урахуванням вимог щодо дотримання лімітів заборгованості в іноземній валюті уповноважених банків нерезидентам у разі їх встановлення Національним банком». Зазначені зміни були зареєстровані Міністерством юстиції України 15 жовтня 2008 р.

³⁶¹ Постановою Правління НБУ № 144 від 07.05.97 р. було визнано таким, що втратило чинність Положення «Про порядок надання резидентам України індивідуальних ліцензій та свідоцтв про реєстрацію на одержання кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів» (затверджене постановою Правління НБУ № 329 від 29.12.95) та затверджене «Положення про порядок реєстрації одержання резидентами кредитів в

травні 1997 р. за рекомендаціями МВФ, а й не запровадив механізмів та інструментів, які забезпечують пріоритетність спрямування зовнішніх запозичень банків на кредитування реального сектора економіки.

Висока обтяжливість боргового навантаження на банківський сектор України у IV кв. 2008 р. у часі співпала зі складною ситуацією на зовнішніх ринках капіталу та вкрай несприятливою економічною і політичною ситуацією в Україні, що призвело до значних обсягів відпливу короткострокового капіталу з цього сектора³⁶² та стрімкого падіння курсу гривні та кризи на валютному ринку, що переросла у кризу на всьому фінансовому ринку України. Запровадження НБУ у жовтні 2008 р. заборони на дострокове зняття депозитів, зниження міжнародними рейтинговими агентствами кредитних позицій більшості українських банків стали додатковим поштовхом для ажіотажного попиту на валюту з боку населення, що сприяло нестабільності на внутрішньому валютному ринку.

Глибоке падіння курсу гривні (52%) наприкінці 2008 р. є свідченням того, що Національний банк України не зміг забезпечити виконання своєї основної функції – забезпечення стабільності грошової одиниці України.

Девальвація національної валюти стала головним чинником зростання у 2008–2010 рр. обсягу простроченої заборгованості за кредитами, наданими банками України резидентам, що, у поєднанні з попередньою, надто ризиковою, діяльністю багатьох банків призвело до зниження та втрати окремими банками ліквідності. Це стало основним фактором збиткової діяльності у 2009–2011 рр. багатьох банків та банківського сектора України загалом і поглибило проблеми цього сектора, що суттєво накопичувалися у ньому в період з 2004 р. і до початку кризи восени 2008 р.

Фінансова криза 2008–2009 рр. та проблеми банківського сектора не лише негативно вплинули на стан та перспективи банківського кредитування

іноземній валюті від іноземних кредиторів». З відміною ліцензування на одержання кредитів нормативно-правова база в Україні не обмежувала українські банки у напрямках спрямування цих, залучених у нерезидентів, коштів.

³⁶² Чистий відплив коштів з банківського сектора України (без урахування прямих інвестицій) у IV кв. 2008 р. становив 2,2 млрд дол. США. Лише запроваджений Нацбанком з жовтня 2008 р. мораторій на дострокове зняття коштів з депозитних рахунків перешкодив додатковому відпливу коштів нерезидентів на суму близько 6 млрд дол. США (заборгованість за коштами, розміщеними нерезидентами на депозитних рахунках в українських банках).

економіки, а й згодом (у 2009–2013 рр.) стали головною причиною *перерозподілу власності у банківському секторі України, що передусім призвів до суттєвого посилення позицій у ньому капіталу з офшорних зон, що переважно був псевдоіноземним капіталом*³⁶³. Усупереч Закону України «Про банки і банківську діяльність», Нацбанк України протягом 2009–2013 рр., як і раніше, надавав нерезидентам з офшорних зон згоду на придбання акцій українських банків. Подальші події на фінансовому ринку України показали, що саме псевдоіноземний капітал зумовив *виникнення багатьох проблемних банків у 2014–2016 рр.*

Фінансова криза, що розпочалася наприкінці 2008 р., призвела до втрат Державного бюджету України та – у поєднанні з подальшими рішеннями та діями Кабінету Міністрів і НБУ у сфері боргової та валютно-курсової політики – до того, що стан державного і гарантованого державою боргу України перетворився на один із визначальних факторів макроекономічної нестабільності. Прорахунки у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці НБУ, що призвели до зростання державного і гарантованого державою боргу України, було перекладено на всіх платників податків. Серед цих прорахунків:

- випуск *ОВДП* для збільшення капіталу державних банків та рекапіталізованих державою банків (у 2008–2010 рр. – на суму 43,5 млрд грн та на 8,9 млрд грн у 2011 р.), частину з яких викупив Нацбанк за рахунок емісії;
- зовнішні запозичення для поповнення міжнародних резервів – на прохання уряду та НБУ наприкінці 2008 р. було укладено угоду з МВФ про запровадження програми Stand-by загальним обсягом 16 млрд дол. США;
- знецінення національної валюти, оскільки майже 80% державного боргу становив борг, номінований у іноземній валюті.

Абсолютний розмір державного та гарантованого державою боргу України за 2008–2009 рр. збільшився у 3,6 раза у гривневому еквіваленті (на 228 млрд грн), і досяг 316,9 млрд грн або 39,7 млрд дол. США станом на 1

³⁶³ Частка банків з псевдоіноземним капіталом у сукупному статутному капіталі банків України збільшилася з 6,1% станом на 1 січня 2009 р. до 17,9% станом на 1 січня 2014 р., – розрахунки автора за даними: Показники фінансової звітності банків України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua>; Інформація про власників істотної участі у банку. URL: <https://bank.gov.ua/> Банківський нагляд/Реєстрація та ліцензування/Структури власності банків України

січня 2010 р. *Зовнішній державний та гарантований державою борг* при цьому збільшився³⁶⁴ на 12,7 млрд дол. США – виключно за рахунок міжнародних фінансових організацій (МФО)³⁶⁵, сума заборгованості перед ними станом на 1 січня 2010 р. становила 16,9 млрд дол. США, або 64% загальної суми державного зовнішнього боргу України, із яких 12,9 млрд дол. США припадало на МВФ, який *став найбільшим зовнішнім кредитором уряду України*. Попри те, що в рамках програми підтримки економічної та фінансової політики уряду Україна у 2008–2009 рр. отримала від МВФ кошти у сумі 10,6 млрд дол. США, *економічну ситуацію в Україні так і не вдалося стабілізувати*.

У 2010–2013 рр., з огляду на зростання рівня монетизації економіки³⁶⁶, стабілізацію вартості кредитних ресурсів³⁶⁷, зростання загального обсягу кредитних вкладень банків у національній валюті, НБУ проводив політику, спрямовану на формування сприятливих умов фінансування економічної діяльності.

Проте грошово-кредитна *політика НБУ та бюджетна політика уряду* в посткризовий період (2010–2013 рр.) *не сприяли орієнтації банків на кредитування бізнесу*, оскільки переважна частина безготівкової емісії НБУ була спрямована не на збільшення пропозиції кредитів, а на фінансування потреб державного бюджету (шляхом купівлі НБУ ОВДП та валюти, що надходила в Україну у вигляді іноземних позик уряду), а політика уряду щодо високої доходності ОВДП та значні обсяги їх випуску стимулювала банки зосередити свою діяльність на сегменті державних цінних паперів.

Незважаючи на сталу позитивну тенденцію щодо зміни структури кредитних вкладень банків у розрізі секторів економіки на користь НФК у *посткризовий період (2010–2013 рр.)*, *політика банківського сектора не була зорієнтована на модернізацію провідних галузей промисловості і структурне реформування економіки*, оскільки *Національний банк України не зміг*

³⁶⁴ Із 13,8 млрд дол. США на кінець 2007 р. до 26,5 млрд дол. США на кінець 2009 р.

³⁶⁵ Заборгованість перед МФО зросла за цей період із 3,1 до 16,8 млрд дол. США, тобто на 13,7 млрд дол. США, або у 5,4 раза.

³⁶⁶ Рівень монетизації зріс із 53,4% на кінець 2009 р. до 62,7% на кінець 2013 р., грошова маса збільшилася за цей період на 86%, грошова база – на 57,5%, грошовий мультиплікатор – з 2,5 до 2,96.

³⁶⁷ Середньозважені процентні ставки в річному обчисленні за кредитами, наданими НФК, у національній валюті знизилися з 20,8% у 2009 р. до 14,2% у 2010 р., у 2013 р. вони підвищилися незначною мірою до 14,6%, в іноземній валюті зросли з 9,7% у 2009 р. до 10,5% у 2010 р., у 2013 р. – знизилися до 9,4%.

запровадити механізми та інструменти, що забезпечують пріоритетність спрямування ресурсів банків на кредитування інвестиційно-інноваційного розвитку країни.

Накопичені в попередні періоди проблеми у фінансовому секторі України, пов'язані з прорахунками у державній економічній політиці, заклали вагомі підвалини для порушення стійкості банківської системи, які надзвичайно загострила політична ситуація в Україні наприкінці 2013 р. та у 2014–2017 рр., а *недоліки і прорахунки Національного банку у грошово-кредитній та валютно-курсній політиці призвели до безпрецедентної за масштабами банківської кризи в Україні, що переросла в кризу економічну.*

Найбільш гострою для банківського сектора України була «валютна» проблема, пов'язана із необхідністю сплати у 2014 р. українськими банками зовнішнім кредиторам значних обсягів заборгованості у короткостроковому періоді (майже 12 млрд дол. США), а також наявністю значної заборгованості фізичних осіб за кредитами в іноземній валюті (5,3 млрд дол. США).

«Валютна» проблема була актуальною не лише для банківського сектора, а й для всієї економіки України, оскільки надзвичайно високі валютні ризики свідчили про вірогідність настання в Україні валютної та боргової кризи і суттєвої девальвації національної валюти, у результаті якої постраждає не лише фінансова система країни, а й уся економіка.

Потенційна загроза валютної кризи в Україні існувала завжди, оскільки впродовж переважної кількості років сальдо торговельного балансу було від'ємним, а валютні резерви – низькими і їх збільшення відбувалось, в основному, за рахунок іноземних запозичень, тому можливість підтримки курсу перебувала в залежності від обсягів припливу останніх в Україну.

Упродовж 2008–2013 рр., через зменшення міжнародних резервів (на 12 млрд дол. США) та зростання короткострокового валового зовнішнього боргу України (майже на 21 млрд дол. США), спостерігалася *тенденція до погіршення платоспроможності країни*, про що свідчить показник рівня покриття короткострокового валового зовнішнього боргу міжнародними резервами (показує спроможність країни забезпечити погашення зовнішнього боргу в

короткостроковому періоді), який зменшився з 72,1% на 01.10.2008 р. (початок кризи) до 34,4% на 01.01.2014 р. З огляду на від'ємне сальдо поточного рахунку це означає, що якби Україні не вдалося отримати нові кредити на міжнародних ринках або реструктуризувати свою заборгованість за раніше отриманими кредитами, її було б визнано країною, неплатоспроможною за зовнішніми зобов'язаннями, оскільки в певний період в Україні не вистачило б іноземної валюти не лише для розрахунків за зовнішнім боргом, а й для оплати імпорту³⁶⁸. Більше того, на кінець 2013 р. від'ємне сальдо поточного рахунку та валовий короткостроковий зовнішній борг сумарно майже в 4 рази перевищували рівень міжнародних резервів.

Існуючі ризики щодо спроможності виконання Україною зовнішніх зобов'язань посилювалися зменшенням міжнародних резервів за рахунок ситуації на внутрішньому валютному ринку України, що пов'язана із підвищеним попитом на валюту з боку населення³⁶⁹.

Крім погіршення показника рівня покриття короткострокового боргу міжнародними резервами, *про високу вірогідність настання валютної та боргової кризи свідчили* й інші показники, що можуть слугувати індикаторами стану валютної складової фінансової безпеки (додаток 7, табл. 7.7).

Валовий зовнішній борг України за період з 01.10.2008 р. по 01.01.2014 р. зріс на 40 млрд дол. США і на 1 січня 2014 р. становив 142 млрд дол. США. Проте, якщо в період з 2005 р. по IV кв. 2008 р. основною складовою нарощування валового зовнішнього боргу були зовнішні запозичення банків, то у кризовий та посткризовий період, на тлі зменшення заборгованості банківського сектора (на 19,6 млрд дол. США), *нарощування валового зовнішнього боргу відбувалося за рахунок зовнішніх позик держави та нефінансових корпорацій*. Зокрема, заборгованість НФК перед нерезидентами за

³⁶⁸ Так, за залишковим терміном погашення сума короткострокових зовнішніх зобов'язань усіх резидентів України та від'ємного сальдо поточного рахунку перевищувала рівень міжнародних резервів станом: на 01.10.2008 р. – на 24 млрд дол. США, на 01.01.2009 р. – на 28 млрд дол. США, на 01.01.2010 р. – на 15 млрд дол. США, на 01.01.2011 р. – на 19 млрд дол. США, на 01.01.2012 р. – на 38 млрд дол. США, 01.01.2013 р. – на 55,6 млрд дол. США, 01.01.2014 р. – на 55,4 млрд дол. США.

³⁶⁹ Щомісячно впродовж 2009–2012 рр. (за винятком травня 2009 р.) та січня-березня і серпня-грудня 2013 р. обсяги продажу банками готівкової валюти перевищували обсяги купівлі. У доларовому еквіваленті це перевищення становило: за 2009 р. – 8,3 млрд дол. США, за 2010 р. – 9,73 млрд дол. США, за 2011 р. – 13,4 млрд дол. США, за 2012 р. – 10,2 млрд дол. США, січень-березень та серпень-грудень 2013 р. – 2,9 млрд дол. США.

кредитами (крім товарних), залучених за допомогою всіх інструментів (кредити, боргові цінні папери, міжфірмовий борг), за цей період зросла на 28 млрд дол. США і на початок 2014 р. становила 63 млрд дол. США, оскільки кредити, що пропонувалися підприємствам банками України, були недоступними з огляду на їх вартість.

Інтенсивність державних запозичень³⁷⁰ урядом на зовнішніх ринках, на тлі падіння міжнародних резервів, призвела до того, що сам *розмір зовнішнього державного боргу створював загрозу економічному суверенітету України*, оскільки на початок 01.01.14 він (з урахуванням гарантованого) становив 37,6 млрд дол. США, а рівень покриття його міжнародними резервами ледь перевищував 50%. На практиці це означає неспроможність держави виконувати свої зобов'язання, тобто дефолт. При цьому суттєво змінилася структура боргу³⁷¹: понад 55% зовнішнього державного боргу, або 20,8 млрд дол. США, становила *заборгованість за облігаціями*, розміщеними державою та під державні гарантії на зовнішніх ринках, а *заборгованість* перед МФО – 31% зовнішнього державного боргу (11,8 млрд дол. США, із яких 7,2 млрд дол. США припадало на МВФ). Збільшення обсягів випуску та розміщення ОЗДП на зовнішніх ринках здійснювалося одночасно зі зростанням вартості таких запозичень³⁷².

Крім зовнішніх запозичень, держава здійснювала запозичення в іноземній валюті на внутрішньому ринку – шляхом випуску валютних ОВДП³⁷³, станом на 01.01.2014 р. в обігу таких ОВДП перебувало на загальну суму близько 6 млрд дол. США, із яких на 1,3 млрд дол. США – із достроковим погашенням (підставою для здійснення дострокового погашення облігацій є заява їх

³⁷⁰ Зовнішній державний борг (з урахуванням гарантованого) збільшився з 13,8 млрд дол. США станом на 01.01.08 до 37,6 млрд дол. США станом на 01.01.14, тобто на 23,8 млрд дол. США, або в 2,7 раза.

³⁷¹ Зменшилася заборгованість за позиками, наданими міжнародними організаціями економічного розвитку (на 5,1 млрд дол. США) та закордонними органами управління (на 0,4 млрд дол. США), натомість зросла заборгованість за облігаціями, розміщеними державою та під державні гарантії на зовнішніх ринках (на 14,1 млрд дол. США), та позиками, наданими іноземними комерційними банками (на 2,4 млрд дол. США).

³⁷² Так, у 2012 р. були розміщені ОЗДП обсягом 2,25 млрд дол. США терміном на десять років з доходністю 7,8% та обсягом 2,6 млрд дол. США терміном на п'ять років з доходністю 9,25% – це найвища ставка за ОЗДП, що раніше розміщувалися Україною не лише за п'ятирічними, а й за десятирічними ОЗДП.

³⁷³ Випуск їх було започатковано у 2011р. – змінами, внесеними постановою Кабінету Міністрів України від 12.12.2011 р. № 1280 до постанови від 31 січня 2001 р. № 80 «Про випуски облігацій внутрішніх державних позик», Міністерству фінансів України дозволено виступати емітентом та розміщувати державні облігації, номіновані в іноземній валюті.

власника). Внаслідок цього *рівень державного боргу, номінованого в іноземній валюті*³⁷⁴, *перевищував рівень міжнародних резервів у 2,1 раза* (або на 23 млрд дол. США). *Питома вага боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу станом на 01.01.2014 р. у 1,5 раза перевищувала критичний рівень (40,3%³⁷⁵), рекомендований МВФ для країн з ринками, що формуються.*

В умовах фактичного, але неоголошеного дефолту, на тлі початку політичної кризи в Україні, що розпочалася наприкінці 2013 р., та пов'язаного з цим масового вилучення коштів з банків, НБУ у лютому 2014 р. було впроваджено режим плаваючого валютного курсу, а згодом Україна взяла зобов'язання перед МВФ дотримуватися цього режиму надалі.

Дотримання режиму плаваючого валютного курсу в умовах кризи, рецесії і політичної нестабільності, з одночасним широкомасштабним та безконтрольним рефінансуванням³⁷⁶ банків, стало генератором дестабілізації валютного ринку і безперервного знецінення курсу національної валюти³⁷⁷, неефективного використання міжнародних резервів та увело економіку України у стан шоку.

За період з 2014 р. по 2017 р. курс національної валюти знецінився із 7,993 грн/дол. США на кінець 2013 р. до 28,067 грн/дол. США на кінець 2017 р., тобто у 3,5 рази за чотири роки (реальний – майже на 54%).

Значні обсяги безготівкової емісії НБУ у 2014 р., призначені для рефінансування банків задля підтримки їх ліквідності, не були пов'язані з дефіцитом ліквідності у банківській системі та її реальними потребами³⁷⁸ і

³⁷⁴ Збільшився з 13,8 млрд дол. США станом на 01.01.08 до 43,7 млрд дол. США станом на 01.01.14, тобто на 29,8 млрд дол. США, або в 3,2 раза.

³⁷⁵ International Monetary Fund and International Development Association. Debt Sustainability in low-Income Countries – Proposal for an Operational Framework and Policy Implications. February 3, 2004. URL: <<http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>

³⁷⁶ У той час як середньомісячний обсяг операцій з рефінансування банків у січні–листопаді 2013 р. становив близько 4 млрд грн, у грудні 2013 р. загальний обсяг становив 27,6 млрд грн, у січні 2014 р. – 8,5 млрд грн. Усього загальний обсяг операцій з рефінансування банків за 2014 р. становив 222 млрд грн проти 71 млрд грн за 2013 р.

³⁷⁷ Офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився з 7,993 до 15,7686 грн/дол. США за 2014 р. (за лютий 2014 р. – з 7,993 до 9,9863 грн/дол. США, тобто на 25%) та до 30,01 грн/дол. США на кінець лютого 2015 р. (станом на 26.02.), тобто у 3,75 раза.

³⁷⁸ Свідчення цього: показники ліквідності банківського сектора (нормативи миттєвої та поточної ліквідності банківської системи протягом 2014 р. перевищували їх граничні значення удвічі); обсяг мобілізації НБУ коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів НБУ, який за 2014 р. становив 1,473 трлн грн, що в 5,4 раза

спрямовувалися банками на валютний ринок³⁷⁹, що стало одним із визначальних чинників рекордної девальвації гривні.

Вибірковий підхід і непрозорі процедури³⁸⁰ надання кредитів рефінансування у 2014 р. та практично безконтрольність за їх цільовим використанням, не лише дозволила окремим банкам³⁸¹ отримати надприбутки від операцій на валютному ринку, а й призвела до зловживань менеджменту та власників окремих банків³⁸² і виведення коштів з країни, внаслідок чого багато з банків втратили платоспроможність і щодо них було прийнято рішення про ліквідацію³⁸³.

Неякісне виконання НБУ наглядової функції призвело також до його додаткових витрат на відрахування в резерви за кредитами³⁸⁴ через низьку

перевищує обсяг за 2013 р.; середньоденний обсяг коштів на коррахунках банків в НБУ, який упродовж 2014 р. становив 29,3 млрд грн порівняно з 25,3 млрд грн у 2013 р.; різниця між сумами зменшення депозитів та кредитів (залишки коштів клієнтів на рахунках в банках України за 2014 р. зменшилися в національній валюті на 56 млрд грн, в іноземній – на 11,4 млрд дол. США. Разом із тим за цей період зменшилися і заборгованість клієнтів за кредитами: в національній валюті – на 54,8 млрд грн, в іноземній – на 8,6 млрд дол. США. З урахуванням зменшення заборгованості банківського сектора України за зовнішніми запозиченнями за 2014 р. у сумі 3,8 млрд дол. США дефіцит фінансування становив близько 1 млрд грн у національній валюті та 6,6 млрд дол. США в іноземній валюті.

³⁷⁹ Свідченням є: нехарактерні для міжбанківського валютного ринку обсяги продажу валюти у грудні 2013 р. (39,1 млрд дол. США) та січні 2014 р. (45,1 млрд дол. США, у тому числі лише за останній тиждень січня 2014 р. – майже 20 млрд дол. США); збіг дат надання найбільших обсягів рефінансування з «піками» падіння курсу національної валюти (27 лютого 2014 р., 19, 20, 26, 27 березня, 22–23 квітня 2014 р.). Див: Результати проведення операцій Національного банку України з регулювання ліквідності банків та Продаж валюти на міжбанківському ринку. URL: <https://bank.gov.ua/> Статистика / Щоденна інформація/Показники фінансового ринку/Показники валютного ринку

³⁸⁰ Підтвердженням є: надання кредитів рефінансування банкам у більших обсягах, ніж вплив коштів клієнтів або в умовах припливу коштів клієнтів; неврахування при визначенні необхідного обсягу рефінансування по окремих банках не лише впливу коштів, а й погашення заборгованості за кредитами; збільшення кредитного портфеля окремими банками, які отримували ці кредити у 2014 р. (на підставі аналізу даних НБУ щодо наданих банкам у 2014 р. кредитів на строк більше 30 календарних днів та їх фінансової звітності).

³⁸¹ Так, прибуток від торгівлі Приватбанку та Промінвестбанку іноземною валютою за 2014 р. разом перевищив суму, отриману всіма банками України за 2013 р. Див.: Показники фінансової звітності банків України / Національний банк України. URL: Режим доступу: <https://bank.gov.ua>

³⁸² У зв'язку з отримання коштів рефінансування у банк призначається куратор від НБУ, проте перед уведенням тимчасової адміністрації в банку «Надра», Імексбанку, Дельта Банку з них вивели кошти (у т.ч. шляхом надання кредитів) та/або переоформили вклади юридичних осіб (не підпадають під гарантію Фонду гарантування вкладів) у вклади фізичних осіб (із їх супровідним подрібненням тощо), про що свідчить зменшення залишків вкладів юридичних осіб і одночасне збільшення залишків вкладів фізичних осіб («Надра», Імексбанк) або суттєве зменшення залишків вкладів юридичних осіб при зовсім незначному зменшенні залишків вкладів фізичних осіб (Дельта Банк). Див.: Показники фінансової звітності банків України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua>; Інформація про надані Національним банком України кредити на строк більше 30 календарних днів у 2014 році. URL: <https://bank.gov.ua/> Інформаційні матеріали/Кредити, надані Національним банком на строк більше 30 календарних днів

³⁸³ Із 75 банків, які у 2014 р. отримали кредити рефінансування на строк більше 30 календарних днів, 38 банків упродовж 2014–2016 рр. було віднесено до категорії неплатоспроможних та по 37 з них уже ухвалено рішення про ліквідацію.

³⁸⁴ Сума заборгованості за кредитами за 2014 р. збільшилася на 33,2 млрд грн, або на 41,4%, сума резервів за ними – на 28,8 млрд грн, або в 3,2 раза і на кінець 2014 р. становила 37% від заборгованості за кредитами. Іншими словами, у 2014 р. відрахування в резерви (чисте) за кредитами, наданими НБУ банкам для підтримання їх ліквідності, становило 87% приросту кредитного портфеля НБУ. Див.: Річні звіти

ліквідність забезпечення за значною сумою наданих ним кредитів окремим банкам.

Замість того, щоб після глибокої девальвації національної валюти у лютому 2014 р. запровадити необхідні інструменти для недопущення спекулятивних операцій на міжбанківському валютному ринку та, відповідно, за рахунок цього неадекватного знецінення національної валюти, НБУ упродовж 2014 р. та січня–березня 2015 р. здійснював *пошук ринкових і адміністративних методів впливу на валютний ринок* (у ряді випадків доволі безсистемно та непослідовно) і виявився неспроможним забезпечити ефективний і дієвий контроль за валютними операціями банків.

Нерозуміння бізнесом³⁸⁵ та населенням політики НБУ та втрата довіри до його дій, досить суперечливі публічні коментарі його посадових осіб іще більше розхитували ситуацію та спричинювали зменшення обсягів торгівлі іноземною валютою³⁸⁶ як на міжбанківському ринку, так і на готівковому ринку, що призвело до подальшої девальвації національної валюти, тінізації валютних операцій та множинності обмінних курсів³⁸⁷.

Процентна політика НБУ у 2014–2018 рр. не була спрямована на відновлення банківським сектором кредитування, оскільки через депозитні сертифікати НБУ стимулювала «кредитне виснаження» в сегменті гривневих ресурсів, згортання міжбанківського кредитного ринку, суттєве зростання процентних витрат НБУ.

У квітні–травні 2015 р. та 2016–2018 рр. грошово-кредитна та валютно-курсова політика НБУ сприяла відносній стабілізації ситуації на валютному ринку (періодичні прояви дестабілізації на ринку, що спостерігалися, НБУ «гасив» продажем валюти), вагомим чинником якої стало зменшення обсягів рефінансування банків та адміністративні обмеження. Проте діючий режим

Національного банку України за 2013–2014 роки / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua>

³⁸⁵ Спроба фактично заборони на декілька днів на купівлю на міжбанківському ринку іноземної валюти для клієнтів взагалі викликала повне нерозуміння дій НБУ, у зв'язку з чим це рішення було скасоване наступного ж дня – Постанови Правління НБУ від 24.02.2015 № 130 та від 25.02.2015 № 131.

³⁸⁶ Так, якщо у 2013 р. обсяги торгівлі валютою на міжбанківському ринку у середньому за місяць становили 50 млрд дол. США, то у березні 2014 р. – квітні 2015 р. – 15,2 млрд дол. США, тобто зменшилися у 3,3 раза.

³⁸⁷ Гаркавенко В.І. Банківський кредит у фінансовому забезпеченні структурної модернізації реального сектора економіки. *Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України*: кол. моногр. / за ред. д-ра екон. наук В.В.Зимовця; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2017.

курсоутворення та валютна політика НБУ унеможливили не лише прогнозованість курсу, а й відсутність його різких коливань та утримання стабільної ситуації на валютному ринку, а його *політика процентних ставок* за власними депозитними сертифікатами у поєднанні з політикою уряду щодо ОВДП *унеможливили і унеможливлюють відновлення кредитування* реального сектора економіки.

Недоліки і прорахунки Національного банку у валютно-курсовій і грошово-кредитній політиці у 2014–2017 рр. та боргова політика уряду, у поєднанні з окупацією Криму та зовнішньою воєнною агресією на сході, призвели до того, що *банківська система стала чинником економічної та фінансової дестабілізації*, спричинивши неймовірне загострення проблем у всіх секторах національної економіки.

У банківському секторі:

– *найбільш глибока девальвація гривні з часів її введення* (якщо курс національної валюти з 31 грудня 1996 р. по 31 грудня 2013 р. знецінився з 188,9 до 799,3 грн за 100 дол. США, тобто за 17 років у 4,2 раза, то за 2014–2017 рр. він знецінився із 799,3 до 2806,7 за 100 дол. США, тобто за 4 роки у 3,5 рази), унеможливила обслуговування більшістю позичальників валютних позик та *стала основною причиною зростання простроченої заборгованості*;

– *збитковість банківського сектора*, починаючи з результатів за лютий 2014 р. і впродовж 2015–2017 рр.³⁸⁸, спричинена збільшенням проблемної заборгованості унаслідок девальвації національної валюти, зловживань менеджменту та власників банків, а також втратою активів унаслідок анексії Криму та ситуації на сході України і зростанням вартості ресурсів, призвела до втрати банками капіталу. Лише у 2018 р. банківський сектор загалом вийшов на прибуткову діяльність;

– *втрата капіталу* призвела до зменшення кількості банків, необхідності докапіталізації переважної кількості діючих банків, зменшила їх можливості щодо зниження процентних ставок;

³⁸⁸ Сумарно за 2014–2017 рр. по системі банків отримано від’ємний фінансовий результат у сумі 305 млрд грн (без урахування неплатоспроможних банків).

– скорочення пропозиції кредитів підприємствам як через небажання брати додаткові ризики, так і в зв'язку з можливістю вкладання коштів у високодохідні безризикові активи – депозитні сертифікати НБУ та ОВДП, призвела до зменшення кредитних вкладень банків (зменшення обсягів кредитування відбувалося впродовж двох з половиною років у національній валюті, в іноземній – чотири роки поспіль).

У секторі державного управління:

– стрімке зростання обсягу державного (з урахуванням гарантованого) боргу – за п'ять років він зріс у 3,7 раза, або на 1584 млрд грн, і на кінець 2018 р. досяг 2,17 трлн грн (проти 584,8 млрд грн на кінець 2013 р.):

а) унаслідок *знецінення*³⁸⁹ національної валюти державний борг збільшився на 861 млрд грн, якщо враховувати суму боргу, номінованого в іноземній валюті, станом на початок 2014 р. За 2014–2018 рр. відбулося збільшення боргу в іноземній валюті на 11,8 млрд дол. США (зростання зовнішнього державного боргу на 12,8 млрд дол. США та зменшення внутрішнього державного боргу на 1 млрд дол. США. Борг в іноземній валюті на початок 2019 р. становив 55,5 млрд дол. США, у тому числі зовнішній – 50,5 млрд дол. США), що призвело до збільшення державного боргу іще на 326 млрд грн у гривневому еквіваленті;

б) унаслідок випуску ОВДП в національній валюті державний борг збільшився на 397 млрд грн, із яких для фінансування у 2014–2017 рр. проблем, пов'язаних з діяльністю банківського сектора, випущено ОВДП на 272 млрд грн (фінансування ФГВФО³⁹⁰ з метою відшкодування гарантованих сум по збанкрутілих банках – 59,6 млрд грн; збільшення капіталу державних банків та банків з державною участю – 57³⁹¹ млрд грн; націоналізації Приватбанку – 155,4 млрд грн);

– недоотримання доходів бюджету у вигляді: податкових надходжень від

³⁸⁹ Розрахунок: $(27,6883 - 7,993) \cdot 43,713 = 861$ (млрд грн), де: $(27,6883 - 7,993)$ – курсова різниця на початок 2018 р. та 2014 р., *грн/дол. США*, 43,713 – сума боргу, номінованого в іноземній валюті, *млрд дол. США*, на початок 2014 р.

³⁹⁰ За даними ФГВФО, вкладникам банків-банкрутів із січня 2014 р. по грудень 2018 р. було виплачено майже 90 млрд грн (URL: <http://www.fg.gov.ua/statystyka>).

³⁹¹ Укрексімбанк: обсяг ОВДП – 22 млрд грн, у т.ч. з індексованою вартістю – 12,3 млрд грн (екв. 0,5 млрд дол. США); Ощадбанк: обсяг ОВДП – 31,2 млрд грн, у т.ч. з індексованою вартістю – 25,4 млрд грн (екв. 1,3 млрд дол. США); Укргазбанк: обсяг ОВДП – 3,8 млрд грн.

підприємств, які понесли збитки від неповернення коштів, що були на їхніх рахунках у збанкрутілих банках, а також від банків, які понесли збитки від неповернення кредитів через девальвацію національної валюти; надходжень від НБУ внаслідок неповернення кредитів рефінансування та витрат за депозитними сертифікатами НБУ.

Оцінити фактичну вартість для платників податків фінансування проблем, пов'язаних з діяльністю банківського сектора, вкрай важко, оскільки 41% (112 млрд грн) загального обсягу ОВДП, випущених у 2014–2017 рр. для фінансування цих проблем, – це *ОВДП з індексованою вартістю*, випущені на 5–17 років, що будуть проіндексовані відповідно до зміни валютного курсу за цей період.

У секторі нефінансових корпорацій:

через девальвацію національної валюти та виведення банків з ринку значні збитки отримали підприємства, у результаті чого суттєво погіршився їх фінансовий стан, окремі з них збанкрутували. Так, втрати лише позичальників-резидентів на курсовій різниці³⁹² становили за 2014–2017 рр. близько 450 млрд грн.

У секторі домогосподарств:

унаслідок девальвації національної валюти та виведення банків з ринку значні збитки отримали фізичні особи – втрати лише позичальників на курсовій різниці³⁹³ за 2014–2017 рр. становили 117 млрд грн, зростали інфляція та інфляційні очікування і рівень безробіття, відбувалося падіння реальних доходів населення, посилилася недовіра суспільства до гривні як засобу заощаджень та підвищився рівень доларизації.

Ризики поглиблення цих проблем залишаються актуальними і наразі, адже грошово-кредитна політика НБУ та боргова політика уряду практично залишаються без змін. Україна шостий рік поспіль перебуває у стані фактичного, але неоголошеного дефолту, значною мірою вже втратила незалежність у проведенні економічної та фінансової політики, оскільки

³⁹² Розрахунки автора за даними звітності НБУ.

³⁹³ Розрахунки автора за даними звітності НБУ.

найбільшим зовнішнім кредитором уряду України є МВФ і заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями загалом становить 50% зовнішнього державного боргу.

Разом із тим економічна політика, що здійснювалася в Україні, передусім з урахуванням рекомендацій із зовні, призвела не лише до надзвичайно високої залежності економіки України від ситуації на зовнішніх товарних і фінансових ринках, а й підтримувала і підтримує розвиток економік інших країн. Найкращим свідченням цьому є сума виплат доходів нерезидентам від прямих, портфельних та інших (кредити) інвестицій в економіку України, що за період 2000–2018 рр. становила понад 97 млрд дол. США, із яких 33 млрд дол. США, або 34%, – у період 2014–2018 рр.

РОЗДІЛ 9. ФІНАНСОВІ ВІДНОСИНИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА З ФОНДОВИМ РИНКОМ: ІНСТИТУЦІЙНІ ОСОБЛИВОСТІ ТА РЕСУРСНІ ОБМЕЖЕННЯ

9.1. Джерела фінансування корпоративного сектора економіки: інвестиційні ресурси фінансових ринків

Забезпеченість інвестиційними ресурсами корпоративного сектора економіки країни через ринкові механізми залежить від пропозиції, яка вимірюється загальними обсягами ресурсів фінансових установ (банків, інститутів спільного інвестування, страхових організацій та недержавних пенсійних фондів)³⁹⁴ та попиту на них з боку корпоративного сектора (табл. 9.1). Та частка наявних ресурсів, які безпосередньо вкладаються фінансовими установами у цінні папери підприємств (акції та облігації), показує нам інтенсивність використання наявного потенціалу для фінансування підприємств корпоративного сектора.

Таблиця 9.1

Активи фінансових установ та їх розміщення у цінні папери НФК

Показник	2014	2015	2016	2017
<i>Активи, млрд грн, на кінець року</i>				
Банки	1316,9	1254,4	1256,3	1336,4
Інститути спільного інвестування	208,0	236,0	230,9	264,6
Недержавні пенсійні фонди	2,5	2,0	2,1	2,5
Страхові компанії	70,3	60,7	56,1	57,4
Разом	1603,3	1560,4	1549,7	1662,4
<i>Вкладення в цінні папери НФК, млрд грн, на кінець року</i>				
Банки	47,0	24,1	18,4	8,8
Інститути спільного інвестування	42,9	35,2	37,0	29,7
Недержавні пенсійні фонди	0,9	0,3	0,2	0,2
Страхові компанії	18,8	12,6	8,8	7,6
Разом	109,7	72,2	64,4	46,3
Частка від загального обсягу активів, %	6,8	4,6	4,2	2,8

Джерело: за звітними даними НБУ, Нацкомфінпослуг, НКЦПФР за відповідні роки.

Упродовж 2014–2017 рр. обсяги активів фінансових установ майже не змінювались і залишались на рівні, наближеному до 1,6 трлн грн. На тлі

³⁹⁴ Інші небанківські фінансові організації, такі як кредитні спілки, ломбарди, фінансові компанії, не є потенційними інституційними інвесторами, оскільки їхні ресурси не залучаються для довгострокового фінансування та не можуть розглядатися як інвестиції.

зростання цін та знецінення гривні реальна вартість пропозиції фінансових ресурсів стиснулась утричі. Водночас інтенсивність фінансових відносин між фінансовими установами та підприємствами сектора НФК за зазначений період значно послабшала. Якщо на кінець 2014 р. у цінні папери було вкладено 6,8% активів фінансового сектора, то на кінець 2017 р. – більш ніж удвічі менше – 2,8% (табл. 9.1). В абсолютному вимірі зазначені вкладення зменшилися більш ніж удвічі – з 109,7 до 46,3 млрд грн.

Тенденція останніх років щодо вкладень банків у цінні папери підприємств сектора НФК має низхідну динаміку. Ці вкладення скоротились з 47,0 до 8,8 млрд грн. Якщо на кінець 2014 р. загальні вкладення у такі цінні папери становили 3,57% від загальної вартості активів банків, то на кінець 2017 р. їх частка скоротилася до 0,66%, або 8,8 млрд грн. На тлі розгортання банківської кризи банки згортали позиції з фінансування цінних паперів. Вкладення банків у довгострокові інвестиції порівняно з кредитними коштами майже втричі менші. За даними НБУ, в 2017 р. вкладення банків в акції та облігації становили 8,8 млрд грн (табл. 9.2), або лише 0,66% від загальних активів. Кредити, надані клієнтам, становлять близько 60% від загальних активів банків.

Таблиця 9.2

**Вкладення банків в цінні папери реального сектору економіки
(акції та облігації) за період 2014–2017 рр., млн грн**

Комерційні банки	2014	2015	2016	2017
<i>Активи комерційних банків</i>	1316852	1254385	1256299	1336358
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн</i>	13909	3806	1888	996
<i>%</i>	1,06	0,3	0,15	0,07
Вартість вкладень в облігації підприємств				
<i>млн грн.</i>	33115	20280	16479	7799
<i>%</i>	2,51	1,62	1,31	0,58

Джерело: сайт НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls

Банківські установи в Україні приділяють більшу увагу кредитуванню суб'єктів підприємництва та фізичних осіб, аніж фінансуванню виробництва шляхом участі у статутному капіталі (корпоративних правах) чи купівлі боргових цінних паперів підприємств корпоративного сектора. Інша причина зниженої

активності банків щодо інвестування ресурсів у виробництво лежить у площині політики державних органів влади при формуванні ціни на державні боргові інструменти. Наприклад, у вересні 2018 р. Мінфін України розмістив гривневі тримісячні облігації внутрішніх державних позик за ставкою 18,5%, а валютні – 5,95%. Дохідність депозитних сертифікатів НБУ, які розміщуються для регулювання ліквідності банків на короткий термін, у вересні 2018 р. становила 16,0%. Банки частіше вкладають кошти у ОВДП та депозитні сертифікати, що є більш надійними інструментами, а при такій дохідності ще й вигіднішими.

Невтішною є й тенденція останніх років щодо вкладень банків у цінні папери вітчизняних підприємств. Якщо у 2014 р. загальні вкладення у такі цінні папери становили 3,57% від загальної вартості активів банків, то у 2017 р. їх частка скоротилася до 0,66%. Скорочення спостерігалось як за вкладеннями у боргові інструменти – у 4,2 раза (з 33,1 млрд грн до 7,8 млрд грн), так і у корпоративні права – у 14 разів (з 13,9 млрд грн до 1 млрд грн).

9.2. Інвестиційні ресурси інститутів спільного інвестування

Оцінюючи стан та рівень розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування (далі – ІСІ) необхідно відзначити такі його особливості:

1) за загальним ресурсним потенціалом індустрія спільного інвестування посідає друге місце серед фінансових установ (після банківського сектора) та перше місце серед небанківських фінансових установ, а за обсягами інвестицій у корпоративний сектор економіки удвічі перевершує банківську сферу;

2) домінуючі позиції серед ІСІ обіймають венчурні фонди, які зосереджують 95% загальної вартості інвестиційних активів (табл. 9.3), хоча вони не є класичними інститутами спільного інвестування, які функціонують на міжнародних ринках капіталу. Основною причиною існування псевдовенчурних фондів в Україні є та, що, на відміну від класичних ІСІ, вітчизняні фонди створюються і функціонують як інститути фінансового посередництва, які не слугують для взаємозв'язку між інвестором та емітентом, але, як правило, або пов'язані між собою відносинами контролю, або взагалі представлені однією й тією ж особою.

Таблиця 9.3

**Вкладення інститутів спільного інвестування у цінні папери
корпоративного сектора економіки (акції та облігації) у 2014–2017 рр.**

Інститути спільного інвестування	2014	2015	2016	2017
Загальна вартість активів ІСІ	207965, 87	236017,06	230854,39	264632,33
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн</i>	34527,85	26279,27	28293,58	21621,85
<i>%</i>	16,6	11,13	12,25	8,17
Вартість вкладень в облігації підприємств				
<i>млн грн.</i>	8382,08	8899,78	8664,56	8072,86
<i>%</i>	4,03	3,77	3,75	3,05
Загальна вартість активів венчурних ІСІ	197473,95	225488,09	221324,03	256116,84
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн</i>	29726,92	23516,32	26556,02	20122,63
<i>%</i>	15,05	10,43	12,0	7,86
Вартість вкладень в облігації підприємств:				
<i>млн грн</i>	7969,25	8549,47	8336,31	7756,97
<i>%</i>	4,04	3,79	3,77	3,03
Загальна вартість активів невенчурних ІСІ	10491,92	10528,97	9530,26	8515,49
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн.</i>	4801,23	2763,45	1738,55	1449,22
<i>%</i>	45,76	26,25	18,24	17,61
Вартість вкладень в облігації підприємств:				
<i>млн грн.</i>	412,83	350,31	328,24	315,89
<i>%</i>	3,93	3,33	3,44	3,71

Джерело: за звітними даними НКЦПФР за відповідні роки.

На кінець 2016 р. сукупні загальні (валові) активи ІСІ, що перебували в управлінні КУА та досягли нормативів достатності, становили 230,19 млрд грн, чисті активи – 188 млрд грн. У 2016 р. вартість активів ІСІ вперше скоротилася на 2,5% до попереднього року (після зростання на 14,4% у 2015 р.).

Сукупні активи в управлінні та чисті активи ІСІ у 2017 р. демонстрували висхідну динаміку. Загальна сума активів ІСІ збільшилася до 264,63 млрд грн, що майже на 15% більше порівняно з 2016 р. Збільшилася порівняно з попереднім періодом і сума чистих активів – на 13,8%, до 213,99 млрд грн. Дані за III кв. 2018 р. також свідчать про продовження позитивної динаміки на ринку спільних інвестицій: сукупні активи в управлінні за 9 міс. 2018 р. зросли на 299,18 млрд грн (на 13% порівняно з 2017 р.), а чисті активи – до 232,63 млрд грн (на 8,7%).

Як уже зазначалося, левова частка активів на ринку інвестиційних послуг належить венчурним фондам. Частка ринку активів, яку вони займають, майже у 30 разів більша, ніж частка усіх інших ІСІ (відкритих, інтервальних, закритих).

За III кв. 2018 р. відкриті та інтервальні фонди приростили чисті активи на 16,88 та 7,87% відповідно (до 87,46 та 84,53 млн грн). Позитивну динаміку мали і венчурні фонди, вартість їх чистих активів зросла на 4,24% з початку року (з 223,16 до 232,63 млрд грн).

Потрібно зазначити, що за досліджуваний період частка вкладень ІСІ в акції та корпоративні облігації лише скорочувалася по усіх видах фондів. Найзначніше падіння вкладень в акції спостерігалось щодо невенчурних інститутів спільного інвестування. Частка акцій у їх портфелі зменшилася у 2,6 раза – з 45,76% у 2014 р. до 17,61% у 2017 р. Венчурні фонди скорочували свій портфель акцій не так стрімко (у 1,9 раза), але їх частка у портфелі від початку становила лише 15,05%. Загалом упродовж 2014–2017 рр. ІСІ скоротили свою частку вкладень у акції з 16,6 до 8,7%.

Скорочення вкладень в облігації підприємств відбувалося не так стрімко, але їх частка була досить незначна, на рівні 3–4% по усіх групах фондів. Загалом упродовж 2014–2017 рр. вартість активів, вкладених в облігації, скоротилася на 1% по венчурних фондах та на 0,22% по інших групах ІСІ.

Структурно активи за усіма групами фондів ІСІ за останні роки були перерозподілені на користь «дебіторської заборгованості». Якщо у 2014 р. частка дебіторської заборгованості у портфелі невенчурних фондів становила лише 10,05%, то 2017 р. зросла до 32,2%. Частка дебіторської заборгованості у портфелі венчурних ІСІ завжди була високою. Але за останні чотири роки вона збільшилася до 57,8%.

Це свідчить про те, що капітал венчурних компаній в Україні не використовується, як це прийнято у світовій практиці, для фінансування ризикових інвестиційних проектів. Основне призначення венчурних фондів в Україні – оптимізація бізнесу корпорацій та підприємств. Корпорації використовують венчурні фонди для перерозподілу ліквідності всередині ФПГ.

Банки, у свою чергу, також створюють венчурні фонди з метою приховати рівень проблемної заборгованості або – рідше – для виводу капіталу з фінансових установ.

Тож постає завдання прискореного випереджаючого розвитку «публічного» (невенчурного) сегмента ринку спільного інвестування як сфери залучення роздрібного індивідуального капіталу від багатьох інвесторів, перш за все населення, і спрямування його у розвиток корпоративного сектора економіки та його модернізації шляхом розміщення фінансових ресурсів у корпоративні цінні папери (акції та облігації підприємств).

Слід зазначити, що наразі накопичення інвестиційних ресурсів ІСІ переважно у сегменті венчурних фондів свідчить про те, що потенційні емітенти цінних паперів мають обмежений доступ до такого ресурсу. В основному коштами ІСІ можуть користуватися засновники венчурних фондів та афілійовані з ними позичальники. Для інших емітентів доступними стають лише кошти публічних інвестиційних фондів, які за обсягами є досить обмеженими.

9.3. Оцінка інвестиційних ресурсів страхових компаній та недержавних пенсійних фондів

Страхові компанії (далі – СК) посідають третє місце за загальним ресурсним потенціалом і таке ж – за обсягами інвестицій у корпоративний сектор економіки, що загалом відповідає позиції СК на світовому ринку інвестиційного капіталу. У світовій практиці страхові компанії, перебуваючи у рейтингу третіми за обсягами інвестицій, мають однакову порівняно з іншими інституційними інвесторами частку інвестицій у загальних обсягах.

Станом на 31.12.2017 р. загальний обсяг активів страховиків становив 57,4 млрд грн. Упродовж 2015–2017 рр. загальні обсяги активів страхових компаній просіли на 4,5% (табл. 9.4). Зменшення загальних активів у 2016 р. порівняно з 2014–2015 рр. має об’єктивні причини. По-перше, це втрата активів, пов’язана з анексією Криму та веденням бойових дій на сході України. По-друге, це зростання страхових резервів унаслідок проведення переоцінки

активів за справедливою вартістю. Але у 2017 р. ці фактори мали менший вплив і ситуація почала вирівнюватися.

Таблиця 9.4

Вкладення НПФ та СК у цінні папери корпоративного сектора економіки (акції та облігації) у 2014–2017 рр.

Фінансові посередники	2014	2015	2016	2017
Вартість активів НПФ	2469,2	1980,0	2138,7	2465,6
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн</i>	262,5	65,2	15,7	11,3
%	10,6	3,3	0,7	0,5
Вартість вкладень в облігації підприємств:				
<i>млн грн</i>	679,6	266,3	200,8	202,4
%	27,6	13,4	9,4	8,2
Вартість активів СК*	40530,1	36418,8	35071,9	36084,6
Вартість вкладень в акції:				
<i>млн грн</i>	18009,1	11901,4	7968,6	6653,6
%	44,4	32,7	22,7	18,4
Вартість вкладень в облігації підприємств:				
<i>млн грн</i>	809,6	735,1	853,9	898,3
%	2,0	2,0	2,4	2,5

* Активи, визначені відповідно до ст. 31 Закону України «Про страхування» (активи, дозволені для представлення коштів страхових резервів).

Джерело: за звітними даними НБУ, Нацкомфінпослуг, НКЦПФР за відповідні роки.

У 2017 р. загальна вартість активів, визначених відповідно до ст. 31 Закону України «Про страхування», збільшилася, порівняно з відповідним показником станом на 31.12.2017 р., на 1 млрд грн, або на 2,9%, та становила 62,9% загальних активів страхових компаній. У 2015 р. та 2016 р. цей показник дорівнював 60 та 62,5% відповідно³⁹⁵.

Розміщення страхових резервів здійснюється згідно зі ст. 31 Закону України «Про страхування», де визначено перелік активів за відповідними категоріями. Визначені цією статтею кошти, можуть бути представлені такими активами, як: грошові кошти на поточному рахунку; банківські вклади (депозити); валютні вкладення згідно з валютою страхування; нерухоме майно; акції, облігації, іпотечні сертифікати; цінні папери, що емітуються державою; права вимоги до перестраховиків; інвестиції в економіку України за напрямами, визначеними КМУ; банківські метали; кредити страхувальникам – фізичним

³⁹⁵ Підсумки діяльності страхових компаній за відповідні роки. URL: <https://nfp.gov.ua>

особам, які уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту та під заставу викупної суми; готівка в касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених НБУ.

Станом на 31.12.2017 обсяг активів, дозволених для представлення коштів страхових резервів, становив 35,1 млрд грн (на 1 млрд грн більше, ніж на відповідну дату 2016 р.), що в розмірі 22,9 млрд грн використано з метою представлення коштів страхових резервів.

У 2017 р., порівняно з 2015 р., обсяг коштів, якими представлені технічні резерви та резерви зі страхування життя, збільшився на 25% при майже однаковій величині активів для представлених страхових резервів (у 2015 р. вони становили 36,4 млрд грн, у 2017 р. – 36,1 млрд грн). У свою чергу сформовані страхові резерви фіксувалися на рівні 18,4 млрд грн у 2015 р., 20,9 млрд грн – у 2016 р. та 22,7 млрд грн у 2017 р., демонструючи висхідну динаміку.

Активи, які страхові компанії використовували для вкладень в акції, за останні чотири роки зазнали різких змін. Якщо у 2014 р. в акціях підприємств були розміщені 18,0 млрд грн (44,4% від загальної величини активів для представлення страхових резервів), то у 2017 р. цей обсяг знизився до 6,7 млрд грн (18,7%). Страхові компанії зменшили свої інвестиції в акції більш ніж у 2,5 рази.

Портфель облігацій підприємств страхових компаній за останні роки не зазнав значних змін, але у цих інструментах завжди розміщували незначну частку активів. Вартість вкладень у облігації підприємств збільшилася у 2017 р. до 2,5% порівняно з 2014 р., коли портфель корпоративних облігацій у СК перебував на рівні 2%. Потрібно зазначити, що перерозподіл структури інвестиційного портфеля СК за останні роки переважно відбувся на користь державних цінних паперів, частка яких у 2014 р. перебувала на рівні 8,4% (3,4 млрд грн) та збільшилася у 2017 р. до 18,2% (6,6 млрд грн.). Інші зміни у структурі активів пов'язані зі збільшенням резервів у банківських вкладах з 9 млрд грн (22,3%) у 2014 р. до 12,2 млрд грн (33,9%) у 2017 р.

Аналіз сукупного інвестиційного портфеля недержавних пенсійних фондів (НПФ) в Україні показує, що вони так і не стали джерелом

довгострокових коштів для фінансування корпоративного сектора економіки (табл. 9.4). Загальна вартість активів на кінець 2017 р. становила 2,5 млрд грн, що на 815,3% (327 млн грн) більше проти 2016 р. та на 24,5%, або на 330,5 млн грн, порівняно з 2015 р.

Пріоритетними напрямками інвестування пенсійних коштів у 2017 р., як і страхових компаній, були депозити у банках (43,9%), цінні папери, дохід за якими гарантовано КМУ (40,8 %). Активи, розміщені в облігаціях корпоративного сектора та акціях українських емітентів, становили 8,2 та 0,5% відповідно³⁹⁶.

Таким чином, у корпоративний сектор економіки України було спрямовано лише 213,7 млн грн, або 8,6% загального обсягу пенсійних активів. Наразі, зважаючи на мізерні обсяг інвестицій у корпоративний сектор економіки та їх частку в активах фінансового сектора, розглядати ринок недержавного пенсійного страхування не видається доречним.

Аналіз засвідчує, що основними активами для інвестування недержавних пенсійних фондів є депозити, облігації вітчизняних підприємств та державні боргові інструменти. На момент подання звітності адміністратори недержавних пенсійних фондів дотримувалися регулятивних норм щодо інструментів та обмежень загальної їх вартості у інвестиційних портфелях.

СК та НПФ надають перевагу інструментам, які мають менші ризики, але генерують досить високі доходи (державні цінні папери та банківські вклади). Кошти, розміщені у зазначені фінансові інструменти, у розпорядження вітчизняних підприємств практично не надходять, оскільки вони не пов'язані не лише з капітальними інвестиціями, а й із прямими інвестиціями у статутний капітал українських емітентів та спрямовуються головним чином у формування ресурсної бази банківської системи та на покриття дефіциту державного бюджету.

Інша проблема, що потребує уваги, стосується незначного інвестиційного капіталу, який залучають інституційні посередники в Україні. Загальні обсяги

³⁹⁶ Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017. URL: <https://nfp.gov.ua>

активів НПФ та СК становлять лише 1,3% ВВП України. Тобто НПФ та СК оперують невеликими за обсягами активами та не чинять значного впливу на інвестиційні процеси в країні та на фондовий ринок.

Ситуація, що склалася, пояснюється насамперед незацікавленістю роботодавців та працюючого населення інвестувати кошти у майбутні пенсії, низькою якістю інструментів фондового ринку, перш за все з фіксованою дохідністю, що є традиційним у інвестиціях вітчизняних НПФ, низьким рівнем правових гарантій учасникам НПФ. Нестійкість фінансової системи та банкрутство банків також не сприяють підвищенню рівня довіри населення до фінансової системи та до пенсійних фондів як її невід'ємної частини.

В Україні відсутні й інші, поширені у світовій практиці, форми участі громадян у накопичувальному пенсійному забезпеченні (як-от обов'язкова система пенсійного страхування, колективні пенсійні схеми, корпоративні пенсійні плани, індивідуальні пенсійні рахунки – IRAs тощо). Проведений аналіз інвестиційного потенціалу основних інституційних інвесторів в Україні демонструє, з одного боку, загальну обмеженість їх ресурсів, з іншого – небажання розміщувати грошові кошти у цінні папери корпоративного сектора економіки – акції та облігації підприємств.

За цих умов постає завдання щодо: 1) необхідності пошуку та виявлення додаткових джерел фінансових ресурсів, які не використовуються на інвестиційні цілі; 2) визначення причин, які перешкоджають їх залученню у виробництво, та надання рекомендацій, спрямованих на їх усунення.

9.4. Перспективи залучення додаткових джерел фінансування на інвестиційні цілі

За умов, що склалися на фондовому ринку та в корпоративному секторі економіки, досягти помітних позитивних зрушень у сфері інвестиційної діяльності, що оперує традиційними джерелами фінансових інвестицій, на сьогодні малоймовірно. Тому вихід із ситуації вбачається в напрямі пошуку, виявлення та залучення в економіку додаткових до існуючих джерел фінансування виробництва, які або не використовуються взагалі, або

використовуються недостатньо.

Додаткові фінансові ресурси, що задіяні для цілей інвестування корпоративного сектора економіки, можуть бути залучені з таких джерел:

- особисті кошти, що перебувають на руках у населення і не використовуються в інвестиційному процесі;
- власні кошти підприємств, які на сьогодні вилучаються з господарського обороту з різних причин (на сплату податків, виплати дивідендів, інші вилучення коштів з господарського обороту), і, як наслідок, звужують можливості самофінансування виробництва;
- кошти інших юридичних осіб, які б могли стати інвестиційним ресурсом для економіки, але наразі недоступні для підприємств корпоративного сектора (накопичення загальнообов'язкової системи пенсійного страхування, інвестиційні зобов'язання покупців державних пакетів акцій тощо)³⁹⁷.

Основні причини існування невикористаних можливостей для фінансування економіки такі:

- високі інвестиційні ризики на фондовому ринку (ринкові, кредитні, процентні);
- низькі відносно показника інфляції рівні доходності корпоративних цінних паперів;
- велика частка потенційних інвестиційних ресурсів використовується компаніями для оптимізації бізнесу, як засіб ухилення від сплати податків або для перерозподілу активів між підприємствами однієї ФПГ;
- висока вартість державних боргових інструментів та банківських депозитів, що робить їх привабливим інструментом при досить низьких ризиках порівняно з борговими інструментами вітчизняних підприємств;
- обмеженість на організованому ринку пропозиції цінних паперів інвестиційно привабливих емітентів, які задовольняють формальні вимоги, що висуваються до таких інструментів з боку спеціального законодавства (банківського, пенсійного, страхового, про спільне інвестування);

³⁹⁷ Додаткові джерела фінансування розвитку підприємств реального сектора та економічні механізми їх залучення у виробництво. *Світ фінансів*. 2017. № 1. С. 100–114.

— незначна глибина організованого (біржового) ринку корпоративних цінних паперів, що обмежує його ліквідність.

Для залучення зазначених джерел фінансування розвитку підприємств корпоративного сектора необхідні заходи загальнодержавного рівня: забезпечення інвестиційної привабливості економіки, розроблення та впровадження налагодженої системи відносин між державними структурами та корпоративним сектором, започаткування традицій спільного прийняття рішень та комунікації між суспільством, державними органами влади та підприємцями, культура взаємовідносин між емітентами, інвесторами (мажоритарними та міноритарними), фінансовими посередниками та державою.

У загальному вигляді стимулюючі механізми повинні бути задіяні за такими напрямками, як:

1) зміна векторів інвестиційної політики держави на сприяння модернізації виробництва, збільшення привабливості інвестицій у технологічні та інфраструктурні проекти, а не на стимулювання інвестицій у сировинні галузі;

2) стимулювання залучення ПІІ та інвестицій на умовах державно-приватного партнерства, що дасть змогу зробити ринок більш конкурентним, розширить його та створить можливості залучати ресурси у більш консервативних інвесторів, зокрема особисті заощадження громадян;

3) посилення стимулюючої функції системи оподаткування, що збільшить рентабельність інвестицій;

4) усунення штучних правових, адміністративних та організаційних перешкод на шляху руху фінансових інвестицій від інвестора/позичальника до емітента/кредитора;

5) запровадження механізмів, що пов'язані з політичною волею усіх органів державної влади у вирішенні проблеми запровадження накопичувальної системи пенсійного страхування та системи обов'язкового медичного страхування — найбільших у світі джерел фінансових ресурсів для корпоративного сектора економіки.

ПІСЛЯМОВА

Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України відбувався у середовищі пострадянського інституціонального хаосу та у вкрай несприятливих макроекономічних умовах. Тенденції щодо фінансування бізнесу в Україні упродовж останніх майже трьох десятиліть формувались на тлі хронічної макрофінансової нестабільності та дефіциту вільного капіталу. Водночас значним чином на формування філософії бізнесу і врешті-решт моделей його фінансування впливала властива трансформаційному періоду невизначеність. Моделі фінансування бізнесу, які застосовуються сьогодні та були ідентифіковані у цій роботі, – це квінтесенція форм фінансових відносин, які викристалізувались у буремні 90-ті, а упродовж нульових модифікувалися лише косметично.

Одразу на першому етапі ринкових реформ, яким досить умовно можна вважати згадані буремні 90-ті, підприємства зазнали великих збитків і втратили значну частину оборотного капіталу внаслідок гіперінфляції та розгубивши традиційні ринки збуту, що й заклало об'єктивні передумови дефіциту власного капіталу в секторі нефінансових корпорацій у майбутньому. Не останню роль у повзучій декапіталізації підприємств в Україні відіграло їх умисне знецінення усіма можливими способами напередодні приватизації задля подальшого викупу за безцінь та глибоке усталення фіскального нігілізму на тлі процвітання «конвертаційних» центрів, через які капітал викачувався з господарського обігу в тінь.

Довгоочікувана приватизація не вирішила фінансових проблем підприємств корпоративного сектора, які нагромадились упродовж початкового етапу ринкових реформ. За рахунок коштів інвесторів лише на окремих з приватизованих підприємствах відбулася модернізація основного капіталу і спостерігалось зростання виробництва конкурентоспроможної продукції. Найбільших успіхів досягли підприємства харчової промисловості, значна частина іноземних інвестицій зосереджена саме у цьому сегменті. Водночас загальмувалися процеси модернізації приватизованих підприємств металургійної

промисловості (включаючи кольорову), переважна кількість з яких із об'єктивних і суб'єктивних причин скоротила обсяги реалізації продукції на внутрішньому ринку і на експорт, а частина взагалі припинила виробництво.

Дотепер в Україні так і не вдалося вибудувати цивілізований механізм кругообігу капіталу в економіці, не функціонують традиційні для ринкової економіки механізми трансформації заощаджень в інвестиції – через банківську систему та небанківські фінансові інститути. Прорахунки у валютно-курсовій і грошово-кредитній політиці у 2014–2017 рр. та неналежне виконання НБУ ним наглядової функції на тлі анексії Криму та окупації районів на Сході призвели до того, що банківська система перетворилася на додатковий чинник дестабілізації фінансів підприємств. Недовіра населення і бізнесу до банківської системи, що значно посилилась після провальної кампанії з її «очищення», вкрай обмежила ресурсний потенціал банків. Відплив іноземного спекулятивного капіталу, зростання державного боргу та спричинене зростаючою недовірою до банківської системи падіння попиту на національні гроші розбалансували фінансову систему країни та обмежили доступ бізнесу до капіталу.

Упродовж останніх 10 років відбувається згортання фінансових відносин між бізнесом та фінансовим інститутами. На кінець 2017 р. лише 10% активів підприємств фінансувалося за рахунок банківських кредитів, що втричі менше, ніж у країнах Європи. Скорочуються обсяги інвестицій фінансового сектора в емітовані підприємствами акції та облігації: якщо на кінець 2014 р. у зазначені фінансові інструменти було вкладено 6,8% активів фінансового сектора, то на кінець 2017 р. – лише 2,8%. Більш ніж половина підприємств взагалі не користується банківськими кредитами. На сьогодні основна частина ресурсів фінансового сектора спрямовується на фінансування дефіциту публічних фінансів, близько 40% ресурсів вкладено у державні облігації, у той час як бізнес фінансується за залишковим принципом. Окрім цього, не на користь виробничої сфери змінюється структура банківського кредитування. У загальному обсягу банківських кредитів бізнесу в національній валюті частка торгівлі становила майже 49%, тоді як частка промисловості – лише 13,6%.

Недоступність капіталу на внутрішньому ринку, передусім з огляду на умови та вартість його залучення, та мала ймовірність позитивних змін в осяжному майбутньому спричинили пошук підприємствами альтернативних форм фінансування. Тому й набули поширення моделі фінансування бізнесу, які функціонують на основі тіньових резервів і не орієнтуються на залучення капіталу на фінансових ринках. Бізнес або свідомо не відповідає вимогам фінансового ринку, не маючи наміру мати справу із зовнішнім фінансуванням (квазіризикова модель), або свідомо уникає відносин із фінансовим сектором для мінімізації ризиків (консервативна модель). Одним із проявів поширення в Україні непрозорих та схемних каналів фінансування бізнесу є аномально висока частка інших зобов'язань у сукупному борзі підприємств, яка упродовж 2007–2017 рр. коливалася в діапазоні 40–55% (більша частина таких зобов'язань є квазіборгами, фактично це – незареєстрований власний капітал).

Мінливе регуляторне середовище та незахищеність бізнесу від кримінального та державного рекету зумовили формування та закріплення захисних моделей фінансування бізнесу, в основі яких – мінімізація легальних (зареєстрованих) вкладень власного капіталу в бізнес та акумуляція ліквідного капіталу в тіньовій сфері та в офшорних зонах. Упродовж 2007–2017 рр. розгортається прогресуюча офшоризація бізнесу (перереєстрація прав власності на офшорні компанії), а частка великих підприємств, які контролюються з офшорів, зростає з 26 до 36%.

Підприємства з офшорною формою власності перетворилися на генератор імпульсів нестабільності у фінансовій системі України. У періоди фінансово-економічних криз саме у цьому сегменті бізнесу формується чітко виражений борговий навіс як наслідок переоцінки квазіборгів у іноземній валюті та виведення капіталу з країни. Одним із проявів функціонування зазначених схем фінансування стало зростання заборгованості підприємств перед нерезидентами за кредитами, залученими з допомогою всіх інструментів (без урахування товарних кредитів), обсяги якої на кінець 2017 р. у 1,65 раза перевищили заборгованість підприємств за кредитами банків України. Значна частина цих «позик» має офшорне походження.

Отже, сьогодні, порівняно із початком 2000-х років, бізнес є значно краще юридично озброєним, застосовує відпрацьовані легальні схеми захисту активів та капіталу від держави та недружніх дій, а також інструментарій акумуляції ліквідного капіталу за межі фінансової системи України. У такий спосіб бізнес адаптується до несприятливого інституціонального середовища і мінімізує критично високі ризики втрати капіталу, зумовлені фіскальним волюнтаризмом та незахищеністю прав власності. У свою чергу це накладає свій відбиток на ключові фінансові показники як на агрегованому рівні, так і на рівні окремих підприємств.

З огляду на високі ризики ведення бізнесу в Україні, інвестори очікують надвисоку премію за ризик. Для отримання надприбутків підприємства вдаються до мінімізації витрат на персонал, ухилення від оподаткування, зниження якості готової продукції (послуг). Широко розповсюдженими залишаються практики свідомого заниження декларованих прибутків, унаслідок чого основна частина плати за власний капітал переливається у тіньовий сектор. Близько половини підприємств демонструє рівень прибутковості, який не відповідає очікуваній премії за ризик, що опосередковано свідчить про застосування тіньових схем виплати доходів власникам. Отже, виникає замкнене коло: високі ризики змушують підприємства використовувати тіньові схеми залучення капіталу та сплачувати додаткові премії за ризик інвесторам; з іншого боку – тіньова економіка як фактор ризику є однією з причин завищеної премії за ризик.

У результаті поширення практик тінізації плати за капітал виникає хронічний дефіцит власного капіталу у сектора нефінансових корпорацій на агрегованому рівні, адже вилучений капітал лише частково повертається на підприємства через канали тіньового інвестування. За таких обставин постає питання пошуку додаткових стимулів для заохочення інвестицій та реінвестицій, серед яких найдієвішими є податкові. В умовах глобалізації країни конкурують між собою за інвесторів, пропонуючи нижчий фіскальний тиск на бізнес та інвестиційні стимули. Специфічний характер податкової конкуренції на міждержавному рівні обумовлює наявність двох базових

конкурентних стратегій: стратегії низького податкового навантаження та стратегії диференціації, яка базується на конкурентних перевагах податкової системи, що не пов'язані з податковим навантаженням (таких як легкість адміністрування, наявність пільг та спеціальних податкових режимів тощо), причому пріоритет має стратегія диференціації. Фактор оподаткування не був вирішальним у виборі моделей фінансування бізнесу, адже зміцнення позиції України упродовж 2014–2019 рр. у рейтингу «Paying Taxes» із 164-го до 54-го місця не загальмувало процес офшоризації. Не перешкоджав офшоризації і ліберальніший режим оподаткування, який застосовується для експортних операцій, що давало змогу послуговуватися схемами експорту за заниженими цінами з метою не лише мінімізації податків, а й виведення капіталу. За останні 20 років з України через різні канали було виведено не менше 100 млрд дол. США. Вплив податкової конкуренції на ділову активність, фінансові результати та можливості нагромадження капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України не можна перебільшувати, тому інструменти податкової політики слід поєднувати з іншими заходами неподаткового характеру.

Отже, у результаті дії перелічених вище, а також інших причин, які, можливо, не було ідентифіковано в цій монографії роботі, корпоративний сектор економіки України перетворився на генератор системних ризиків. На агрегованому рівні сформувалася викривлена модель фінансування бізнесу, проявом чого стало зменшення частки власного капіталу в активах – з 44,8 до 24,3 % упродовж 2007–2017 рр. Декомпозиція фінансової інформації по корпоративному сектору за ознаками видів економічної діяльності та розмірів підприємств, а також на основі групування за даними фінансових звітів підприємств дала змогу ідентифікувати сегменти корпоративного сектора, у яких генеруються найбільші ризики.

По-перше, це – малий бізнес з аномально високими рівнями боргової залежності, у якому концентруються «погані» борги. Малий бізнес виконує вкрай важливу для функціонування великого бізнесу функцію «буфера» для відмивання брудних грошей, сполучної ланки у кругообігу капіталу між легальним бізнесом і тіньовим сектором («конвертаційні» центри). По-друге, це

– підприємства хімічної та коксохімічної промисловості, будівництва та торгівлі, частка боргу у фінансуванні яких упродовж останніх десяти років була аномально високою (перевищувала 2/3). Частково це пояснюється специфікою бізнес-процесів, зокрема у торгівлі. По-третє, це – частина підприємств великого офшоризованого та підконтрольного ФПГ бізнесу, понад 30% яких працюють з від’ємним капіталом, застосовуючи квазіризикову модель фінансування як спосіб захисту ключових активів. Водночас значна частина великого та середнього бізнесу застосовує консервативні моделі фінансування, що є захисною реакцією на високі ризики втрати контролю за бізнесом та поширених практик недружніх дій (рейдерства). Зокрема, переважна частина підконтрольних ФПГ підприємств (70%) застосовує саме консервативні моделі фінансування.

Застосування викривлених моделей фінансування бізнесу в Україні накладає свій відбиток на інвестиційні процеси. Підприємства використовують неформальні канали, через які здійснюється підтримка ліквідністю з офшорів і тіньового сектора та фінансуються інвестиції незалежно від фінансового стану і доступності капіталу на фінансових ринках. Характерною властивістю фінансів підприємств корпоративного сектора України є їх відносна «інвестиційна гіпергнучкість», яка полягає у можливості фінансування інвестицій за рахунок нагромаджених у тіньовому секторі капіталів, що дає змогу пом’якшити вплив макрофінансових чинників на інвестиційну активність. Слід визнати, що вливання «тіньового» інвестиційного капіталу відіграє певну стабілізуючу роль, сприяючи покращенню ліквідності бізнесу та фінансуванню капітальних інвестицій.

Філософія і нестандартні практики фінансування бізнесу в Україні, включаючи викривлені моделі фінансування, що було ідентифіковано у монографії, є достатньо стійкими у часі формами поведінки і не можуть змінитися миттєво. Застосування зазначених моделей не вписується у традиційні концептуальні рамки класичної теорії корпоративних фінансів. Багато в чому вони є унікальними. Бізнес роками розбудовував лінії захисту проти вороже налаштованої до нього держави та зазіхань конкурентів.

Сформовані моделі фінансування бізнесу в Україні мають багато беззаперечних переваг. Серед них – можливість швидкого реагування на макрофінансові шоки, оперативного погашення боргів та виведення капіталу у тіньовий сектор, відносна захищеність від валютних ризиків, адміністративного свавілля та рейдерства. З іншого боку, усталення нетрадиційних моделей фінансування бізнесу є причиною аномально високого боргового навантаження у секторі нефінансових корпорацій на агрегованому рівні, що генерує ризики для стабільності фінансової системи країни. Ключовим елементом усіх моделей фінансування бізнесу, які було розглянуто, є акумуляція ліквідного капіталу в тіньовому секторі, що розбалансовує фінансову систему країни і послаблює можливості впливу держави на інвестиційну активність через монетарні канали.

Характер виявлених проблем визначає логіку необхідних рішень для усунення існуючих диспропорцій. Формування цивілізованих, конкурентоспроможних моделей фінансування бізнесу в Україні потребує зростання пропозиції капіталу на внутрішньому ринку та попиту на нього на основі зниження інвестиційних ризиків. Водночас очікувати швидкої розбудови ринкових механізмів фінансування бізнесу не доводиться. Для відновлення взаємної довіри між бізнесом і фінансовими інститутами знадобиться час. Це ж стосується і перегляду бізнесом моделей фінансування, які застосовуються для захисту від державного та приватного рейдерства. Бізнес відмовиться від застосування нестандартних моделей фінансування лише тоді, коли матиме впевненість у тому, що часи розгулу рейдерства, фіскального здирництва і корупції не повернуться. Питання щодо часу, який Україні знадобиться, щоб дійти до цього моменту, є риторичним.

Отже, перспективи фінансування бізнесу в Україні без участі держави не є оптимістичними. Тому на часі активне підключення останньої до вирішення питань у зазначеній сфері. Для цього держава має створити умови для забезпечення необхідних обсягів фінансування для оновлення основних засобів і розширення випуску на цій основі конкурентоспроможної продукції, що матиме надійну нішу для її збуту на внутрішньому та зовнішньому ринку. У загальному вигляді стимулюючі механізми повинні передбачати

переорієнтацію інвестиційної політики держави зі стимулювання інвестицій у сировинні галузі на сприяння експорту та реалізацію програм імпортозаміщення. Вирішення цього завдання потребує зміни філософії надання державної підтримки бізнесу та переформатування чинної забюрократизованої системи прийняття та виконання рішень у сфері державної інвестиційної політики відповідно за напрямів, які пропонуються у монографії.

ДОДАТКИ

Додаток 1. Структура капіталу підприємств корпоративного сектора зарубіжних країн

Таблиця 1.1

Валова структура фінансування-брутто в 1983–1987 рр., %

Показник	Велика Британія	Канада	Японія	Німеччина	Франція
Нерозподілений прибуток	66	64	53	65	42
Випуск акцій	10	13	3	3	17
Прямі інвестиції	1	4	0	0	2
Сукупний борг	22	18	44	22	39
<i>Кредитні інститути</i>	18	6	40	14	13
<i>Цінні папери</i>	4	9	5	2	3
<i>Комерційний кредит</i>	0	4	4	0	15
<i>Інші</i>	0	-1	-	6	9
Інші джерела	-	-	-	3	-
<i>Амортизація (довідково)</i>	66	44	38	60	x

Джерело: Borio C. Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective. BIS Economic Papers. 01 May 1990. № 27. URL: <https://www.bis.org/publ/econ27.pdf>

Таблиця 1.2

Валова структура фінансування-нетто в 1983–1987 рр., %

Показник	США	Велика Британія	Канада	Японія	Німеччина	Франція
Нерозподілений прибуток	90	108	83	64	74	74
Випуск акцій	-3	1	10	3	1	9
Прямі інвестиції	-1	-6	-6	-2	-1	0
Сукупний борг	16	10	19	17	15	28
<i>Кредитні інститути</i>	9	14	15	23	12	26
<i>Цінні папери</i>	14	13	9	-1	0	2
<i>Комерційний кредит</i>	-2	-2	-3	-6	-2	-2
<i>Інші</i>	-5	-5	-3	-	5	2
Інші джерела	-2	-14	-6	18	1	-11
<i>Амортизація (довідково)</i>	71	106	59	43	70	x

Джерело: Borio C. Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective. IS Economic Papers. 01 May 1990. UN 27. URL: <https://www.bis.org/publ/econ27.pdf>

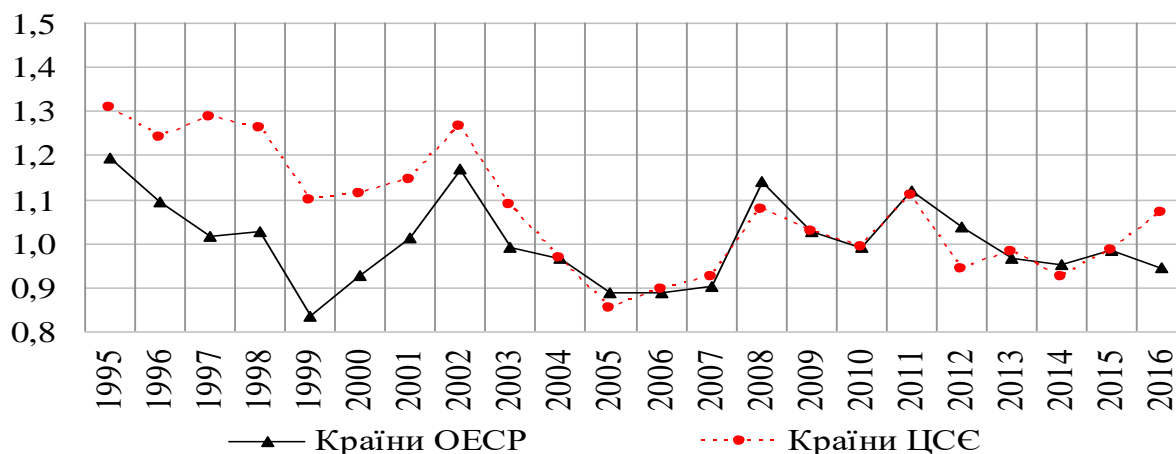


Рис.1.1. Боргова залежність підприємств корпоративного сектора зарубіжних країн у 1995–2016 рр., рази

Джерело: Financial corporations debt to equity ratio (indicator) / OECD. 2018. URL: <https://doi.org/10.1787/a3108a99-en> (accessed on 27 August 2018).

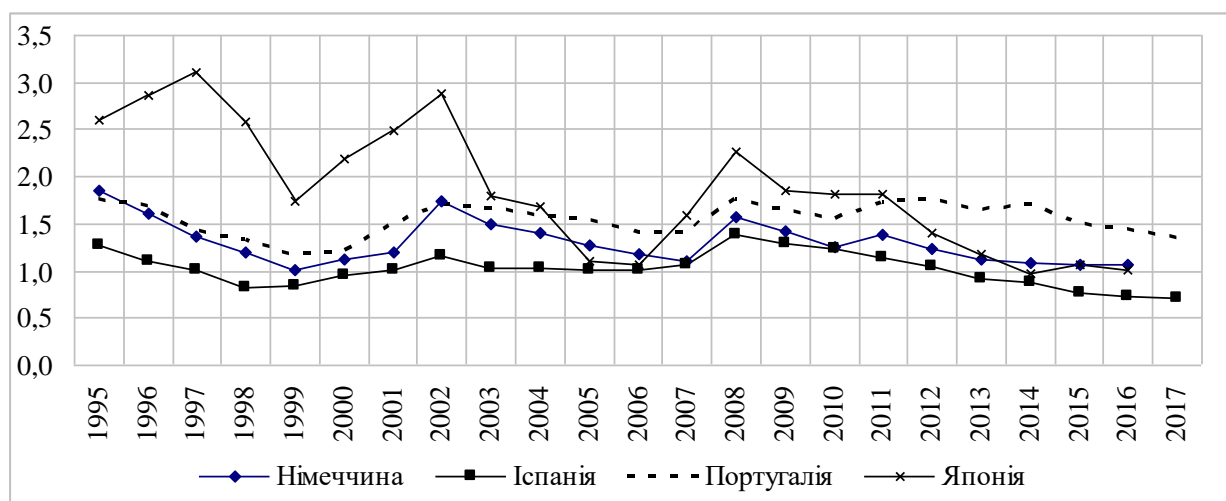


Рис. 1.2. Боргова залежність підприємств корпоративного сектора окремих країн. 1995–2016 рр., рази

Джерело: OECD Statistics. URL: <https://stats.oecd.org>

**Додаток 2. Структура та оборотність продуктивного капіталу підприємств
корпоративного сектора економіки України
різного розміру, %**

Роки	Великі підприємства	Середні підприємства	Малі підприємства	Разом
Чистий дохід від реалізації				
2012	43,5	40,1	16,4	100
2013	43,3	40,0	16,7	100
2014	41,9	41,4	16,7	100
2015	39,9	42,1	18,0	100
2016	38,4	42,9	18,7	100
Додана вартість*				
2012				
2013	49,3	39,8	10,9	100
2014	43,6	41,0	15,4	100
2015	43,1	39,5	17,4	100
2016	44,1	40,5	15,4	100
Активи (на кінець року)				
2012	36,4	35,0	28,6	100
2013	38,2	35,5	26,2	100
2014	38,2	35,2	26,6	100
2015	43,9	31,2	24,9	100
2016	40,5	29,5	30,0	100
Основні засоби (на кінець року)				
2012	49,32	34,07	16,61	100
2013	49,2	33,6	17,2	100
2014	49,1	29,6	21,3	100
2015	57,6	24,3	18,1	100
2016	61,5	24,5	14,1	100
Оборотність активів				
2012	90,0	86,5	43,3	75,4
2013	83,8	83,4	47,1	74,0
2014	78,0	83,7	44,9	71,2
2015	59,2	88,0	46,9	65,1
2016	60,1	92,2	39,4	63,4

*Відповідно до Методики розрахунку показника структурної статистики "додана вартість за витратами виробництва" (Наказ Держстату від 19.01.2016 № 10 (зі змінами, внесеними наказом Держстату від 23.11.2017 № 300).

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2016 рік. Київ, 2017.

Додаток 3. Балансова і ринкова вартість власного капіталу агрохолдингів

Таблиця 3.1

Балансова вартість власного капіталу вітчизняних агрохолдингів, млн дол. США

Підприємство	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Кернел	604,89	997,29	1210,70	1352,36	1030,69	890,84	997,06	1157,61
Астарта	368,07	398,03	453,67	535,75	266,52	261,15	372,67	418,13
Овостар	31,43	82,43	108,10	139,33	85,07	78,51	88,40	106,92
МХП	н/д	н/д	н/д	1249,21	945,52	672,85	693,06	985,71
Мілкіленд	0,16	0,22	0,24	0,24	0,11	0,04	0,01	0,02
Укрпродуктгруп	29,22	30,01	31,39	29,95	11,80	4,54	2,60	1,19
Агродженерейшн	н/д	н/д	72,93	70,35	7,95	75,43	69,05	67,42
Авангард	746,22	939,34	1167,20	1447,10	645,89	0,00	0,00	0,00
ІМК	н/д	108,99	128,01	153,92	25,71	54,91	65,06	104,04
KSG agro	н/д	н/д	н/д	77,48	-2,87	-6,96	-4,35	-5,59

Джерело: складено автором на основі фінансових звітів.

Таблиця 3.2

Ринкова вартість власного капіталу вітчизняних агрохолдингів, млн дол. США

Підприємство	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Кернел	1 286,63	2 067,13	1 403,88	1 155,86	862,57	814,72	1 033,95	1 036,01
Астарта	769,84	381,84	443,49	555,69	141,95	219,78	322,30	371,03
Овостар	н/д	н/д	н/д	194,96	121,98	138,00	123,98	151,60
МХП	н/д	н/д	н/д	1 806,90	1 085,82	987,07	938,61	1 249,35
Мілкіленд	0,48	0,14	0,15	0,13	0,01	0,01	0,01	0,01
Укрпродуктгруп	16,74	9,04	6,72	5,77	4,57	1,78	1,59	2,68
Агродженерейшн	0,00	0,00	124,59	112,66	46,72	40,59	87,69	96,61
Авангард	94,53	39,92	72,37	73,45	13,92	7,98	2,24	2,30
ІМК	н/д	71,11	159,30	126,09	50,18	47,49	60,19	115,34
KSG agro	н/д	н/д	н/д	55,33	4,54	3,55	7,39	8,67

Джерело: розраховано автором на основі даних офіційних сайтів фондових бірж, сайтів Yahoo Finance, Google Finance.

Таблиця 3.3

**Окремі складові власного капіталу та показники дохідності
агропромислових холдингів, тис. дол. США**

Назва підприємства	2013			2014			2015		
	Втрати КР	НП/НЗ	EBITDA	Втрати КР	НП/НЗ	EBITDA	Втрати КР	НП/НЗ	EBITDA
Укрпродуктгруп	2370	21003	3762	-8962	14578	3303	-9644	8337	-901
Кернел	-161	947	288	-368	849	223	-586	926	397
Астарта	-82024	404884	89524	-221364	283721	144690	-259211	285068	141921
Овостар	-30	73855	36192	-78057	104444	29105	-115664	129783	34800
МХП	-241	-1016	391	-710	548	555	-974	645	459
Мілкіленд	-25	121	46	-55	21	21	-53	-53	11
Агродженерейшн	-809	5902	-14493	-28290	-22115	25108	-39216	-43208	21654
ІМК	-16473	133537	49477	-95177	87741	57398	-116874	103048	66522
KSG agro	-35	11352	3	-13012	-38804	6	-8961	-41271	16

Примітка: КР – курсові різниці, НП/НЗ – нерозподілений прибуток, непокритий збиток.

Джерело: складено автором на основі фінансових звітів.

Додаток 4. Коефіцієнти оновлення та вибуття основних засобів по окремих видах економічної діяльності

Вид економічної діяльності	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %	КВ о.з., %	КО о.з., %
Усього	3,34	4,2	13,0	23,7	3,1	4,8	4,9	6,0	2,4	2,2	69,9	14,5	3,4	6,1	2,8	6,0
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	7,25	13,5	6,5	22,6	8,5	19,6	6,1	16,1	7,3	15,6	6,3	19,1	6,1	23,2	6,1	22,8
Промисловість	26,91	6,4	23,0	24,1	3,3	6,4	3,0	6,4	3,0	4,4	3,5	2,7	0,9	3,7	2,6	5,8
Будівництво	9,63	8,8	6,8	11,7	5,5	15,7	10,3	17,9	7,2	9,8	7,4	7,9	17,8	17,0	5,4	21,0
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	7,08	16,2	5,9	19,0	5,3	15,0	35,0	42,8	14,4	18,3	12,8	18,7	8,7	24,0	9,4	19,3
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	1,14	1,1	11,3	27,5	2,3	2,1	4,3	3,2	1,1	0,3	94,6	45,7	1,4	3,4	1,0	4,7
Інформація та телекомунікації	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	4,3	9,2	8,2	10,2	6,8	15,8	6,2	13,7	7,2	12,3

Примітка: КВ о.з. – коефіцієнт вибуття основних засобів, %; КО о.з. – коефіцієнт оновлення основних засобів, %.

Джерело: розраховано за даними Держстату України за відповідні роки.

**Додаток 5. Пропозиції щодо законодавчого врегулювання
рекомендацій у сфері антиофшорного регулювання**

Чинна редакція ПКУ	Редакція ПКУ, що пропонується
<p>140.5. Фінансовий результат податкового (звітного) періоду збільшується:</p> <p>140.5.1. на суму перевищення ціни, визначеної за принципом "витягнутої руки", над договірною (контрактною) вартістю (вартістю, за якою відповідна операція повинна відображатися при формуванні фінансового результату до оподаткування згідно з правилами бухгалтерського обліку) реалізованих товарів (робіт, послуг) при здійсненні контрольованих операцій у випадках, визначених статтею 39 цього Кодексу.</p> <p>...</p> <p>140.5.4. на суму 30 відсотків вартості товарів, у тому числі необоротних активів (крім активів з права користування за договорами оренди), робіт та послуг (крім операцій, зазначених у пункті 140.2 та підпункті 140.5.6 цього пункту, та операцій, визнаних контрольованими відповідно до статті 39 цього Кодексу), придбаних у:</p> <p>...</p>	<p>140.5. Фінансовий результат податкового (звітного) періоду збільшується:</p> <p>140.5.1. на суму перевищення ціни, визначеної за принципом "витягнутої руки", над договірною (контрактною) вартістю (вартістю, за якою відповідна операція повинна відображатися при формуванні фінансового результату до оподаткування згідно з правилами бухгалтерського обліку) реалізованих товарів (робіт, послуг) при здійсненні контрольованих операцій у випадках, визначених статтею 39 цього Кодексу, <i>але не менше, ніж розрахована відповідно до пп. 140.5.4-1 цього Кодексу.</i></p> <p>...</p> <p>140. 5.4. на суму 30 відсотків товарів, у тому числі необоротних активів (крім активів з права користування за договорами оренди), робіт та послуг (крім операцій, зазначених у пункті 140.2 та підпункті 140.5.6 цього пункту, та операцій, визнаних контрольованими відповідно до статті 39 цього Кодексу), <i>проданих або</i> придбаних у:</p> <p>...</p>

Додаток 6. Окремі показники стану кредитування економіки банківським сектором України за період 1998–2017 рр.

(на кінець періоду)

Рік	Кредити, надані банками України резидентам				Кредити, надані банками України НФК				Відно- шення кредитів, наданих резидент- там, до ВВП, %	Відношення кредитів, наданих НФК, до ВВП, %	Кредити, надані підприємствам промисловості	
	Усього, <i>млн грн</i>	у тому числі:		Дол еквівалент кредитів в ін. валюті, <i>млн дол. США</i>	Усього, <i>млн грн</i>	у тому числі:		Дол. еквівалент кредитів в ін. валюті, <i>млн дол. США</i>			усього, <i>млн грн</i>	Питома вага в загальному обсязі кредитних вкладень, %
		у нац. валюті, <i>млн грн</i>	в ін. валюті у гривневому еквіваленті, <i>млн грн</i>			у нац. валюті, <i>млн. грн</i>	в ін.валюті у гривневому еквіваленті, <i>млн грн</i>					
1998	8931	5117	3814	1113	8 070	4428	3642	1063	8,7	7,9	3523	39,4
1999	11906	5716	6190	1187	10 763	4952	5811	1114	9,1	8,3	4612	38,7
2000	19574	10 569	9005	1 657	18 263	9 475	8788	1617	11,5	10,7	7282	37,2
2001	28 573	16 036	12 537	2 366	26 603	14 591	12012	2 267	14,0	13,0	10572	37,0
2002	42 228	24 656	17 571	3 295	38 153	22 048	16105	3 020	18,7	16,9	14842	35,1
2003	67 892	39 620	28 272	5 303	57 403	34 423	22980	4 310	25,4	21,5	20344	30,0
2004	88 618	51 246	37 372	7 044	71 589	42 908	28681	5 406	25,7	20,7	24132	27,2
2005	143 423	81 279	62 144	12 306	106 078	64 745	41333	8 185	32,5	24,0	35923	25,0
2006	245 230	123 787	121 443	24 048	160 503	91 307	69196	13 702	45,1	29,5	51652	21,1
2007	426 867	213 802	213 065	42 191	260 476	151 135	109341	21 652	59,2	36,1	76547	17,9
2008	734 022	300 220	433 802	56 338	443 665	214 773	228892	29 726	77,4	46,8	122343	16,7
2009	723 295	355 521	367 774	46 058	462 215	271 907	190308	23 833	79,2	50,6	123831	17,1
2010	732 823	395 504	337 319	42 368	500 961	310 929	190032	23 868	65,4	44,7	147111	20,1
2011	801 809	478 596	323 213	40 453	575 545	369 763	205782	25 756	59,4	42,7	154774	19,3
2012	815 142	515 580	299 562	37 478	605 425	393 147	212278	26 558	55,9	41,5	163088	20,0
2013	910 782	602 776	308 006	38 534	691 903	454 215	237688	29 737	59,8	45,4	183112	20,1
2014	1 020 667	547 987	472 680	29 976	778 841	412 939	365902	23 205	64,3	49,1	235308	23,1
2015	981 627	433 826	547 802	22 824	787 795	338 621	449174	18 715	49,4	39,6	246149	25,1
2016	998 682	504 999	493 683	18 156	822 114	417 432	404683	14 883	41,9	34,5	264635	26,5
2017	1 016 657	570 627	446 031	15 892	829 837	455 001	374837	13 355	34,1	27,8	266032	26,2

Джерело: складено та розраховано автором за даними Бюлетеня Національного банку України.

Додаток 7. Окремі показники щодо динаміки і структури кредитних вкладень банків України

Таблиця 7.1

Темпи зростання кредитних вкладень банків України у розрізі строків погашення та питома вага за строками (у тому числі по валютах), %

Рік	Темпи зростання загальної заборгованості за кредитами за строками		Темпи зростання заборгованості за кредитами в національній валюті за строками		Темпи зростання заборгованості за кредитами в іноземній валюті за строками у дол. екв.		Питома вага кредитних вкладень банків України у розрізі строків погашення у загальній сумі кредитних вкладень, %		Питома вага кредитних вкладень банків України у національній валюті у розрізі строків погашення, %		Питома вага кредитних вкладень банків України в іноземній валюті у розрізі строків погашення, %	
	до 1 року	від 1 року	до 1 року	від 1 року	до 1 року	від 1 року	до 1 року	від 1 року	до 1 року	від 1 року	до 1 року	від 1 року
2001	139,6	169,2	146,4	180,2	134,5	164,0	78,5	21,5	81,3	18,7	74,8	25,2
2002	135,4	192,8	144,7	193,0	121,7	191,4	71,9	28,1	76,5	23,5	65,4	34,6
2003	122,9	257,6	131,3	256,3	109,1	258,9	55,0	45,0	62,5	37,5	44,4	55,6
2004	108,8	157,0	108,5	164,2	110,1	150,9	45,8	54,2	52,4	47,6	36,8	63,2
2005	135,0	184,6	147,0	171,4	117,3	208,1	38,2	61,8	48,6	51,4	24,7	75,3
2006	157,2	179,5	152,3	152,3	170,0	203,8	35,1	64,9	48,6	51,4	21,5	78,5
2007	152,6	185,7	158,3	186,3	139,3	185,3	30,8	69,2	44,5	55,5	17,1	82,9
2008	168,8	173,3	135,6	144,3	167,8	126,5	30,2	69,8	43,0	57,0	21,4	78,6
2009	104,0	96,2	127,0	111,9	69,5	85,1	31,9	68,1	46,1	53,9	18,2	81,8
2010	105,1	99,5	106,0	115,7	103,1	89,5	33,1	66,9	44,0	56,0	20,4	79,6
2011	122,5	102,9	125,5	117,5	114,5	90,6	37,1	62,9	45,6	54,4	24,5	75,5
2012	115,7	93,4	117,1	99,9	112,0	86,4	42,2	57,8	49,6	50,4	29,6	70,4
2013	123,8	102,9	127,3	106,7	113,6	98,3	46,8	53,2	54,0	46,0	32,7	67,3
2014	96,9	125,4	81,4	102,0	74,5	79,4	40,5	59,5	48,3	51,7	31,4	68,6
2015	106,0	89,5	81,2	77,3	98,9	65,8	44,6	55,4	49,5	50,5	40,7	59,3
2016	80,0	119,2	76,0	156,0	74,0	83,3	35,1	64,9	32,4	67,6	37,9	62,1
2017	115,8	94,3	174,6	83,5	62,3	102,9	39,9	60,1	50,0	50,0	27,0	73,0

Джерело: складено та розраховано автором за даними Бюлетеня Національного банку України.

Таблиця 7 2

Структура заборгованості за кредитами, наданими банками України резидентам, за секторами економіки, та темпи зростання заборгованості за кредитами, у 2001-2017 рр., %

Рік	Питома вага кредитів у загальній заборгованості за кредитами				Питома вага кредитів у заборгованості за кредитами в національній валюті				Питома вага кредитів у заборгованості за кредитами в іноземній валюті				Темпи зростання загальної заборгованості за кредитами			Темпи зростання заборгованості за кредитами в іноземній валюті у дол. екв.		
	НФК	домогосподарств вам	інші (крім банків) фінансові корпорації	сектор держуправління	НФК	домогосподарств вам	інші (крім банків) фінансові корпорації	сектор держуправління	НФК	домогосподарств вам	інші (крім банків) фінансові корпорації	сектор держуправління	усього	у т. ч.		усього	у т. ч.	
														НФК	домогосподарств вам		НФК	домогосподарств вам
2001	93,1	5,6	0,6	0,7	91,0	7,0	0,8	1,2	95,8	3,8	0,3	0,1	145,1	145,7	142,9	142,5	140,2	280,1
2002	90,4	8,8	0,4	0,5	89,4	9,2	0,6	0,8	91,7	8,1	0,2	0,0	147,8	143,4	234,2	139,3	133,2	303,0
2003	84,5	14,7	0,7	0,1	86,9	11,8	1,1	0,1	81,3	18,5	0,2	0,0	160,8	150,5	270,4	160,9	142,7	367,9
2004	80,8	18,2	1,0	0,0	83,7	14,8	1,3	0,1	76,8	22,8	0,4	0,0	130,5	124,7	163,1	132,8	125,4	163,5
2005	74,0	24,9	1,2	0,0	79,7	18,8	1,5	0,0	66,5	32,8	0,7	0,0	161,8	148,2	221,1	174,7	151,4	250,9
2006	65,4	33,4	1,1	0,0	73,8	24,8	1,4	0,0	57,0	42,3	0,8	0,0	171,0	151,3	230,0	195,4	167,4	252,1
2007	61,0	37,6	1,4	0,0	70,7	27,3	2,0	0,0	51,3	47,9	0,8	0,0	174,1	162,3	195,6	175,4	158,0	198,7
2008	60,4	38,2	1,3	0,0	71,5	26,3	2,2	0,0	52,8	46,5	0,7	0,0	172,0	170,3	174,9	133,5	137,3	129,7
2009	63,9	33,4	1,9	0,8	76,5	18,8	3,1	1,6	51,7	47,5	0,8	0,0	98,5	104,2	86,0	81,8	80,2	83,5
2010	68,4	28,6	1,8	1,2	78,6	16,4	2,8	2,2	56,3	42,9	0,7	0,0	101,3	108,4	86,9	92,0	100,1	83,2
2011	71,8	25,1	2,1	1,1	77,3	18,1	2,8	1,8	63,7	35,4	0,9	0,0	109,4	114,9	96,0	95,5	107,9	78,8
2012	74,3	23,0	2,0	0,7	76,3	19,9	2,7	1,1	70,9	28,4	0,8	0,0	101,7	105,2	93,2	92,6	103,1	74,1
2013	76,0	21,2	2,1	0,6	75,4	20,9	2,8	1,0	77,2	22,0	0,8	0,0	111,7	114,3	103,1	102,8	112,0	79,9
2014	76,3	20,7	2,5	0,5	75,4	20,1	3,6	0,9	77,4	21,4	1,2	0,0	112,1	112,6	109,1	77,8	78,0	75,6
2015	80,3	17,8	1,6	0,3	78,1	18,5	2,7	0,8	82,0	17,3	0,7	0,0	96,2	101,1	82,8	76,1	80,7	61,6
2016	82,3	16,4	1,2	0,1	82,7	15,2	1,8	0,3	82,0	17,5	0,5	0,0	101,7	104,4	93,4	79,5	79,5	80,6
2017	81,6	17,1	1,1	0,1	79,7	18,6	1,3	0,3	84,0	15,2	0,7	0,0	101,8	100,9	106,6	87,5	89,7	75,9

Джерело: складено та розраховано автором за даними Бюлетеня Національного банку України.

Таблиця 7.3

Структура заборгованості за кредитами, наданими банками України НФК, за видами економічної та промислової діяльності, у 2003–2017 рр. (за залишками коштів на кінець року), %

	Вид економічної діяльності	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1	Сільське господарство, мисливство та лісове господарство, рибне господарство	8,1	7,4	7,9	7,5	6,5	6,6	5,7	5,4	6,0	5,6	5,4	6,2	5,2	5,8	7,2
2	Промисловість	35,4	33,7	33,9	32,2	29,4	27,6	26,8	29,4	26,9	24,6	22,8	26,2	26,6	27,5	32,1
	<i>Добувна промисловість</i>	3,1	2,9	2,7	2,5	2,2	1,7	2,1	2,6	2,0	2,4	2,2	2,2	1,9	1,9	1,0
	<i>Переробна промисловість</i>	29,2	28,8	28,9	27,7	24,9	23,9	22,7	24,3	21,6	19,0	16,9	20,5	21,0	21,2	24,5
	Виробництво харчових продуктів, напоїв	0,0	0,0	8,8	7,7	7,4	6,2	6,0	5,9	6,4	5,7	5,4	6,1	6,6	6,6	8,0
	Хімічне виробництво	0,0	0,0	1,9	2,1	1,7	1,7	1,7	2,5	2,3	1,9	1,5	2,7	2,2	2,0	2,7
	Виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції	0,0	0,0	1,2	1,8	1,8	1,9	1,6	1,7	1,4	1,0	0,8	1,0	0,9	1,0	1,1
	Металургійне виробництво	0,0	0,0	2,8	3,4	3,0	3,2	3,0	4,1	2,7	2,5	2,1	2,8	3,6	4,0	3,6
	Виробництво машин та устаткування	0,0	0,0	2,4	2,1	1,7	1,8	1,4	1,4	1,2	1,6	1,1	1,4	1,7	1,7	2,0
	Виробництво автомобілів, причепів та напівпричепів	0,0	0,0	1,3	1,2	1,0	1,2	1,5	1,4	1,1	0,8	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5
	Виробництво інших транспортних засобів	0,0	0,0	2,1	1,7	1,5	1,5	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	1,0	0,8	0,9	1,0
	Інші види промислової діяльності	0,0	0,0	8,3	7,7	6,8	6,4	6,3	6,0	5,5	4,7	4,6	5,0	4,8	4,5	5,4
	<i>Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води</i>	3,1	2,0	2,3	1,9	2,3	1,9	2,0	2,5	3,3	3,2	3,7	3,5	3,7	4,4	6,6
3	Будівництво	2,7	3,7	5,6	6,5	8,2	8,9	9,0	8,6	7,7	5,6	6,3	6,2	4,5	4,7	5,1
4	Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	42,9	43,2	41,3	39,6	39,3	35,1	35,8	34,8	36,3	33,2	33,5	30,1	28,7	28,6	34,1
5	Діяльність транспорту та зв'язку	4,6	5,2	4,2	4,6	4,2	3,6	3,5	4,2	5,0	4,5	3,1	3,7	3,9	3,9	4,3
6	Операції з нерухомим майном*	4,3	4,9	6,1	8,3	11,2	15,6	7,1	6,8	6,9	8,2	6,3	6,7	8,1	8,4	8,6
7	Професійна, наукова та технічна діяльність	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	4,3	4,8	4,2	6,0
8	Інші види економічної діяльності	2,0	1,8	1,1	1,3	1,3	2,6	12,1	10,9	11,2	18,4	17,4	16,6	18,1	16,9	2,6

*До 2009 р. включено ще й оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям.

Джерело: складено та розраховано автором за даними Бюлетеня НБУ.

Таблиця 7.4

**Процентні ставки за кредитами, наданими банками України нефінансовим корпораціям та домашнім господарствам,
у розрізі видів валют і строків погашення (середньозважені у річному обчисленні),%**

Рік	у національній валюті										в іноземній валюті									
	усього		усього без урахування овердрафту		у тому числі за строками						усього		усього без урахування овердрафту		у тому числі за строками					
					до 1 року		від 1 року до 5 років ¹		більше 5 років						до 1 року		від 1 року до 5 років ¹		більше 5 років	
	НФК	д/гос п.	НФК	д/гос п.	НФК	д/гос п.	НФК	д/гос п.	НФК	д/госп .	НФК	д/госп .	НФК	д/госп.	НФК	д/госп.	НФК	д/госп.	НФ К	д/го сп.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
2005	16,1	20,0	15,7	20,0	15,8	21,3	15,5	19,3	...	...	11,2	13,4	11,2	13,6	10,7	15,2	12,2	13,4	...	...
2006	15,1	19,1	14,7	19,0	14,4	19,7	15,2	18,6	...	...	10,7	12,7	10,7	12,9	10,1	14,0	11,6	12,7	...	...
2007	13,9	19,2	13,3	18,9	12,6	19,6	14,8	18,5	...	...	10,5	13,0	10,5	13,1	9,7	14,2	11,5	13,0	...	...
2008	17,2	23,0	17,1	20,9	17,4	22,6	16,4	22,6	17,4	17,1	10,6	14,3	10,8	14,0	9,9	14,7	12,6	15,7	12,0	13,5
2009	21,0	24,3	20,8	21,5	21,1	20,5	19,6	23,7	19,1	20,0	9,7	16,2	9,7	15,3	9,1	16,4	14,1	15,6	12,1	13,8
2010	14,9	26,4	14,2	21,9	13,7	20,9	16,6	24,5	12,8	20,0	10,5	13,0	10,5	12,1	9,9	11,6	12,4	14,0	9,7	11,6
2011	14,7	27,3	14,3	23,5	14,1	22,9	15,1	26,1	14,6	17,7	9,2	12,3	9,2	11,9	8,8	12,6	10,5	13,8	8,9	10,1
2012	17,3	27,7	17,0	26,6	17,1	25,5	17,2	29,4	13,3	19,7	8,4	11,8	8,4	11,3	8,1	10,4	10,3	12,4	9,6	11,3
2013	15,2	27,5	14,6	27,1	14,1	26,0	18,3	28,7	12,1	21,4	9,4	12,2	9,4	11,9	9,2	13,3	10,3	11,1	10,3	12,2
2014	16,7	26,9	16,3	26,7	16,3	27,1	17,6	27,0	14,3	21,5	9,0	12,7	9,0	10,0	8,8	12,9	10,6	10,0	9,5	9,4
2015	21,4	28,3	20,9	27,2	21,0	29,3	20,0	30,6	18,0	13,3	8,8	14,2	8,8	10,8	8,6	12,5	10,0	11,2	9,6	10,3
2016	17,7	30,7	16,6	30,7	17,6	32,8	19,6	31,8	11,1	16,6	8,8	14,3	8,8	7,6	8,5	2,8	10,2	11,7	10,1	8,3
2017	15,0	29,2	14,2	29,0	13,8	29,5	18,6	29,5	12,6	21,7	7,4	16,0	7,4	8,7	6,9	6,7	8,7	10,5	8,8	9,4

¹ Дані до 2008 року включають кредити, надані зі строком погашення від 1 року до 5 років і більше 5 років.

Таблиця 7.5

**Відношення короткострокових кредитів до оборотних активів за видами економічної та промислової діяльності за
2003–2017 рр., %**

	Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Усього (без фінансової діяльності)	8,1	8,5	10,1	11,4	12,2	14,4	12,3	11,1	11,5	11,5	12,9	13,7	11,4	8,7	9,8
1	Сільське господарство, мисливство та лісове господарство, рибне господарство	13,4	12,0	13,4	12,6	12,0	15,3	10,3	8,1	8,7	9,0	11,4	10,3	5,4	2,2	7,3
2	Промисловість	8,6	8,4	9,9	11,7	12,8	14,5	11,5	12,3	9,7	9,9	11,9	14,4	13,9	15,4	13,0
	<i>Добувна промисловість</i>	8,6	6,8	10,1	10,0	12,6	8,4	8,1	8,8	4,8	5,5	9,7	6,1	9,2	4,7	
	<i>Переробна промисловість</i>	12,0	11,5	12,6	13,5	14,1	16,3	12,4	13,0	10,1	11,3	13,0	16,4	15,6	19,6	
	Виробництво харчових продуктів, напоїв	22,2	21,1	20,0	21,3	23,4	20,6	15,6	17,1	13,3	15,3	17,6	17,6	15,3	14,9	
	Хімічна та нафтохімічна промисловість	11,8	11,7	12,8	12,1	13,3	22,9	17,8	20,1	12,8	8,2	8,4	19,4	8,4	10,1	
	Виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції	12,3	14,0	15,1	15,8	12,9	14,0	14,2	17,4	14,3	16,5	12,8	15,8	15,2	12,6	
	Металургійне виробництво	8,8	7,4	8,7	9,5	9,8	12,8	7,5	10,2	6,8	6,8	11,8	14,0	14,9	33,0	
	Машинобудування	9,3	9,9	11,7	12,5	12,5	17,6	16,3	13,1	10,2	11,5	12,8	21,7	27,6	28,3	
	<i>Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води</i>	2,8	2,3	3,5	6,2	7,6	10,6	9,9	11,8	12,6	7,7	9,4	12,7	9,8	7,9	
3	Будівництво	4,2	4,6	6,1	7,0	8,1	11,1	7,1	8,6	7,6	6,3	6,8	7,3	5,5	3,7	5,1
4	Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	8,6	9,3	11,5	12,6	12,9	13,7	12,2	11,7	12,6	13,0	15,0	14,8	11,6	8,7	8,9
5	Діяльність транспорту та зв'язку	7,0	10,2	11,6	9,4	9,6	11,8	9,6	10,2	13,5	11,0	8,8	7,8	6,1	2,5	3,3
6	Операції з нерухомим майном*	5,0	5,4	5,9	8,6	10,8	17,6	16,9	9,4	14,1	14,5	15,6	19,0	14,3	8,5	10,2
7	Професійна, наукова та технічна діяльність										15,3	15,8	15,1	17,5	14,0	10,5
8	Інші види економічної діяльності	3,6	4,5	5,9	12,1	12,6	12,2	11,2	9,5	11,1	12,5	11,0	10,7	12,6	7,8	8,6

Джерело: розраховано за даними Статистичних збірників «Діяльність підприємств – суб'єктів підприємницької діяльності» за відповідні роки.

Таблиця 7.6

Окремі показники стану корпоративного сектора економіки у 2003–2017 рр.

Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Рівень рентабельності (збитковості) операційної діяльності підприємств України, %															
Усього	4,3	6,4	7	6,6	6,8	3,9	3,3	4	5,9	5	3,9	–3,9	1	7,4	8,9
Промисловість	3,3	4,7	5,5	5,8	5,8	5	1,7	3,5	4,7	3,4	3	2,3	0,9	4,2	6,6
Підприємства, які одержали збиток:															
а) у % до загальної кількості підприємств															
Усього	37,1	34,8	34,2	33,5	32,5	37,2	39,9	41	34,9	35,5	34,1	33,7	26,3	26,6	27,2
Промисловість	39,9	37,5	36,5	34,7	33,4	38,9	40,3	41,3	37,4	37,6	36,7	36,7	27,1	27,2	28,2
б) сума збитків, млн грн															
Усього	26174	29116	24794	34395	47097	184715	188718	153675	150516	176054	205230	858104	815448	545961	399555
Промисловість	11944	12951	8888	11203	13256	50 569	48458	37712	48026	65151	67639	242667	271677	149045	144751
Індекс промислової продукції, %	115,8	112,5	103,1	106,2	107,6	94,8	78,1	112	107,6	99,5	95,7	89,9	87	102,8	100,4

Джерело: дані Статистичних щорічників України за відповідні роки.

Таблиця 7.7

Динаміка окремих показників, що характеризують стан валютної та боргової складової фінансової безпеки України
(на кінець періоду)

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Відношення валового зовнішнього боргу до ВВП, %	61,0	52,9	51,1	47,5	47,1	45,3	50,6	56,2	82,6	90,4	83,4	74,8	73,7	74,6	125,5	143,3	129,7	109,7
Відношення валового зовнішнього боргу до обсягу експорту товарів та послуг, %	104,0	102,4	98,3	87,1	77,7	92,9	112,7	130,7	123,4	198,6	178,8	150,9	155,6	173,9	193,0	248,1	247,0	216,8
Сальдо поточного рахунку/ВВП, %	4,3	3,4	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-10,4	-1,5	-2,1	-6,1	-7,9	-8,7	-4,6	-0,2	-4,3	-2,0
Відношення міжнарод. резерв.р.до короткостр.валового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення, %					79,7	98,4	83,3	84,7	68,0	67,1	68,0	52,8	37,3	34,4	13,3	25,9	32,9	40,2
Відношення міжнародних резервів до валового зовнішнього боргу, %	8,4	15,2	20,6	29,2	31,7	48,9	41,0	40,5	31,0	25,6	29,5	25,2	18,2	14,4	6,0	11,2	13,7	16,1
Відношення міжнародних резервів до до річного обсягу імпорту товарів та послуг, %	9,5	16,0	22,2	26,7	28,2	46,2	43,5	46,7	32,6	49,0	49,7	33,9	24,3	21,0	10,8	26,8	29,6	30,1
Відношення витрат на обслуговування валового зовнішнього боргу до експорту, %	5,7	3,7	3,0	2,8	2,2	3,6	4,4	5,3	5,6	9,0	7,1	6,5	6,5	7,7	8,6	11,1	10,2	8,4
Відношення витрат на обслуговування валового зовнішнього боргу до ВВП, %	3,3	1,9	1,5	1,5	1,4	1,7	2,0	2,3	3,7	4,1	3,3	3,2	3,1	3,3	5,6	6,4	5,3	4,2
Відношення доходів нерезидентів від інвестицій в Україну, до річного обсягу експорту товарів і послуг, %	5,9	4,2	3,5	3,0	2,6	4,1	6,3	7,0	8,4	13,5	10,2	11,1	11,6	13,2	10,7	11,2	11,7	11,8
Відношення доходів нерезидентів від прямих, портфельних та інших інвестицій в Україну, до ВВП, %	3,5	2,2	1,8	1,7	1,6	2,0	2,8	3,0	5,6	6,2	4,8	5,5	5,5	5,7	7,0	6,5	6,1	6,0
Державний борг / ВВП, %	45,3	36,5	33,5	29,0	24,7	17,7	14,8	12,3	20,0	34,7	38,6	35,1	35,3	38,4	69,4	79,0	81,0	71,8
Державний борг / дох.держ.бюдж., %	212,6	187,9	166,6	140,8	121,4	74,2	60,3	53,5	81,8	151,1	179,7	150,4	149,0	172,4	308,3	294,0	313,1	270,0
Питома вага зовнішнього боргу у загальному обсязі держ. боргу	73,0	71,8	71,8	73,5	75,5	75,4	79,4	78,8	75,4	66,8	64,0	63,3	59,9	51,4	55,6	66,3	64,3	64,2
Питома вага боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній сумі державного боргу, %										66,7	64,0	64,0	57,9	59,8	61,7	70,2	69,7	69,9
Співвідношення міжнар.резервів і держ. зовн.боргу (з урах. гарантованого), %					80,0	166,1	176,6	234,5	170,2	99,9	99,5	84,8	63,5	54,3	19,4	30,6	34,1	38,4

Джерело: розраховано за даними Національного банку України «Динаміка платіжного балансу України».

Наукове видання

Зимовець Владислав Вікторович
Даниленко Анатолій Іванович
Терещенко Олег Олександрович
Корнилюк Анна Валентинівна
Єршова Галина Вікторівна
Іванов Юрій Борисович
Кошик Олександр Митрофанович
Гаркавенко Валентина Іванівна
Федоренко Анатолій Васильович
Брус Світлана Іванівна

ФІНАНСИ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Колективна монографія

За редакцією д-ра екон. наук В.В. Зимовця

Редактори: *І.І.Бажал, А.К.Кокошко*
Оригінал-макет: *С.В.Чимбай*

Підписано у світ 17.09.2019 р.
Об'єм даних 5,57 Мб

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»,
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011
тел. (044) 254-20-36, факс (044) 280-88-69
e-mail: eip@ief.org.ua