

УДК 330.36:336:658.14(477)

DOI: <http://doi.org/10.15407/econindustry2021.02.045>

Владислав Вікторович Зимовець,

д-р екон. наук, старший науковий співробітник

E-mail: zymovets_vlad@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0002-7669-6601>;

Наталія Михайлівна Шелудько,

д-р екон. наук, професор

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011, Україна

E-mail: n.sheludko@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>;

Станіслав Євгенійович Шишков,

канд. екон. наук

директор ПрАТ «Фондова біржа “Перспектива”»

вул. Воскресенська, 30, м. Дніпро, 49000, Україна

E-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

<https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА ІНСТИТУЦІЙНІ БАР'ЄРИ «НОРМАЛІЗАЦІЇ» МОДЕЛЕЙ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ ¹

Умови залучення і доступність капіталу для фінансування бізнесу мають важливе значення для економічного розвитку країни та є особливо актуальними для країн із низькою нормою нагромадження капіталу.

Розглянуто, як інституційне середовище і макрофінансові диспропорції впливають на умови та способи залучення бізнесом капіталу в Україні. Для оцінювання такого впливу обчислено співвідношення пропозиції ліквідних коштів на фінансовому ринку (грошова маса М3) та попиту держави на них (державний борг), яке впродовж 2008-2019 рр. знизилось з 2,7 до 0,7, що є безпрецедентно низьким рівнем і становить причину скорочення банківського кредитування бізнесу.

Для оцінки рівня виснаження банківської системи розраховано показник BSER (частка активів банків, яка іммобілізована у фінансування державного боргу). Зростання показника з 5,6% у 2008 р. до 51,5% у 2020 р. вказує на прогресуюче виснаження банківської системи унаслідок реалокатії активів банків у фінансування державного боргу. Аналіз тенденції залучення бізнесом капіталу на фондовому ринку шляхом розміщення акцій свідчить, що кількість випусків та їх обсяги впродовж 2015-2020 рр. суттєво скоротились, а не менше 90% обсягу здійснюється з метою докапіталізації банків (у тому числі державних) та підприємств державного сектору економіки.

Підтверджено гіпотезу про те, що ідентифіковані несприятливі макрофінансові та інституційні чинники (ефект витіснення, високий валютний ризик, незахищеність прав власності, практика рейдерства, тривалість судових процедур та ін.) спричинили поширення в

¹ Статтю підготовлено за матеріалами НДР «Фінансові ризики ведення бізнесу в Україні: сектор нефінансових корпорацій» (номер держреєстрації 0118U006088) і «Забезпечення ефективності грошово-кредитної політики в Україні в умовах глобальної економічної дестабілізації» (номер держреєстрації 0121U000024), які виконуються в ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України».

Україні непрозорих практик фінансування бізнесу та сегментацію фінансової системи України.

Доведено, що акумуляція значної частини ліквідних коштів у тіньовому сегменті створює штучний дефіцит капіталу на ринку і не сприяє міжгалузевій мобільності капіталу, що гальмує економічний розвиток країни. Для вирішення цієї проблеми запропоновано стратегію відновлення функціональної спроможності фінансової системи країни шляхом поетапного зниження частки ресурсів банківської системи, вкладених у державні борги, до 10%.

Для поглиблення аналітичного обґрунтування одержаних результатів у подальших дослідженнях особливу увагу доцільно звернути на моделювання та прогнозування впливу макрофінансових й інституційних чинників на вибір інструментів та каналів фінансування бізнесу.

Ключові слова: капітал, фінансовий сектор, фондовий ринок, банківська система, промислові підприємства, моделі фінансування бізнесу, функціональна спроможність фінансової системи.

JEL: E22, E44, E60, E62, G30, G38

Характерною особливістю розвитку фінансів підприємств в Україні в останнє десятиліття є перегляд моделей фінансування і поширення альтернативних (неринкових) форм й інструментів залучення капіталу.

На агрегованому рівні викривленість моделей фінансування бізнесу, у тому числі промислового, проявляється в нерівномірному розподілі боргового навісу в секторальному розрізі, аномально високій борговій залежності та концентрації «поганих» боргів у сегменті малого та середнього бізнесу (МСБ), консервативних моделях фінансування у великому бізнесі та офшоризації фінансових потоків підприємств (особливо з 2010 р.). Частково це пояснюється існуючим податковим навантаженням на чинники виробництва та досить обтяжливою системою адміністрування податків (Vishnevskiy, Chekina, 2014; Bedianashvili, Ivanov, Raientko, 2019). Зокрема, Україна суттєво відстає від багатьох європейських країн і своїх сусідів за таким важливим індикатором, як «Ease of Paying Taxes»¹.

Однак зміни форм фінансування підприємств свідчать про те, що бізнес значною мірою реагує на макроекономічні та інституційні чинники (Кирдина, 2013; Зимовець, Шелудько, 2017; Зимовець, Даниленко, Терещенко та ін., 2019). Роль інститутів стає особливо важливою в сучасних умовах глобальної фінансової нестабільності (Вишне夫斯基й, Шелудько, 2017), оскільки саме інституційні механізми дозволяють знижувати невизначеність в економіках як складних відкритих системах, що самостійно розвиваються, і забезпечують надійну передачу інвестиційних ресурсів від фінансових посередників реальному сектору (Кирдина, 2013). Як відзначено в роботах (Зимовець, Шелудько, 2017; Зимовець, Даниленко, Терещенко та ін., 2019), згортання відносин підприємств із фінансовими посередниками, у тому числі внаслідок «очищення» банківського сектору, поступове посилення тренду домінування держави в банківському секторі, повзуча фіскальна експансія під впливом популізму та ідей про необхідність посилення ролі держави в економіці звужували можливість реалізації конкурентоспроможних моделей фінансування бізнесу.

Проте питання про визначення векторів і сили такої реакції на зазначені чинники залишається відкритим. Тому для розуміння причинно-наслідкових зв'язків між

¹ PWC (2021). Paying Taxes 2020. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/publications/paying-taxes-2020.html> (дата звернення: 27.04.2021).

інституційним і макроекономічними чинниками поширення «викривлених» моделей фінансування підприємств в Україні, а також еволюції цих зв'язків поставлено за мету дослідити, наскільки ваговою є дія таких чинників.

Для оцінювання використано показники структури капіталу сектору нефінансових корпорацій, які відображають реакцію бізнесу на «подорожчання» держави та адаптацію моделей його фінансування до занепаду фінансового сектору країни. Як індикатор деформації відносин підприємств із фінансовим сектором унаслідок надмірних державних витрат використано показник абсорбційної спроможності фінансової системи – FSAR (Financial System Absorption Ratio), який обчислюється як відношення «широких» грошей до валового державного боргу. Вплив подорожчання держави на фінансовий сектор систему оцінено за допомогою коефіцієнта витіснення (Crowding-out Ratio), який обчислено шляхом ділення показника «чисті вимоги до центральних органів державного управління» на показник «чистий внутрішній кредит». Для демонстрації того, з якою силою тягар «дорогої» держави пригнічує фінансовий сектор, використано коефіцієнт «виснаження» банківської системи – BSER (Bank System Exhausting Ratio), який обчислюється як відношення вкладень банків (комерційних і центрального) у фінансування державного боргу до загального обсягу джерел фінансування банківської системи. Індикатор показує, яка частина фінансових ресурсів банківської системи фактично була іммобілізована державою.

Логіку дослідження побудовано таким чином: спочатку розглянуто доступність капіталу для підприємств (через банківський сектор та фондовий ринок), потім проаналізовано особливості та ключові тренди трансформацій у фінансах підприємств (у частині зобов'язань і власного капіталу). Завершують статтю висновки і пропозиції про можливі напрями зниження негативного впливу макроекономічних та інституційних чинників на можливості ре-

алізації конкурентоспроможних моделей фінансування бізнесу в Україні.

Оцінка впливу інституційних і макроекономічних чинників на моделі фінансування підприємств в Україні

Вагомим чинником, який визначає доступність капіталу для підприємств, є конкуренція з державою за фінансові ресурси на кредитному та фондовому ринках.

Упродовж 2008-2019 рр. надмірні державні витрати спричинили поступове витіснення суб'єктів нефінансового бізнесу з кредитного ринку, на що вказує зменшення частки банківських кредитів у джерелах фінансування бізнесу. Об'єктивним наслідком посилення ефекту витіснення було поступове згортання банківського кредитування підприємств в Україні. З 2008 по 2019 р. частка банківських кредитів у джерелах фінансування бізнесу зменшилася більш ніж удвічі – з 23,3 до 8,9%. Критично низьким є значення цього показника порівняно з країнами Європи. З 2008 по 2018 р. частка банківських кредитів у пасивах нефінансових корпорацій у країнах ЄС-27 скоротилася з 38,2 до 28,2%¹.

Тенденція до скорочення банківського кредитування підприємств у Європі мала ті самі причини, що і в Україні (зростання державних боргів), проте вища абсорбційна спроможність фінансових систем європейських країн (табл. 1) пояснює помірно темпи згортання банківського кредитування. У Польщі, яка не переобтяжена державними боргами, частка банківського кредитування у пасивах нефінансових корпорацій з 2008 до 2019 р. навіть зросла – з 30,4 до 31,4%. Отже, порівняно з країнами ЄС бізнес в Україні залучав утричі менше банківських кредитів.

Якщо до фінансової кризи 2008-2009 рр. Україна мала достатньо збалансо-

¹ Eurostat (2021). Non-financial corporations - statistics on financial assets and liabilities - Statistics Explained. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Non-financial_corporations_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities (дата звернення: 27.04.2021).

вані обсяги державного боргу та грошової маси (у 2008 р. грошова маса перевищувала державний борг у 2,7 раза (табл. 1)), то впродовж 2008-2019 рр. абсорбційна спро-

можність фінансової системи України знизилася з 2,7 до 0,7, що є свого роду безпрецедентним у світовій практиці.

Таблиця 1 – Коефіцієнт абсорбційної спроможності фінансових систем постсоціалістичних країн, разів

| Країна | 1998 | 2003 | 2008 | 2013 | 2018 | 2019 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| Болгарія | 0,3 | 1,0 | 3,0 | 3,3 | 2,9 | 3,3 |
| Чеська Республіка | 4,0 | 1,9 | 2,4 | 1,7 | 2,6 | 2,9 |
| Польща | 1,0 | 0,9 | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 0,9 |
| Румунія | 2,0 | 1,3 | 2,6 | 1,0 | 1,2 | 1,6 |
| Угорщина | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 1,1 |
| Україна | 0,3 | 1,2 | 2,7 | 1,5 | 0,6 | 0,7 |

Джерело: World Bank (2021). *World Development Indicators*. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (дата звернення: 26.04.2021); IMF Data (2021). *General Government Debt*. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE (дата звернення: 26.04.2021).

Для оцінювання впливу екстракційності держави на банківське кредитування підприємств в Україні коефіцієнт витіснення COR (Crowding-out Ratio) порівню-

ється з часткою банківського кредиту в загальній заборгованості підприємств корпоративного сектору (рис. 1).

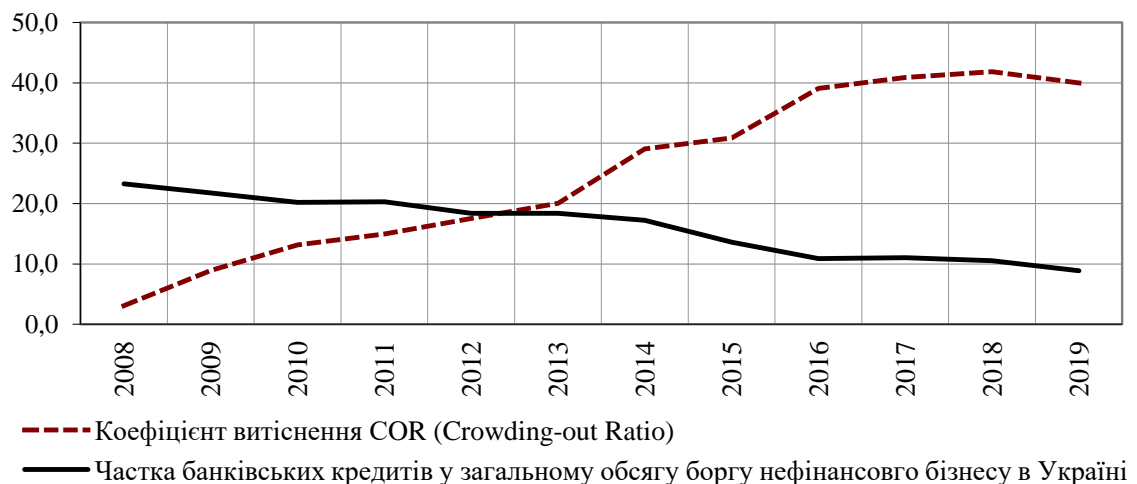


Рисунок 1 – Вплив ефекту витіснення на банківське кредитування бізнесу в Україні станом на кінець року (2008-2019 рр.), %

Джерело: складено за даними Держкомстату України та НБУ.

Існуючі диспропорції між наявними фінансовими ресурсами та попитом держави на фінансові ресурси (державний борг) свідчать про високу вірогідність потенційного витіснення з фінансового ринку нефі-

нансових корпорацій. На масштаби такого витіснення вказує показник виснаження банківської системи (рис. 2), яке полягає у поглинанні державою все більшої частки її фінансових ресурсів.

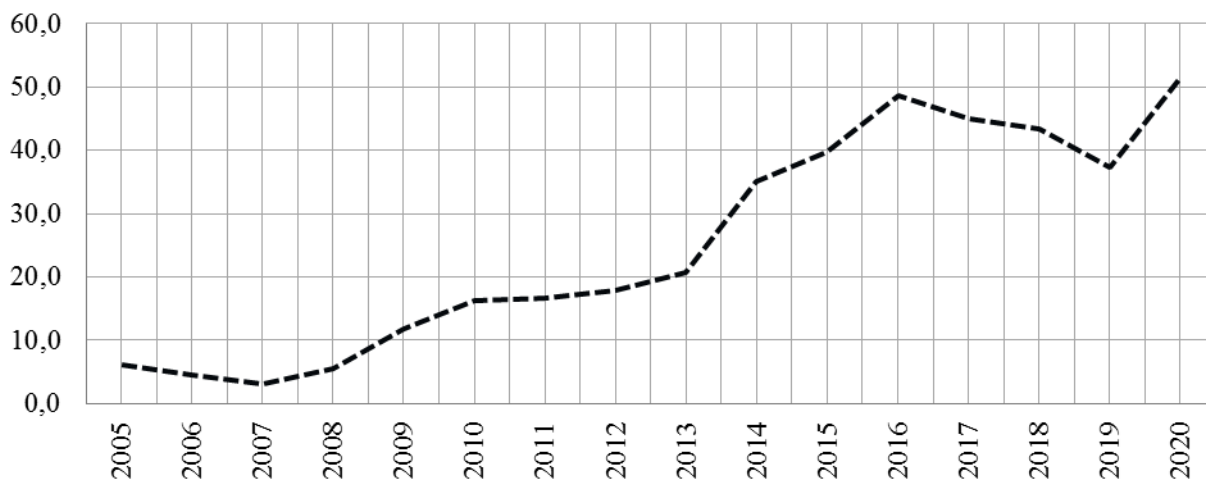


Рисунок 2 – Коефіцієнт виснаження банківської системи України (Bank System Exhausting Ratio), %

Джерело: НБУ (2021). Дані статистики фінансового сектору. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> (дата звернення: 26.04.2021).

Результати обчислення коефіцієнта BSER (Bank System Exhausting Ratio) показують прогресуюче виснаження банківської системи України: до 2008 р. держава поглинала менше 10% фінансових ресурсів банківської системи, що є нормальною пропорцією, необхідною для підтримки банками ліквідності. Упродовж 2009-2016 рр. частка, яку держава вилучала з банківської системи, постійно зростала і досягла 48,6% від загального обсягу ресурсів банківської системи. З 2017 по 2019 р. цей показник дещо знизився – до 37,3% завдяки збігу сприятливих тенденцій на фінансовому ринку (зростання грошової маси та скорочення ОВДП в активах банків). Також сприяли відновленню банківської системи окремі позитивні тенденції щодо «здешевлення» держави для суспільства (скорочення частки соціальних трансфертів і витрат загального уряду у ВВП).

Поступовий подальший вихід держави з внутрішнього фінансового ринку міг дати поштовх до його розвитку та сприяти відновленню ринкових механізмів трансформації заощаджень в інвестиції. Втім розгортання пандемії в 2020 р. спричинило різке зростання державного боргу і зупинило позитивну тенденцію. Масштаби за-

позичених на початок 2021 р. державою ресурсів є критично великими. Державою іммобілізовано в такий спосіб внутрішні фінансові ресурси в обсязі 952 млрд грн (22,7% ВВП 2020 р.). Отже, виснаження банківської системи у 2020 р. суттєво посилюється.

Ще більш несприятливою для підприємств з точки зору залучення капіталу є ситуація на фондовому ринку. Пандемія коронавірусу та локдаун вдарили по бізнесу більшості компаній, що негативно позначилося на доходах багатьох інвесторів. Проте фондові індекси за підсумками 2020 р. зросли, а багато компаній успішно залучили кошти і вийшли на біржі через IPO.

У Європі найбільше зростання емісійної активності у 2020 р. продемонстрували компанії із сектору виробництва споживчих товарів (залучили на 5,16 млрд євро більше, ніж у 2019 р.) та виробники сировини. Натомість скорочення обсягів залучення капіталу відбулося в секторах фінансових та споживчих послуг, промисловості та, як не дивно, ІТ, телекомунікацій і охорони здоров'я. Цілком можливо, що в компаній із сфери ІТ та охорони здоров'я було достатньо інших можливостей для залучення фінансових ресурсів і власної

прибутковості. Загалом дві третини європейського ринку IPO забезпечили у 2020 р. компанії-виробники споживчих товарів та надавачі фінансових і споживчих послуг.

У світі структура публічних залучень за секторами дещо інша: 28,0% – компанії, що надають фінансові та інвестиційні послуги (насамперед, трасти та спеціалізовані компанії у сфері M&A), 13,8% – фармацевтичний сектор та охорона здоров'я, 12,2% – виробники програмного забезпечення та IT-сервісів (<https://inventure.com.ua/analytics/we-invest-in-ukraine/mirovoj-gynok-ipo-v-2020-godu:-pandemiya-nipochem>). У 2020 р. суттєво зросли обсяги додаткових розміщень, наступних за первинними (Further Offer, FO, або follow-on offering, FPO). Зокрема, у Європі компаніями, які вже здійснили IPO на біржах, у 2020 р. було залучено 134,7 млрд євро (на 69% більше порівняно з 79,7 млрд євро у 2019 р.)¹.

Пандемія позначилася на динаміці залучення інвестицій через IPO. У березні-травні 2020 р. спостерігався спад обсягів IPO порівняно з 2019 р., проте уже в червні місячні обсяги залучення почали перевищувати показники попереднього року, а найбільші обсяги IPO припали на грудень 2020 р.

Відповідно до звіту PwC IPO Watch Europe 2020² європейський ринок IPO після гальмування у I півріччі 2020 р. значно активізувався наприкінці року та сягнув 20,3 млрд євро – це лише на 8% менше, ніж у 2019 р. Разом із тим суттєво зросла кількість випусків: у 2020 р. на європейських біржах відбулося 135 IPO, що на 27% більше порівняно з попереднім роком. Поза ЄС ситуація з публічними залученнями капіталу була значно кращою: глобальний ринок IPO у 2020 р. зріс на 66% (з 199,1 до 331,3 млрд дол.).

¹ PwC (2020). *IPO Watch Europe 2020*. URL: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2020-annual-review.pdf> (дата звернення: 26.04.2021).

² Там само.

Незважаючи на пандемічні реалії, 2020 р. оцінюється як найсильніший період річної активності починаючи з 1980-х років за динамікою в сегменті боргового фінансування. За даними *Global Debt Capital Markets Review*³, у 2020 р. обсяг залучень капіталу урядами, корпораціями та фінансовими інститутами на глобальному борговому ринку сягнув 10,2 трлн дол. і на 31% перевищив показники попереднього року. Так само рекордною у 2020 р. стала кількість розміщень облігацій, яка вперше перевищила 25 тис.

Обсяг корпоративних випусків облігацій склав 5,35 трлн дол. (+23% до 2019 р.), у тому числі висококласних корпоративних залучень інвестиційного рівня у 2020 р. відбулося на 4,8 трлн дол. (+22% до 2019 р.). Цьому сприяли дії центробанків світу з підтримки фінансових ринків та відповідне зменшення вартості залучень. Зростаючий попит на облігації відкрив доступ до ринку навіть емітентам із найнижчими кредитними рейтингами і компаніям, які постраждали від пандемії. Емітенти з рейтингами «сміттевого» рівня (категорії BB+ і нижче) розмістили у 2020 р. високодохідні облігації на суму 0,55 трлн дол., що на 34% більше, ніж роком раніше.

У галузевому розрізі лідирували емітенти із секторів IT, рітейлу, споживчих товарів.

Залучення корпоративних емітентів із країн, що розвиваються, склали 0,37 трлн дол., що на 6% більше, ніж рік тому, та є рекордним значенням за весь час, проте темпи зростання є нижчими за емісійну активність емітентів із розвинутих економік. Емітенти корпоративних боргів з Індії, Бразилії, Росії та Мексики забезпечили 45% емісійної діяльності в цьому сегменті.

Проміжні результати початку 2021 р. виглядають у цьому контексті достатньо суперечливими, але в цілому тривають по-

³ Refinitiv (2020). *Global Debt Capital Markets Review Full Year 2020*. URL: <https://www.refinitiv.com/en> (дата звернення: 26.04.2021).

дібні до 2020 р. тенденції: значний попит на високодохідні облігації, підвищена активність емітентів із розвинутих держав та секторів економіки, орієнтованих на технології та споживчий попит¹ (хоча аналітики Bank of America передбачають, що у 2021 р. активність на міжнародному ринку боргового капіталу знижуватиметься, зокрема чистий обсяг залучення коштів від розміщення облігацій компаніями з рейтингами інвестиційного рівня впаде на 76% – до найнижчих показників з 2002 р.)².

В Україні ж ситуація радикально інша (табл. 2). Протягом останніх років у структурі випусків акцій, зареєстрованих НКЦПФР, не менше 90% обсягу здійснюється з метою докапіталізації банків (у тому числі державних) та компаній державного сектору економіки (2020 р. – АТ «Магістральні газопроводи України», 2019 р. – ПрАТ «Національна енергетична компанія Укренерго», 2018 р. – ПАТ «Національна суспільна телерадіокомпанія України», 2017 р. – ПАТ «Українська залізниця», ПАТ «Укрпошта», ПАТ «Об'єднана гірничо-хімічна компанія», 2015 р. – ПАТ НАК «Нафтогаз України»). При цьому кількість навіть цих технічних випусків стабільно скорочується.

¹ За даними Refinitiv (Refinitiv (2021). *Global Debt Capital Markets Review First Quarter 2021*. URL: <https://www.refinitiv.com/en>), вже у I кварталі 2021 р. корпоративні залучення інвестиційного рівня (1,2 трлн дол.) скоротилися на 5% порівняно з I кварталом 2020 р. Натомість глобальний випуск високодохідних облігацій із невисокими рейтингами (0,2 трлн дол.) зріс на 83%, проте це стосувалося, перш за все, розвинутих ринків: у США та Великій Британії емісійна активність у цьому сегменті зростала в рази, однак у Китаї зменшилася на 20%. Загалом випуск корпоративних емітентів із країн, що розвиваються, зменшився на 9% (0,10 трлн дол.). У галузевому розрізі лідирували емітенти із секторів телекомунікацій, споживчих товарів та нерухомості.

² Финмаркет (2021). *Банкиры ожидают спада выпуска облигаций в мире в 2021 году после рекордного объёма размещений в прошлом*. URL: <http://www.finmarket.ru/news/5387670> (дата звернення: 26.04.2021).

Навіть якщо виокремити компанії нефінансового сектору, то частіше за все йдеться про перерозподіл активів у межах тих чи інших груп компаній. Наприклад, у 2019-2020 рр. одні з найбільших емісій у нефінансовому секторі здійснили компанії ПрАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика Рошен» та ПрАТ «Київська кондитерська фабрика Рошен».

Також слід підкреслити, що розміщення проводяться винятково поза біржами – хоча б тому, що законодавці вирішили, що на біржах треба розміщувати лише публічні випуски, а інвесторів щодо цього через достатньо складні реєстраційні процедури вкрай небагато. Отже, навряд чи ІРО ФК «Верес», яке вперше в історії України відбулося вже у 2021 р., принципово змінить ситуацію.

Зневіра бізнесу у можливості залучення кредитів на прийнятних умовах та фактична нерозвиненість національного фондового ринку спричинили перегляд моделей фінансування вбік поширення альтернативних (неринкових) форм та інструментів залучення капіталу. Основною формою фінансування бізнесу поступово стають кошти, залучені на умовах комерційного кредиту та позик від інших юридичних та фізичних осіб. На рис. 3 джерела позначені лінією «інші зобов'язання», що відображає їх частку у пасивах підприємств сектору нефінансових корпорацій.

Різновекторні тенденції інших зобов'язань і власного капіталу тривали впродовж 2000-2016 р., і лише з 2017 р. вирівнялися на критично високому та низькому рівнях. Критично високою є частка інших зобов'язань у фінансуванні бізнесу, яка на початок 2020 р. становила 66,6%. Це означає, що 2/3 активів нефінансового бізнесу в Україні фінансувалося за рахунок комерційного кредиту і непрозорих (схемних) каналів боргового фінансування. Склалася викривлена структура боргів підприємств, де домінують так звані «інші зобов'язання», медіанний рівень частки яких у сукупному борзі підприємств на мікрорівні протягом 2007-2019 рр. коливався в діапазоні 40-55%.

Таблиця 2 – Структура емісії акцій в Україні у 2015-2020 рр.

| Показник | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Кількість випусків | 158 | 128 | 118 | 93 | 78 | 62 |
| Загальний випуск акцій, млрд грн | 122,3 | 199,36 | 324,84 | 22,28 | 63,54 | 32,98 |
| Обсяг значущих випусків, млрд грн, усього | 99,86 | 194,12 | 319,14 | 20,83 | 59,99 | 27,16 |
| у т.ч. нефінансовий сектор | 3,35 | 3,75 | 5,81 | 0,53 | 2,45 | 2,60 |
| фінанси (банки та страховики) | 62,98 | 30,04 | 14,09 | 17,75 | 20,38 | 13,87 |
| державний сектор | 33,54 | 160,33 | 299,25 | 2,54 | 37,16 | 10,69 |
| у т.ч. державні банки | 3,84 | 160,33 | 60,90 | - | - | 6,84 |
| <i>Структура значущих за обсягом випусків, %</i> | | | | | | |
| нефінансовий сектор | 3 | 2 | 2 | 3 | 4 | 10 |
| фінанси (банки та страховики) | 63 | 15 | 4 | 85 | 34 | 51 |
| державний сектор | 34 | 83 | 94 | 12 | 62 | 39 |
| у т.ч. державні банки | 4 | 83 | 19 | 0 | 0 | 25 |

Джерело: річні звіти НКЦПФР (URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>), аналітичні дані НКЦПФР щодо розвитку фондового ринку (URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>).

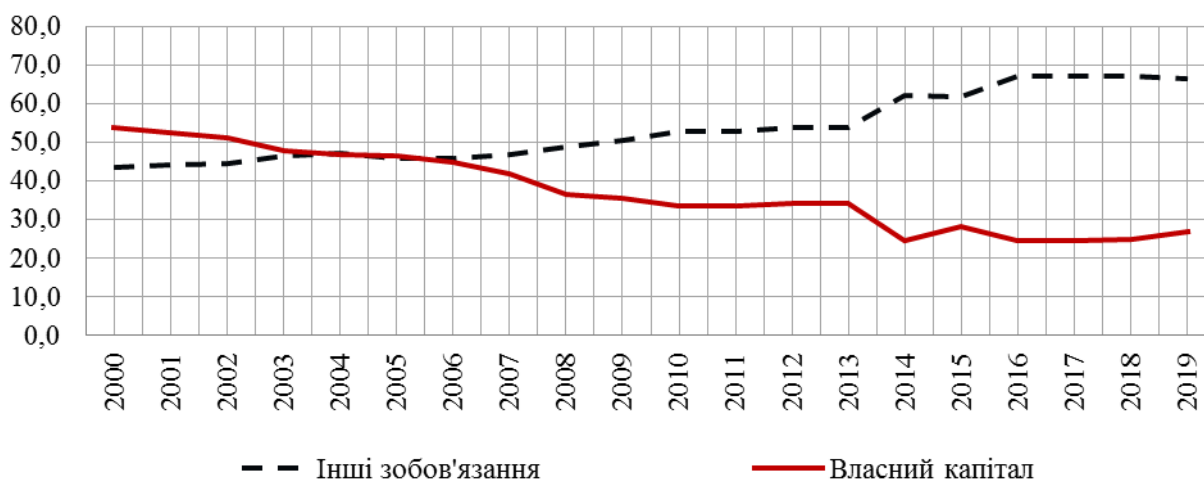


Рисунок 3 – Викривлена модель фінансування бізнесу в Україні, % від активів станом на кінець року

Джерело: складено за даними Держкомстату України.

У такій моделі тіньове фінансування відіграє значну, а подекуди і ключову роль у забезпеченні життєздатності бізнесу. У значній частині «інші зобов'язання» не пов'язані з операційною діяльністю підприємств і є формою вливання тіньового капіталу. Тому частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу постійно скорочується, адже її замінює квазіборговий капітал. З 2000 по 2019 р. частка власного капіталу у фінансуванні бізнесу на агрегованому рівні зменшилася удвічі з 53,9 до 26,9%.

Ретроспективний огляд тенденцій показника частки боргу у фінансуванні ак-

тивів дав змогу встановити негетерогенність розподілу ризиків між великим, середнім і малим бізнесом в Україні. Починаючи з 2014 р. намітилися різновекторні тенденції агрегованої боргової залежності великих, середніх та малих підприємств. Частка боргу у фінансуванні активів у групі великих підприємств протягом 2014-2019 рр. знизилася з 67 до 60%. Упродовж цього ж періоду частка боргового фінансування у групі середніх підприємств зростає з 67 до 81%, а в групі малих підприємств – з 80 до 81% (рис. 4).

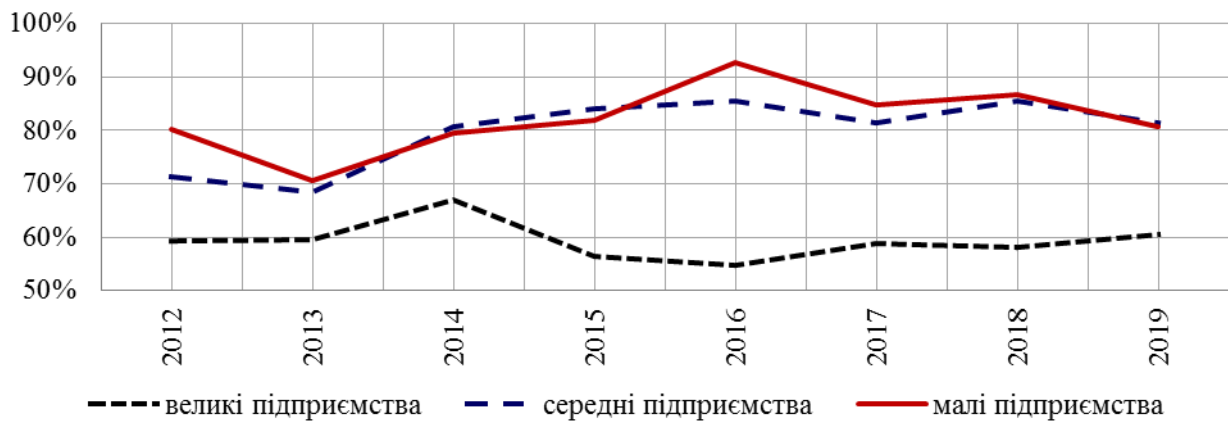


Рисунок 4 – Боргова залежність нефінансового бізнесу в розрізі розміру підприємств, % активів

Джерело: складено за даними Держкомстату України.

Подальша декомпозиція фінансових показників великого бізнесу на основі репрезентативної вибірки підприємств¹ вказує на те, що великий бізнес застосовує дзеркально протилежні (за формою) моделі фінансування:

більша частина підприємств застосовує захисні (консервативні) моделі фінансування. У такий спосіб великий бізнес уникає надмірної обтяженості боргами задля уникнення ризиків втрати ключових виробничих активів унаслідок рейдерства. Концептуально застосування таких моделей частково узгоджується з теорією ієрархії (pecking order theory), яка наголошує на пріоритетності внутрішніх джерел фінансування над зовнішніми. Аналіз фінансових показників по вибірці підприємств свідчить, що такі консервативні моделі застосовує переважна частина підконтрольних ФПГ підприємств (70%);

підприємства, які контролюються з офшорів (їх частка у вибірці зросла з 26% у 2006 р. до 31% у 2019 р.), мають значно вищу боргову залежність порівняно з іншими великими підприємствами (рис. 5)). Упродовж 2014-2019 р. частка боргу у їх фінан-

суванні зросла з помірних 56% до аномальних 114%, що є ознакою повної неплатоспроможності. Такі підприємства є генератором нестабільності у фінансовій системі України. У періоди фінансово-економічних криз саме в цьому сегменті бізнесу формується чітко виражений борговий навіс унаслідок як переоцінки квазіборгів в іноземній валюті, так і дефіциту ліквідності, спричиненого виведенням капіталу.

Основою моделей фінансування великого бізнесу є формування резервних запасів ліквідності в тіньовому секторі та в офшорних зонах, що є захистом від макрофінансових шоків та ризиків втрати коштів у банках України унаслідок цілком вірогідного чергового «очищення» банківської системи. Задля мінімізації ризиків бізнесом застосовуються захисні та квазіризикові моделі фінансування, які не передбачають залучення капіталу на фінансових ринках. Бізнес або свідомо не відповідає вимогам фінансового ринку, не плануючи мати справу із зовнішнім фінансуванням (квазіризикова модель), або свідомо уникає відносин із фінансовими інститутами для мінімізації ризиків (консервативна модель). Вливання капіталу у великий бізнес здійснюється з тіньового сектору й офшорів, забезпечуючи життєздатність підприємств. Отже, великий бізнес у відповідь на збільшення тягаря держави створює автономні, закриті цикли фінансування, ризики втрати капіталу у яких є мінімальними.

¹ Вибірка включає 250 великих і середніх підприємств різних видів економічної діяльності та сформована в рамках виконання НДР «Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України» (номер держреєстрації 0116U006810).

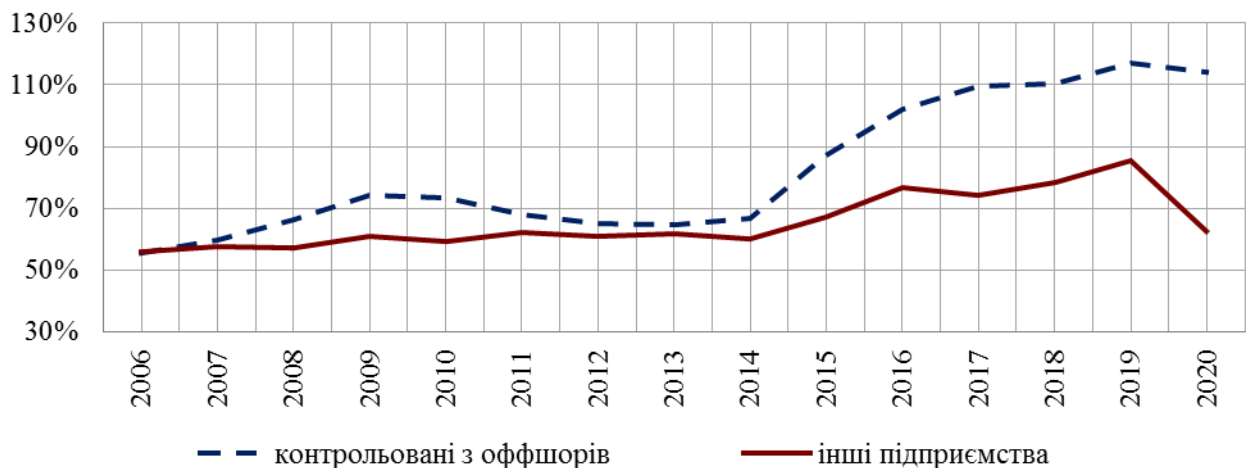


Рисунок 5 – Частка боргу у фінансуванні великого бізнесу, % активів на початок року
Джерело: вибірка на основі фінансових звітів підприємств.

Стрімке зростання боргів малого та середнього бізнесу у 2014-2019 рр. пояснюється як неможливістю їх погашення через об'єктивні причини, так і навмисним їх збільшенням. Об'єктивною причиною є те, що малий та середній бізнес більш вразливий до макрофінансових шоків і не здатен протистояти фіскальній експансії та повноцінно функціонувати в умовах «виснаження» банківської системи. Відповідно до емпіричних досліджень (Bolton, Freixas, 2006) у періоди кредитного стиснення першими доступ до банківського кредиту втрачають саме ці сегменти бізнесу. Дані твердження стосуються лише незалежного від бізнес-груп самостійного бізнесу, борги якого зростають унаслідок втрати частини продуктивного капіталу та джерел фінансування. Втім частина підприємств малого та середнього бізнесу є переобтяженим боргами лише формально. Ними застосовується квазіризикова модель фінансування, ознаками якої є, з одного боку, критично високий рівень боргової залежності, а з іншого – те, що ці борги у значній частині (за нашими оцінками – більше 50%) є квазі-боргами, які виникають у ланцюгах вливання тінювих капіталів в економіку. Малі підприємства є важливою ланкою кругообігу капіталу між легальним великим бізнесом і тінювим сектором («конвертаційні» центри) і використовуються як буфер для «відмивання» брудних грошей, через який здійснюється вилучення та повернення «надлишкового» капіталу у господарсь-

кий обіг. Саме так функціонує система фінансування бізнесу в Україні.

Адаптуючись до вкрай несприятливих фінансових умов, бізнес застосовує такі моделі фінансування, які є найменш вразливими до тих загроз, які існують. Ключовим елементом усіх моделей фінансування бізнесу, які було розглянуто, є акумуляція ліквідного капіталу у тінювому секторі, що розбалансовує фінансову систему країни і послаблює можливості впливу на інвестиційну активність через монетарні канали.

У замкнених циклах кругообігу капіталу в межах бізнес-груп надлишковий капітал акумулюється у тінювому секторі та офшорах, що не збільшує пропозицію ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку. Фактично має місце сегментація фінансової системи країни на легальну і тінюву, що створює штучний дефіцит капіталу на внутрішньому ринку і є причиною хронічно високого рівня процентних ставок. Отже, укорінення непрозорих практик фінансування бізнесу не сприяє економічному розвитку країни, позаяк фінансовий сектор відіграє маргінальну у роль у трансформації заощаджень в інвестиції.

Висновки. Інституціональний хаос і «дорога» держава в Україні є однією з причин занепаду фінансових ринків і домінування тінювих, архаїчних форм фінансування підприємств. Наразі країна потребує вивільнення фінансових ресурсів, іммобілізованих у фінансування державних боргів,

що дасть змогу збільшити пропозицію капіталу на внутрішньому ринку і створить платоспроможний попит на нього. Стратегічним завданням є формування цивілізованих, конкурентоспроможних моделей фінансування бізнесу на основі поступового послаблення негативного впливу держави на фінансову систему України. Оскільки руйнування фінансової системи в Україні тривало 15 років, швидких темпів її реанімації та поширення ринкових механізмів фінансування бізнесу не доводиться очікувати.

Міжнародні порівняння свідчать про те, що стратегічними цільовими орієнтирами для зниження негативного ефекту вказаних чинників мають бути:

поетапне скорочення витрат загального уряду на 5 в.п. з 40 до 35% ВВП, у тому числі скорочення кінцевого державного споживання на 3 в.п. – до 17% ВВП. Порівняно з існуючими наразі параметрами це дасть змогу вивільнити фінансові ресурси для бізнесу в розмірі 5% ВВП, що поступово збільшить пропозицію капіталу на внутрішньому ринку;

встановлення ліміту витрат загального уряду на фінансування соціальних трансфертів на рівні 15%, що відповідає параметрам інших постсоціалістичних країн; у межах цього завдання важливим є запровадження прозорих механізмів обчислення і виплат пенсій, припинення практик підвищення пенсійних виплат для здобуття голосів на демократичних виборах. Доречно закріпити параметр максимального обсягу соціальних трансфертів у фіскальних правилах;

поетапне зниження державного боргу до 30% ВВП, що дасть поштовх відродженню внутрішнього фінансового ринку. Завдання не є нереалістичним – це фактично буде поверненням до status quo 2003-2004 рр.

Критеріями успішності реалізації такої ліберальної стратегії буде звільнення фінансової системи від тягаря держави, проявами чого має бути зниження частки ресурсів банківської системи, вкладених у державні борги до 10%, та відновлення функціональної спроможності фінансової сис-

теми країни, проявом якого має бути зростання коефіцієнта абсорбційної спроможності фінансової системи до рівня вишого за одиницю. Вказані індикатори будуть корисними для моніторингу й оцінки результативності реалізації цієї стратегії.

Оскільки, як доведено вище, небажання бізнесу збільшувати власний капітал є реакцією переважно на інституціональні чинники, подальші наукові розробки в цьому напрямі слід здійснювати, насамперед, щодо виведення капіталу в тіньовий сектор і прогресуючої «офшоризації» фінансових відносин.

Література

- Вишне夫斯基 В. П., Шелудько Н. М. (2017). Глобальная финансовая нестабильность как "новая нормальность": истоки, вызовы, перспективы. *Terra Economicus*. Т. 15. № 3. С. 32-55. DOI: <https://doi.org/10.23683/2073-6606-2017-15-3-32-55>
- Зимовець В. В., Даниленко А. І., Терещенко О.О. та ін. (2019). *Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України* / за ред. В.В. Зимовця; Київ: ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 306 с.
- Зимовець В. В., Шелудько Н. М. (2017). Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція у реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. № 3 (79). С. 82-95. DOI: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082>
- Кирдина С. Г. (2013). Институциональные модели финансирования реального сектора. *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2(18). С. 129-155.
- Bedianashvili G., Ivanov Yu. B., Paientko T. V. (2019). Tax Reforms in Ukraine and Georgia: Changing Priorities. *Journal of Tax Reform*. Vol. 5(2). P. 107-128. DOI: <https://doi.org/10.15826/jtr.2019.5.2.063>
- Bolton P., Freixas X. (2006) Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism. *The Review of Financial Studies*. Vol. 19 (3). P. 829-870. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl002>
- Vishnevskiy V.P., Chekina V.D. (2014). Strategic directions of tax policy of Ukraine in the sphere of industrial development regu-

lation. *Економіка промисловості*. № 1 (65). С. 17-31.

References

- Vishnevskiy, V.P., & Sheludko, N.M. Global financial instability as a «new normality»: origins, challenges, prospects. *Terra Economicus*, 15 (3), pp. 32-55. DOI: <https://doi.org/10.23683/2073-6606-2017-15-3-32-55>
- Zymovets, V., & Shelud'ko, N. (2017). Debt burden and investment disfunction in real sector of Ukraine. *Econ. promisl.*, 1 (65), pp. 82-95. DOI: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082> [in Ukrainian].
- Zymovets, V., Danylenko A., & Terechenko O. and oths. (2019). *Corporate finances in Ukraine*. In V.V. Zymovets (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine. 306 pp. [in Ukrainian].
- Kirdina, S.G. (2013). Institutional Models of Real Sector Financing. *New Economic Associations' Journal*, 2(18), pp. 129-155 [in Russian].
- Bedianashvili, G., Ivanov, Yu. B., & Paientko, T. V. (2019). Tax Reforms in Ukraine and Georgia: Changing Priorities. *Journal of Tax Reform*, 5(2), pp. 107-128. DOI: <https://doi.org/10.15826/jtr.2019.5.2.063>
- Bolton, P., & Freixas, X. (2006) Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism. *The Review of Financial Studies*, 19 (3), pp. 829-870. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl002>
- Vishnevskiy, V. P., & Chekina, V. D. (2014). Strategic directions of tax policy of Ukraine in the sphere of industrial development regulation. *Econ. promisl.*, 1 (65), pp. 17-31.

Владислав Викторович Зимовец,

д-р экон. наук, старший научный сотрудник

E-mail: zymovets_vlad@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0002-7669-6601>;

Наталья Михайловна Шелудько,

д-р экон. наук, профессор

ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»

ул. Панаса Мирного, 26, г. Киев, 01011, Украина

E-mail: n.sheludko@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>;

Станислав Евгеньевич Шишков,

канд. экон. наук

директор ЧАО «Фондовая биржа «Перспектива»»

ул. Воскресенская, 30, г. Днепр, 49000, Украина

E-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

<https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ БАРЬЕРЫ «НОРМАЛИЗАЦИИ» МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В УКРАИНЕ

Условия привлечения и доступность капитала для финансирования бизнеса чрезвычайно важны для экономического развития страны и особенно актуальны для стран с низкой нормой накопления капитала.

Проанализировано, каким образом институциональная среда и макрофинансовые диспропорции влияют на условия и способы привлечения бизнесом капитала в Украине. Для оценки такого влияния рассчитано соотношение предложения ликвидных средств на финансовом рынке (денежная масса М3) и спроса на них со стороны правительства (государственный долг), которое на протяжении 2008-2019 гг. снизилось с 2,7 до 0,7, что является беспрецедентно низким уровнем и повлекло за собой сокращение банковского кредитования бизнеса.

Для оценки уровня истощения банковской системы рассчитан показатель BSER (доля активов банков, иммобилизованная в инструменты государственного долга). Рост показателя с 5,6% в 2008 г. до 51,5% в 2020 г. свидетельствует о прогрессирующем истощении банковской системы вследствие реаллокации активов банков в финансирование государственного долга. Анализ тенденции привлечения бизнесом капитала на фондовом рынке путем размещения акций показал, что количество выпусков и их объемы в течение 2015-2020 гг. существенно сократились, а около 90% объема осуществляется с целью докапитализации банков (в том числе государственных) и предприятий государственного сектора экономики.

Подтверждена гипотеза о том, что идентифицированные неблагоприятные макрофинансовые и институциональные факторы (эффект вытеснения, высокий валютный риск, незащищенность прав собственности, практика рейдерства, продолжительность судебных процедур и др.) поспособствовали активизации в Украине непрозрачных практик финансирования бизнеса и сегментации финансовой системы Украины.

Доказано, что аккумуляция значительной части ликвидных средств в теневом сегменте создает искусственный дефицит капитала на рынке и не способствует межотраслевой мобильности капитала, тормозит экономическое развитие страны. Для решения этой проблемы предложена стратегия восстановления функциональной способности финансовой системы путем поэтапного снижения доли ресурсов банковской системы, вложенных в государственные долги, до 10%.

Для углубления аналитического обоснования полученных результатов в дальнейших исследованиях особое внимание целесообразно обратить на моделирование и прогнозирование влияния макрофинансовых и институциональных факторов на выбор инструментов и каналов финансирования бизнеса.

Ключевые слова: капитал, финансовый сектор, фондовый рынок, банковская система, промышленные предприятия, модели финансирования бизнеса, функциональная способность финансовой системы.

JEL: O31, O38, R10, F60

Vladislav V. Zymovets,

Doctor in Economics, Senior Researcher

E-mail: zymovets_vlad@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0002-7669-6601>;

Nataliia M. Sheludko,

Doctor in Economics, professor

State Institution "Institute of Economics and Forecasting
of the National Academy of Sciences of Ukraine"

26 Panasa Myrnogo Street, Kyiv, 01011, Ukraine

E-mail: n.sheludko@ukr.net

<https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>;

Stanislav Ye. Shyshkov,

PhD in Economics

Director of PJSC "Perspektiva Stock Exchange"

30 Voskresenska Street, Dnipro, 49000, Ukraine

E-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

<https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

MACROECONOMIC AND INSTITUTIONAL BARRIERS OF "NORMALIZATION" OF AN ENTERPRISE'S FINANCING MODELS IN UKRAINE

The conditions for raising capital and the availability of capital to finance business are important for the economic development of the country. They are especially relevant for countries with low capital accumulation.

The article considers how the institutional environment and macro financial imbalances affect the conditions and ways of attracting capital by business structures in Ukraine. To assess this impact, the ratio of the supply of current assets in the financial market (money supply M3) and the demand of the state for them (public debt), which during 2008-2019 decreased from 2.7 to 0.7. That is unprecedentedly low level and is the reason for the reduction of bank lending to businesses.

To assess the level of depletion of the banking system, the BSER indicator (the share of bank assets that is immobilized to finance public debt) was calculated. The growth of the indicator from 5.6% in 2008 to 51.5% in 2020 indicates a progressive depletion of the banking system due to the reallocation of banks' assets to finance public debt. Analysis of the trend of fund raising by business in the stock market by placing shares showed that the number of issues and their volumes during 2015-2020 decreased significantly, and not less than 90% of the volume is carried out to recapitalize banks (including state) and state enterprises sector of the economy.

The hypothesis that the identified unfavourable macro financial and institutional factors (crowding out effect, high currency risk, insecurity of property rights, raiding activity, length of court proceedings, etc.) led to the spread of non-transparent business financing practices in Ukraine and segmentation of Ukraine was confirmed.

It is proved that the accumulation of a significant part of current assets in the shadow segment creates an artificial deficit of capital in the market and does not contribute to intersectoral mobility of capital, which inhibits the economic development of the country. To solve this problem, a strategy was proposed to restore the functional capacity of the country's financial system by gradually reducing the share of banking system resources invested in public debt to 10%.

To deepen the analytical justification of the results obtained in further research, it is advisable to pay special attention to modelling and forecasting the impact of macro financial and institutional factors on the choice of instruments and channels of business financing.

Keywords: capital, financial sector, stock market, banking system, industrial enterprises, business financing models, financial system functionality.

JEL: O31, O38, R10, F60

Формат цитування:

Зимовець В. В., Шелудько Н. М., Шишков С. Є. (2021). Макроекономічні та інституційні бар'єри «нормалізації» моделей фінансування підприємств в Україні. *Економіка промисловості*. № 2 (94). С. 45-58. DOI: <http://doi.org/10.15407/econindustry2021.02.045>

Zymovets, V. V., Sheludko, N. M., & Shyshkov, S. Ye. (2021). Macroeconomic and institutional barriers of "normalization" of an enterprise's financing models in Ukraine. *Econ. promisl.*, 2 (94), pp. 45-58. DOI: <http://doi.org/10.15407/econindustry2021.02.045>

Надійшла до редакції 05.05.2021 р.