

М. В. Стецько

**ЗАЛЕЖНІСТЬ ЦІНИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ
КОРПОРАТИВНИМ СЕКТОРОМ ЕКОНОМІКИ
ВІД КРЕДИТНИХ РЕЙТИНГІВ КРАЇНИ**

У статті розглянуто актуальні питання, пов'язані із впливом низьких кредитних рейтингів України на можливості залучення капіталу корпоративним сектором економіки та на його ціну. З'ясовано, що низькі рейтинги країни та високі премії за ризики, які очікуються капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу з реального сектору економіки до спекулятивного. Доведено, що суверенні рейтинги (через величину премії за ризик вкладень у країну) відбиваються на рівні локальних процентних ставок, а отже, визначають витрати на капітал для корпоративного сектору. Премія за ризик країни безпосередньо впливає на величину безризикової (базової) ставки процента, а також на середню доходність на конкретному локальному ринку. Обґрунтовано, що, змінивши параметри, котрі визначають рейтинг країни, можна зменшити її премію за ризик і, відповідно, рівень локальних процентних ставок. Підкреслено, що заходів впливу на параметри, котрі визначають рейтинг країни, доцільно вживати з боку як державних органів, так і менеджменту корпоративних підприємств. Реформи на рівні держави повинні бути зосереджені на нейтралізації макроекономічних ризиків, зокрема на поліпшенні інвестиційного клімату в країні, стабілізації макроекономічних показників. На рівні корпоративного сектору потрібно імплементувати інструменти, спрямовані на забезпечення виконання корпоративними фінансами вартісноформуючої та інформаційної функцій. До таких інструментів віднесено: фінансовий контролінг, вартісноорієнтоване управління, фінансову комунікацію, сучасні методи управління ризиками.

Ключові слова: кредитний (суверенний) рейтинг, ризик країни, витрати на капітал, ризики, процентні ставки, корпоративний сектор.

Табл. 1. Літ. 17.

Н. В. Стецько

**ЗАВИСИМОСТЬ ЦЕНЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА
КОРПОРАТИВНЫМ СЕКТОРОМ ЭКОНОМИКИ
ОТ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ СТРАНЫ**

В статье рассмотрены актуальные вопросы, связанные с влиянием низких кредитных рейтингов Украины на возможности привлечения капитала корпоративным сектором экономики и на его цену. Выяснено, что низкие рейтинги страны и высокие премии за риски, ожидаемые капиталоделателями, обуславливают вытеснение капитала из реального сектора экономики в спекулятивный. Доказано, что суверенные рейтинги (из-за величины премии за риск вложений в страну) отражаются на уровне локальных процентных ставок, а значит, определяют расходы на капитал для корпоративного сектора. Премия за риск страны непосредственно влияет на величину безрисковой (базовой) ставки процента, а также на среднюю доходность на конкретном локальном рынке. Обосновано, что, изменив параметры, определяющие рейтинг страны, можно уменьшить ее премию за риск и, соответственно, уровень локальных процентных ставок. Подчеркнуто, что меры воздействия на параметры, определяющие рейтинг страны, целесообразно принимать со стороны как государственных органов, так и менеджмента корпоративных предприятий. Реформы на уровне государства должны быть сосредоточены на нейтрализации макроекономических рисков, в частности на улучшении инвестиционного климата в стране, стабилизации макроекономических показателей. На уровне корпоративного сектора нужно имплементировать инструменты, направленные на

© Стецько М. В., 2015

обеспечение выполнения корпоративными финансами стоимостноформирующей и информационной функций. К таким инструментам отнесены: финансовый контроллинг, стоимостно-ориентированное управление, финансовая коммуникация, современные методы управления рисками.

Ключевые слова: кредитный (суверенный) рейтинг, риск страны, расходы на капитал, риски, процентные ставки, корпоративный сектор.

Mykola Stetsko

RELIANCE OF CORPORATE CAPITAL INVESTMENT INTEREST UPON SOVEREIGN CREDIT RATING

The article deals with the comprehensive research of influence of low national rating upon corporate investments and their interests. The author has indicated that low national rating and high risk bonuses assume capital outflow from industry into stock market. It is proved that sovereign ratings (due to investment risk bonuses) impact the local interest rates and, hence, determine corporate capital expenditures. National risk bonus impacts directly basic interest rate as well as average local market revenues. It is proved that one can decrease national risk bonus i.e. local interest rates with determining the ratios influencing the calculation of national rating. The article concentrates on the fact that governmental institutions and corporate authorities have to influence upon parameters defining national investment rating. Governmental reforms must focus on neutralization of macroeconomic risks and particularly on improvement of national investment climate as well as stabilization of macroeconomic indicators. The pricing and informative instruments for corporate finance have to be applied on the corporate level. These instruments are associated with finance controlling, value-oriented management, financial communication, and modern risk management.

Keywords: credit (sovereign) rating, country risk, cost of capital, risks, interest rates, corporate sector.

JEL classification: G30, G32.

Із загостренням фінансово-економічної й політичної кризи в Україні актуалізується дослідження проблематики впливу зниження суверенних кредитно-інвестиційних рейтингів країни на діяльність корпоративного сектору економіки. Питання оцінки наслідків погіршення таких рейтингів для ділової активності в країні доцільно розглядати у двох площинах: з одного боку, воно свідчить про зниження інвестиційної привабливості ведення бізнесу на її теренах із точки зору як вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів; з другого — про високі ризики фінансування, що зумовлює істотне зростання ціни залучення фінансових ресурсів для суб'єктів господарювання.

У разі присвоєння країні рейтингів спекулятивного рівня переважна частина капіталу перетікає в спекулятивні операції короткострокового характеру. Найбільшим негативним наслідком такої ситуації є те, що капіталодавцям стає не вигідно на тривалий час вкладати кошти в реальний сектор економіки. Тому капітал у ньому не затримується, а заходить лише до тих секторів, де можна генерувати максимальну рентабельність під впливом фактора волатильності.

У науково-практичній літературі можна знайти численні теоретико-методичні дослідження взаємозв'язків ризиків і ціни залучення капіталу. Найвідомішими в цьому контексті є розробки Р. Брейлі, А. Дамодарана, Т. Коллера, Т. Коупленда,

С. Майерса, Дж. Мурріна, Л. Свенсона, П. Фернандеса [1—5]. Серед вітчизняних фахівців, котрі вивчають питання розрахунку ставки дисконтування і кредитних рейтингів, варто назвати В. Корнеєва та О. Терещенка [6—8].

Аналіз наукових праць за відповідною проблематикою показав, що їх автори фокусують свою увагу здебільшого на питаннях розрахунку витрат на капітал для підприємств, чії корпоративні права мають обіг на фондовому ринку. Водночас поза увагою дослідників залишається комплекс проблем, пов'язаних із оцінкою витрат на капітал підприємств, які функціонують в умовах тотальної макро- й мікроекономічної кризи, за відсутності ефективного фондового ринку та суверенних рейтингів не просто спекулятивного, а переддефолтного рівня. Саме в такій ситуації протягом 2014—2015 рр. перебуває вітчизняний корпоративний сектор.

Метою статті є дослідження впливу низьких кредитно-інвестиційних рейтингів України на витрати підприємств на залучення фінансових ресурсів, а також обґрунтування рекомендацій щодо можливостей зниження ризиків фінансування корпоративного сектору та зменшення ціни залучення капіталу.

Моніторинг зміни суверенних рейтингів України та її боргових зобов'язань упродовж минулого й поточного років свідчить про їх катастрофічне погіршення:

- 28 січня 2014 р. рейтингове агентство “Standard & Poor’s” (далі — S&P) знизило рейтинг нашої держави в іноземній валюті до “CCC+/C” із “B-/B”;
- 31 січня 2014 р. рейтингове агентство “Moody’s Investors Service” (далі — Moody’s) погіршило рейтинг єврооблігацій України до рівня “Caa2” з “Caa1” із негативним прогнозом;
- У квітні 2014 р. Moody’s знизило рейтинг нашої держави до “Caa3”;
- У грудні 2014 р. — S&P погіршило довгостроковий рейтинг України у валютних зобов'язаннях до рівня “CCC-” із “CCC”, присвоївши рейтингу негативний прогноз;
- 13 лютого 2015 р. рейтингова агенція “Fitch” знизила довгостроковий рейтинг нашої держави в іноземній валюті з рівня “CCC” до “CC”;
- 25 березня 2015 р. Moody’s погіршило суверенний кредитний рейтинг України з “Caa3” до “Ca” з негативним прогнозом;
- 10 квітня 2015 р. S&P знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг нашої держави в іноземній валюті до “CC” із “CCC-”.

Огляд динаміки суверенних (кредитних) рейтингів України вказує на те, що країна перебуває в переддефолтному стані. Отже, інвестиційне середовище характеризується максимальним рівнем ризиковості. Рейтинг “Ca” (Moody’s) означає не просто спекулятивний, а надвисокий спекулятивний рівень із високою ймовірністю дефолту. Станом на кінець I кв. 2015 р. це найнижчий рейтинг серед майже 140 країн, оцінюваних названим рейтинговим агентством. Зазначений рейтинговий клас сигналізує, що у зв'язку з комплексом

несприятливих чинників інвестори, які вкладають кошти в Україну, ризикують зазнати збитків. Серед причин високого ризику вкладень аналітики Moody's виокремлюють серйозні геополітичні ризики, а також імовірність великих збитків зовнішніх приватних кредиторів через плани уряду реструктурувати єврооблігації. Негативний прогноз відображає очікування Moody's, що рівень зовнішнього й державного боргу залишатиметься дуже високим, незважаючи на реструктуризацію боргу та передбачені реформи. Підкреслюється: навіть якщо масштабні реформи будуть успішними, ризики, пов'язані із зовнішнім боргом країни, залишаться чималими [9].

Відповідно до звіту S&P, на початку квітня 2015 р. рейтинг нашої держави знижено до переддефолтного стану у зв'язку із заявленими планами уряду щодо реструктуризації зовнішнього боргу. Причому негативний прогноз відображає погіршення макроекономічних умов та посилення тиску на фінансовий сектор, а також вказує на те, що дефолт країни за зобов'язаннями в іноземній валюті практично неминучий. Агентство зауважує, що проблеми у фінансовому секторі та нестабільність обмінного курсу визначаються здебільшого зовнішніми, не контрольованими українським урядом факторами, до яких належать торговельні обмеження, військовий конфлікт на Сході країни, боргове навантаження. Усе це підриває торгівлю та довіру учасників ринку [10].

Висока ризиковість, мікро- й макроекономічна невизначеність, обмежені можливості впливу держави на економічні процеси в країні та на учасників ринку створюють ідеальне середовище для руху спекулятивного капіталу. Загалом останній зорієнтований на отримання надприбутків унаслідок волатильності цін на активи. За визначенням В. Корнеєва, фінансові спекуляції є засобом одержання прибутку за рахунок різниць цінних коливань вартості фінансових і матеріальних активів без утворення доданої вартості в їх кругообігу. Природа спекулятивних угод пояснюється орієнтацією на ситуативний зиск від цінних коливань вартості активів у поєднанні з надмірною диспропорційністю обсягів та швидкості обігу фінансового й реального капіталів [6, с. 26]. Ефект витіснення капіталу з виробничої сфери в царину спекулятивних операцій можна логічно пояснити надвисокими ризиками на відповідному локальному ринку. За такої ситуації капіталодавці прийматимуть рішення щодо вкладення коштів лише за умови отримання надприбутків. Таким чином, маємо замкнене коло: високі ризики та нестабільність стимулюють витіснення капіталу в спекулятивні операції, у свою чергу, зростання спекулятивного сектору чинить додатковий тиск на економіку, що призводить до поглиблення кризових процесів.

Безперечно, очікувана норма прибутку на вкладений у ризикове середовище капітал має компенсувати ризики. Водночас у разі переддефолтного суверенного рейтингу країни кількісні оцінки ризиків вимагатимуть премію

за ризик, розмір якої буде набагато більшим, ніж зможе забезпечити реальний сектор економіки. Отже, перед інвесторами постає дилема: вивести капітал із сектору, котрий не забезпечує норму прибутку, що відповідає премії за ризик, або зазнати економічних збитків у вигляді різниці між очікуваною премією за ризик та фактичними фінансовими результатами. Дослідимо причинно-наслідкові взаємозв'язки ризиків, суверенних рейтингів, процентних ставок і міграції капіталу з реального сектору до спекулятивного.

Згідно з традиційним підходом, очікувана норма дохідності на вкладений у підприємство капітал залежить від безризикової (базової) ставки процента, середньої по ринку премії за ризик та систематичного ризику вкладень у конкретний актив (бета-фактор). Оскільки підприємства для фінансування своєї діяльності використовують як власний, так і позичений капітал, для визначення загальної ціни капіталу розраховують середньозважену ставку витрат на капітал (WACC). Зазначені процентні ставки слугують базою для обчислення ставки дисконтування, котра є важливим розрахунковим параметром для оцінювання ефективності інвестицій, визначення справедливої вартості активів та оцінки вартості бізнесу.

Суверенні рейтинги країни безпосередньо впливають як на локальну безризикову процентну ставку, так і на середню по локальному ринку норму дохідності. Причому в різних державах фінансова криза може неоднаково впливати на процентні ставки. За результатами досліджень KPMG¹, у розвинутих країнах у період фінансової кризи спостерігається тенденція збільшення ринкової премії за ризик (MRP). Водночас безризикова (базова) ставка дохідності дещо зменшується [11]. Натомість для держав із низькими рейтингами характерне істотне зростання останньої. Загалом безризиковим фінансовим інструментам властива відсутність ризиків дефолту, валютних ризиків та будь-яких інших загроз зазнання капіталодавцем збитків. Оскільки таких інструментів у природі не існує, на практиці використовують дохідність за "квазі-безризиковими" вкладеннями, до яких здебільшого відносять вкладення в державні боргові зобов'язання. Слід розуміти, що безризикова ставка дохідності не означає просту фіксацію поточної ставки дохідності за державними облігаціями. Для цього застосовують складний комплекс розрахунків, що передбачають згладжування ставок та аналіз кривої структури процентних ставок за певний період. Одним із способів визначення безризикової ставки дохідності в країнах із розвинутим фондовим ринком є використання методу Свенсона, котрий враховує складні взаємозв'язки між спотовою ставкою та періодом обігу фінансових інструментів [4]. Цей метод широко застосовується центральними банками багатьох країн для встановлення базової процентної ставки, однак через брак

¹ KPMG — міжнародна консалтингова фірма, в офісах якої у 155 країнах світу працює понад 155 тис. професіоналів. Аббревіатура KPMG складена з початкових літер імен засновників компанії.

достовірної інформації для визначення локальної безризикової ставки для України на сьогодні цей метод є неприйнятним.

Вплив суверенних рейтингів країни на безризикову процентну ставку здійснюється через так звану премію за ризик країни (country risk premium, CRP). Так, дохідність державних зобов'язань країн із ринком, що розвивається, складається з двох компонентів: глобальної безризикової ставки та премії за ризик країни. У випадку переддефолтних рейтингів держави емітовані нею безризикові фінансові інструменти практично відсутні, оскільки премія за ризик країни є надвисокою. Отже, базова ставка процента може зрости до рівня, котрий перевищує дохідність за деякими корпоративними цінними паперами. Підтвердженням цієї тези може слугувати динаміка облікової ставки Національного банку України, яка протягом 2014—2015 рр. переглядалася п'ять разів та зросла більш ніж у 4,6 раза. Станом на квітень 2015 р. облікову ставку, що є базовою процентною ставкою щодо інших процентних ставок НБУ та орієнтиром ціни на гроші, а в окремих випадках — для безризикової ставки, підвищено до 30 % [12]. Для порівняння: в зоні євро базова процентна ставка в період боргової кризи 2009—2011 рр. досягла свого історичного мінімуму на той час — 0,12 %. Водночас із 1 січня 2013 р. Європейський центральний банк запровадив встановлення від'ємної облікової процентної ставки, яка починаючи з 2015 р. становить $-0,83\%$. У США облікова процентна ставка починаючи з кінця 2008 р. також перебуває на історичному мінімумі ($0,25\%$) [13].

Кадастрофічна ситуація із суверенними рейтингами та процентними ставками в Україні зумовлена наявністю повного набору описаних Т. Коуплендом, Т. Коллером та Дж. Мурріном ризиків, притаманних ринкам, що розвиваються (emerging market). Це висока інфляція, макроекономічна нестабільність, посилений державний контроль капіталу, політичні ризики, загроза військових конфліктів і громадянських заворушень, зміни в державному регулюванні, низька культура договірних відносин, слабкий рівень захисту інвесторів, корупція [3, с. 427]. Зрозуміло, що за таких обставин розрахунок об'єктивної локальної безризикової ставки втрачає сенс. Як зазначає О. Терещенко, одним із шляхів розв'язання цієї проблеми є використання в процесі обчислення витрат на капітал так званої глобальної безризикової ставки [7, с. 170]. За різними оцінками, її величина коливається від 3 до 4 %. Застосування цієї ставки дає змогу уникнути поширеного в теорії та практиці недоліку — подвійного врахування ризику країни при оцінці витрат на капітал, котрий інвестується на локальному ринку (ринкова премія за ризик включає глобальну премію за ризик для розвинутих країн і додаткову премію за ризик країни) [8, с. 85, 86]. Разом із тим глобальна безризикова ставка розв'язує проблему браку інформаційного й методичного забезпечення розрахунку базових процентних ставок для держав із ринком, що розвивається, та перебувають у гострій фазі фінансової кризи.

Ще одним важливим параметром визначення витрат на капітал, котрий істотно залежить від суверенного рейтингу країни, є середня по ринку ставка дохідності. Зрозуміло, що високі ризики безпосередньо впливають на очікувану капіталодавцями премію за ризик. Середня премія за ризик складається з премії за ризик на розвинутих ринках (глобальна премія за ризик) та премії за ризик вкладень у конкретну країну. Як уже зазначалося, другий компонент є максимально чутливим до рівня суверенних рейтингів. У таблиці показано залежність середньої по локальному ринку премії за ризик та премії за ризик країни.

Таблиця. Залежність премії за ризик інвестування в країні від суверенного кредитного рейтингу України, 2001—2015 рр.

Рік	Рейтинг (Moody's)	Спред дефолту, б. п.	Ринкова премія за ризик, %	Премія за ризик вкладень на розвинутих ринках, %	Премія за ризик країни (Україна), %
2001	Сaa1	750	13,01	5,51	7,50
2002	Сaa1	750	13,01	5,51	7,50
2003	B2	750	15,76	4,51	11,25
2004	B1	450	11,57	4,82	6,75
2005	B1	450	11,59	4,84	6,75
2006	B1	400	10,80	4,80	6,0
2007	B1	350	10,16	4,91	5,25
2008	B1	350	10,04	4,79	5,25
2009	B1	650	14,75	5,0	9,75
2010	B2	550	12,75	4,50	8,25
2011	B2	500	12,50	5,0	7,50
2012	B2	500	13,50	6,0	7,50
2013	B3	600	14,80	5,80	9,0
2014	Сaa1, Сaa2, Сaa3	750	16,25	5,0	11,25
2015	Сaa3, Сa	1 000	20,75	5,75	15,0

Джерело: розраховано на основі даних на початок відповідного року за інформаційною базою А. Дамодарана (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Як видно з таблиці, на початок 2015 р. рейтинги України впали до історичного мінімуму, відповідно, премія за ризик досягла максимального розміру — 15 %. Із урахуванням премії за ризик для країн із розвинутим фондовим ринком та мінімальним ризиком дефолту (рейтинг “Аaa”) ринкова премія за ризик вкладення коштів в Україні стала дорівнювати 20,75 %. Варто зауважити, що наведені значення премії за ризик оцінені в доларах США. Якщо їх трансформувати в гривневий еквівалент (із поправкою на рівень інфляції в Україні та США), то отримаємо ще вищі значення премії за ризик.

Окрім цього, калькуляція раціонального інвестора враховує безризикову ставку процента й ризики вкладень у конкретний актив (підприємство). Приміром, якщо глобальна безризикова ставка дорівнює 3,5 %, а систематичні ризики вкладень (бета-фактор) у підприємство як актив — 1,5, то в разі

використання моделі CAPM норма дохідності, котра компенсуватиме загальні ризики інвестора, становитиме 34,6 % у доларах США. Зрозуміло, що дохідність у гривневому еквіваленті залежить від рівня інфляції в Україні, а отже, значно перевищує її наведену норму. Так, якщо в березні 2015 р. порівняно з цим самим періодом минулого року інфляція в Україні становила 45,8 %, а в США — близько 1,5 %, то в результаті трансформації процентних ставок із урахуванням рівня інфляції одержимо необхідну ставку дохідності на рівні 64 % у гривнях.

За високих ризиків і, відповідно, надмірної ставки дисконтування більшість інвестиційних проектів щодо вкладень у реальний сектор економіки стають не вигідними. Ще одним негативним наслідком високих ризиків та низьких суверенних рейтингів є зниження вартості активів, що знаходяться в країні, зокрема справедливої вартості окремих активів, котрі перебувають на балансі підприємств. Окрім цього, істотно зменшується вартість корпоративних підприємств як бізнесового активу. Отже, низькі суверенні рейтинги вказують на недоцільність вкладання коштів у виробничі інвестиції, основні засоби та підприємства на локальному ринку.

Великі ризики фінансування можуть бути виправдані лише в разі можливості отримання надприбутків. У випадку України (за умови систематичних ризиків на рівні 1,5) необхідна дохідність повинна перевищувати 34,6 % у доларах США або 64 % у гривнях. Для порівняння: в розвинутих країнах вона становить у середньому 8—12 %. Зрозуміло, що вкладення у виробничу сферу за таких ризиків не в змозі забезпечити економічну окупність інвестицій. Так, у 2014 р. серед підприємств м. Києва найвища рентабельність була досягнута у сфері виробництва основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів — 25,4 %, що більш ніж у 2,5 рази менше від очікуваної рентабельності, котра забезпечила б інвесторам компенсацію ризиків. Тому капітальні інвестиції заморожуються, а вкладення здійснюються лише в максимально спекулятивні операції з ознаками тіньової економіки.

Як слушно підкреслює В. Корнеєв, найуразливішими з боку спекулятивного капіталу є саме ринки, що розвиваються, до котрих належить і вітчизняний. Такі ринки є невеликими порівняно з розвинутими, національна валюта — слабкою, умови доступу іноземного капіталу на них — лібералізованими, спектр фінансових інструментів — вузьким, а внутрішній попит на них — низьким. Зазначене унеможливає належні захист і підтримку ринку при настанні кризових обставин [6, с. 29]. Найпривабливішими для спекулятивного капіталу є короткострокові вкладення в торгівлю сировинними ресурсами, операції з валютою, нерухомістю, фінансовими ресурсами тощо.

Постає логічне питання: які у виконавчої влади країни та в корпоративного сектору її економіки залишаються засоби впливу на ситуацію з ціною залучення фінансових ресурсів і ризиками? В умовах обмежених можливостей

політика уряду має бути націлена на локалізацію причин зниження суверенних рейтингів країни, завдяки чому можна буде зменшити найбільшу складову високих процентних ставок — премію за ризик країни. Підкреслимо, що суверенний рейтинг є похідним від рівня ризиків, доходів і видатків бюджету, грошово-кредитної політики, боргового навантаження держави, геополітичної ситуації, інших чинників фінансової стійкості держави та здатності уряду й окремих суб'єктів господарювання виконувати свої зобов'язання. Іншими словами, не кредитний рейтинг впливає на макроекономічні показники та рівень ризиків, а навпаки. Під час роботи над підвищенням суверенних рейтингів країни основні зусилля повинні спрямовуватися на такі генератори ризиків, як корупція, макроекономічна нестабільність, низький рівень захисту прав інвесторів і кредиторів, часті зміни в порядку державного регулювання економіки. Адекватною відповіддю корпоративного сектору на сучасні виклики буде запровадження елементів антикризового управління, зокрема системи ризик-менеджменту та інструментарію антикризового фінансового контролінгу [14, с. 28—31]. Ідеться про необхідність уведення на підприємствах дієвих систем нейтралізації ризиків, у т. ч. тих, які мають макроекономічне коріння, що дасть змогу зменшити ризики інвестування в корпоративний сектор порівняно з державними фінансовими інструментами.

Іншим напрямом пом'якшення факторів стрімкого зростання процентних ставок є зниження інформаційної асиметрії як на макро-, так і на мікроекономічному рівнях. Мається на увазі передусім зменшення інформаційних ризиків капіталодавців. Це комплексне питання включає разом із забезпеченням транспарентності діяльності економічного блоку уряду, прогнозованості змін у нормативно-правових актах, що регламентують діяльність бізнесу, реалізацію принципів корпоративного управління (ключовим із яких є відкритість менеджменту перед інвесторами) на рівні суб'єктів господарювання.

З теоретичної точки зору, зниження ризиків вкладення капіталу в підприємства, а отже, й забезпечення інвестицій у реальний сектор економіки України буде досягнуто в разі виконання корпоративними фінансами вартісноформуючої та інформаційної функцій. Як доводять А. Крисоватий, В. Федосов і Н. Рязанова, ці функції тісно пов'язані між собою: є чимало прикладів, коли діяльність компанії закінчувалася втратами капіталу, банкрутством та збитками, основною причиною чого було викривлення первинних даних про корпоративні фінанси. Наявність належної фінансово-економічної інформації та її ефективний обмін — передумова стійкого розвитку корпорації. Лише в разі зменшення невизначеності економічних відносин останньої можна мінімізувати або навіть повністю виключити ризики в її діяльності [15, с. 17—21]. З огляду на зазначене, вважаємо, що в умовах низьких суверенних рейтингів України, розв'язанню завдання залучення капіталу вітчизняними підприємствами може сприяти імплементація новітніх технологій

прийняття фінансових рішень і управління ризиками. Ці технології мають бути спрямовані на зменшення інформаційної асиметрії між капіталодавцями та підприємствами, а також на забезпечення вартісно-орієнтованих інтересів інвесторів.

Одним із інноваційних інструментів забезпечення виконання вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів, на нашу думку, є система вартісно-орієнтованого управління (VBM). Застосування цього підходу до реалізації фінансової політики підприємств дає змогу дещо пом'якшити наслідки інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин та нейтралізувати пов'язаний із цим конфлікт інтересів (принципал — агент) [16, с. 59, 60]. Запровадження цієї системи передбачає принципово нову філософію управління підприємством, котра включає налагодження взаємовигідних відносин останнього з усіма групами інтересів, соціальну відповідальність перед суспільством і персоналом, вартісно-орієнтовану відповідальність перед інвесторами, розвиток культури довірливих відносин. У комплексі з іншими заходами це допоможе зменшити ризики вкладень у корпоративний сектор та витрати на капітал.

Зниженню інформаційних ризиків кредиторів сприятимуть, з одного боку, використання інноваційних методів фінансової комунікації, з другого — оцінка кредитоспроможності й інвестиційної привабливості підприємств. Визначення кредитних ризиків повинне ґрунтуватися на емпіричних даних щодо статистики дефолтів позичальників та на принципах внутрішнього рейтингування [17]. Перехід на рейтингову систему оцінки кредитних ризиків дасть змогу гармонізувати технології зменшення інформаційної асиметрії між кредиторами й позичальниками, а отже, знизити ризики та процентні ставки. Ще одним напрямом реалізації інформаційної функції корпоративних фінансів є запровадження інструментарію фінансової комунікації підприємств із потенційними капіталодавцями. Ідеться про систему позиціонування підприємства на ринку капіталів як об'єкта, привабливого для вкладень.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. У період фінансово-економічної кризи основні параметри, що використовуються в процесі розрахунку витрат на капітал підприємств, аномальним чином викривляються. Низькі суверенні рейтинги та, відповідно, високий ризик дефолту істотно впливають на розмір і порядок встановлення премії за ризик вкладень у конкретну державу. Ця премія великою мірою визначає рівень локальних процентних ставок, а отже, й витрати на капітал для корпоративного сектору. Премія за ризик країни безпосередньо впливає на розмір безризикової (базової) ставки процента, а також на середню дохідність на конкретному локальному ринку. Таким чином, змінюючи параметри, котрі формують рейтинг держави, можна досягти зменшення премії за ризик країни та водночас процентних ставок у ній. З огляду на взаємозалежність макро- й мікроекономіки,

заходи впливу на параметри, котрі визначають рейтинги, мають вживатись із боку як державних органів, так і менеджменту корпоративних підприємств.

У контексті витрат на капітал принципова різниця між фінансовими кризами в країнах із розвинутим фондовим ринком та в державах із ринком, що розвивається, полягає у характері зміни рівня процентних ставок, зокрема базової процентної ставки: в перших він знижується, а в других — навпаки. Високі ризики й норма дохідності на вкладений капітал зумовляють витіснення фінансових ресурсів із реального сектору економіки в спекулятивні операції. Зростання обсягів останніх перетворюється на чинник фінансової кризи. Суверенні рейтинги країни формуються за рахунок як не підконтрольних суверенному уряду чинників (значний рівень боргового навантаження, зовнішні військові загрози, закриття ринків із боку окремих держав, низка макроекономічних показників), так і підконтрольних (рівень корупції, захист прав інвесторів, інфляція, більшість макроекономічних показників, якість державного регулювання економічних процесів). Саме на останньому блоці факторів мають бути зосереджені реформи, котрі зрештою сприятимуть поліпшенню суверенних рейтингів країни.

Певним запобіжником перетікання капіталу з реального сектору до спекулятивного внаслідок зростання ризиків і вартості капіталу є використання сучасних інструментів ведення бізнесу та прийняття фінансово-економічних рішень. Ці інструменти повинні бути спрямовані на забезпечення виконання корпоративними фінансами вартісноформуючої й інформаційної функцій. Зменшити ризики капіталодавців та підвищити інвестиційну привабливість покликані такі інноваційні системи й технології, як фінансовий контролінг, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, сучасні методи оцінки кредитних ризиків тощо. Їх практична реалізація в комплексі з макроекономічними реформами в країні допоможе поліпшити рейтинги нашої держави загалом і окремих суб'єктів господарювання, що створить сприятливі умови для припливу капіталу до реального сектору економіки.

Список використаних джерел

1. *Брейли Р.* Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. Н. Барышникова. — М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2004. — 1008 с.
2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. — 6-е изд. — М. : Альпина Паблишерз, 2010. — 338 с.
3. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; пер. с англ. — 3-е изд. — М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2007. — 576 с.
4. *Svensson L.* Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson-Siegel Method / L. Svensson // *Sveriges Riskbank*. — 1995. — Vol. 17. — P. 13—26.
5. *Fernandez P.* The Value of Tax Shields is NOT Equal to the Present Value of Tax Shields / P. Fernandez // *Journal of Financial Economics*. — 2004. — Vol. 73. — P. 145—165.
6. *Корнеев В. В.* Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. В. Корнеев // *Економіка і прогнозування*. — 2008. — № 2. — С. 24—48.

7. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк ; ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". — К., 2013. — 407 с.
8. Терещенко О. О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень / О. О. Терещенко // Фінанси України. — 2010. — № 9. — С. 77—91.
9. Moody's downgrades Ukraine's sovereign ratings to Ca; outlook remains negative [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.moody.com/>.
10. Standard and Poor's [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com/>.
11. KPMG's Valuation News — Sammelband 2011—2013, S. 42—45 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.kpmg.com/de/de/bibliothek/valuation-news/seiten/sammelband-valuation-news.aspx>.
12. Облікова ставка Національного банку України / Нац. банк України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647.
13. Trading Economics [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ru.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>.
14. Терещенко О. Антикризовий фінансовий менеджмент — вимога "нової економіки" / О. Терещенко // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 9. — С. 25—33.
15. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 7—27.
16. Терещенко О. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу / О. Терещенко, С. Приймак // Ринок цінних паперів України. — 2007. — № 1-2. — С. 53—60.
17. Терещенко О. О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці / О. О. Терещенко // Вісник НБУ. — 2012. — № 9. — С. 4—8.