



НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДУ «ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ
ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НАН УКРАЇНИ»

РОЗВИТОК ФІНАНСІВ ПІДПРИЄМСТВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Наукова доповідь

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

Київ – 2019

УДК 658.14:330.3]:334.78(477)

Р 64

Авторський колектив:

д.е.н., ст.н.с. В.В. Зимовець (вступне слово, післямова, п. 1 та 6); чл.-кор. НАН України А.І. Даниленко (п. 9), д.е.н., проф. О.О. Терещенко (п. 2 та 3), д.е.н., проф. Ю.Б. Іванов (п. 5), к.е.н. А.В. Корнилюк (п. 2 та 3), к.е.н. Г.В. Єршова (п. 4), к.е.н., ст.н.с. О.М. Кошик (п. 6), н.с. В.І. Гаркавенко (п. 7), к.е.н., ст.н.с. С.І. Брус (п. 8), к.е.н., ст.н.с. А.В. Федоренко (п. 8).

Рецензенти:

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

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

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

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

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

Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України : наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В.Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». – К., 2019. – 62 с.

Р 64

ISBN 978-966-02-8895-9

У науковій доповіді досліджуються та аналізуються фінанси корпоративного сектора економіки України. Розкрито специфіку формування моделей фінансування бізнесу, в основі яких лежить використання тінювих резервів та офшоризація фінансових відносин. Показано, що бізнес не орієнтується на залучення капіталу на фінансових ринках. Він або свідомо не відповідає вимогам фінансового ринку, не маючи наміру мати справу із зовнішнім фінансуванням (квазіризикова модель), або свідомо уникає відносин із фінансовим сектором задля мінімізації ризиків (консервативна модель).

Для фахівців з питань корпоративних фінансів, вчених-економістів, викладачів і студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

ISBN 978-966-02-8895-9

УДК 658.14:330.3]:334.78(477)

© Національна академія наук України, 2019

© ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2019

Вступне слово.....	4
1. Моделі фінансування бізнесу: макрофінансові та інституційні чинники формування.....	5
2. Борговий навіс у фінансах підприємств та його загрози для економіки.....	12
3. Очікувана і фактична доходність інвестованого у бізнес капіталу	16
4. Диспропорції у фінансуванні капітальних інвестицій	22
5. Податкова конкуренція та її вплив на фінанси підприємств	29
6. Особливості формування моделей фінансування великого бізнесу в Україні	35
7. Системні вади фінансових відносин підприємств з банками	40
8. Інституційні інвестори у фінансуванні бізнесу: виклики та обмеження	47
9. Пріоритетні механізми фінансового забезпечення розвитку підприємств.....	52
Післямова.....	57

ВСТУПНЕ СЛОВО

У ринковій економіці фінанси підприємств корпоративного сектора є відображенням їх спроможності залучати кошти для ведення бізнесу та ефективно їх використовувати з урахуванням існуючих формальних і неформальних правил. У кожній країні під впливом об'єктивних, макрофінансових та інституціональних і суб'єктивних чинників викристалізуються характерні моделі фінансування бізнесу. Моделі фінансування не є догмами. Вони змінюються разом із настроями інвесторів та рішеннями власників, реагуючи на зміни процентних ставок, умови залучення та доступності капіталу, стан публічних фінансів, очікування щодо стабільності національних грошей та ін.

Чутливість моделей фінансування до кризових процесів в економіці особливо яскраво проявляється в Україні з її макрофінансовою нестабільністю, високим рівнем корупції та незахищеністю бізнесу від адміністративного свавілля бюрократизованої державної машини. Погіршення макроекономічних показників та поглиблення диспропорцій у фінансовій системі України упродовж 2014–2018 р. створили критично несприятливі умови для фінансування бізнесу в країні. Реакцією бізнесу стали застосування «захисних» моделей фінансування, масштабна тінізація та офшоризація корпоративних фінансів. Посилились центробіжні тенденції у фінансовій системі, проявом чого стала її прогресуюча сегментація – згортання фінансових відносин між корпоративним та фінансовим сектором на агрегованому рівні.

У доповіді виокремлено характерні моделі фінансування бізнесу в Україні, визначено їх вразливість до впливу фіскальних, монетарних та інституційних чинників. Отримані результати допомагають розуміти можливі наслідки та очікувану реакцію бізнесу на динаміку ключових макрофінансових індикаторів та рішень влади щодо зміни умов ведення бізнесу, що буде корисним для прийняття рішень на всіх управлінських рівнях.

МОДЕЛІ ФІНАНСУВАННЯ БІЗНЕСУ: МАКРОФІНАНСОВІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ

Значення терміна «корпоративний сектор» передбачає не лише сукупність акціонерних товариств. Відповідно до підходу ООН, корпорація – це підприємство, спроможне генерувати прибуток або іншу фінансову вигоду для власників, яке є визнаною законом відокремленою від власника юридичною особою і створене з метою виробництва ринкових товарів та послуг¹ (подібний підхід застосовує МВФ²). Отже, корпоративний сектор – це сукупність підприємств будь-яких організаційно-правових форм і форм власності, що виробляють ринкові товари і нефінансові послуги (є синонімом до поняття «сектор нефінансових корпорацій»). Далі у доповіді як синонім до терміна «корпоративний сектор» вживається також термін «бізнес».

На основі узагальнення існуючих підходів та напрацювань щодо емпіричних досліджень у сфері корпоративних фінансів визначено ключові коефіцієнти, які використані для вивчення тенденцій фінансування бізнесу в Україні (табл. 1).

Таблиця 1

Ключові фінансові коефіцієнти підприємств сектора НФК

	Назва	Алгоритм обчислення	Призначення
1	Боргова залежність (макро-, мезо- і макрорівень)	Відношення сукупного боргу до активів (або власного капіталу) на рівні сектора НФК, груп підприємств за визначеними ознаками, окремих підприємств	Вимір ризикованості моделі фінансування бізнесу без деталізації структури боргу
2	Обтяженість боргами сектора НФК (макрорівень)	Відношення сукупного боргу сектора НФК до ВВП	Вимір обтяженості сектора НФК боргами (порівняльна статика)
3	Строкова структура боргу (макро-, мезо- і макрорівень)	Відношення короткострокового боргу до його загального обсягу	Вимір вразливості бізнесу до кризи ліквідності (порівняльна статика)
4	Валютна структура боргу (макрорівень)	Відношення боргу, номінованого в іноземній валюті, до його загального обсягу	Вимір вразливості бізнесу до валютних криз (порівняльна статика)
5	Загальна структура фінансування інвестицій (макро-, мезо- і макрорівень)	Частка прибутку, додаткового випуску акцій, прямих інвестицій, приросту боргу в загальному обсягу джерел фінансування	Виокремлення основних джерел фінансування бізнесу (динаміка)
6	Структура зовнішнього фінансування інвестицій (макро-, мезо- і макрорівень)	Частка зовнішнього фінансування бізнесу (чиста зміна фінансового боргу та зареєстрованого акціонерного капіталу) в загальному обсягу фінансування	Виокремлення основних зовнішніх каналів фінансування бізнесу
7	Кредитний важіль (макро-, мезо- і макрорівень)	Відношення банківського кредиту до сукупних та оборотних активів підприємств	Вимір ролі банківського кредиту у фінансуванні бізнесу
8	Структура активів (макро-, мезо- і макрорівень)	Відношення основних засобів (залишкова вартість) до активів	Показує наявність застави як фактора доступності кредиту

Джерело: розробка авторів, узагальнення підходів: Rajan R., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. December 1995. Vol. 50. № 5. P. 1421–1460. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>; 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>; 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>

¹ Updated System of National Accounts (SNA): Chapter 4: Institutional units and sectors. URL: <https://unstats.un.org/unsd/statcom/doc08/sna-chapter4.pdf>

² Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guid / International Monetary Fund. 2017. P. 22.

Алгоритм дослідження тенденцій розвитку фінансів підприємств корпоративного сектора включав чотири етапи:

1) обчислення та моніторинг агрегованих фінансових коефіцієнтів сектора НФК (макрорівень), їх порівняння із динамікою макрофінансових індикаторів і виявлення впливу останніх на зміни моделей фінансування бізнесу в Україні;

2) обчислення агрегованих фінансових коефіцієнтів у розрізі видів економічної діяльності та поділу за розмірами підприємств (мезорівень); порівняння коефіцієнтів на макро- і мезорівні, виокремлення відхилень, зокрема секцій та груп підприємств із аномальними значеннями коефіцієнтів;

3) розрахунки агрегованих фінансових коефіцієнтів та їх медіанних значень (у розрізі видів економічної діяльності, за розмірами активів та за ознаками підконтрольності) за даними фінансової звітності репрезентативної вибірки підприємств (мікрорівень). Для поглибленого вивчення питання тенденцій у фінансах підприємств на мікрорівні була сформована вибірка, до якої увійшло 231 підприємство з 11 секторів економіки. Горизонт дослідження – 13 років (2006–2018 рр.);

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.

Для визначення характеру впливу макрофінансових чинників на фінансування бізнесу в Україні ключові фінансові коефіцієнти порівнювались із змінами макрофінансових індикаторів. У табл. 2 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 2

Агрегована структура капіталу підприємств корпоративного сектора економіки України, 2006–2016 рр. %, на кінець року

Показник (частка в активах)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Власний капітал	44,8	42,0	36,5	35,6	33,6	33,7	34,1	34,4	29,4	29,4	26,6
Банківський кредит	9,2	11,3	14,8	14,0	13,4	13,5	12,1	14,3	13,5	10,3	9,6
Інші зобов'язання	46,1	46,7	48,7	50,4	53,1	52,9	53,8	51,2	57,1	60,3	63,8
<i>Борг / власний капітал</i>	<i>1,2</i>	<i>1,4</i>	<i>1,7</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>2,4</i>	<i>2,4</i>	<i>3,1</i>
<i>Сукупний борг НФК/ВВП</i>											
<i>Україна</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>2,2</i>	<i>2,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,6</i>	<i>2,7</i>	<i>3,1</i>
<i>Єврозона</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>

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. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu>

Загальною тенденцією є зростання боргової залежності бізнесу на агрегованому рівні. У період 2006–2008 рр. стрімке зростання частки банківських кредитів у фінансуванні бізнесу на тлі недооцінки банками зростаючих кредитних ризиків спричинило зменшення частки власного капіталу у фінансуванні бізнесу з 44,8 до 35,6%. Упродовж 2010–2013 рр. зазначена частка залишалася низькою, на тлі зростання частки інших зобов'язань, яка у 2010 р. перевищила 50% загальних джерел

фінансування бізнесу, що значно перевищує відповідний показник для країн Євросони (14,1% у 2012 р.).

Упродовж 2014–2016 рр. частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу на агрегованому рівні знижується до 26,6%, а рівень боргової залежності зростає з 2,2 на кінець 2013 р. до 3,1 на кінець 2016 р. Модель фінансування бізнесу в Україні (на агрегованому рівні) стає дедалі ризикованішою порівняно із моделями фінансування у розвинених країнах, де упродовж останніх 20 років сформувалась чітка тенденція до зменшення частки боргу у джерелах фінансування бізнесу (медіанне значення агрегованого рівня боргової залежності бізнесу у країнах ОЕСР знизилася з 1,20 до 0,95³).

Банківське кредитування не було причиною надмірного і зростаючого боргового навісу в корпоративному секторі. Навпаки, частка банківських кредитів в агрегованому борзі сектора НФК в Україні скоротилась з 23% на початок 2008 р. до 10% на початок 2017 р. (рис. 1) і є значно нижчою, ніж у європейських країнах (середнє значення показника для країн Євросони у 2000–2008 рр. становило 49,1%)⁴.

Згортання відносин бізнесу з банками було спричинене дефіцитом вільного капіталу на внутрішньому ринку внаслідок переобтяженості держави боргами («ефект витіснення»⁵) та недостатності акумульованих фінансовим сектором ресурсів для їх фінансування. До певного моменту зростання коефіцієнта витіснення частково компенсувалось припливом іноземного капіталу упродовж (2006–2008 рр.). Відплив іноземного спекулятивного капіталу упродовж 2014–2016 рр. на тлі зростання норми витіснення до 40% призвів до стрімкого згортання банківського кредитування бізнесу. Водночас зросла недовіра бізнесу до банківської системи як реакція на втрату коштів (переважно малим і середнім бізнесом) в обсязі до 20% ВВП унаслідок «очищення» банківської системи. Падіння попиту на національні гроші та, відповідно, стиснення їх пропозиції спричинило розбалансування фінансової системи країни та прогресуючу автономізацію фінансів підприємств.

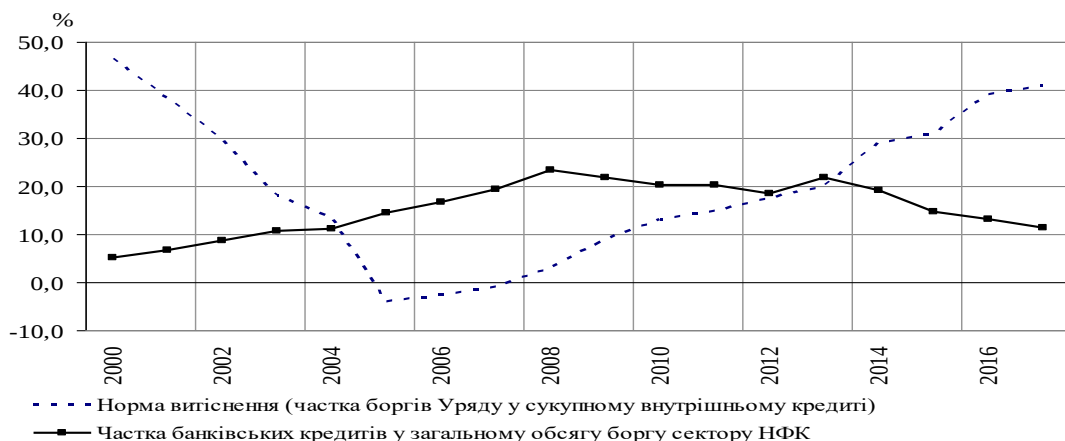


Рис. 1. Вплив «ефекту витіснення» на банківське кредитування підприємств України, 2000–2016 рр., кінець року

Джерело: за даними Держстату України та НБУ.

³ Financial corporations debt to equity ratio (indicator) / OECD. 2018. URL: <https://doi.org/10.1787/a3108a99-en>

⁴ Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Structural Issues. *ECB Occasional Paper Series*. 2013. № 151. P. 6. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecbocp151.pdf>

⁵ Для кількісного виміру «ефекту витіснення» було застосовано показники грошово-кредитної статистики. Коефіцієнт витіснення обчислювався як відношення показника «чисті вимоги до центральних органів державного управління» до «чистого внутрішнього кредиту».

Поряд із макрофінансовими чинниками вагомий вплив на фінанси сектора НФК чинили стійкі у часі чинники інституційні:

- усталення практик фіскального волюнтаризму та здирництва, непоодинокі випадки застосування фінансово-репресивного апарату правоохоронних органів та СБУ⁶ для тиску на бізнес;

- значні витрати бізнесу на «захист» від держави (99,1% підприємств в Україні визнає, що участь у державних контрактах (закупівлях) потребує надання хабарів (у країнах ЦСЄ – 22,4%, у світі загалом – 29,2%). Середній розмір хабара в Україні становить 14,2% від вартості контракту, у країнах ЦСЄ – 1,6%, а у світі загалом – 1,8%⁷. Корупційна складова у витратах бізнесу в Україні майже вдвічі вища, ніж у світі, що є чинником високого попиту бізнесу на тіньові кошти;

- слабкість захисту інтересів кредиторів, кількісною ознакою чого є критично низький показник відшкодування кредиторам (*recovery rate*) у разі неплатоспроможності боржника – 8,9% (2018 р.), що у разі менше, ніж його середньосвітове значення – 36,6% та медіанне значення для країн ОЕСР – 82,1%⁸.

Реакцією бізнесу на високі ризики та незахищеність інвестицій в Україні стала прогресуюча офшоризація бізнесу (перереєстрація прав власності на офшорні компанії). Упродовж останніх 2007–2017 рр. частка підприємств вибірки, які контролюються з офшорів, зросла з 26 до 36%. *Не менш ніж третина великого та середнього бізнесу в Україні прямо контролюється через офшори, що зумовлює специфіку агрегованих фінансових показників сектора НФК.*

Підприємства, які контролюються з офшорів, перетворилися на генератор імпульсів нестабільності у фінансовій системі України. У періоди фінансово-економічних криз саме у цьому сегменті бізнесу формується чітко виражений борговий навіс (рис. 2) як наслідок переоцінки квазіборгів в іноземній валюті та виведення капіталу з країни.



Рис. 2. Боргова залежність звичайних і «офшоризованих» підприємств

Джерело: агреговані значення по вибірці підприємств на початок року.

⁶ Гавриш Олег. Хто править Україною. *Новое время*. 16.01.2018. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/khto-pravit-ukrajinoju-2445405.html>

⁷ Enterprise Survey Ukraine 2013. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploreeconomies/2013/ukraine>

⁸ Resolving Insolvency. *Doing Business* / World Bank. URL: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>

Підприємства, які контролюються з офшорів, застосовують добре відпрацьований інструментарій реалокатії ліквідного капіталу за межі країни у скрутні часи. Тому у періоди фінансово-економічних криз частка підприємств з від'ємним власним капіталом у загальній кількості офшоризованих підприємств стрімко зростає до 25–30% (рис. 3).

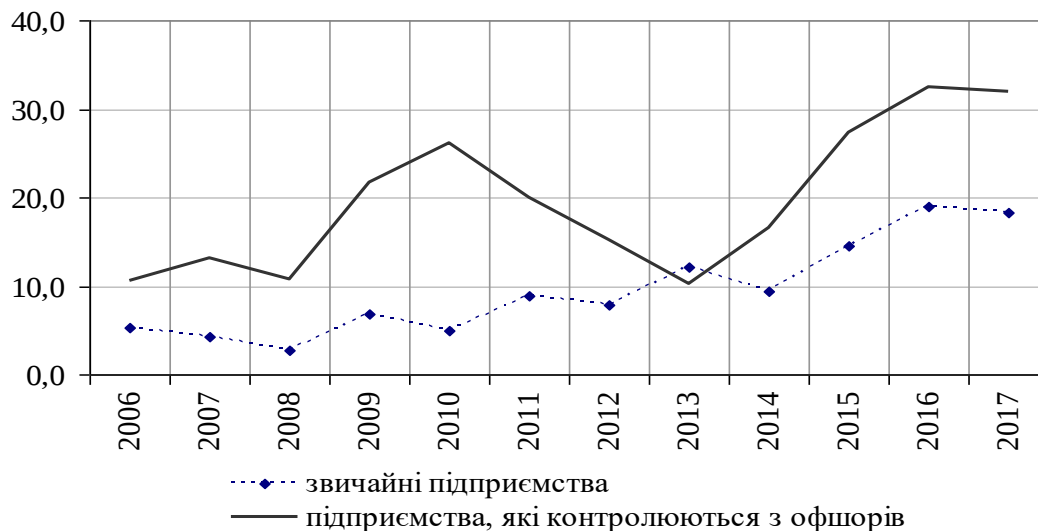


Рис. 3. Частка підприємств з від'ємним капіталом, %

Джерело: вибірка на основі фінансових звітів підприємств.

Це послаблює фінансову систему країни – як через скорочення пропозиції капіталу, так і за рахунок уповільнення швидкості його обігу. Отже, офшоризація корпоративних фінансів створює додаткові ризики для фінансової стабільності у країні, яка стає залежною від рішень тих, хто контролює фінансові потоки офшоризованих ФПГ. Натомість у відносно сприятливих періодах (економічне піднесення, прихід до влади «дружніх» політичних сил) ліквідний капітал *тимчасово* повертається в Україну (характерним прикладом такої тенденції є період 2010–2013 рр.).

Борговий навіс розподіляється між сегментами сектора НФК нерівномірно, проявами чого є концентрація боргів у вразливішому до макрофінансових шоків малому бізнесі. Натомість великим бізнесом застосовуються консервативніші моделі фінансування і демонструється відносно вища адаптаційна спроможність до умов кризи.

За даними статистики⁹, частка агрегованого боргу в активах по групі великих підприємств упродовж 2012–2017 рр. залишалась відносно стабільною (близько 60%), тоді як у групі середніх підприємств зросла з 67 до 85%, а по сукупності малих підприємств збільшилася з 74 до 92%. Це свідчить про нагромадження «поганих» боргів у сегменті малого та середнього бізнесу, що є головною причиною аномально високого рівня боргової залежності корпоративного сектора в цілому.

Підтвердженням думки щодо вищої стійкості великого та середнього бізнесу до кризових процесів є показники частки власного капіталу в активах на мікрорівні (за даними вибірки підприємств). Упродовж 2007–2017 рр. медіанне значення зазначеної частки знизилось несуттєво – з 53,6 до 48,8%. Водночас чверть великого бізнесу взагалі працює за край консервативними моделями – частка власного капіталу в їх

⁹ Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва за 2016 р.: стат. зб. / Держстат України. Київ, 2017.

фінансуванні зростає з 67,6 до 73,8% (третій квартиль, рис. 4). Частина підприємств великого та середнього бізнесу застосовує *квазіризиковану модель фінансування*, з часткою власного капіталу, нижчою за 25% (1 квартиль, рис. 4).

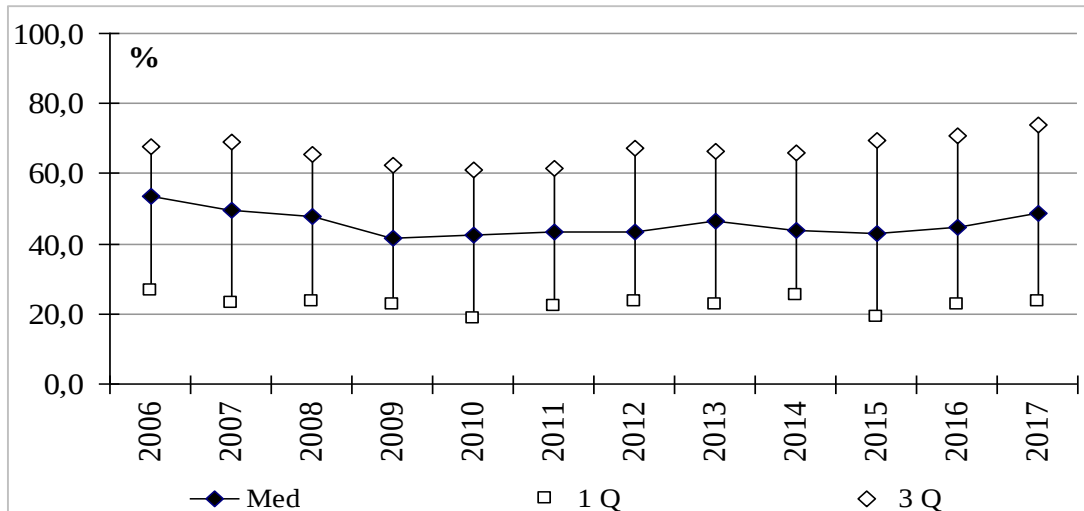


Рис. 4. Частка власного капіталу у фінансуванні великого та середнього бізнесу (на мікрорівні) у 2006–2017 рр.

Джерело: за даними вибірки підприємств.

Отже, великий бізнес застосовує переважно консервативні моделі фінансування (частка власного капіталу в активах перевищує 50%). Великі підприємства використовують для цього можливості для збільшення власного капіталу за рахунок вливання коштів з тіньового сектора, у т.ч. з офшорів, та дооцінки основних засобів. Вибір переважно консервативних моделей фінансування великим бізнесом обумовлюється додатково такими факторами, як: 1) обов'язковість оприлюднення фінансової звітності; 2) жорсткіший контроль за діяльністю з боку ДФСУ (відповідно до реєстру до переліку великих платників податків на 2018 р. віднесено 2,9 тис. підприємств¹⁰).

Для захисту активів великим бізнесом може також застосовуватися альтернативна *квазіризикована фінансова модель*, що характеризується навмисним підвищенням левериджу задля зниження інвестиційної привабливості підприємства¹¹. Інструментом захисту бізнесу у цій моделі є нарощування боргів перед пов'язаними особами, що обмежує можливості третіх осіб із вчинення недружніх дій та захоплення контролю за підприємством.

Підтвердженням поширення таких практик є зростання упродовж 2007–2017 рр. частки інших поточних зобов'язань у фінансуванні великого та середнього бізнесу з 5,5 до 9,1% (рис. 5). Застосування *квазіризикованої моделі фінансування* дає змогу в разі рейдерської атаки захистити ключові активи¹². Водночас штучне нарощення «захисного» нефінансового боргу частиною великого бізнесу чинить додатковий вплив на агреговану боргову залежність на рівні сектора НФК в цілому.

¹⁰ Реєстр великих платників податків на 2018 р. URL: <http://officevp.sfs.gov.ua/data/files/213598.xlsx>

¹¹ Zwiebel J. Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *The American Economic Review*. Dec. 1996. Vol. 86, No. 5. P. 1197–1215.

¹² 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>

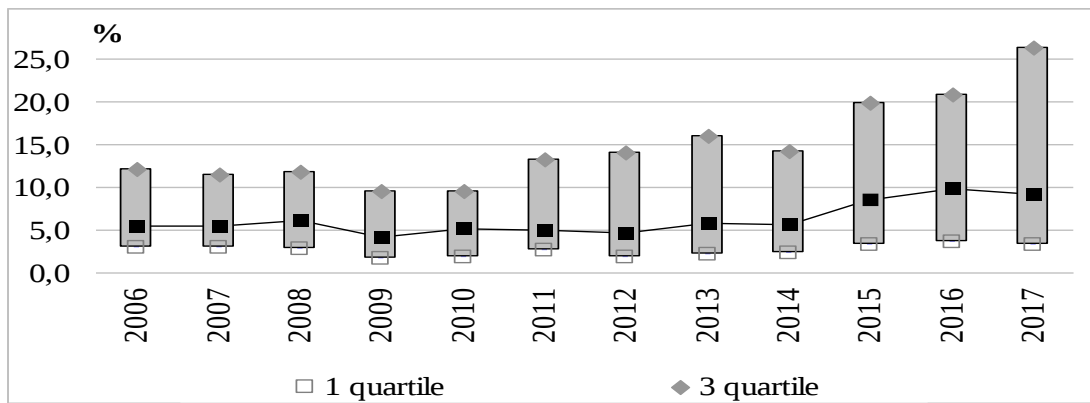


Рис. 5. Частка інших поточних зобов'язань у фінансуванні великого та середнього бізнесу

Джерело: за даними фінансових звітів підприємств вибірки.

На відміну від початкових етапів ринкової трансформації натеper корпоративний сектор має значно більші обсяги тінювих резервів для підтримки ліквідності та фінансування інвестицій у скрутні часи. 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. Аномально висока боргова залежність і дефіцит власного капіталу в малому бізнесі залишаються генераторами системних фінансових ризиків. Малий бізнес виконує вкрай важливу для функціонування великого бізнесу роль «буфера» для відмивання брудних грошей та ланки кругообігу капіталу між легальним бізнесом і тінювим сектором («конвертаційні» центри).

Упродовж 2009–2018 рр. в Україні сформувалась викривлена модель фінансування бізнесу, ознаками якої є аномально високий агрегований рівень боргової залежності бізнесу, чітко виражений зсув ризиків у сегмент малого бізнесу та прогресуюча офшоризація фінансів великого бізнесу. Викривлена модель фінансування бізнесу в Україні не налаштована на залучення капіталу на організованих фінансових ринках. Підприємства використовують неформальні канали і мають доступ до фінансування у формі ліквідної підтримки з офшорів і тінювого сектора, що дає змогу здійснювати інвестиції незалежно від фінансового стану і доступності капіталу на організованих фінансових ринках. Штучний дефіцит фінансування перекривається за рахунок зростання частки сурогатних джерел фінансування (у кризові роки за рахунок кредиторської заборгованості фінансується до 75% валових інвестицій, середня частка за період 2005–2016 рр. становить 54,6%).

Вливання «тінювого» інвестиційного капіталу відіграє потужну стабілізуючу роль, сприяючи покращенню ліквідності бізнесу та фінансуванню його інвестиційної діяльності. Частина боргів підприємств у такій моделі є умовними (переважно це – незареєстрований власний капітал). З одного боку, перевагою викривленої моделі фінансування бізнесу є можливість для швидкого реагування на макрофінансові шоки (оперативне погашення боргів, виведення капіталу в тінювий сектор) та відносна захищеність від валютних ризиків, адміністративного свавілля та рейдерства. З іншого боку, усталення тінювих форм фінансування є причиною високого боргового навантаження на сектор НФК, що генерує ризики для стабільності фінансової системи країни. Вилучення з обігу і концентрація ліквідного капіталу в тінювому секторі та виведення прибутків за межі України (офшоризація) є основними причинами штучного дефіциту капіталу на внутрішньому ринку та хронічно високого рівня процентних ставок.

БОРГОВИЙ НАВІС У ФІНАНСАХ ПІДПРИЄМСТВ ТА ЙОГО ЗАГРОЗИ ДЛЯ ЕКОНОМІКИ

Структура капіталу вітчизняних підприємств переобтяжена борговим фінансуванням. Упродовж 2006–2016 рр. частка власного капіталу в структурі фінансування активів бізнесу в Україні (на агрегованому рівні) скоротилась з 44,8 до 26,6%. При цьому аналіз розподілу боргового навісу за ознакою розміру підприємства продемонстрував чітку тенденцію до концентрації боргів у сегменті малого бізнесу (на початок 2017 р. за рахунок власного капіталу фінансувалося менше 10% агрегованих активів малого бізнесу). Зважаючи на специфіку бізнесу і різну тривалість виробничого циклу в різних видах економічної діяльності, було поставлене завдання виявити осередки концентрації боргів у розрізі секцій сектора НФК.

Для аналізу структури заборгованості, боргового навантаження та визначення ключових особливостей фінансів підприємств окремих секцій були використані 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 сукупних довгострокових зобов'язаннях.

Упродовж 2006–2018 рр. відбулося збільшення боргового навантаження за часткою боргу в активах великих і середніх підприємств, включених до вибірки (рис. 6). Аналіз здійснювався з урахуванням і тих підприємств, які мають негативне значення власного капіталу, а отже, коефіцієнт боргового навантаження для них становить більше 1 (усього по вибірці – 12% таких спостережень). Динаміка боргового навантаження підприємств досліджуваної вибірки у цілому повторює тенденції на основі агрегованих даних для сектора НФК (табл. 3), що дає підстави для висновку про репрезентативність вибірки.

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 із 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. 6). Отримані результати є наближеними до значень показників по великих та середніх підприємствах на агрегованому рівні (73,5% на кінець 2014 р.).

На тлі зростання боргового навантаження формувалась 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. 7), що є суттєво вищим, ніж у країнах з розвинутою економікою.

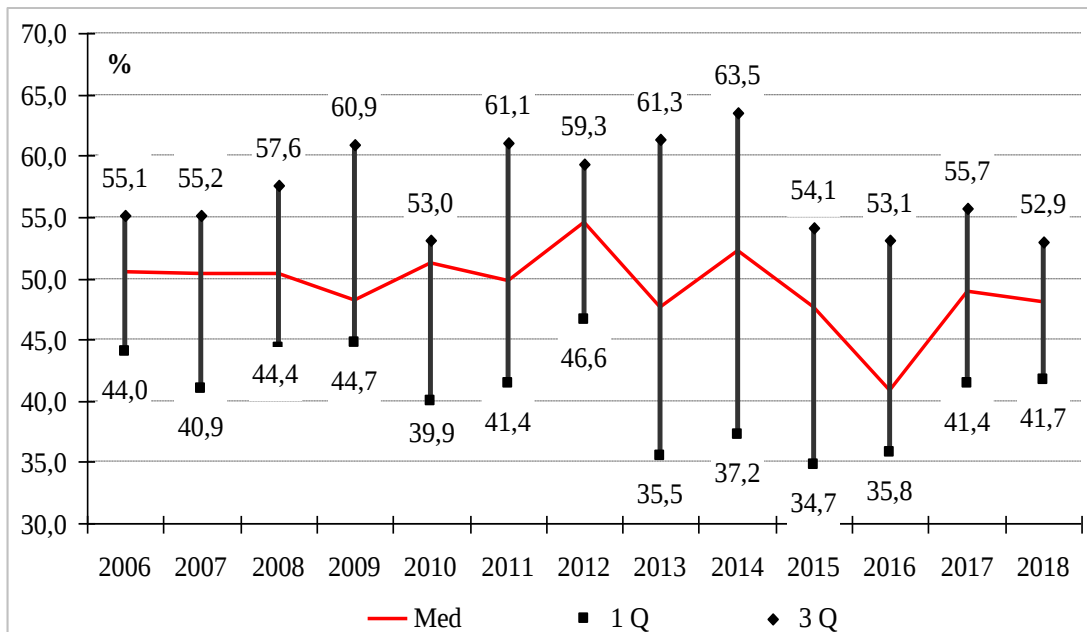


Рис. 6. Динаміка боргового навантаження в 2006–2018 рр., %

Джерело: розроблено автором за даними репрезентативної вибірки підприємств.

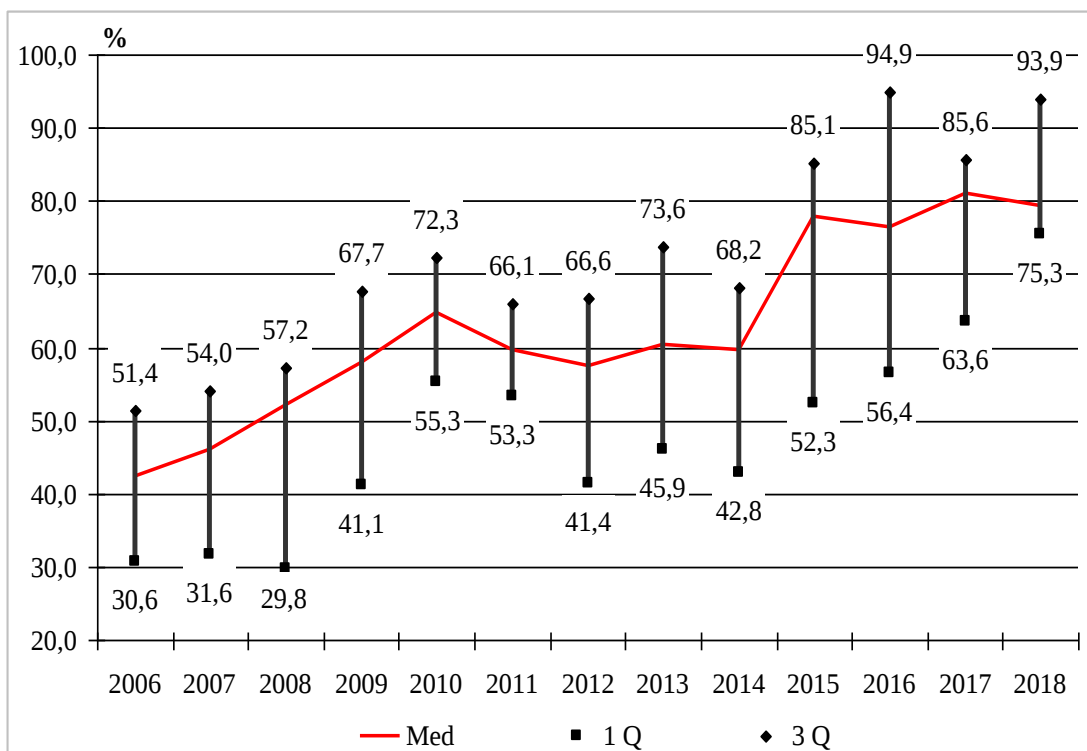


Рис. 7. Частка інших короткострокових зобов'язань у загальному обсязі боргу, %

Джерело: розроблено автором за даними репрезентативної вибірки підприємств.

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 свідчить про недостатні обсяги банківського кредитування та труднощі із розміщенням облігаційних позик на фінансовому ринку.

Утім, слід зазначити про гетерогенність розподілу боргового навантаження у розрізі галузей. Максимальні медіанні значення часток боргу у пасивах, короткострокового боргу у зобов'язаннях, 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. 3).

Таблиця 3

**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	x	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 торгівлі обсяг боргу вп'ятеро перевищує власний капітал, у будівництві – майже вчетверо. Це частково може бути пов'язано з особливостями бізнесу, зокрема, традиційно підприємства торгівлі 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 перелічених видів економічної діяльності властивими є консервативніші моделі фінансування бізнесу, що можна пояснити нижчою схильністю до ризиків власників (свідомою стратегією низького левериджу).

Вище зазначалося, що на агрегованому рівні осередком концентрації боргів є сегмент малого бізнесу. У секторальному розрізі найбільший рівень боргового навантаження мають підприємства торгівлі та будівництва – від 90 до 110% (агреговані дані). Найнижча частка боргу у фінансуванні бізнесу 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.

Специфікою малого та середнього бізнесу є аномально висока частка поточних зобов'язань у загальних обсягах боргу. Для підприємств середнього бізнесу упродовж 2012–2015 рр. вона становила у середньому 71% (рис. 8).

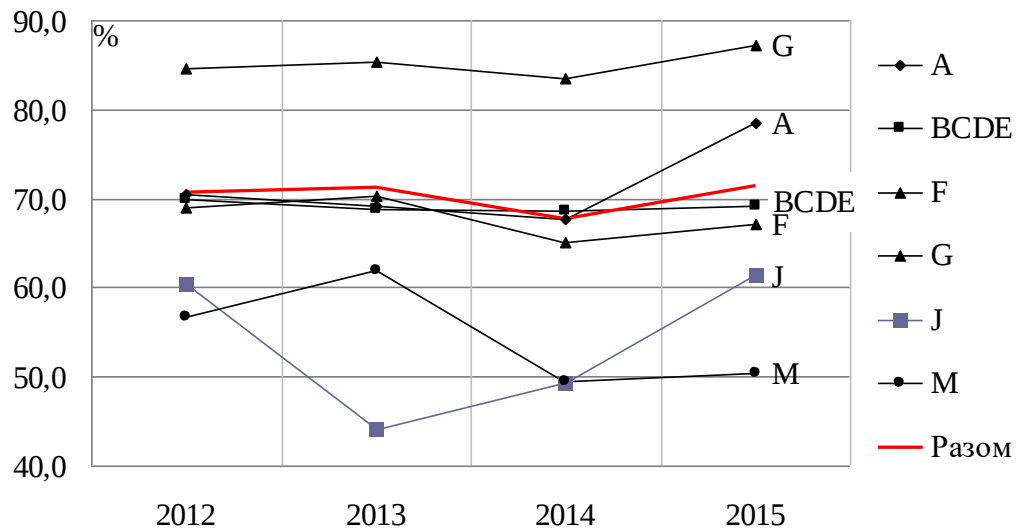


Рис. 8. Частка короткострокових зобов'язань середніх підприємств України, %, на кінець року

Джерело: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

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).

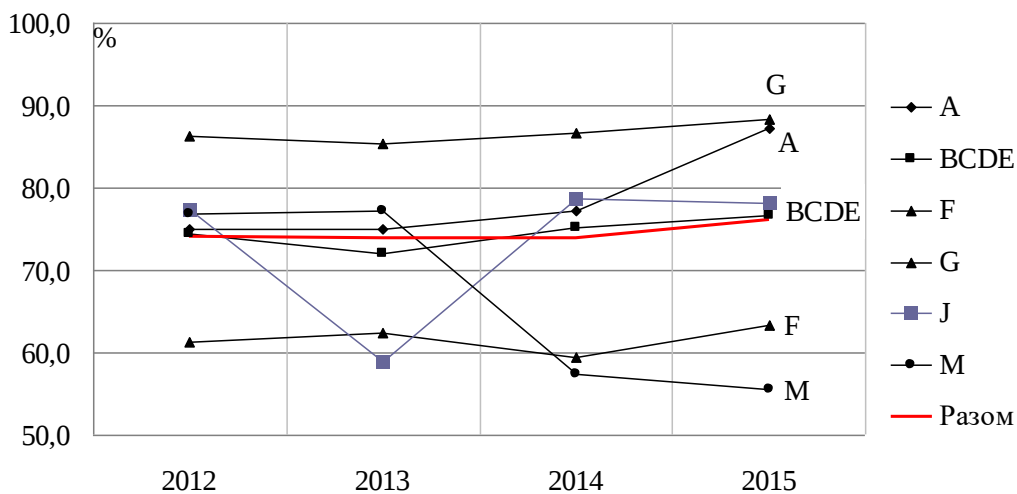


Рис. 9. Частка короткострокових зобов'язань малих підприємств України, %

Джерело: Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Загалом окреслені особливості моделей фінансування малого і середнього бізнесу, з одного боку, пояснюються труднощами із доступом до банківських кредитів, а з іншого – відображають поширення практик застосування малих підприємств для транзиту грошових потоків, генерованих великим бізнесом, з метою оптимізації оподаткування та виведення фінансових ресурсів у безпечні зони (тіньовий сектор, офшори). Додатковим фактором, що зумовив аномальне нарощення обсягів нефінансових боргів малого бізнесу, стали реінвестиції власників під виглядом позикового капіталу.

ОЧІКУВАНА І ФАКТИЧНА ДОХОДНІСТЬ ІНВЕСТОВАНОГО У БІЗНЕС КАПІТАЛУ

Здатність підприємств корпоративного сектора залучати фінансові ресурси безпосередньо залежить від ризиків, яких зазнають капіталодавці (кредитори та інвестори), вкладаючи у бізнес кошти. Зазначені ризики визначають ціну залучення позиченого та власного капіталу. Причому ризики інвесторів завжди будуть вищими, ніж ризики кредиторів, саме тому ціна залучення власного капіталу завжди буде вищою, ніж ставка процента за позиченим капіталом. У вітчизняній теорії та практиці досить часто витрати на залучення підприємством власного капіталу взагалі ігноруються, що є неприпустимим. Як наслідок, з грубими помилками оцінюються інвестиційні проекти, проводиться оцінка вартості бізнесу та визначається справедлива вартість активів. Результатом цього є неефективні фінансові рішення.

На ціну залучення бізнесом капіталу (ставку витрат на власний капітал) впливають екзогенні та ендогенні ризики. Група екзогенних ризиків може бути систематизована за трьома рівнями: глобальним, національним та секторальним. До глобальних факторів ризику відносяться: міжнародна конкуренція, економічна циклічність розвитку провідних країн; стан міжнародних фінансових ринків; політика 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.

Ставка витрат на власний капітал (cost of equity) відповідає очікуваній інвесторами ставці доходності на їх інвестиційні вкладення. Вона є інтегрованим виразом сукупності факторів, що втілюють у собі ринкові очікування щодо ризиків вкладень у конкретний актив з урахуванням доходності по ринку в цілому і визначається рівнем процентних ставок на глобальних ринках, процентними ставками на локальному фінансовому ринку, ризиком фінансування конкретного підприємства.

Характерною особливістю країн з ринками, що розвиваються, є значний обсяг тіньової економіки. Можна припустити, що чимала 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 є неповною або ж узагалі відсутня. Їх можна визначити, вдаючись до непрямих методів (моделей). Однак ідеальні з теоретичної точки зору моделі (зокрема CAPM, трифакторна модель Фама – Френча) у їх чистому вигляді на ринках, що розвиваються, не мають практичного застосування, оскільки діють лише за досить рестриктивних припущень. 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 контроверсійні методики розрахунку. У разі розрахунку параметрів моделі для країн з нерозвиненим 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 підприємство, яке функціонує в Україні на ринку, що розвивається, зазнає більших ризиків, ніж аналогічне підприємство, що здійснює свою діяльність на розвинених ринках.

До суттєвих чинників, які ускладнюють розрахунок ставки витрат на власний капітал в Україні з використанням традиційних підходів (CAPM), можна віднести: низьку інформаційну ефективність фондового ринку; відсутність надійних ринкових інструментів, на основі яких можна об'єктивно розраховувати локальну ринкову премію за ризики та локальну безризикову ставку; поширеність прихованих схем плати за власний капітал; високий рівень очікуваної премії за ризик, що може перевищувати фактичну рентабельність власного капіталу; невідповідність розміру доходів, які наводяться в офіційній фінансовій звітності, очікуваному інвесторами.

Для розрахунку ставки витрат на власний капітал для України було застосовано алгоритм, який передбачає поєднання різних типів ризиків: глобальних (глобальної безризикової ставки, глобальної премії за ризик), локальних та специфічних ризиків, характерних для конкретного активу (пов'язаних із рівнем публічності підприємства, мобільністю корпоративних прав (*marketability*) та якістю корпоративного управління (*corporate governance*), розміром підприємства, невизначеністю у плануванні фінансових показників). Для врахування специфічних ризиків у ставці витрат на інвестиційний капітал доцільно застосовувати *надбавки за індивідуальні ризики, величина яких має визначатися експертним шляхом.*

Ризики, пов'язані з рівнем публічності компанії та якістю корпоративного управління. 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 в Україні наражаються на набагато вищі ризики, ніж мажоритарні.* Саме тому при визначенні ставки витрат на інвестиційний 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.

Ризики, пов'язані з розміром підприємства (*small cap premium*). Результати опитувань фінансових аналітиків та консалтингових компаній в Україні свідчать, що для обчислення ставки витрат на власний капітал близько 70% застосовують премію за малий розмір підприємства як окремий параметр алгоритму розрахунку. 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 відносяться до групи великих, а половина – до групи середніх та малих. На умовах анонімності представники бізнесу відповіли на питання щодо очікуваного інвесторами розміру доходів підприємств (норми доходності інвестиційного капіталу), основних джерел отримання додаткової премії за ризик, ставок за дивідендними виплатами та можливих схем виплати доходів власникам. Враховуючи підвищені ризики, очікування щодо надприбутків у власників малого та середнього бізнесу є вищими, ніж у власників великих підприємств: очікувана ставка витрат на власний капітал 40% представників малого та середнього бізнесу перевищує 20% річних (у доларах США) і у середньому є на 2–5% вищою, ніж для великих підприємств (табл. 4).

Таблиця 4

**Джерела додаткової премії за ризик інвестування
у власний капітал підприємств в Україні**

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, відсотків, комісійних, агентських платежів тощо	4	20	2	10

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

Окрім наведених складових, до кумулятивної надбавки за специфічні ризики також можуть включатися надбавки за ризик банкрутства, за ризик залежності підприємства від ключових стейкхолдерів, за секторальний ризик, за фінансові ризики, за ризик помилкових прогнозів тощо. Окремі із зазначених ризиків знаходять свій вираз у бета-факторі (секторальному та фінансовому ризиках). Інші ж ризики, оскільки вони суттєво впливають на планові показники грошового потоку, доцільно об'єднати у надбавку за невизначеність у плануванні.

Надбавка 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%.

Оцінена з допомогою пропонованої модифікації 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. Отже, ставка витрат на власний капітал середнього українського підприємства у 2–2,5 рази перевищує відповідний показник підприємств, що функціонують на розвинених ринках.

Аналіз показників по вибірці підприємств показав, що рентабельність власного капіталу не перевищує показників, характерних для підприємств розвинених країн. Залежно від значень показників рентабельності інвестованого власниками капіталу підприємства вибірки були згруповані у п'ять категорій (табл. 5). 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%, збільшилася за відповідний період із 36 до 47%.

Таблиця 5

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

Діапазон ROE, %	2015		2016		2017	
	Кількість підприємств	Частка, %	Кількість підприємств	Частка, %	Кількість підприємств	Частка, %
Менше 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 30	77	36	75	36	99	47
Усього	211	100	211	100	211	100

Джерело: розраховано авторами на основі репрезентативної вибірки підприємств.

Переважна частка досліджених підприємств (близько 80%) мають 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 низьку рентабельність (10%), яка не відповідає очікуваній інвесторами премії за ризик. Можна припустити, що переважна кількість цих підприємств *удається до тінювих схем виплати доходів власникам.* Щодо іншої великої групи підприємств (з рентабельністю понад 30%) можна припустити, що високі показники рентабельності є наслідком досить малого обсягу офіційного 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 (у разі як від'ємної рентабельності, так і неприродно високої рентабельності) можуть мати місце *приховані схеми виплати високої премії за ризик.*

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 *фактичні показники рентабельності власного капіталу щодо переважної кількості підприємств є значно нижчими, ніж очікувана премія за ризик.*

Дослідження джерел та способів виплати додаткової премії в Україні показало, що високі премії за ризик сплачуються у неявній формі, через тінюві схеми. Основними джерелами отримання надприбутків для власників (інвесторів) є 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; економія у результаті ухилення від сплати податків; інші джерела (зокрема, низька плата за використання ресурсів, занижені витрати на оренду і т.ін.).

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 різниць між ринковою та балансовою вартістю власного капіталу вітчизняних підприємств було проаналізовано фінансові звіти публічних агрохолдингів, акції яких включено до лістингу на світових фондових біржах, а отже, для них може бути достовірно встановлена ринкова вартість акцій.

Найбільш критичним періодом з огляду на падіння ринкової та балансової вартості власного капіталу виявився кризовий 2014 р., після якого відбулося її поступове відновлення до рівня 2013–2014 рр. (табл. 6 та 7).

Таблиця 6

Річні зміни 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
Агродженерейшн	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 авторами на основі даних офіційних сайтів фондових бірж, Yahoo.Finance, Google.Finance.

Зокрема, це характерно для вісьмох із дев'яти досліджуваних холдингів, докризового рівня не досяг лише Укрпродуктгруп. Падіння ринкової капіталізації було зумовлене рядом макроекономічних та політичних шоків, зокрема девальвацією гривні, втратою земельного банку та виробничих потужностей, що перебувають на окупованих територіях, та невизначеністю щодо майбутнього розвитку економіки країни. Проте надалі, завдяки відносній макрофінансовій стабілізації та покращенню кон'юнктури на світових ринках, відбулося поступове відновлення довіри інвесторів, що відобразилося у зростанні ціни акцій підприємств.

Таблиця 7

Річні зміни 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
Агродженерейшн	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 на основі фінансових звітів підприємств.

Різке скорочення обсягу власного капіталу в 2014 р. було зумовлене не лише зростанням непокритих збитків, а і втратами унаслідок знецінення активів та переоцінки зобов'язань через девальвацію гривні на тлі розгортання макроекономічної та банківської кризи.

Показник відношення ринкової до балансової вартості власного капіталу у випадку вітчизняних підприємств має недостатню індикативну здатність з огляду на низьку ліквідність їх акцій та велику частку інсайдерських угод. Підвищеним рівнем індикатора майже протягом усього аналізованого періоду, що свідчить про інвестиційну привабливість, характеризувались Овостар, МХП та Агродженерейш (табл. 8). Найбільш недооціненими з точки зору співвідношення ринкової та балансової вартості виявились підприємства Кернел, Астарта та Мілкіленд, що збігається із тривалою тенденцією до погіршення їх фінансового стану, – а це зумовлює недовіру інвесторів до акцій зазначених підприємств.

Таблиця 8

Відношення ринкової до балансової вартості власного капіталу, *рази*

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 на основі даних офіційних сайтів фондових бірж, Yahoo.Finance, Google. Finance, фінансових звітів підприємств.

ДИСПРОПОРЦІЇ У ФІНАНСУВАННІ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Підприємствами корпоративного сектора здійснюється лєвова частка капітальних інвестицій по економіці України (80,9% – у 2010 р., 79,6% – у 2018 р.)¹³. У галузевому розрізі найбільша частка інвестицій припадає на промисловість та сільське господарство (відповідно 42,9 та 15,7% у 2018 р. (табл. 9).

Упродовж 2010–2017 рр. частка капітальних інвестицій корпоративного сектора у ВВП знизилася з 12,3 до 10,9% (за результатами 2018 р. – підвищилася до 11,8%). 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, істотно наростивши темпи виробництва та експорту. Водночас більш наукоємні галузі, зокрема промисловість, транспорт, будівництво, інформатизація та телекомунікації відчують істотний дефіцит інвестиційних ресурсів. Частка промисловості у структурі капітальних інвестицій корпоративного сектора збільшилася лише на 3,8 в.п., у той час як частки будівництва, транспортної галузі значно зменшилися.

Таблиця 9

Капітальні інвестиції корпоративного сектора в 2010–2018 рр.

Показники	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
Галузевий розподіл, %:								
– 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 за відповідні роки.

¹³ 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.

Отже, на тлі політичної та економічної нестабільності в Україні інвестиції у наукоємні, середньо- та високотехнологічні виробництва зменшуються, відбувається "ефект заміщення" на інвестиції у більш низькотехнологічні, сировинні виробництва.

У структурі джерел фінансування капітальних інвестицій у цілому по економіці України основна частка припадає на самофінансування – власні кошти підприємств і організацій, яка в 2018 р. становила 71,3%. Зважаючи на те, що Держстат України не розкриває інформацію про структуру 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. Обчислені таким методом обсяги самофінансування капітальних інвестицій по корпоративному сектору в 2017 р. становили 228 млрд грн (7,6% ВВП).

Враховуючи те, що *чисте самофінансування* підприємств здійснюється за рахунок чистого прибутку підприємств, а валове – за рахунок прибутку, амортизаційних відрахувань та інших прирівняних до власних джерел¹⁴, 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 лише незначна частина загальних обсягів інвестицій. Якщо оперувати лише агрегованими показниками за видами економічної діяльності, то, наприклад, будівництво, яке 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 роздрібної торгівлі, а також секції інформації та телекомунікації (табл. 10).

Другим за вагомістю джерелом самофінансування інвестицій підприємств є амортизаційні відрахування. На агрегованому рівні обсяги нарахованих амортизаційних відрахувань по корпоративному сектору є достатніми для фінансування лівової частки капітальних інвестицій, які здійснюються за рахунок власних джерел. Зокрема, у 2017 р. обсяг нарахованої амортизації по корпоративному сектору становив 221,1 млрд грн, що еквівалентно 97,1% капітальних інвестицій, здійснених за рахунок власних коштів підприємств у цьому році. Натомість, за даними статистичних спостережень Держстату України (за даними анкетування підприємств, які беруть участь у таких спостереженнях), частка амортизаційних відрахувань у структурі власних джерел фінансування капітальних інвестицій загалом по економіці¹⁵ упродовж 2012–2016 рр. не перевищували 18,4% (у 2016 р. – 14,5%, за три кв. 2017 р. – 14,2%)¹⁶.

У результаті екстраполяції зазначеного показника на загальні обсяги капітальних інвестицій сектора НФК отримуємо обсяг використаних амортизаційних

¹⁴ 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.

¹⁵ За цим показником Держстат України не наводить статистики у розрізі видів економічної діяльності.

¹⁶ Капітальні інвестиції в Україні (за відповідний період): стат. бюлетень / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

відрахувань на інвестиційні цілі в 2017 р. у розмірі 32,3 млрд грн¹⁷. Тобто лише незначна частина (менше 15%) нарахованої амортизації спрямовується на капіталовкладення.

Таблиця 10

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

Примітка: * січень–вересень.

Джерело: складень за даними: Чистий прибуток (збиток) підприємств за видами економічної діяльності (за відповідні роки) / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

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. 10).



Рис. 10. Чистий прибуток та амортизація у фінансуванні капітальних інвестицій корпоративного сектора економіки України

¹⁷ При розрахунку обсягу частини амортизаційних відрахувань у структурі власних джерел фінансування капітальних вкладень було взято її показник за три кв. 2017 р. – 14,2% [Капітальні інвестиції в Україні (за січень-вересень 2017 р.): стат. бюлетень / Держстат України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>].

Джерело: розраховано і побудовано за даними Держстату України.

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. 11).

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 півторазове 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 по корпоративному сектору. Це дає підстави для висновку, що підприємства зазначених галузей, маючи на балансі значні обсяги основних засобів, їх модернізації не здійснюють.

Таблиця 11

**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

Примітка: *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 раза¹⁸. 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 заборгованості¹⁹ суттєво подовжився – як по економіці загалом, так і по основних видах економічної діяльності (табл. 12).

Таблиця 12

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.: стат. зб.; Обороти активів 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 оптимальним періодом погашення дебіторської заборгованості для ефективної роботи підприємства вважається термін до 30 днів (для сільськогосподарських підприємств – 75 днів)²⁰. Нинішній же стан розрахунків між контрагентами можливо порівняти з 1990-ми роками, коли економіка країни потерпала від кризи неплатежів²¹.

¹⁸ Статистика не наводить обсяги простроченої дебіторської заборгованості по економіці України, але, зважаючи на економічний стан переважної кількості підприємств, можна припустити, що вони є досить значними.

¹⁹ Показник розраховується за формулою: $(360 * \text{Середньорічна сума дебіторської заборгованості}) / \text{Виручка від реалізації товарів та послуг}$.

²⁰ Васина Н.В. Моделирование финансового состояния сельскохозяйственных организаций при оценке их кредитоспособности: моногр. Омск: Изд-во НОУ ВПО ОмГАУ, 2012. С. 49.

²¹ 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.

Подальше уповільнення періоду погашення дебіторської заборгованості може дати поштовх до розгортання у країні чергової кризи неплатежів. На жаль, статистика не дає можливості дослідити дані щодо простроченої та безнадійної дебіторської заборгованості, які, з огляду на істотні збитки підприємств корпоративного сектора, отримання яких вони зазнали у кризовий період, за нашим припущенням, 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 можливості підприємства розрахуватися з кредиторами (постачальниками) за рахунок дебіторів²². 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. 13).

Аномально високі значення коефіцієнта 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 викличе каскадну хвилю їх банкрутств.

Таблиця 13

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

²² 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.

(амортизації та чистого прибутку) та змушує до пошуку альтернативних джерел фінансування. Саме тому натеper основним *джерелом фінансування капітальних інвестицій підприємств є комерційний кредит*. 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 економічних дисбалансів у країні суттєво ускладнився доступ до капіталів на фінансових ринках, прибуток підприємств значно скоротився, а корпоративний сектор генерував збитки. Підприємства, які відчують брак власних джерел фінансування та неспроможні залучити зовнішні, вдаються до практик прихованого фінансування, які не виключають і «відмивання» брудних коштів.

Отже, домінування власних коштів у структурі капітальних інвестицій є сталою тенденцією у корпоративному секторі України, що спричинена слабкою розвиненістю ринкових механізмів залучення інвестицій та непомірно обтяжливою для бізнесу вартістю кредитних ресурсів.

ПОДАТКОВА КОНКУРЕНЦІЯ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ФІНАНСИ ПІДПРИЄМСТВ

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, а, отже, виступають визначальним елементом вибору бізнесом стратегій фінансування. У цьому контексті податкову конкуренцію слід класифікувати як один зі специфічних видів економічної конкуренції, а основним засобом її реалізації стає податкова політика. У сучасній податковій науці існує три основні підходи до податкової конкуренції:

- 1) поведінковий, який реалізується в боротьбі економічних агентів за виняткові економічні блага, в нашому випадку – за зменшене податкове навантаження (А. Сміт²³, П. Хейне²⁴, М. Портер²⁵);
- 2) структурний (Ф. Еджуорт²⁶, А. Курно²⁷, Дж. Робінсон²⁸, Е. Чемберлін²⁹), при якому акцент зміщується із самої боротьби підприємств одне з одним на аналіз структури ринку, тих умов (у нашому випадку – податкових), які панують на ньому;
- 3) функціональний (Й. Шумпетер³⁰, Фрідріх фон Гаск³¹ та ін.) – описує роль, яку відіграє конкуренція в економіці як засіб стимулювання економічного розвитку, інноваційного оновлення й т.ін.

Основними відмінностями податкової конкуренції від конкуренції економічної є такі:

- 1) суб'єктами податкової конкуренції виступають не економічні агенти, а держава (міжнародна податкова конкуренція), або її адміністративно-територіальні одиниці (внутрішньодержавна податкова конкуренція). В цьому аспекті податкову конкуренцію слід розглядати на міждержавному (або міжрегіональному) рівні як одну з форм економічної конкуренції;

²³ Сміт А. Исследования о природе и причинах богатства народов. Москва: ЭКСМО, 2003. 960 с.

²⁴ Хейне П. Экономический образ мышления / пер. с англ. Изд. 2-е, стереотипн. Москва: Изд-во «Дело» при участии изд-ва «Catallaxy», 1992. С. 298.

²⁵ 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 / пер. с англ. под ред. Я.В. Зблоского. Москва: ИД «Вильямс», 2000. 495 с.; Портер М. Е. Международная конкуренция / под ред. В.Д. Щепинина. Москва: Междунар. отношения, 1993. 896 с.

²⁶ Edgeworth F. Papers Relating to Political Economy. London, 1925. Vol. 1. P. 111–142.

²⁷ Cournot A. Recherches sur les principes mathematique de la thejrie des richesses. Paris, 1938. 356 p.

²⁸ Робинсон Д. Экономическая теория несовершенной конкуренции / пер. с англ. И.М. Осадчей. Москва: Прогресс, 1986. 472 с.

²⁹ Чемберлин Э. Теория монополистической конкуренции / пер. с англ. под ред. Ю.Я. Ольсевича. Москва: Экономика, 1996. 351 с.

³⁰ 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.

³¹ Хайек Ф.А. Дорога к рабству / пер. с англ. М.Б. Гнедовского. Москва: Экономика, 1992. 176 с.

2) об'єктами податкової конкуренції можуть бути 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. Портера³², стосовно податкової конкуренції слід виділяти два види стратегій: стратегію низького податкового навантаження та стратегію диференціації, яка базується в цьому випадку на конкурентних перевагах податкової системи, що не пов'язані з податковим навантаженням (таких, як легкість адміністрування, наявність пільг, що забезпечують привабливість перенесення мобільних ресурсів певного виду на відповідну територію, використання спеціальних економічних зон та спеціальних податкових режимів тощо).

Специфіка податкової конкуренції обумовлює особливий характер податкових переваг, під якими розуміють спеціальні податкові умови, що забезпечують зацікавленість бізнесу в перенесенні мобільних факторів виробництва на територію відповідної юрисдикції, що спричиняє й переміщення мобільних податкових баз.

Залежно від економічної сутності конкурентні переваги в податковій конкуренції можуть бути поділені 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, в якій доходи бюджету формуються переважно за рахунок податків з фізичних осіб, за однакових рівнів податкового навантаження та адміністрування податків є більш привабливою порівняно з економікою, в якій 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 поживавленню ділової активності;

4) конкурентні переваги, що спрямовані на залучення окремих видів мобільних ресурсів (наприклад, інвестицій або праці) шляхом застосування специфічних видів податкових пільг (застосування податкового кредиту або податкової знижки на інвестиції інноваційної спрямованості тощо).

З позицій держави більш прийнятним є базування конкурентної стратегії на перевагах другої, третьої та четвертої груп, використання яких не пов'язане з бюджетними втратами, але створює більш комфортний податковий клімат.

³² Портер М.Е. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов / пер. с англ. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2006. 454 с.

Для оцінки конкурентних переваг першої групи використовується система індикаторів, найбільш поширеними з яких є: податковий коефіцієнт (частка податків у ВВП)³³; гранична ставка індивідуального прибуткового податку, податків на соціальне страхування, податку на прибуток, ПДВ, загальна ставка податків та зборів за методологією рейтингу «Doing Business».

До індикаторів другої групи конкурентних переваг можуть бути віднесені такі показники, як питома вага податків, що справляються 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 пожевланню ділової активності та залученню мобільних ресурсів відповідного виду).

Конкурентні переваги третьої групи можуть бути оцінені за допомогою податкових індикаторів рейтингу «Doing Business»: витрати часу на виконання податкового обов'язку, кількість податкових платежів, Індекс 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 у розвиток інноваційних процесів та створення робочих місць (втрати податкових надходжень унаслідок застосування пільг, кількість пільг тощо).

Динаміка індикаторів рейтингу «Paying Taxes» (табл. 14), свідчить про наявність позитивної тенденції щодо зміцнення конкурентної позиції України в податковій конкуренції. Слід відзначити позитивну тенденцію таких інтегральних показників, як місце України в рейтингу (з 164-го у 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.).

Таблиця 14

**Динаміка основних індикаторів конкурентної 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 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. Ще однією перевагою

³³. Погорлецкий А. И. Международная налоговая конкуренция на современном этапе развития мировой экономики. Проблемы экономики. 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

України в податковій конкуренції є високий рівень індексу процедур після подання звітності та сплати податків (Postfiling index). За максимального рівня індексу 100, для України, за даними рейтингу РТ-2019, він дорівнює 85,95 і перевищує середні показники по світу та по досліджуваних регіонах.

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 як по світу в цілому, так і по окремих групах країн. Саме вади податкового адміністрування, особливо щодо непрямих податків, забезпечують найбільший негативний вплив на конкурентну позицію України в міжнародній 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.

Таким чином, податкова конкуренція в певних межах може розглядатися як фактор розвитку підприємницької діяльності та нагромадження бізнесом капіталу, але можливості його ефективного використання обмежені, перш за все 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. 11). Тому проблема нагромадження власного капіталу підприємствами корпоративного сектора економіки України, попри важливість впливу податкових факторів, не може бути вирішена виключно за рахунок інструментарію податкової конкуренції. Наслідком низького рівня податкової конкурентоспроможності країни, з позицій економічних агентів, є відсутність умов для залучення та нагромадження вітчизняним бізнесом капіталу, що призводить до вимивання мобільних факторів виробництва, у т.ч. й відпливу капіталу.

Окремі уваги заслуговує недобросовісна податкова конкуренція, що передбачає використання офшорів для уникнення податків та мінімізації податкового навантаження на бізнес.

Сучасна ідеологія протидії розмиванню податкових баз та виведенню прибутків з-під оподаткування за допомогою використання офшорів та низькоподаткових юрисдикцій міститься в Плані дій для урегулювання питання BEPS³⁴, ухваленому ОЕСР та країнами «Великої двадцятки». В Україні Міністерством фінансів розроблено Рекомендації з реалізації Плану дій з BEPS (мінімальні стандарти)³⁵, якими 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.

Єдиний антиофшорний інструмент податкового регулювання міститься в п. 140.5 ст. 140 Податкового кодексу України (ПКУ)³⁶. Його сутність полягає в наявності

³⁴ Base Erosion and Profit Shifting (BEPS) Action Plan. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/tax-policy-administration/beps.html>

³⁵ 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

³⁶ Податковий кодекс України від 02.12.2010 р. № 2755-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>

нормативу зменшення витрат на придбання товарів та послуг у нерезидентів, розташованих або зареєстрованих в офшорних зонах. Такі витрати враховуються при обчисленні оподатковуваного прибутку у зменшеному на 30% розмірі (пп. 140.5.4 ПКУ).

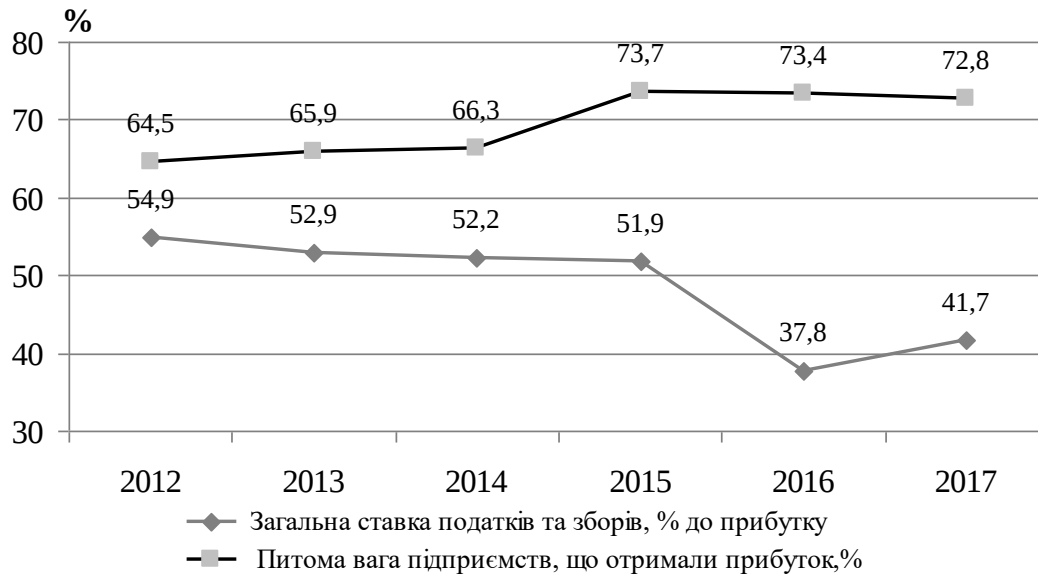


Рис. 11. Співвідношення частки прибуткових підприємств і загальної ставки податків та зборів в Україні, 2012–2017 рр.

Джерело: Paying Taxes 2019. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2019.pdf>; офіц. сайт Держстату України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Причому кількісно цей норматив залишається на незмінному рівні, проте порядок зменшення витрат підприємства зазнав суттєвих змін у зв'язку із уведенням у податкове законодавство податкових різниць, трансфертного ціноутворення (ст. 34 ПКУ) та встановленням спеціального порядку його застосування при обчисленні податкових баз.

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 щодо контрольованих операцій імпорту товарів, робіт, послуг з відповідних держав та територій*. Для операцій експорту застосовується принципово інший підхід – звичайний механізм донорахування доходу за цінами, визначеними за принципом «витагнутої 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 ліберальніший 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.

Для запобігання цим негативним явищам уявляється доцільним передбачити більш жорсткий механізм протидії вивезенню товарів, робіт, послуг у країни та території, 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. Реалізація запропонованого варіанту антиофшорного податкового регулювання сприятиме скороченню обсягів виведення капіталу та створенню умов для нагромадження капіталу підприємствами реального сектора економіки України.

ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ МОДЕЛЕЙ ФІНАНСУВАННЯ ВЕЛИКОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ

Україна отримала в спадщину від СРСР економіку з надзвичайно високим рівнем концентрації та централізації капіталу, особливо в промисловому виробництві. В УРСР рівень концентрації промислового виробництва (по середній кількості зайнятих) був вищим, ніж у цілому по СРСР у 1,2 раза. Великі та надвеликі підприємства відігравали абсолютно домінуючу роль у промисловості.

На підприємствах із кількістю працюючих понад 1000, питома вага яких сягала 20,3% загальної кількості підприємств, вироблялося 77,8% товарної продукції, було сконцентровано 77,8% усього промислово-виробничого персоналу, зосереджено 83,6% середньорічної вартості промислово-виробничих фондів.

Надвеликі підприємства (кількість працюючих понад 10000) – хоча їхня частка і становила лише 1,3% загальної кількості підприємств, – виробляли 22% товарної продукції, там було зайнято 25,9% чисельності персоналу, а вартість промислово-виробничих фондів становила 33,9%.

Попри згортання окремих виробництв та закономірне припинення діяльності частини промислових підприємств, які з об'єктивних чи суб'єктивних причин не змогли пристосуватися до роботи в умовах ринку впродовж 1990-х років, у промисловому секторі України зберігався достатньо високий рівень концентрації виробництва. Саме це стало передумовою для формування великого приватного капіталу у процесі корпоратизації та приватизації.

В останні роки спостерігається зменшення кількості великих підприємств унаслідок як об'єктивних чинників (деіндустріалізації), так через зміни критеріїв, за якими статистичні органи відносять підприємства до групи великих. Зокрема, за роки проведення відповідних статистичних спостережень у 2010–2012 рр. кількість великих підприємств зросла з 586 до 698, але вже з 2013 р. їх кількість почала зменшуватися, значно прискорившись у 2014–2016 рр.: у 2013 р. – 659, у 2014 р. – 497, а у 2016 р. – лише 383 підприємства. Частка кредитів, наданих великим підприємствам, у жовтні 2017 р. становила 38%, що приблизно відповідає їх питомій вазі у створенні ВВП, яка в період кризи 2014–2018 рр. скоротилася з приблизно 50 до 40%.

О.Охрименко зазначає про прямий зв'язок між питомою вагою великого капіталу та загальним рівнем економічного розвитку країн, зокрема щодо тих, які входять до ЄС. Він посилається на офіційну статистику ЄС, згідно з якою в цілому 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 – на Мальті, Кіпрі, у Болгарії, країнах Балтії³⁷.

Утім, не можна погодитися з тезою О. Охрименка про те, що розвиток великого бізнесу є більш пріоритетним завданням, ніж малого та середнього, і що саме він

³⁷ Охрименко А. Может ли малый и средний бизнес обеспечить рост экономики. URL: <https://www.google.com.ua/search?q=A.Охрименко.+Может+ли+малый+и+средний+бизнес+обеспечить+рост+экономики%3F&oq>

потребує державної підтримки. Малий же і середній бізнес може розвиватися без такої підтримки. Це не відповідає досвіду провідних економік країн світу, зокрема США та країн ЄС. Протиставлення розвитку великого капіталу розвитку МСБ позбавлене сенсу, особливо зараз, коли є численні приклади виникнення великих та надвеликих корпорацій на основі трансформації малих та середніх підприємств: корпорація Майкрософт (найбільший у світі виробник програмного забезпечення зі 124 тис. працівників) була заснована у 1975 р. і на момент заснування в ній працювало лише три особи; Apple Inc. (виробник електроніки, програмного забезпечення та онлайн-сервісів, капіталізація якого перевищила 1 трлн дол. США) була заснована у 1976 р. С. Джобсом, С. Возняком та В. Калиничем з метою розробки та продажу персональних комп'ютерів. Аналогічні приклади створення ФПГ на основі малих та середніх підприємств є також у Японії, Південній Кореї тощо.

Проте не викликає сумніву, що в Україні стрімке скорочення питомої ваги великого капіталу у ВВП є одним з проявів деіндустріалізації. 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 (далі – 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. ВПП до зведеного бюджету було сплачено 355,1 млрд грн.

Високий рівень концентрації та централізації капіталу створив умови для формування в Україні ФПГ. Офіс ВПП ДФС наводить окремі дані по податкових надходженнях від ФПГ, які становили близько 30% загальних надходжень від ВПП (табл. 15).

Таблиця 15

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
Разом	80,5	106,0	30,1

Джерело: сайт ДФС України.

Оскільки чіткого визначення ФПГ в українському законодавстві немає, як офіційно визначений можна розглядати саме перелік ФПГ, розроблений ДФС, а обсяги сплати податків можуть розглядатися як ключова ознака ролі окремих ФПГ в українській економіці. Викликає запитання те, на основі яких критеріїв ДФС включило до переліку ФПГ мережу продуктивних магазинів АТБ-Маркет та Укрзалізницю, що не займаються промисловою діяльністю. Це свідчить про актуалізацію проблеми 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. 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, інформація про їх діяльність є недостатньою.

Для великого бізнесу характерна рентоорієнтована поведінка, що означає орієнтацію ФПГ, насамперед на максимізацію прибутків і доходів не за рахунок розвитку виробництва, його постійної модернізації та реструктуризації, створення умов для розвитку прозорої чесної конкуренції, а за рахунок отримання та збереження монопольних прибутків внаслідок «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, та інших преференцій.

Саме фактор впливу на владу з метою прямої або опосередкованої участі в її діяльності, в т.ч. 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 чи навіть створення свого роду «корпоративних партій» та різного роду корпоративних суспільних об'єднань. Досвід багатьох розвинених країн свідчить про приклади ефективного вирішення цих проблем, зокрема, з використанням механізмів офіційного цивілізованого лобізму інтересів ФПГ.

Якщо спочатку процес формування ФПГ здійснювався за формулою: «влада – власність», то наразі він здійснюється 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.

Було би великою помилкою на основі тієї специфічної ситуації, що нині склалась в Україні, не визнавати потенційно велику роль великого приватного капіталу і, зокрема ФПГ, у розвитку 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.

Найбільші об'єднання, що мали би стати активними провідниками у суспільстві ідей захисту прав приватної власності, – Український союз промисловців та підприємців (УСПП) та Федерація роботодавців України (ФРУ) – достатньо слабо впливають як на формування ставлення суспільства до потреб розвитку бізнесу, зокрема великого, так і на 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. Також незначний вплив на покращення бізнесу в Україні має Європейська бізнес-асоціація. Створена у 1979 р. за підтримки Європейської Комісії, вона об'єднує близько тисячі великих українських та зарубіжних компаній.

Вплив концентрації капіталу на фінанси корпоративного сектора визначається рівнем контролю ФПГ за фінансовими потоками, банківським сектором та розподілом бюджетних коштів. Водночас моделі фінансування бізнесу, які склались у межах різних ФПГ, мають суттєві відмінності, що визначаються особливостями видів економічної діяльності групи, історичними та політичними чинниками. Останні, як вже зазначалось, відіграють значну роль у забезпеченні надприбутків ФПГ за рахунок створення особливо сприятливих умов ведення бізнесу. Значна

частина підконтрольних ФПГ підприємств працює з від'ємним капіталом. Упродовж 2007–2017 рр. ця частка зросла з 8,3 до 30,0% і є суттєво вищою, ніж у групі підприємств, непідконтрольних ФПГ, у якій частка підприємств-банкрутів зросла упродовж зазначеного періоду з 5,6 до 21,8%. Отже, третина підконтрольних ФПГ підприємств функціонують взагалі без власного капіталу і фінансово є повністю залежними від материнських компаній. Очевидно, що така модель фінансування бізнесу не передбачає отримання «дочками» банківських кредитів. Водночас такі, обтяжені квазіборгами, підприємства добре вписуються у квазіризикову модель фінансування бізнесу (коли штучно створюється інвестиційна непривабливість підприємства).

Інтенсивність банківського кредитування підконтрольних ФПГ підприємств є дещо нижчою, ніж інших підприємств вибірки. На тлі загальної тенденції до зменшення ролі банківського кредитування у фінансуванні бізнесу (рис. 12) зменшується і частка підконтрольних ФПГ підприємств, які не мали заборгованості перед банками по кредитах. Упродовж 2007–2017 рр. частка підконтрольних ФПГ підприємств, які не користувались банківськими кредитами, зросла з 20 до 50%. Отже, чітко простежується згортання фінансових відносин ФПГ з банками на рівні підконтрольних підприємств.

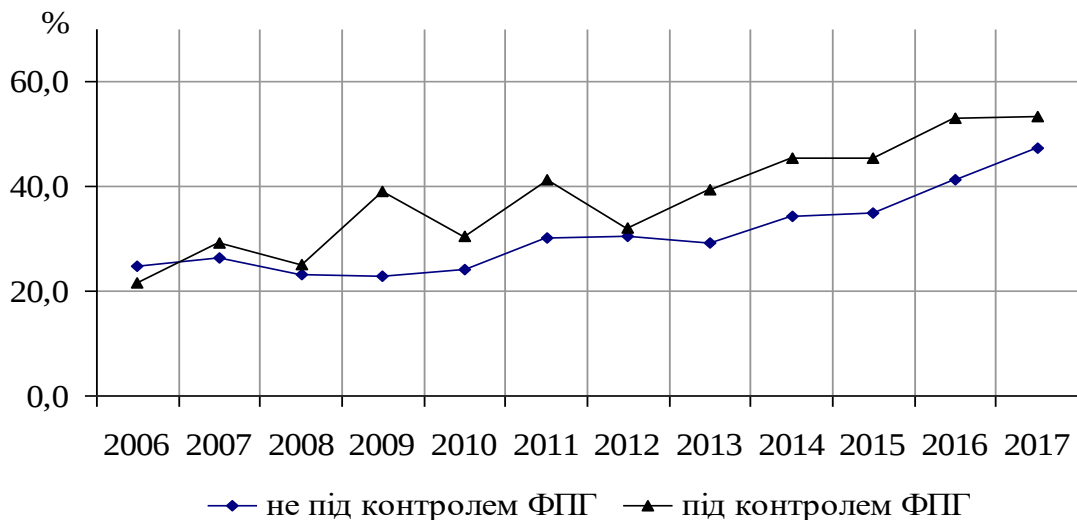


Рис. 12. Частка підприємств, які не мали заборгованості по банківських кредитах, на кінець року

Джерело: обчислено за даними вибірки.

Цю тенденцію пояснюють два чинники – по-перше, це підприємства з квазіризиковими моделями фінансування (частка яких на кінець 2017 р. становила 30%), по-друге, це консервативні моделі фінансування, що застосовуються для збереження контролю за активами ФПГ (така модель охоплює близько 70% підприємств). Упродовж 2007–2017 рр. частка боргу у фінансуванні підприємств, на яких застосовується консервативна модель, знизилась з 55 до 30% і є значно нижчою, ніж у підприємств, непідконтрольних ФПГ. Натомість частка боргу у фінансуванні незалежного від ФПГ великого і середнього бізнесу зросла з 50 до 70% (рис. 13).

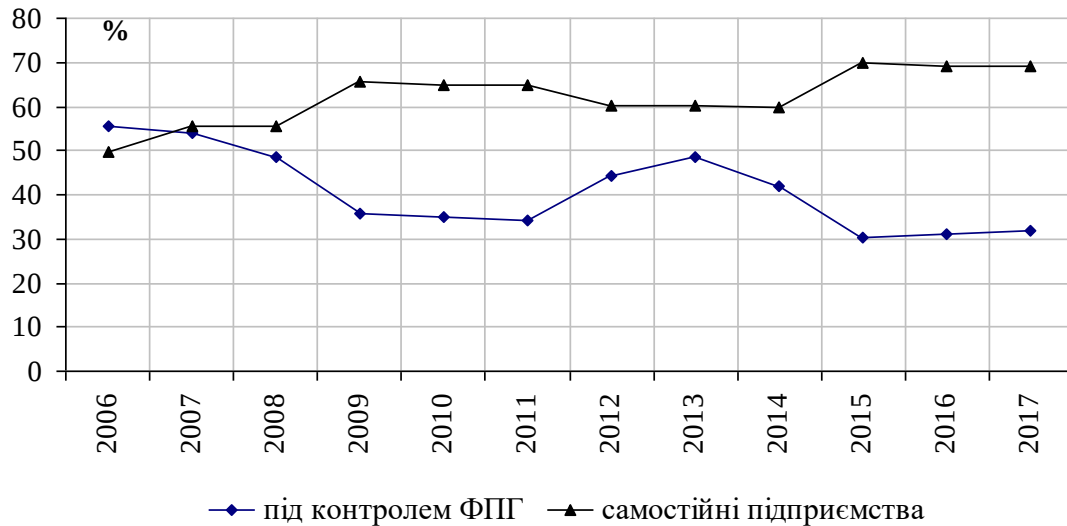


Рис. 13. Частка боргу у фінансуванні великого і середнього бізнесу

Джерело: обчислено за даними вибірки, медіанні значення показника по кожній групі.

Це пояснюється, по-перше, тим, що материнські компанії застосовують стратегії таргетування боргової залежності «дочок», що дає змогу обмежити можливості рейдерського захоплення ключових виробничих активів. По-друге, упродовж останнього десятиліття ФПГ значно зміцнили свої фінансові позиції і мають достатні офшорно-тіньові резерви, що знижує їх потребу в борговому фінансуванні, у т.ч. банківських кредитах. Отже, концентрація капіталу чинить різновекторний вплив на тенденції у фінансах корпоративного сектора. Частина підконтрольних ФПГ підприємств застосовують консервативні моделі фінансування, що дає змогу уникати надмірних ризиків. Інша частина застосовує квазіризикові моделі фінансування (від'ємний капітал), що перетворює такі підприємства на непривабливі для інвесторів. Загалом вплив концентрації капіталу на фінанси сектора НФК України є неоднозначним. З одного боку, значна частина підконтрольних ФПГ підприємств є осередками концентрації фінансових ризиків, з іншого – це достатньо велика група фінансово стійких підприємств. І перші, і другі є повністю фінансово залежними від материнських компаній і вмонтованими у схеми тіньового фінансування бізнесу.

СИСТЕМНІ ВАДИ ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН ПІДПРИЄМСТВ З БАНКАМИ

Світовий досвід свідчить, що банківська система може забезпечити розвиток економіки шляхом спрямування банківським сектором фінансових ресурсів на високотехнологічні виробництва, великі інфраструктурні проекти, стимулювання експорту та імпортозаміщення, малого та середнього бізнесу – за умови, коли стратегія її розвитку буде невід’ємною складовою державної стратегії економічного розвитку країни та макроекономічної політики. Вітчизняна банківська система не виконує ролі прискорювача розвитку національної економіки, оскільки розвиток самої банківської системи України відбувався і триває в умовах превалювання інтересів банківського сектора над інтересами підприємств корпоративного сектора.

Якщо орієнтація банківського сектора на спекулятивні операції на початковому етапі його становлення була цілком закономірною і зрозумілою (з огляду, передусім, на неплатоспроможність переважної кількості промислових підприємств), то надалі «відрив» банківського сектора від реального пов’язаний винятково із прорахунками державної економічної політики.

Прийнята у 1994 р. за рекомендаціями МВФ стратегія фінансової стабілізації та боротьби з інфляцією містила виключно монетарні методи та базувалася на стандартних підходах щодо ринкових трансформацій, які не враховували специфіку економіки України. Запроваджений у 1995 р. урядом та підтриманий НБУ механізм фінансування державного бюджету через випуск державних цінних паперів стимулював комерційні банки спрямовувати ресурси не у сферу виробництва, а у безризикові та високодохідні ОВДП. Допуск у 1996 р. нерезидентів до внутрішнього валютного ринку України (через операції ОВДП) призвів до експансії іноземного капіталу в банківський сектор України³⁸ та до спекулятивного припливу іноземної валюти на фінансовий ринок України, що обумовило тимчасову стабільність курсу гривні впродовж 1996 – першого півріччя 1998 р. В умовах створеної урядом фінансової піраміди у вигляді ОВДП спекулятивні дії нерезидентів та резидентів – комерційних банків у другому півріччі 1998 р. спровокували в Україні валютну кризу. Упродовж 2000–2004 рр. грошово-кредитна політика була спрямована на поступову і помірну ремонетизацію економіки та зниження вартості грошей на кредитному ринку, що сприяло активізації кредитування бізнесу: співвідношення кредитів, наданих банками НФК до ВВП, зросло із 8,3% у 1999 р. до 20,7% у 2004 р.; співвідношення короткострокових кредитів до оборотних активів по підприємствах промисловості зросло з 4,1% у 2000 р. до 8,4% у 2004 р.

Проте на тлі цих позитивних зрушень розпочалось формування тенденції перевищення темпів приросту кредитів домашнім господарствам над темпами приросту кредитів НФК. 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. В 2003 р. НБУ дозволив банкам надавати кредити фізичним особам в іноземній валюті, що дало призвело до катастрофічних наслідків для фінансової системи України.

³⁸ Кількість банків з іноземним капіталом зросла з 12 наприкінці 1995 р. до 28 наприкінці 1998 р., а частка їхнього статутного капіталу у статутному капіталі банків України – з 1,1 до 20,8%.

Динаміка та природа іноземних інвестицій та кредитів, що надійшли в Україну в 2004–2008 рр., свідчить, що експансія³⁹ іноземного капіталу в банківський сектор була пов'язана передусім із можливістю отримання швидких надприбутків; серед портфельних інвестицій переважали вкладення у боргові цінні папери та ОВДП; зовнішні кредити також не відіграли будь-якої помітної ролі у розвитку виробництва в Україні, адже переважна частка отриманих банками іноземних кредитів була використана для кредитування населення та сфери торгівлі.

В умовах значних надходжень іноземної валюти у формі іноземних позик та інвестицій НБУ не лише не визнав *лібералізацію порядку одержання кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів, що була здійснена*⁴⁰ у травні 1997 р., *передчасною*, а й не запровадив механізмів та інструментів, які б забезпечували спрямування зовнішніх запозичень банків і встановлювали вимоги до кредитної політики новостворюваних банків з іноземним капіталом щодо пріоритетного спрямування коштів на кредитування виробничої сфери.

Зовнішні запозичення банківського сектора⁴¹ та інвестиції у цей сектор стали визначальним фактором надзвичайно високих темпів зростання кредитного портфеля та активів банківського сектора України у період 2005–2008 рр. в іноземній та національній валютах і зниження процентних ставок, зростання рівня забезпеченості оборотних активів короткостроковими кредитами. Проте саме у цей період банківський сектор України стрімко переорієнтувався на кредитування домогосподарств, питома вага кредитів яким у загальному обсязі кредитних вкладень збільшилася з 18,2% за 2004 р. до 38,2% за 2008 р., а в НФК – зменшилася з 80,8 до 60,5% відповідно. Виникли суттєві диспропорції у темпах та обсягах кредитування НФК за видами економічної діяльності, що призвело до зміни структури банківських кредитів сектору НФК (рис. 14):

- найбільша інтенсивність кредитування впродовж 2005–2008 рр. суб'єктів господарювання, що здійснювали операції з нерухомим майном, призвела до *зростання питомої ваги* кредитів за цим видом діяльності у загальному обсязі кредитів НФК з 4,9% за 2004 р. до 15,6% на кінець 2008 р.;

- незважаючи на перевищення темпів зростання кредитів у переробну та добувну промисловість 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 частка промисловості у загальному обсягу кредитів НФК знизилася з 33,7% за 2004 р. до 27,6% на кінець 2008 р.;

- значні диспропорції в обсягах кредитування за видами промислової діяльності – на підприємства двох видів промислової діяльності («*виробництво харчових продуктів, напоїв*» та «*металургійне виробництво*») припадала понад третина всіх кредитів, наданих підприємствам промисловості.

У структурі кредитів, наданих підприємствам промисловості, у 2005–2008 рр. спостерігається найвища серед всіх видів економічної діяльності питома вага кредитів у іноземній валюті, а перевищення темпів зростання кредитів в іноземній валюті над

³⁹ 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 відповідно з 19 до 53.

⁴⁰ Постанова Правління НБУ №144 від 07.05.1997 р.

⁴¹ 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.

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*. У той час, як заборгованість за кредитами в національній валюті, наданими банками України резидентам, упродовж 2005–2008 рр. зросла майже у 6 разів, заборгованість за кредитами в іноземній валюті у доларовому еквіваленті зросла у 8 разів, у тому числі домогосподарствам – у 16 разів (із 1,6 млрд дол. США до 26,2 млрд дол. США, або майже на 25 млрд дол. США).

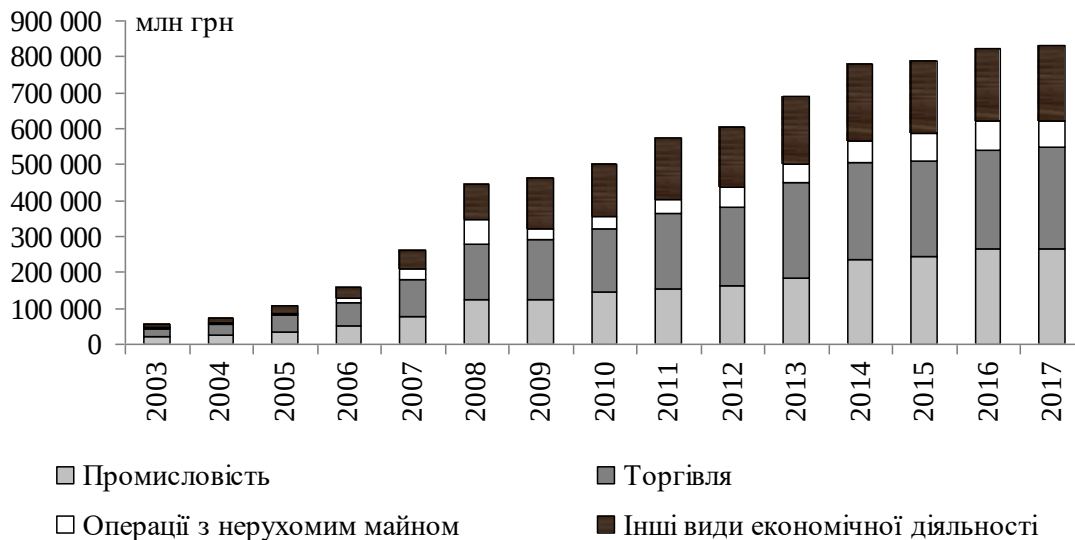


Рис. 14. Структура заборгованості за кредитами, наданими банками України НФК у 2003–2017 рр., млн грн

Джерело: розраховано автором за даними НБУ за відповідні роки.

Порівняння процентних ставок за кредитами дає відповідь як на запитання щодо пріоритетності попиту на кредити в іноземній валюті з боку домогосподарств та інших секторів економіки (в умовах стабільності курсу гривні до долара США упродовж 2005–2007 рр.), так і на запитання щодо пріоритетності пропозиції кредитів фізичним особам банками України. Так, у 2005–2008 рр. середньозважені процентні ставки (у річному обчисленні) за кредитами в іноземній валюті, наданими банками резидентам, були на 3,1–6,2 в.п. нижчими, ніж у національній валюті, а процентні ставки за кредитами фізичним особам у національній валюті – на 3,9–5,8 в.п. вищими, ніж юридичним особам, а в іноземній валюті – на 2–3,7 в.п.

Кредити для збиткових підприємств взагалі були недоступними, а попит на кредити з боку платоспроможних підприємств виробничої сфери стримували діючі відсоткові ставки. Саме зазначеними факторами пояснюються значні диспропорції у показниках рівня кредитування суб'єктів господарювання НФК за видами економічної діяльності та за видами промислової діяльності.

Незадовільний рівень банківського кредитування підприємств виробничої сфери та можливість залучати значно дешевші кошти, ніж у банках України, призвела до того, що починаючи з 2005 р. заборгованість НФК за кредитами перед нерезидентами стала перевищувати заборгованість за кредитами в іноземній валюті перед банками України (рис. 15) – на початок 2009 р. це перевищення становило 5,7 млрд дол. США, а заборгованість НФК за кредитами в іноземній валюті перед нерезидентами становила понад 35,5 млрд дол. США.

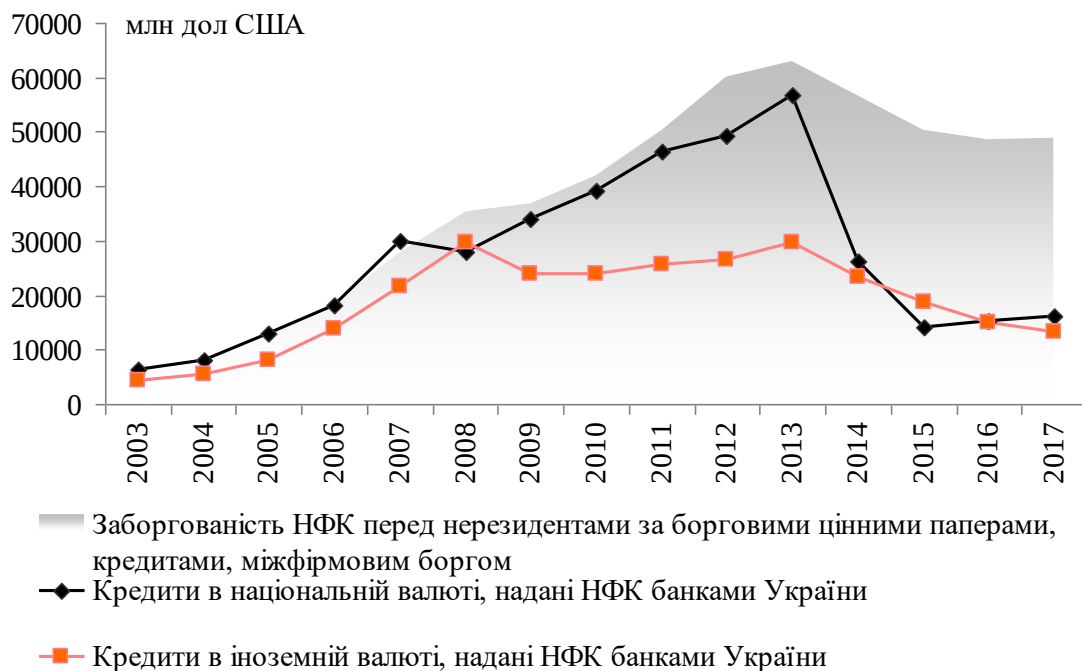


Рис. 15. Обсяги кредитування НФК банками України та нерезидентами у доларовому еквіваленті, млн дол. США

Джерело: розраховано автором за даними НБУ за відповідні роки.

Цілком логічно і зрозуміло, що суб'єкти господарювання в умовах стабільного валютного курсу надавали перевагу позикам в іноземній валюті – як у банках України, так і в нерезидентів. Проте *позитивну роль «захопленість» валютними позиками відіграла лише в короткостроковому періоді, а в довгостроковому стала визначальним фактором погіршення фінансового стану переважної кількості підприємств.*

Лібералізація допуску іноземного капіталу в банківську систему та на внутрішній ринок України призвела до критичності зовнішньої залежності банківської системи, основним фактором якої стала короткостроковість зовнішнього боргу, обтяжливість якого збіглася у часі зі складною ситуацією на зовнішніх ринках капіталу і вкрай несприятливою ситуацією в Україні та призвела до значних обсягів відпливу короткострокового капіталу з банківського сектора, що спричинило стрімке падіння курсу гривні у IV кв. 2008 р. та кризи на валютному ринку, що переросла в кризу на всьому фінансовому ринку України.

Фінансова криза 2008–2009 рр. призвела до втрат у всіх секторах економіки, передусім через глибоку девальвацію національної валюти, та негативно вплинула на стан та перспективи банківського кредитування економіки, а подальші рішення та дії Кабінету Міністрів і НБУ у сфері боргової та валютно-курсової політики призвели до того, що стан державного і гарантованого державою боргу України перетворився в один із визначальних факторів макроекономічної нестабільності, оскільки прорахунки у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці НБУ та ризикова діяльність банків докризового періоду (2008 р.) були перекладені на всіх платників податків шляхом збільшення державного і гарантованого державою боргу України.

У *посткризовий період* (2010–2013 рр.), попри сталу позитивну тенденцію щодо зміни структури банківського кредитування на користь НФК, його структура не змінилася на користь промисловості. На тлі незадовільного фінансового стану значної частини підприємств пропозицію банками кредитів 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 спонукали банки до розміщення коштів у сегменті державних цінних паперів. Показово, що обсяги такого фінансування на кінець 2013 р. зросли порівняно 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).

Інтенсивність державних та приватних запозичень на зовнішніх ринках та зростання їх вартості у 2009–2013 рр. на тлі падіння міжнародних резервів, необхідності сплатити у 2014 р. зовнішнім кредиторам значних обсягів заборгованості та від'ємного сальдо поточного рахунку, призвели до погіршення платоспроможності країни. Так, на кінець 2013 р. від'ємне сальдо поточного рахунку та валовий короткостроковий зовнішній борг сумарно майже в 4 рази перевищували рівень міжнародних резервів.

В умовах погіршення платоспроможності країни, на тлі розгортання наприкінці 2013 р. політичної кризи та пов'язаного з цим масового вилучення коштів з банків, НБУ у лютому 2014 р. було впроваджено режим незалежного плаваючого валютного курсу (вільне плавання). Запровадження зазначеного режиму в умовах кризи, рецесії і політичної нестабільності із одночасним широкомасштабним та безконтрольним рефінансуванням банків стало одним із ключових чинників дестабілізації валютного ринку та стрімкого знецінення курсу гривні⁴², що призвело до безпрецедентної за масштабами банківської кризи в Україні.

Прорахунки у валютно-курсовій і грошово-кредитній політиці НБУ у 2014–2017 рр. та неналежне виконання ним наглядової функції на тлі окупації Криму та зовнішньої воєнної агресії на сході призвели до того, що *банківська система стала чинником фінансової дестабілізації*, яка спричинила загострення проблем у всіх секторах національної економіки.

Найбільш глибока девальвація гривні з часів її введення унеможливила обслуговування валютних позик більшістю позичальників та *стала основною причиною зростання простроченої заборгованості*. Збитковість банківського сектора починаючи з результатів за лютий 2014 р. і впродовж 2015–2017 рр. (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, та зростанням вартості ресурсів) і втрата банками капіталу призвела до зменшення кількості банків, необхідності докапіталізації переважної кількості діючих банків.

Політика процентних ставок НБУ у 2014–2017 рр. за власними депозитними сертифікатами *стимулювала «кредитне виснаження» у сегменті гривневих ресурсів*, а політика уряду щодо ОВДП – як у сегменті гривневих ресурсів, так і в сегменті ресурсів валютних. Так, загальний обсяг мобілізації НБУ коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів у 2014–2017 рр. збільшився порівняно з 2013 р. у 5,4–10,9 раза, а зосередженість банків на операціях з державними цінними паперами та докапіталізація державних банків і націоналізація Приватбанку шляхом випуску ОВДП, призвели до того, що вкладення банків в ОВДП на кінець 2017 р. перевищили заборгованість за кредитами, наданими підприємствам промисловості. Цілком логічно,

⁴² 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.

що за таких умов починаючи з 2014 р. спостерігається стрімке погіршення ситуації із кредитуванням бізнесу.

Упродовж 2014–2015 рр. відбулося суттєве скорочення обсягів кредитів у національній валюті, наданих банками України сектору НФК в цілому. Рівня 2013 р. обсяг кредитів у національній валюті цьому сектору досяг лише на кінець 2017 р., причому за рахунок приросту за такими видами діяльності, як «Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку», «Сільське господарство, мисливство та лісове господарство», «Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води», «Операції з нерухомим майном». Натомість за такими видами діяльності, як «Добувна промисловість», «Переробна промисловість», «Будівництво», «Професійна, наукова та технічна діяльність» сумарно обсяг кредитів зменшився на 34 млрд грн, або на 23%. Зазначені зміни ще більше посилили диспропорції у структурі банківського кредитування не на користь виробничої сфери. У структурі кредитів у національній валюті, наданих банками НФК, частка підприємствам за таким видом діяльності, як «Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку» збільшилася із 44% на кінець 2013 р. до майже 49% на кінець 2017 р., а добувної і переробної промисловості разом – зменшилася з 15,9 до 13,6%.

Посилення диспропорцій в обсягах кредитування підприємств промисловості спостерігається і за видами промислової діяльності. На підприємства з *виробництва харчових продуктів та напоїв* на кінець 2017 р. припадало 45% всіх кредитів у національній валюті, наданих підприємствам *переробної промисловості*, на підприємства металургійного виробництва – 10%. Отже, галузеві диспропорції у структурі банківського кредитування стали наслідком державної фінансової політики взагалі та грошово-кредитної і валютно-курсової зокрема, що не була спрямована на розвиток виробництв в Україні.

Про згортання банківського кредитування сектора НФК також свідчить зменшення обсягів та частки кредитів банків у структурі джерел фінансування капітальних інвестицій підприємств – з 41 млрд грн у 2013 р. до 30 млрд грн у 2017 р. та з 15,3 до 6,6% відповідно. Суттєво послабшала роль банківського кредиту в фінансуванні поточної діяльності підприємств як загалом по НФК, так і в розрізі видів економічної діяльності (зменшилася загалом по НФК практично до рівня 2004 р.).

На тлі недоступності банківських кредитів, передусім з огляду на їх вартість, стрімко зростає заборгованість підприємств сектора НФК перед нерезидентами за кредитами, залученими за допомогою всіх інструментів (без урахування товарних кредитів). Рівень зазначеної заборгованості на кінець 2017 р. у 1,65 раза перевищив загальну заборгованість НФК за кредитами перед банками України.

Прорахунки НБУ у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці НБУ і наслідки надмірно ризикованої діяльності банків було перекладено на всіх платників податків, адже відбулося стрімке зростання обсягу державного (з урахуванням гарантованого) боргу – за чотири роки він зріс у 3,7 раза, або на 1557 млрд грн, і на кінець 2017 р. досяг 2,1 трлн грн за рахунок: *знецінення національної валюти* та *збільшення боргу в іноземній валюті*; випуску гривневих ОВДП переважно для фінансування ФГВФО з метою відшкодування гарантованих сум по збанкрутілих банках та збільшення капіталу державних банків і банків з державною участю та націоналізації Приватбанку.

Ризики погіршення ситуації з кредитуванням виробничого сектора залишаються актуальними і наразі, адже грошово-кредитна політика НБУ та боргова політика уряду практично залишаються без змін. Україна п'ятий рік поспіль перебуває у стані фактичного, але неоголошеного дефолту, значною мірою вже втратила незалежність у проведенні економічної та фінансової політики, оскільки

найбільшим зовнішнім кредитором уряду України є МВФ і заборгованість перед міжнародними фінансовими організаціями загалом становить 50% зовнішнього державного боргу. Економічна політика, що здійснювалася в Україні, передусім з урахуванням рекомендацій із зовні, не лише призвела до надзвичайно високої залежності економіки України від ситуації на зовнішніх товарних і фінансових ринках, а й підтримувала і підтримує розвиток економік інших країн, оскільки вигодонабувачами від цієї політики виявилися нерезиденти, які лише за період 2000–2017 рр. від прямих, портфельних та інших (кредити) інвестицій в економіку України отримали майже 89 млрд дол. США доходів.

ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕСТОРИ У ФІНАНСУВАННІ БІЗНЕСУ: ВИКЛИКИ ТА ОБМЕЖЕННЯ

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)⁴³, та попиту на них з боку корпоративного сектора (табл. 16). Та частка наявних ресурсів, які безпосередньо вкладаються фінансовими установами у цінні папери підприємств (акції та облігації), демонструє нам інтенсивність використання наявного потенціалу для фінансування підприємств корпоративного сектора.

Упродовж 2014–2017 рр. обсяги активів фінансових установ майже не змінювались і залишилися на рівні, наближеному до 1,6 трлн грн. На тлі зростання цін та знецінення гривні реальна вартість пропозиції фінансових ресурсів стиснулася втричі. Водночас інтенсивність фінансових відносин між фінансовими установами та підприємствами корпоративного сектора 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. 16). В абсолютному вимірі зазначені вкладення зменшилися більш ніж удвічі – з 109,7 до 46,3 млрд грн.

Таблиця 16

Активи фінансових установ та їх розміщення у цінні папери НФК

Показники	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.

Тенденція останніх років щодо вкладень банків у цінні папери підприємств сектора НФК має низхідну динаміку. Зазначені вкладення скоротилися 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 на 8,8 млрд грн. На тлі розгортання банківської кризи банки згортали

⁴³ Інші небанківські фінансові організації, такі як кредитні спілки, ломбарди, фінансові компанії, не є потенційними інституційними інвесторами, оскільки їх ресурси не залучаються для довгострокового фінансування та не можуть розглядатися як інвестиції.

позиції з фінансування цінних паперів підприємств як більш ризикованих порівняно із банківськими кредитами активів.

Не виправдали себе й очікування щодо зростання ролі небанківських фінансових інститутів у фінансуванні бізнесу. Держава робила спроби вмонтувати у фінансову систему України інститути спільного інвестування (далі – ІСІ) як потенційне джерело довгострокових фінансових ресурсів для бізнесу.

Оцінюючи стан та рівень розвитку інститутів спільного інвестування в Україні, необхідно відзначити його такі особливості:

- 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 банківський сектор (табл. 16)*;
- домінуючі позиції серед ІСІ посідають венчурні фонди, які зосереджують 95% загальної вартості інвестиційних активів, хоча вони не є класичними інститутами спільного інвестування, що функціонують на міжнародних ринках капіталу;
- основною причиною поширення венчурних фондів в Україні є те, 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.

Упродовж 2015–2017 рр. частка вкладень ІСІ в акції та корпоративні облигації лише скорочувалася по всіх видах фондів (табл. 17). Найзначніше падіння вкладень у акції спостерігалось по невенчурним ІСІ, частка акцій у портфелі яких зменшилася у 2,6 раза – з 45,76 до 17,61%. Венчурні фонди скорочували свій портфель акцій не так стрімко (у 1,9 раза), але їх частка у портфелі від початку становила лише 15,1%. Загалом упродовж 2015–2017 рр. ІСІ *скоротили свою частку вкладень в акції підприємств з 16,6 до 8,7%*. Скорочення вкладень в облигації підприємств відбувалося не так стрімко, але їх частка була досить незначною – на рівні 3–4%. Упродовж 2015–2017 рр. вартість активів, вкладених в облигації, скоротилася на 1% по венчурних фондах та на 0,22% по іншим групам ІСІ.

Таблиця 17

**Вкладення інститутів спільного інвестування у цінні папери (акції та облигації),
на кінець року**

Показник	2014	2015	2016	2017
Венчурні ІСІ				
Активи	197,5	225,5	221,3	256,1
Вкладення в акції:				
млрд грн.	29,7	23,5	26,6	20,1
%	15,1	10,4	12,0	7,86
Вкладення в облигації підприємств:				
млрд грн.	7,9	8,5	8,3	7,8
%	4,0	3,8	3,8	3,0
Невенчурні ІСІ				
Активи	10,5	10,5	9,5	8,5
Вартість вкладень в акції:				
млрд грн.	4,8	2,7	1,7	1,4
%	45,8	26,3	18,2	17,6
Вартість вкладень в облигації підприємств:				
млрд грн.	0,4	0,4	0,3	0,3
%	3,9	3,3	3,4	3,7

Джерело: за звітними даними НКЦПФР за відповідні роки.

Структурно активи за усіма групами фондів ІСІ за останні роки були перерозподілені на користь «дебіторської заборгованості». Якщо на кінець 2014 р. частка дебіторської заборгованості у портфелі невенчурних фондів становила лише 10,1%, то на кінець 2017 р. зросла до 32,2%. Частка дебіторської заборгованості у портфелі венчурних ІСІ завжди була високою. Але за останні 4 роки вона збільшилася до 57,8%.

Отже, капітал венчурних ІСІ в Україні не слугує, як це прийнято у світовій практиці, для фінансування ризикових інвестиційних проєктів. Основне їх призначення – оптимізація фінансів ФПГ та окремих підприємств. Корпоративний сектор використовує венчурні фонди для перерозподілу ліквідності всередині ФПГ. Банки, у свою чергу, також створюють венчурні фонди з метою приховування проблемної заборгованості або – рідше – для виведення капіталу.

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 в розвиток корпоративного сектора економіки та його модернізації шляхом розміщення фінансових ресурсів у корпоративні цінні папери (акції та облігації).

Наразі накопичення інвестиційних ресурсів ІСІ у сегменті венчурних фондів свідчить про те, що потенційні емітенти цінних паперів мають обмежений доступ до такого ресурсу. Переважно коштами ІСІ можуть скористатися засновники венчурних фондів та афілійовані з ними підприємства. Для інших емітентів доступними є досить обмежені ресурси публічних інвестиційних фондів.

Страхові компанії (далі – СК) посідають третє місце за загальним ресурсним потенціалом і за обсягами інвестицій у корпоративний сектор економіки, що загалом відповідає позиції СК на світовому ринку інвестиційного капіталу. У світовій практиці страхові компанії, рейтингуючись як треті за обсягами інвестицій, мають однакову порівняно з іншими інституційними інвесторами частку інвестицій у загальних обсягах.

Станом на кінець 2017 р. обсяг активів СК становив 57,4 млрд грн. Порівняно з 2015 р. відбулося незначне просідання загальних обсягів активів страхових компаній на 4,5%, але у зіставленні з результатами 2016 р. їх величина збільшилася на 2,3%. Зменшення загальних активів у 2016 р. порівняно з 2014–2015 рр. відбулося з об'єктивних причин: втрати активів, пов'язані з анексією Криму та веденням бойових дій на сході України; зростання страхових резервів унаслідок переоцінки активів за справедливою вартістю.

Обсяги вкладень страхових компаній в акції упродовж 2015–2017 рр. зазнали різких змін. Якщо на кінець 2014 р. в акціях підприємств було розміщено страхові резерви на суму 18,0 млрд грн (44,4% від загальної величини активів для представлення страхових резервів), то на кінець 2017 р. – на суму лише 6,7 млрд грн (18,7%). Отже, СК зменшили обсяги інвестиції в акції більш ніж у 2,5 рази. Портфель облігацій підприємств страхових компаній за останні роки не зазнав значних змін. Порівняно з 2014 р. (коли портфель корпоративних облігацій у СК перебував на рівні 2% від загального обсягу резервів) частка вкладень в облігації підприємств збільшилася у 2017 р. до 2,5%.

Перерозподіл структури інвестиційного портфелю СК за останні роки відбувся переважно 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 (далі - ПФ) показує, що вони так і не стали джерелом довгострокових коштів для фінансування корпоративного сектора економіки. Основними напрямками інвестування НПФ у 2017 р., так само як і страхових компаній, були депозити у банках (43,9%) та цінні папери, дохід за якими гарантовано КМУ (40,8%). Активи, розміщені в облігаціях корпоративного сектора та акціях українських емітентів, становили, відповідно, 8,2 та 0,5%⁴⁴. У корпоративний сектор було спрямовано лише 213,7 млн грн, або 8,6% загальної суми пенсійних активів.

Тож страхові компанії та недержавні пенсійні фонди надають перевагу інструментам, які мають менші ризики, але генерують досить високі, як для таких активів, доходи (державні цінні папери та банківські вклади). Кошти, розміщені у зазначених фінансових інструментах, у розпорядження вітчизняних підприємств практично не надходять, оскільки вони пов'язані не лише з капітальними інвестиціями та прямими інвестиціями у статутний капітал українських емітентів, а й спрямовуються головним чином у формування ресурсної бази банківської системи та на покриття дефіциту державного бюджету.

Інша проблема, що потребує уваги, стосується незначних обсягів інвестиційного капіталу, який залучають НПФ та СК. Загальні обсяги активів НПФ та страхових компаній становлять лише 1,3% ВВП України. НПФ та СК оперують невеликими за обсягами активами та, на відміну від більшості зарубіжних пенсійних фондів, не мають значного впливу на інвестиційну внутрішню політику та на фондовий ринок. Ситуація, що склалася, пояснюється перш за все незацікавленістю роботодавців та працюючого населення інвестувати кошти у майбутні пенсії, низькою якістю інструментів фондового ринку, насамперед із фіксованою доходністю, що є традиційним в інвестиціях вітчизняних НПФ, низьким рівнем правових гарантій учасникам НПФ. Нестійкість фінансової системи та банкрутство багатьох банків також не сприяють підвищенню рівня довіри населення до фінансової системи та до пенсійних фондів як її невід'ємної частини.

Оцінка інвестиційного потенціалу основних інституційних інвесторів свідчить, з одного боку, про загальну обмеженість фінансових ресурсів у їх розпорядженні, з іншого – про їх небажання вкладати кошти у цінні папери корпоративного сектора економіки – акції та облігації підприємств. 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 упродовж останніх років виокремлюються дві ключові тенденції. По-перше, це скорочення обсягів пропозиції інвестиційних ресурсів фінансовим сектором у реальному вимірі. По-друге, це згортання фінансових відносин між фінансовим інститутами та бізнесом з різних причин, основними з яких є:

- високі інвестиційні ризики (ринкові, кредитні, процентні);
- низький рівень реальної доходності (з урахуванням інфляції) облігацій підприємств;
- висока доходність державних боргових інструментів та банківських депозитів робить їх привабливим інструментом при досить низьких ризиках порівняно із облігаціями підприємств;
- обмеженість на організованому ринку пропозиції цінних паперів інвестиційно привабливих емітентів, які задовольняють формальні вимоги, що висуваються до таких

⁴⁴ Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017.
URL: <https://nfp.gov.ua>

інструментів з боку спеціального законодавства (банківського, пенсійного, страхового, про спільне інвестування);

- незначна глибина організованого (біржового) ринку корпоративних цінних паперів, що обмежує його ліквідність.

Натепер, на початок 2019 р. відносини підприємств з фінансовим сектором перебувають у зародковому стані, а упродовж останніх років спостерігається їх згортання. Основні моделі фінансування бізнесу (консервативна модель фінансування великого бізнесу та дочірніх підприємств ФПГ, квазіризикова модель фінансування частини офшоризованого бізнесу) 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 задля мінімізації ризиків (консервативна модель).

Розвиток цивілізованих форм фінансування бізнесу через ринкові механізми неможливий без кардинального збільшення пропозиції ресурсів фінансовим сектором. На часі залучення додаткових до існуючих джерел фінансування бізнесу, які або не використовуються взагалі, або використовуються недостатньо:

- кошти, які перебувають на руках у населення і не використовуються в інвестиційному процесі;

- власні кошти підприємств, які на сьогодні вилучаються з господарського обороту з різних причин і, як наслідок, звужують можливості самофінансування бізнесу;

- кошти інших юридичних осіб, що могли б 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 та ін.)⁴⁵.

⁴⁵ Додаткові джерела фінансування розвитку підприємств реального сектора та економічні механізми їх залучення у виробництво. *Світ фінансів*. 2017. № 1. С. 100–114.

ПРІОРИТЕТНІ МЕХАНІЗМИ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ

За оцінками ООН, у 1990 р. Україна входила в першу десятку індустриально розвинених країн світу. На початку 90-х років XX ст. в Україні були досить потужні вугільна, залізорудна і металургійна промисловість, виробництво мінеральних добрив, авіаційна, ракетно-космічна промисловість, аграрно-промисловий комплекс та значна кількість науково-дослідних інститутів із багатьох галузей економіки.

Розпад СРСР призвів до стрімкого розриву економічних зв'язків з контрагентами з країн – колишніх республік СРСР, що стало однією з основних причин процесу деіндустріалізації країни. Україна частково втратила промисловий потенціал. Особливих втрат зазнало машинобудування, де Україна втратила цілу низку потужних виробництв⁴⁶. Упродовж 2014–2017 рр. у країні не було створено жодного серійного літака. Фактично припинила свою діяльність суднобудівна галузь, яка продукує лише невеликі військові катери та річкові вантажні судна, на порядки знизилася виробництво автомобілів тощо. Упродовж 2006–2016 рр. автопром скоротив виробництво у 50 разів, причому подальше падіння фіксувалося й за результатами 2018 р. У 2019 р. «АвтоЗАЗ» припинив виробництво легкових авто.

Прийняті урядом рішення щодо оновлення потужностей у ряді галузей (особливо 1990–2000 рр.) так і не були повністю реалізовані. Практично спад виробництва, який охопив економіку України (особливо промисловість) в останні 27 років, означав не тільки зниження випуску продукції та обсягів ВВП країни проти 1991 р., але й серйозні зміни галузевої структури промисловості, припинення діяльності ряду великих підприємств (особливо пов'язаних із військово-промисловим комплексом або економічно невігідних новим приватним власникам). Обсяги промислового виробництва у 2010–2015 рр. скоротилися в 4,6 раза порівняно з 1991–1998 рр. на тлі зростання частки виробництва продукції з низькою доданою вартістю (23,2% припадає на виробництво сировини і матеріалів)⁴⁷.

Основними факторами, які визначили негативний сценарій розвитку економіки України у зазначений період були:

- втрата господарських зв'язків з 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 ланцюжків колишнього СРСР;
- не підготовлений перехід підприємств від умов централізованого управління до ринкових відносин, за відсутності економічної стабільності держави, власної валюти, наявності гіперінфляції тощо;
- зміна державної власності на приватну, недостатній вплив останньої на оновлення стану основних засобів і випуску конкурентоспроможної продукції;
- відсутність єдиної Стратегії розвитку економіки України і підпорядкування її

⁴⁶ 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

⁴⁷ Стратегія розвитку промислового комплексу України у частині ключових проблем промисловості України, на яких фокусується стратегія (п. 1, част. 4), розроблена відповідно до п. 101 Плану дій уряду на 2017 рік.

цілям державної інвестиційної політики, випуску конкурентоспроможної продукції, в тому числі на експорт;

- негативний вплив на конкурентоспроможність української економіки світових криз (особливо, у 2008–2009 рр.), нестабільність міжнародних товарних ринків;
- поглиблення кризових явищ в економіці України після анексії Криму і військових дій на Донбасі;
- переорієнтування пріоритетів експорту із промислового комплексу на галузі АПК, що поглиблює сировинну спрямованість економіки.

Основне питання, від вирішення якого значною мірою залежить забезпечення експансії українських товаровиробників на зовнішньому і внутрішньому ринках – це фізичне і моральне зношування основних засобів. Його коефіцієнт у 2016 р., порівняно із 1993 р., зріс в цілому по економіці України майже вдвічі – з 33,1 до 58,1%, у т.ч. у промисловості – з 36,3 до 69,4%; у сільському господарстві – з 20,7 до 37,3%⁴⁸.

Діяльність основної частини підприємств формувалась у період переходу від командної економіки до ринку, за одночасної дії ряду негативних факторів, окреслених вище. При визначенні перспектив розвитку окремих корпоративних приватних підприємств, при зміні ними власності, їх майбутні власники відштовхувалися від потенційного попиту на готову продукцію на внутрішньому і зовнішньому ринках. Ось чому серед вибраних об'єктів дослідження – підприємства чорної металургії, хімії, аграрного виробництва, харчової і тютюнової промисловості та ін., які мали перспективи збуту продукції.

Станом на початок 2017 р. в Україні було приватизовано понад 132 тис державних підприємств, із них: 55,8% – за рахунок приватизаційних майнових сертифікатів; 15,2% – через продаж майна на аукціоні; 14,9% – шляхом здавання в оренду з викупом; 8,3% – за рахунок акцій відкритих акціонерних товариств; 5,7% – на конкурсній основі⁴⁹.

Очікувалося, що приватизація сприятиме підвищенню рівня основних економічних показників підприємств. Між тим репрезентативне дослідження проведене ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»⁵⁰ безпосередньо на 1399 підприємствах, приватизованих у 2002–2003 рр., показало, що після зміни форми власності лише половина із них продовжувала діяльність і подавала звітність у 2010 р. Узагальнюючи результати впливу приватизації на оновлення основних засобів і випуск продукції підприємств, можна зазначити, що цей процес в Україні відбувався по-різному. Результати роботи переважної кількості приватизованих підприємств, які продовжують господарську діяльність, погіршилися за усіма основними показниками (крім експорту) за окремими винятками.

Найбільших успіхів досягли підприємства харчової промисловості та агропромислового комплексу, які мають достатні обсяги фінансових ресурсів і ринки збуту продукції. Розвитку підприємств харчової і тютюнової промисловості сприяло

⁴⁸ Дані Держстату України за відповідні роки. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>

⁴⁹ 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.

⁵⁰ Дослідження проводилось із залученням аналітичних матеріалів Фонду державного майна України, Державної служби статистики України. В його основі лежав аналіз фінансово-господарської діяльності приватизованих підприємств, які змінили форму власності у 2002–2003 рр. Було виявлено погіршення їх фінансових показників, зокрема: зниження чистого прибутку, рентабельності, чисельності працівників (скорочення відбулося на 32%) та рівня стійких пасивів, підвищення рівня дебіторсько-кредиторської заборгованості та зношування основних засобів. Єдиний показник, що мав позитивний результат для цих підприємств, – експорт продукції.

залучення коштів іноземних інвесторів (Philip Morris International, «Реемтсма», Imperial Tobacco, Dragon Capital, Nestle, Anheuser-Busch in Bev та ін.). Потрібно зазначити, що стрімкий розвиток окремих підприємств харчової промисловості (тютюнової, пивної галузей, галузі переробки овочів та ін.) створюють конкуренцію між ними як на внутрішньому ринку, так і за вихід на зовнішній ринок. Подібна ситуація сприяла залученню найсучаснішого устаткування для підняття престижу власної марки на ринку, що, по суті, відкриває певні можливості збільшення експорту.

Щодо ряду інших галузей подібна тенденція поки що не спостерігається. Значно менші успіхи досягнуті на металургійних, гірничорудних, хімічних і інших підприємствах. Упродовж 1991–2016 рр. обсяги виробництва сталі знизилися з 52,6 до 11,2 млн т (без урахування окупованих територій і Криму). Було повністю втрачено виробництво алюмінію, основної частини хімічних добрив, підприємства з вирощування і переробки льону. До поодиноких позитивних фактів можна віднести відкриття нових виробництв ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод», реконструкцію ПАТ «Алчевський металургійний комбінат», модернізацію окремих виробництв ПАТ «Криворіжсталь» (власник – Mittal Steel Germany).

Проблеми, які виникли в економіці України, особливо в промисловості, актуалізують необхідність розширення державою управлінських функцій, посилення економічного впливу на корпоративний сектор. Для цього пропонується визначити цілі економічного розвитку України та передбачити підвищення ролі держави у цьому процесі як діючого суб'єкта, який визначає завдання і проводить оцінку виконання підприємствами зобов'язань у рамках реалізації інвестиційних проектів.

Чітка спрямованість капіталовкладень на випуск нової конкурентоспроможної продукції може дійсно 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.

Одним із прикладів такої політики може бути програма розвитку виробництва льону в Україні. На сьогодні є всі економічні підстави для розвитку у країні виробництва льону і його переробки. Очевидно, для цього необхідні й відповідні рішення уряду. Відродити таку діяльність можливо на теренах Житомирської області, де в минулому успішно вирощували льон, дислокувалися потужності з його переробки та швейні цехи, які виробляли продукцію з широкою географією збуту. Започаткування таких виробництв потребує створення кластера в цій сфері. Саме такий крок може об'єднати інтереси необхідних співвласників кластера (підприємств з вирощування льону, виробництва тканин, пошиву готових виробів, за обов'язкової участі в кластері вчених із цієї галузі та представників Житомирської обласної адміністрації). Питання участі у фінансуванні можливих витрат кластера, зокрема щодо вирощування і переробки льону, можна було б вирішувати на основі рішення КМУ, з огляду на власні кошти підприємств, місцевого бюджету і, за необхідності, довгострокових кредитів одного з українських державних банків.

Основним важелем реалізації такої політики може бути широке запровадження в практику інвестиційного проекту, передбаченого в Законі України «Про інвестиційну діяльність»⁵¹. Очевидно, для посилення ролі держави у цьому процесі доцільно перетворити створену урядом міжвідомчу комісію в урядовий комітет, що має відповідати за підготовку, реалізацію і фінансове забезпечення таких проектів (подібні органи існують і за кордоном, зокрема у В'єтнамі).

⁵¹ Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» щодо державних інвестиційних проектів (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2017, № 18, ст.221). URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1981-19>

При відборі інвестиційних проектів у першу чергу необхідно визначити новизну проекту, його конкурентоспроможність та життєздатність, рівень переробки сировини (особливо титану, рідкоземельних металів тощо). Слід звернути увагу на проекти у сфері відбудови енергетики, виробництва добрив, бензинового і дизельного пального, включаючи проекти (економічно вигідні) щодо перетворення вугілля в рідке паливо та щодо інших імпортозаміщуючих вітчизняних товарів.

Критерієм вибору інвестиційного проекту та оціночним показником його виконання підприємствами мають бути показники, що свідчать про досягнутий рівень ефективності виробництва за рахунок оновлення основних засобів та гарантують постачання на внутрішній і зовнішній ринки якісної конкурентоспроможної продукції:

– показник «експорт нової продукції» (імпортозаміщення продукції). Досягнення показника «експорт нової продукції», виробленої за рахунок реалізації державного інвестиційного проекту, має бути підставою для виділення частини прибутку як винагороди підприємству. Подібні умови стимулювання мають бути застосовані як для нарощення експорту, так і стосовно імпортозаміщення продукції. Не виключено, що при отриманні нової продукції (вперше у світі), підприємству на певний період може бути надана пільга, що дорівнює загальній сумі прибутку від продукції, виробленої у результаті реалізації державного інвестиційного проекту;

– показник зростання вартості підприємства, який визначається як відношення прибутку до витрат на інвестиційний капітал (показник використовуються такими підприємствами Німеччини, як концерн Robert Bosch GmbH, авіапідприємством Lufthansa та концерном Bayer⁵²). Використання показника орієнтоване на оцінку вартості проекту (безумовно з допрацюванням).

Основним фінансовим джерелом забезпечення реалізації інвестиційних проектів найближчим часом залишатимуться амортизаційні відрахування і прибуток підприємств. Незважаючи на постійну можливу суб'єктивну зміну ролі податку на прибуток у доходах підприємств і доходах бюджету, його наявність наразі свідчить, 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 потребують серйозного опрацювання пропозиції щодо заміни податку на прибуток податком на виведений капітал. Світова практика використовує податок на прибуток не лише у вигляді платежу до бюджету, а й як можливий стимул розвитку, у т.ч. і для прискорення темпів зростання експорту. Зокрема, у податковій системі Південної Кореї успішно використовується додаткова пільга підприємству в розмірі 50% знижки наявного податку на прибуток від експортних операцій. Поряд із цим для стимулювання експорту в Південній Кореї використовується відміна податків на імпорт необхідних товарів і устаткування, зниження непрямих податків при виробництві товарів, що мають експортуватися, тощо⁵³.

Проте основна частина потенційних джерел фінансування інвестицій підприємств пов'язана з амортизацією основних засобів, обсягів якої теоретично має бути достатньо для оновлення виробництва. Можливість додаткового використання цього джерела обґрунтована М.І. Зверяковим⁵⁴, що дасть змогу збільшити обсяг

⁵² Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: кол. моногр. у 3-х т. / за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. Київ: Фенікс, 2008. Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління. С. 265–269, 308.

⁵³ Налоговая система Южной Кореи. URL: <http://bankinside.ru/world-economy/nalogovay-sisteva-korean>.

⁵⁴ Зверяков М.І. Теоретична парадигма розвитку та українські реалії. *Економіка України*. 2018. № 10. С. 3–9.

інвестицій за рахунок власних коштів підприємств. Для створення економічних передумов змін в амортизаційній політиці необхідно подолати окремі негативні фактори: 1) високий рівень інфляції в Україні, що не дає змоги накопичувати (навіть у банках) необхідні для модернізації підприємств кошти; 2) низький рівень рентабельності (збитковості) діяльності підприємств (особливо малих), який становить перешкоду для використання прискореної амортизації (до 5 років для нових основних засобів).

Серед інших джерел фінансування інвестиційних проектів в Україні можна назвати кредити Світового банку, ЄБРР та діючих державних банків. Також підтримка випуску нових українських товарів може бути здійснена за рахунок фонду державних закупівель, тим більше, що рівень проникнення імпорту і сектор державних закупівель становить 38%⁵⁵.

⁵⁵ Гужва І. Державні закупівлі як інструмент формування промислової політики. *Дзеркало тижня. Україна*. 2018. 8 січня. № 1174–1175.

Застосування оригінальних методичних підходів щодо моніторингу стану фінансів вітчизняних підприємств на макро-, мезо та мікрорівні дало змогу виявити ключові диспропорції у фінансах підприємств, специфіку та еволюцію моделей фінансування бізнесу в окремих сегментах в корпоративного сектора України упродовж 2007–2017 рр.

В останні роки тенденції у фінансуванні бізнесу в Україні формувались на тлі відчутного дефіциту вільного капіталу. Прорахунки у валютно-курсовій і грошово-кредитній політиці НБУ у 2014–2017 рр. та неналежне виконання ним наглядової функції на тлі окупації Криму та зовнішньої воєнної агресії на сході країни призвели до того, що банківська система перетворилася на чинник фінансової дестабілізації, що викликало загострення проблем у секторі НФК. Відплив іноземного спекулятивного капіталу, зростання державного боргу (натепер 40% ресурсів банківського сектора вкладено у державні облігації) та спричинене зростаючою недовірою до банківської системи падіння попиту на національні гроші розбалансували фінансову систему країни та обмежили доступ бізнесу до капіталу.

Адаптуючись у свою чергу до несприятливого макроекономічного середовища, корпоративний сектор перетворився на генератор системних ризиків в економіці України. На агрегованому рівні сформувалася викривлена модель фінансування бізнесу, проявом чого стало зменшення частки власного капіталу в активах – з 44,8 до 26,6%. Упродовж 2007–2017 рр. модель фінансування бізнесу в Україні стає дедалі ризикованішою порівняно з моделями фінансування бізнесу і розвинених країнах. Водночас, зростання боргового навісу в корпоративному секторі відбувалось на тлі скорочення частки банківських кредитів в агрегованому борзі підприємств – з 23% на початок 2008 р. до 10% на початок 2017 р. Окрім цього, не на користь виробничої сфери поглибилися диспропорції у структурі банківського кредитування. У загальному обсягу банківських кредитів бізнесу в національній валюті частка підприємств торгівлі, з ремонту автомобілів, побутових виробів та виготовлення предметів особистого вжитку зросла до майже 49% на кінець 2017 р., тоді як частка промисловості зменшилася до 13,6%.

Упродовж останніх років виокремлюються дві ключові тенденції. По-перше, це – скорочення обсягів пропозиції капіталу фінансовим сектором і, по-друге, – згортання фінансових відносин між фінансовим інститутами та бізнесом із різних причин. Відбувається прогресуюча автономізація фінансів підприємств, які функціонують, покладаючись загалом на власні, переважно тіньові резерви, і вибудовують фінансові відносини з обмеженим колом пов'язаних осіб. Це твердження підтверджується:

- згортанням фінансових відносин підприємств з банками та небанківськими фінансовими інститутами;
- скороченням інвестицій фінансового сектора у 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. – більш ніж удвічі менше – 2,8%;
- викривленою структурою боргів підприємств, яка склалась унаслідок переважання непрозорих та схемних каналів боргового фінансування бізнесу: медіанний рівень частки інших зобов'язань у сукупному борзі на мікрорівні (на підприємствах вибірки) упродовж 2007–2017 рр. коливався в діапазоні 40–55%.

Частина зазначених зобов'язань є квазіборгами, фактично це – незареєстрований власний капітал;

- стрімким зростання заборгованості підприємств перед нерезидентами за кредитами, залученими за допомогою всіх інструментів (без урахування товарних кредитів). Рівень зазначеної заборгованості на кінець 2017 р. у 1,65 раза перевищує загальну заборгованість НФК за кредитами перед банками України.

Поряд із макрофінансовими вагомий вплив на фінанси підприємств чинили стійкі у часі інституційні чинники. Рівень відшкодування кредиторам в Україні є вдсятеро нижчим, ніж у розвинених країнах, а терміни процедур банкрутства – втричі довгими, що зумовлює високі інвестиційні ризики і, відповідно, підвищує вартість інвестованого капіталу. Цілком зрозумілою є свідомо реакція бізнесу, що полягала у виборі таких моделей фінансування, які мінімізують ризик втрати вкладеного капіталу.

Упродовж 2007–2017 рр. розгортається прогресуюча офшоризація бізнесу (перереєстрація прав власності на офшорні компанії), частка підприємств, які контролюються з офшорів, зросла з 26 до 36%. Фактор оподаткування не був вирішальним у виборі моделей фінансування бізнесу, адже зміцнення конкурентної позиції України у податковій конкуренції (упродовж 2014–2019 рр. Україна піднялась у рейтингу «Paying Taxes» зі 164-го до 54-го місця) не загальмувало процес офшоризації. Сприяв офшоризації фінансів і ліберальніший режим оподаткування, що застосовується для експортних операцій, що давало змогу застосовувати схеми експорту товарів, робіт та послуг за заниженими цінами, метою яких є не тільки мінімізація податків, а і виведення капіталу.

Натепер не менш ніж третина великого та середнього бізнесу в Україні, прямо контролюється через офшори, що формує специфіку агрегованих фінансових показників сектора НФК. 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 і виведення капіталу з країни.

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 реалокатії ліквідного капіталу за межі фінансової системи України. Дуже поширились практики свідомого заниження декларованих прибутків. Близько половини підприємств демонструє норму прибутковості, яка не відповідає очікуваній премії за ризик, що опосередковано свідчить про застосування тіньових схем виплати доходів власникам.

Декомпозиція фінансової інформації по корпоративному сектору за ознаками видів економічної діяльності та розмірів підприємств, а також на основі групування за даними фінансових звітів підприємств вибірки, дали змогу ідентифікувати сегменти корпоративного сектора, у яких генеруються найбільші ризики:

- сегмент малого бізнесу з аномально високими рівнями боргової залежності та концентрації «поганих» боргів; малий бізнес виконує вкрай важливу для функціонування великого бізнесу функцію «буфера» для відмивання брудних грошей, сполучної ланки у кругообізі капіталу між легальним бізнесом і тіньовим сектором («конвертаційні» центри);

- підприємства хімічної та коксохімічної промисловості, будівництва та торгівлі, середня частка боргу у фінансуванні яких упродовж 2006–2018 рр. перевищувала 2/3;

– частина сегмента офшоризованого бізнесу та підконтрольних ФПГ підприємств, понад 30% яких працюють з від’ємним капіталом, застосовують квазіризикову модель фінансування як спосіб захисту ключових активів (штучна інвестиційна непривабливість підприємства).

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%) застосовують консервативні моделі фінансування, що дає змогу уникати зазначених ризиків.

В Україні набули поширення моделі фінансування бізнесу, які функціонують на основі тінювих 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).

Підприємства використовують неформальні канали і мають доступ до фінансування у формі ліквідної підтримки з офшорів і тінювого сектора, що дає змогу здійснювати інвестиції незалежно від фінансового стану і доступності капіталу на організованих фінансових ринках. Вливання «тінювого» інвестиційного капіталу відіграє певну стабілізуючу роль, сприяючи покращенню ліквідності бізнесу та фінансуванню його інвестиційної діяльності.

З одного боку, перевагою викривленої моделі фінансування бізнесу є можливість швидкого реагування на макрофінансові шоки (оперативне погашення боргів, виведення капіталу у тінювий сектор) та відносна захищеність від валютних ризиків, адміністративного свавілля та рейдерства. З іншого боку, усталення тінювих форм фінансування є причиною високого боргового навантаження на сектор НФК на агрегованому рівні, що генерує ризики для стабільності фінансової системи країни.

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. Ключовими передумовами для досягнення поставленої мети є:

1) макрофінансова стабілізація та поступове скорочення присутності держави як позичальника на внутрішньому ринку (маркери – коефіцієнт витіснення, процентні ставки по ОВДП);

2) скорочення термінів судових процедур та посилення захисту прав власності (маркери – рівень відшкодування кредиторам у разі банкрутства, тривалість процедури банкрутства);

3) ускладнення можливостей застосування тінювих схем фінансування бізнесу та приховування прибутків (удосконалення інструментів контролю у сфері трансфертного ціноутворення, фінансового моніторингу в процесі ідентифікації фактичними кінцевими бенефіціарами та контролерами пов’язаних підприємств);

4) запровадження накопичувальної системи пенсійного страхування та системи обов’язкового медичного страхування;

5) усунення штучних правових, адміністративних та організаційних перешкод на шляху руху фінансових інвестицій від інвестора/позичальника до емітента/кредитора.

На часі активне підключення держави до вирішення питань фінансування бізнесу. У загальному вигляді стимулюючі механізми повинні передбачати переорієнтацію інвестиційної політики держави зі стимулювання інвестицій у сировинні галузі на сприяння модернізації виробництва, збільшення привабливості інвестицій у технологічні та інфраструктурні проекти.

Водночас держава повинна розуміти, що відбувається у бізнесі, і володіти інструментарієм виявлення не лише проблем, які виникають у фінансах окремих підприємств, а й диспропорцій та осередків потенційної нестабільності, що становлять загрозу для фінансової системи країни. Натепер для розуміння процесів, які відбуваються у фінансах корпоративного сектора економіки України, бракує налагодженої системи всеохоплюючого моніторингу. Держава не знає, що відбувається у фінансах корпоративного сектора.

Задля усунення зазначеної прогалини і просування у цьому напрямі пропонується запровадити моніторинг тенденцій та регулярний аналіз фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України на макро-, мезо- і мікрорівні на регулярній основі. Це дасть змогу прогнозувати реакцію бізнесу залежно від макрофінансових чинників та державних рішень у сфері фінансової політики, ідентифікувати потенційні осередки порушення стабільності фінансової системи країни, у т.ч. для виконання функцій НБУ з аналізу стану грошово-кредитних, фінансових, цінних та валютних відносин (п. 14 ст. 7 Закону України «Про Національний банк України») та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України щодо аналізу впливу інструментів валютно-курсової, грошово-кредитної політики на розвиток економіки (п. 4.10 Положення про Міністерство економічного розвитку і торгівлі України, Постанова КМУ від 20.08.2014 р. № 459).

Для вирішення зазначеного завдання вбачається за доцільне опрацювання питання створення репрезентативної бази даних підприємств корпоративного сектора економіки України (за інформаційної підтримки Держстату України, НБУ, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг) та розроблення методичних підходів до моніторингу фінансів підприємств, які б враховували особливості моделей фінансування бізнесу в Україні на основі декомпозиції агрегованих даних за ознаками офшоризації, підконтрольності ФПГ, розміру, галузевої приналежності підприємств та ін.

ДЛЯ НОТАТОК

Наукове видання

Зимовець Владислав Вікторович
Даниленко Анатолій Іванович
Терещенко Олег Олександрович
Іванов Юрій Борисович
Корнилюк Анна Валентинівна
Єршова Галина Віталіївна
Кошик Олександр Митрофанович
Гаркавенко Валентина Іванівна
Брус Світлана Іванівна
Федоренко Анатолій Васильович

Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України

Наукова доповідь

За редакцією д.е.н. В.В. Зимовця

Редактори: *І.І.Бажал, А.К.Кокошко*
Оригінал-макет: *С.В.Чимбай*

Підписано до друку 20.05.2019 р.
Формат 60х84/8. Гарнітура TimesNewRom.
Ум. друк. арк. 7,2. Обл.-вид. арк. 4,1.
Наклад 150 прим. Замовлення №

Видавець і виготовлювач:
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»,
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготовлювачів і
розповсюджувачів видавничої продукції ДК № 5793 від 22.11.2017