

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ
ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

М. В. СТЕЦЬКО

**РИНОК КАПІТАЛІВ У ФІНАНСУВАННІ
ПІДПРИЄМСТВ: СУЧАСНИЙ
СТАН І ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ**

**Тернопіль
ТНЕУ
2017**

УДК 336.76:334.78

С 79

Рецензенти:

В. В. Зимовець – д. е. н., старший науковий співробітник, завідувач відділу фінансів реального сектора, Державна установа «Інститут економіки та прогнозування НАН України»;

Т. В. Пасітко – д. е. н., професор, професор кафедри фінансів ДВНЗ Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана;

О. Д. Рожко – д. е. н., доцент, директор Інституту післядипломної освіти, професор кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Рекомендовано до друку вченою радою

Тернопільського національного економічного університету

(протокол № 3 від 15 грудня 2017 року)

С 79 Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансуванні підприємств: сучасний стан і тенденції розвитку: моногр. / Микола Стецько. – Тернопіль : ТНЕУ, 2017. – 345 с.

ISBN 978-966-654-491-2

У монографії набули подальшого розвитку теоретико-методологічні засади корпоративних фінансів та ринку капіталів. Визначено сучасний стан ринку капіталів в Україні та тенденції його розвитку у контексті його впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі економіки. Проведено аналіз вітчизняного ринку капіталу під ракурсом глобальної конкурентоспроможності. Досліджено проблематику фінансування підприємств з використанням інструментів ринку капіталів та визначено механізми його активізації. Особливу увагу приділено з'ясуванню ринкових критеріїв прийняття рішень щодо фінансування підприємств за рахунок залучення інвестиційного та боргового капіталу.

Монографічне дослідження стане в нагоді фінансовим службам корпоративних підприємств у разі прийняття ними рішень щодо публічної пропозиції цінних паперів; інвесторам, що вкладають кошти у корпоративні цінні папери; представникам державних органів, що реалізують державну політику у сфері фінансових ринків; фінансовим посередникам; іншим учасникам ринку капіталів, а також науковцям та студентам, що вивчають корпоративні фінанси.

УДК 336.76:334.78

ISBN 978-966-654-491-2

© Микола Стецько, 2017

©«Економічна думка ТНЕУ», 2017

ЗМІСТ

ВСТУП.....	7
-------------------	----------

РОЗДІЛ 1. РИНОК КАПІТАЛІВ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ.....	9
---	----------

1.1. Економічна природа ринку капіталів та його роль у розвитку корпоративних фінансів.....	9
1.2. Сучасні теорії у сфері корпоративних фінансів та їх вплив на моделі фінансування підприємств.....	30
1.3. Вітчизняний ринок капіталів у контексті теорії інформаційної ефективності.....	54
1.4. Сигнальна функція ринку капіталу у прийнятті фінансових рішень менеджментом підприємств.....	69
Висновки до розділу 1.....	82

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА РИНКУ КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ.....	85
--	-----------

2.1. Аналіз вітчизняного ринку капіталів та його впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі.....	85
2.2. Глобальні тенденції розвитку фінансування корпоративного сектору.....	101
2.3. Інтеграція українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів.....	120
Висновки до розділу 2	133

**РОЗДІЛ 3. РИНКОВІ КРИТЕРІЇ ПРИЙНЯТТЯ
РІШЕНЬ ЩОДО ФІНАНСУВАННЯ
ПІДПРИЄМСТВ.....135**

3.1. Ціна залучення капіталу як інтегрований критерій прийняття фінансових рішень.....	135
3.2. Залежність ціни залучення капіталу корпоративними підприємствами від макроекономічного середовища.....	143
3.3. Критерії прийняття рішень щодо залучення боргового капіталу.....	158
3.4. Вартісно-орієнтовані чинники впливу на прийняття фінансових рішень.....	172
Висновки до розділу 3.....	186

**РОЗДІЛ 4. ЗАЛУЧЕННЯ ВЛАСНОГО
КАПІТАЛУ З ВИКОРИСТАННЯМ
ІНСТРУМЕНТАРІЮ РИНКУ КАПІТАЛІВ.....189**

4.1. Проблематика фінансування корпоративних підприємств на основі емісії акцій.....	189
4.2. Контролінг первинного розміщення акцій підприємств на фондовому ринку.....	197
4.3. Андеррайтинг у публічному розміщенні акцій підприємств.....	209
4.4. Дью-ділідженс як інструмент зниження ризиків у процесі IPO.....	217

4.5. Напрямки удосконалення процесу публічного розміщення корпоративних прав на фондових ринках.....	227
Висновки до розділу 4.....	234

РОЗДІЛ 5. РОЗВИТОК РИНКОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ЗАЛУЧЕННЯ БОРГОВОГО КАПІТАЛУ.....237

5.1. Специфіка функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні.....	237
5.2. Високоризикові корпоративні облігації як інструмент залучення фінансових ресурсів.....	247
5.3. Кредитний рейтинг підприємства та його вплив на ціну залучення капіталу.....	261
Висновки до розділу 5.....	268

РОЗДІЛ 6. НАПРЯМКИ АКТИВІЗАЦІЇ РИНКУ КАПІТАЛІВ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ.....271

6.1. Оздоровлення ринку капіталів крізь призму проблем економічного розвитку України.....	271
6.2. Реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні.....	288

6.3. Підвищення якості корпоративного управління.....	304
Висновки до розділу 6.....	314
ВИСНОВКИ.....	317
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	325

ВСТУП

В умовах інформаційно-інноваційної економіки, розвитку технологій блокчейн та появи нестандартних форм фінансування конкурентні переваги отримують компанії, які максимально використовують найновіші наукові розробки як у технічній, так і у фінансовій сфері. Це зумовлює необхідність комерціалізації наукових розробок. Так, теоретичні напрацювання доцільно розглядати як інноваційний продукт, що має свою споживчу цінність. Цінність теоретичних розробок у сфері корпоративних фінансів полягає у їх здатності здійснювати внесок у генерування додатної вартості як на рівні окремих компаній, так і економіки загалом.

У контексті глобалізації економічних процесів, загострення проблеми обмеження усіх видів ресурсів та посилення ризиків особливого значення набуває використання інноваційних технологій прийняття фінансових рішень, зокрема рішень щодо залучення капіталу. З огляду на це досить високим є вартість-формуючий потенціал досліджень методів та технологій оптимізації рішень щодо фінансування підприємств. Його можна оцінити рівнем впливу на якість виконання корпоративними фінансами своїх ключових функцій.

Актуальність та цінність пропонованого монографічного дослідження зумовлена потребою в удосконаленні теоретико-методичних підходів до фінансового забезпечення корпоративних підприємств з максимальним використанням можливостей, які надає ринок капіталів.

Зважаючи на періодичні кризи на світових ринках капіталів, питання удосконалення регулювання фінансових відосин на відповідних ринках не втрачає своєї актуальності як на локальному, так і на глобальному рівні. Однак, масштаби зловживань та маніпуляцій на вітчизняному і розвинених ринках капіталів є неспівставними. Знаковими проблемами функціонування вітчизняного ринку капіта-

лів є його інформаційна неефективність (у трактуванні Ю. Фама), високий рівень маніпулювання, низька капіталізація та ліквідність, незахищеність прав власності інвесторів, низька якість корпоративного управління. У питаннях корпоративного управління, оприлюднення релевантної інформації, управління ризиками переважає формальний підхід, за якого кількісні критерії підмінюються якісними. Як наслідок, спостерігаємо ситуацію фактичної відмови функціонування ринку капіталів (Market Failure).

Дебати навколо питання формування та регулювання ринку капіталів в Україні не припинялися з моменту його формального започаткування. Починаючи з 2014 р. в Україні ведуться дискусії щодо змістовного наповнення поняття публічності акціонерних товариств та механізмів перезапуску ринку капіталів.

Метою монографічного дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад корпоративних фінансів у контексті впливу на них ринку капіталів і обґрунтування на цій основі напрямків посилення ролі ринку капіталів у фінансуванні корпоративних підприємств в Україні. Робота спрямована на теоретико-методичне забезпечення формування пулу реально, а не формально публічних компаній та запровадження механізмів їх мотивування до мобілізації ресурсів на вітчизняному ринку капіталів, що є необхідною умовою перезапуску ринку. Державні органи, і зокрема регулятор на ринку капіталів, мають ініціювати створення якісної інфраструктури фондового ринку і запровадити справедливі та відкриті правила гри на ринку для усіх його учасників. Лише у цьому разі ринок можна збалансувати на основі залучення на нього достатньої кількості інвесторів.

Результати пропонованого монографічного дослідження стануть в нагоді фінансовим службам корпоративних підприємств у разі прийняття ними рішень щодо публічної пропозиції цінних паперів, інвесторам, що вкладають кошти у корпоративні цінні папери, представникам державних органів, що реалізують національну політику у сфері фінансових ринків, фінансовим посередникам та іншим учасникам ринку капіталів.

РОЗДІЛ 1. РИНОК КАПІТАЛІВ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

1.1. Економічна природа ринку капіталів та його роль у розвитку корпоративних фінансів

На сьогодні ні в кого не викликає сумніву та обставина, що сучасна економіка має яскраво виражений тренд до широкого використання інформаційно-комунікаційних технологій, впровадження інноваційних розробок на рівні усіх фінансово-господарських процесів, мова йде про інформаційно-інноваційну модель розвитку. До нових економічних реалій мають бути адаптовані не лише виробничі процеси на підприємствах, а й інструменти залучення капіталу та процеси прийняття фінансових рішень. З огляду на появу новітніх методів та технологій оцінювання ризиків, залучення капіталу, раціоналізації інвестицій, оновлених підходів вимагає не лише трактування економічної природи та суспільного призначення корпоративних фінансів, а й розуміння їх функцій та взаємозв'язків з ринком капіталів.

З метою з'ясування місця ринку капіталів у корпоративних фінансах та визначення його ролі у фінансуванні підприємств насамперед слід визначитися із дефініцією «ринку капіталів». У науково-практичних джерелах можна зустріти декілька понять, які використовуються для характеристики ринку, на якому залучається капітал на основі розміщення

цінних паперів: ринок цінних паперів, фондовий ринок, біржовий ринок, ринок капіталів.

Здебільшого під ринком капіталів розуміють фондовий ринок або ринок цінних паперів, у тому числі боргових цінних паперів. Історично термін фондовий ринок застосовується для характеристики сукупності площадок (фондових бірж), на яких здійснюється торгівля фінансовими інструментами, хоча з економічної точки зору таке позначення є дещо некоректним. Як справедливо наголошують Н. Л. Гавкалова та О. Ю. Шутєєва, ринок цінних паперів є неоднорідним і включає в себе ринок акцій та облігацій, ринок векселів, ринок грошових цінних паперів [15, с. 8–11]. Так, існує два підходи до розуміння ринку цінних паперів: у вузькому сенсі – як тотожного поняттю «фондовий ринок», та у широкому – як складової фінансового ринку, що включає фондовий ринок та сферу обігу короткострокових цінних паперів. Так, М. І. Крупка ринок капіталу систематизує за ознакою посередництва (кредитний ринок, ринок цінних паперів); за інструментами (середньо- та довготермінові позики, іпотечний кредит, боргові цінні папери, похідні цінні папери, акції); за функціональною ознакою (ринок боргових зобов'язань, ринок титулів власності); за джерелами і сферами розміщення (національний, міжнародний, регіональний і місцевий) [38].

У тій частині, в якій ринок цінних паперів ґрунтується на грошах як на капіталі, він є фондовим ринком і в цій якості є складовою частиною фінансового ринку [15, с. 8–11]. Таким чином, не увесь ринок цінних паперів можна віднести до фондового ринку, відповідно, до ринку капіталів. У цьому контексті В. М. Опарін зазначає, що ринок капіталу складається з ринку фінансових інструментів, які відображають права власності, і довгострокових боргових зобов'язань та являє собою сферу торгівлі не тільки грошима, а й правами власності [49].

Відповідно до Дж. Ван Хорна та Дж. Ваховича, на ринку капіталу проводяться операції з довгостроковими (з погашенням більше одного року) цінними паперами: облігаціями та акціями [13, с. 79]. В окремих випадках до сегменту ринку капіталів відносять також кредитний ринок та ринок середньострокового капіталу. Досить часто, структуруючи фінансовий ринок за ознакою тривалості надання коштів, виокремлюють ринок капіталу та грошовий ринок, що забезпечує короткострокове фінансування. За цим підходом ринок короткострокових та довгострокових позик відноситься до ринку капіталів. Типова сегментація фінансового ринку за критерієм строковості, яку можна зустріти у численних літературних джерелах, наведена на рис. 1.1 [6; 48; 72].

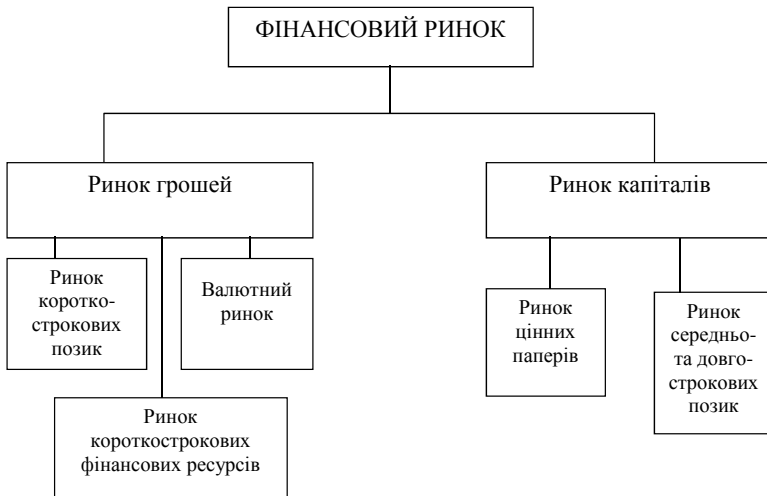


Рис 1.1. Структура фінансового ринку за критерієм тривалості вкладення коштів [6, с. 76]

На наш погляд, віднесення до ринку капіталів частини кредитного ринку є недоцільним та створює додаткову плутанину при систематизації функцій та суспільного призначення ринку капіталів. Можна погодитися із тезою, що у комплексі класифікаційних ознак фінансового ринку його поділ за тривалістю фінансових операцій на ринок капіталу та грошовий ринок втратив свою актуальність. Основною класифікаційною ознакою має бути ознака за видами інструментів з виділенням таких ринків, як кредитно-депозитний, фондовий, страховий, валютний та дорогоцінних банківських металів, які мають доповнюватися ринком фінансових послуг [72, с. 160–165]. Загалом підтримуючи викладену версію структуризації фінансового ринку, все ж вважаємо, що замість сегменту фондового ринку доцільно виокремити сегмент ринку капіталів. Слушною у цьому контексті є теза класика швейцарської школи корпоративних фінансів Р. Волкарта: «Алокація капіталу для здійснення інвестицій може здійснюватися на основі торгівлі цінними паперами через грошовий ринок та ринок капіталів або ж через кредитний ринок» [189].

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», під фондовим ринком (ринком цінних паперів) розуміється сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). За цим підходом ринок цінних паперів прирівнюється до фондового ринку. Відповідно до Закону, цінні папери – це документи установленої форми, що посвідчують грошові або інші майнові права та визначають взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) і особи, що має права на цінний папір, та передбачають виконання зобов'язань за такими цінними паперами, а також можливість передачі прав на цінні папери та прав за цінними паперами іншим особам [58].

На наш погляд, не увесь ринок цінних паперів слід відносити до фондового ринку, а фондовий ринок не доцільно ототожнювати з ринком капіталів, як це зазвичай має місце на пострадянських теренах. Вважаємо, що поняття фондовий ринок (англ. «Stock Market»; нім. «Aktienmarkt») охоплює лише частину ринку цінних паперів та ринку капіталів, а саме ринок акцій.

У проєкті нового Закону «Про ринки капіталу та регульовані ринки» міститься прогресивне, на наш погляд, нововведення, яке полягає у тому, що на законодавчому рівні вводиться термін «ринки капіталу». Ринок капіталів прирівнюється до ринку фінансових інструментів, який включає в себе фондовий ринок та ринок деривативів. Причому фондовий ринок прирівнюється до ринку цінних паперів як сукупності учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів [63]. Такий підхід до трактування ринку капіталів містить ряд недоліків. По-перше, з огляду на вищенаведену аргументацію, недоцільно ринок капіталів прирівнювати до фондового ринку. По-друге, спірним є ототожнення ринку капіталів і учасників цього ринку.

У науковій літературі наводяться числення визначення терміну «ринок», однак жодне з них не прирівнює ринок до сукупності його учасників. Так, «Енциклопедичний словник бізнесмена» під редакцією М. І. Молдованова дає визначення ринку як сукупності соціально-економічних відносин у сфері обміну, завдяки чому здійснюється реалізація товарів та послуг [22]. Окрім цього, Р. Брейлі та С. Майєрс роблять висновок, що ринок капіталу – це джерело довгострокового фінансування [9]. Отже, можна припустити, що на досліджуваному нами ринку здійснюється купівля-продаж специфічного товару «довгостроковий капітал».

У нашому дослідженні ми керуватимемося класифікацією складових фінансового ринку, відповідно до якої кредит-

ний ринок є самодостатнім сегментом, який не відноситься до ринку капіталів. Відповідно до цього підходу, структурно-логічна схема фінансового ринку набуває вигляду, що зображено на рис. 1.2.

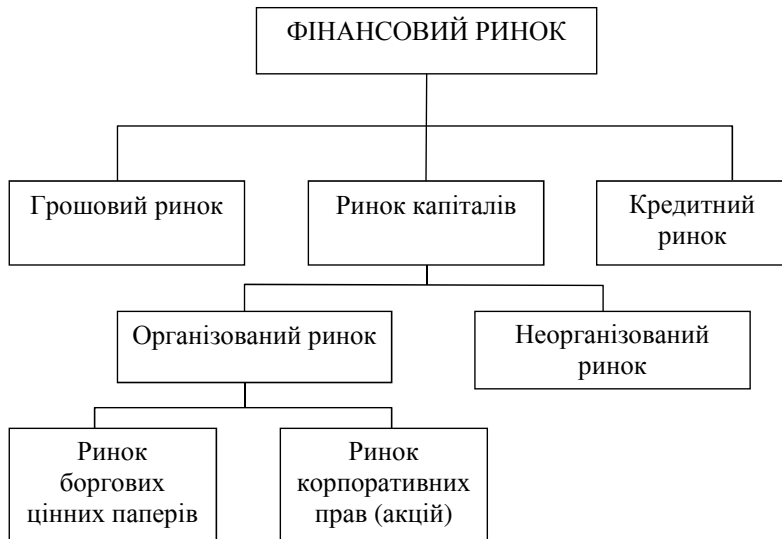


Рис. 1.2. Сегменти фінансового ринку*

*Джерело: узагальнено та побудовано автором

Враховуючи вищевикладене, вважаємо, що під ринком капіталів слід розуміти складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів. Інститути ринку капіталів обслуговують емітентів цінних паперів, зокрема корпоративний сектор, та інвесторів з метою забезпечення узгодження попиту і пропозиції на довгостроковий капітал. До цього сегменту належить ринок акцій та довгострокових боргових

інструментів ринку цінних паперів. Очевидно, що головне призначення ринку капіталів полягає в обслуговуванні фінансових та інвестиційних потреб корпоративних підприємств.

Як слушно зазначає у своїй монографії В. Бабіченко, в Україні сформовані суттєві диспропорції у механізмах, які забезпечують зв'язок корпоративних фінансів та ринку капіталів. Причиною таких деформацій є як суб'єктивні стереотипи, сформовані на рівні корпоративних підприємств, так і недовіра учасників фондового ринку до корпоративних цінних паперів як об'єкта інвестування [2, с. 425].

На розвинених ринках корпоративні підприємства значну частину свого капіталу формують саме на ринку капіталів. Отже, проблематика функціонування корпоративних фінансів та ринку капіталів багато у чому є спорідненою. Подібними є також концептуальні підходи до її вирішення. У вітчизняній науково-практичній літературі мають місце фрагментарні спроби адаптувати понятійний та функціональний апарат фінансів мікроекономічного рівня та ринку капіталів до міжнародних трендів та вимог нової економіки. Досить ґрунтовними з точки зору обґрунтування сучасних тенденцій, сутності та об'єктів корпоративних фінансів та ринку капіталів є праці В. В. Зимовця, А. І. Крисоватого, Н. С. Рязанової, О. О. Терещенка, В. М. Федосова.

Водночас у більшості наукових джерел проблематику фінансових відносин, що мають місце на рівні корпоративних фінансів та на ринку капіталів, прийнято досліджувати дещо автономно. Однак каузальність та однотипність згаданих фінансових відносин є апіорною. Окрім цього, поза увагою дослідників залишаються питання допоміжних функцій корпоративних фінансів та ринку капіталів, необхідність яких випливає із невиконанням останнім критеріїв ефективності.

Для з'ясування причинно-наслідкових зв'язків між корпоративними фінансами та ринком капіталів дослідимо

функції зазначених категорій, суспільне призначення та проблематику. Дискусію щодо сутності корпоративних фінансів доцільно розпочати з типового визначення фінансів підприємств. Відповідно до дефініції, яка обґрунтована Г. Г. Намом, фінанси підприємств – це економічні відносини, пов’язані з рухом грошей, формуванням грошових потоків, розподілом і використанням доходів і грошових фондів суб’єктів господарювання у процесі відтворення [54, с. 7]. Для свого часу наведене визначення досить повно характеризувало сутність фінансів підприємств як економічної категорії. Водночас з плином часу, разом з поступом нової інформаційно-інноваційної економіки змінювалися пріоритети у розвитку та інтерпретації фінансів мікрорівня. Все більших відмінностей набували економічні відносини, фінансові методи, технології, що мають місце на корпоративних та унітарних підприємствах. До останніх належать державні та комунальні підприємства, а також ті, що засновані на власності об’єднання громадян, релігійної організації або на приватній власності засновника. На відміну від корпоративних, унітарні підприємства створюються одним засновником, який виділяє необхідне для того майно, формує статутний капітал, не поділений на частки (паї), затверджує статут, розподіляє доходи, безпосередньо або через керівника, який ним призначається, керує підприємством і формує його трудовий колектив, вирішує питання реорганізації та ліквідації підприємства [17]. Втрачають значення грошові фонди підприємств, які у більшості суб’єктів господарювання на сьогодні не формуються взагалі. З розвитком новітніх критеріїв оцінювання результативності діяльності переоцінюється також роль доходів підприємств та значення їх розподілу. Окрім цього, на фінансово-інвестиційну діяльність підприємств все більший вплив здійснюють інститути та інструменти ринку капіталів.

З огляду на викладене у наукових працях все більшого поширення набуває диференційований підхід до трактування сутності фінансів підприємств та корпоративних фінансів як їх визначальної складової. Як наголошує В. Бабіченко, корпоратизація економічних відносин привела до формування на сучасному етапі особливої, корпоративної економіки, що зумовило необхідність переорієнтації вітчизняної фінансової науки на вивчення та дослідження саме корпоративних фінансів, а не фінансів підприємств [3, с. 43–46].

Водночас різні автори вкладають у поняття «корпоративні фінанси» різний зміст. Досить часто під згаданою дефініцією розуміють фінанси крупних транснаціональних корпорацій (вужке розуміння). В інших джерелах зустрічаємо трактування корпоративних фінансів у широкому розумінні як фінансів усіх підприємств, що належать до реального сектору економіки. Відповідно до визначення І. П. Васильчук, корпоративні фінанси у широкому розумінні – це сукупність специфічних економічних відносин, що виникають у процесі діяльності економічних агентів, пов'язаної з формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів.

У вужькому розумінні поняття «фінанси» трактують як формування фінансових ресурсів, що передбачає відносини у зв'язці «постачальник-реципієнт», тобто відносини взаємодії суб'єктів на фінансовому ринку (включають аспект інвестування та аспект фінансування) [14, с. 189]. На наш погляд, зазначене визначення втілює в собі стандартний набір думок вітчизняних науковців щодо сутності фінансів мікроекономічного рівня і досить повно характеризує економічну природу відповідної категорії.

Широким трактуванням корпоративних фінансів оперують також Н. С. Рязанова та В. М. Федосов, які, окрім іншого, вказують, що корпорація створюється з метою ринкового виробництва товарів та послуг для принесення фі-

нансової чи іншої вигоди власнику, має можливість обмінюватися правами власності з іншими інституційними одиницями [85, с. 39–55].

У контексті корпоративних фінансів В. В. Зимовець та О. О. Терещенко обґрунтовують необхідність використовувати термін «корпоративне підприємство», а не «корпорація». Отже, об'єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів має бути фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств, що відносяться як до реального, так і до фінансового сектору економіки [25, с. 82–83]. Предметом корпоративних фінансів є широкий спектр фінансових відносин, що виникають на рівні корпоративних підприємств. Мова йде про специфічні відносини, що мають місце у процесі формування капіталу, його використання (освоєння) та контролю за рухом капіталу.

Трактування корпоративних фінансів у широкому та вузькому розумінні, окрім іншого, пояснюється неоднозначною інтерпретацією термінів «корпорація» та «корпоративний сектор». У вузькому розумінні терміном «корпорація» прийнято характеризувати крупні транснаціональні корпорації, організовані у формі акціонерних товариств, а до сфери корпоративних фінансів відносити лише фінанси крупних корпорацій. Зокрема наголошується, що однією з визначальних ознак корпорації є використання акцій як інструменту залучення капіталу для функціонування компанії [16, с. 54–64].

Вважаємо, що такий підхід є досить поверхневим, який враховує досить обмежене коло характеристик корпоративної форми організації бізнесу. У цьому контексті слушною є теза Д. А. Плетньова, який звертає увагу на те, що як суб'єкт права корпорація передбачає наявність більше одного учасника, об'єднання майна, наявність спільної мети та відокремлення управління від волі учасників. Акціонерна ж форма корпо-

рації – це окремий випадок більш загальної, єдиної моделі організації суб'єктів в економіці [53, с. 49]. Так, ставити знак рівності між корпораціями та крупними акціонерними товариства є недоречно.

Заслуговує на увагу визначення поняття «корпорація», обґрунтоване у дослідженні В. О. Семенюк, у якому основний акцент зроблено на корпоративні права: під корпорацією необхідно розуміти юридичну особу, створену у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав, розміщених серед власників, та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства [68]. Таким чином, термін «корпоративні фінанси» не слід використовувати лише для характеристики фінансових відносин, що виникають у процесі функціонування крупних корпорацій. Якщо за ключову ознаку корпорації прийняти наявність корпоративних прав, то будь-яке корпоративне підприємство можна вважати корпорацією і навпаки. Домінуючою ж рисою корпорацій є здатність до акумуляції капіталу та його зростання в процесі їх функціонування [3, с. 43–46].

Корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини на рівні корпоративних підприємств (корпорацій), до яких, окрім акціонерних товариств, відносяться й інші «капітальні товариства», зокрема товариства з обмеженою відповідальністю, командитні товариства та ряд інших форм. Відповідно до представників американської школи фінансів С. Росса, Р. Вестерфілда та Б. Джордана, які є авторами фундаментального підручника з корпоративних фінансів, до корпоративних підприємств відносять акціонерні товариства (англ. «Joint Stock Companies»), публічні товариства з обмеженою відповідальністю (англ. «Public Limited Companies (PLC)») чи товариства з обмеженою відповідальністю (англ. «Limited Liability Companies (LLC)») [167, с. 6–7].

Вітчизняне законодавство цілком виправдано відносить до корпоративних підприємств суб'єктів господарювання, які утворюються, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням (договором), діють на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів та ризиків підприємства. Корпоративними є кооперативні підприємства, підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, в тому числі засновані на приватній власності двох або більше осіб [17].

З огляду на вищевикладене можна стверджувати, що корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі діяльності усіх типів корпоративних підприємств, у тому числі крупних транснаціональних корпорацій, застосованих у формі публічних акціонерних товариств, а також невеликих за обсягами товариств з обмеженою відповідальністю, що діють на локальному рівні. Іншими словами, корпоративні фінанси включають у себе не лише фінанси крупних транснаціональних корпорацій, а фінанси усіх корпоративних підприємств.

Вважаємо, що важливою характеристикою корпоративних фінансів є те, що вони передбачають активне використання ринку капіталів як інструменту залучення та використання фінансових ресурсів. Ця властивість корпоративних фінансів проявляється у численних фінансових відносинах підприємств, що так чи інакше пов'язані з функціонуванням ринку капіталів. У таблиці 1.1 наведено ключові функціональні характеристики категорій «корпоративні фінанси» та «ринок капіталів».

Таблиця 1.1

**Ключові характеристики категорій
«корпоративні фінанси» та «ринок капіталів»***

Характеристики	Корпоративні фінанси	Ринок капіталів
Визначення	Характеризують фінансові відносини з приводу формування, розподілу та використання капіталу корпоративних підприємств (корпорацій) для забезпечення максимізації їх вартості	Сегмент фінансового ринку, який спрямований на забезпечення корпоративних підприємств та інших емітентів цінних паперів середньо- та довгостроковим капіталом
Суспільне призначення	Задоволення інтересів шехолдерів та стейкхолдерів через зростання вартості капіталу корпоративних підприємств	Узгодження попиту та пропозиції на середньо- та довгостроковий капітал
Функції	Формування, розподілу та використання капіталу, інформаційно-комунікаційна функція, вартісноформуюча, функція управління поведінкою	Функція трансформації (строків, обсягів, ризиків), функція збалансування, функція алокації капіталу, інформаційно-комунікаційна (сигнальна) та функція управління поведінкою
Учасники фінансових відносин	Шехолдери та широка група стейкхолдерів	Емітенти, інвестори, фінансові посередники, представники інфраструктури ринку, регулятивні та контролюючі органи

* Джерело: узагальнено та побудовано автором

Серед праць, присвячених фінансам мікроекономічного рівня та ринку капіталів, слід виокремити дослідження одного з фундаторів наукової школи фінансів України – професора В. М. Суторміну. Вважаючи фінанси корпорацій економічною категорією, вона характеризує їх як юридично оформлені грошові відносини між корпорацією та іншими агентами ринку з приводу формування капіталу корпорації та його розподілу з метою поліпшення добробуту акціонерів. Формуються такі відносини в характерних для ринкової економіки умовах невизначеності й ризику [71, с. 12–26].

Згідно з дослідженнями А. І. Крисоватого, В. М. Суторміної В. М., Федосова, Н. С. Рязанової, як корпоративні фінанси, так і ринок капіталів належать до економічних (фінансових) категорій, оскільки мають певне суспільне призначення, виражають грошові відносини, проявляються за допомогою визначених функцій та мають об'єктивний характер.

Вони є теоретичною абстракцією, що лише узагальнено відображає характерні риси фінансових відносин, які формують сферу їх функціонування. Їм притаманне власне, особливе місце в ієрархії фінансових категорій (серед яких фінанси, державні доходи й видатки, бюджет, податок, фінанси домогосподарств, фінансовий ринок, міжнародні фінанси), вони мають специфічне суспільне призначення, ознаки, форми прояву, функції та роль [37, с. 12].

На погляд В. В. Зимовця та О. О. Терещенка, корпоративні фінанси є самодостатньою субкатегорією фінансів. Об'єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів є фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств (сектор нефінансових корпорацій або «реальний сектор»), а також організацій фінансового сектора попри окремі концептуальні відмінності у фінансових відносинах, які виникають у цих секторах [25, с. 78–95]. Узагальнюючи наведені думки,

вважаємо, що корпоративні фінанси як економічна категорія характеризують фінансові відносини з приводу формування та використання капіталу корпоративних підприємств.

Як справедливо наголошують Н. С. Рязанова та В. М. Федосов, саме категорія «капітал», а не «фінансові ресурси», найбільш точно передає сутність того, що відбувається у процесі фінансових відносин корпорацій з іншими економічними агентами [85, с. 45]. Інституційною площадкою, на якій формуються фінансові відносини між корпоративними підприємствами та їх шехолдерами й стейкхолдерами, є ринок капіталів. У процесі формування власного та середньо- і довгострокового боргового капіталу корпоративних підприємств має місце накладання фінансових відносин, що є характерними як для корпоративних фінансів, так і для ринку капіталів. Отже, капітал є тим ресурсом, який об'єднує категорії корпоративних фінансів та ринку капіталів. Водночас можна погодитися із тезою В. Бабіченка, що в українських реаліях розірвано об'єктивний зв'язок між корпоративними фінансами та фондовим ринком, відповідно ринком капіталів [2, с. 427].

Як ресурс корпоративних фінансів капітал слугує засобом накопичення (капіталізації) та платежу. Формами прояву фінансових взаємовідносин корпорації є процеси формування капіталу, його розподілу та споживання (використання). Саме у ході таких процесів капітал реалізує свою здатність капіталізуватися та у разі необхідності бути засобом платежу [85, с. 45–46]. Концентрація різних типів грошових відносин корпоративних підприємств з приводу формування та використання капіталу здійснюється на організованому чи неорганізованому ринку капіталів, який власне і призначений для узгодження попиту та пропозиції на середньо- та довгостроковий капітал.

Ефективність функціонування корпоративних фінансів та ринку капіталів визначається якістю виконання ними сво-

їх функцій. Систематизуючи результати численних наукових досліджень, В. В. Зимовець та О. О. Терещенко виокремлюють традиційні та новітні функції корпоративних фінансів. До традиційних відносяться функції формування фінансових ресурсів, їх розподілу, контролю за ефективним формування та розподілом ресурсів, а до новітніх – функція трансформації, функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартісноформуюча функція та передачі (трансферу) інформації [25, с. 80–81].

Вважаємо, що зазначений перелік функцій досить повно характеризує більшість аспектів функціонування корпоративних фінансів. Водночас із розвитком економічних відносин, технологій, методів та інструментів фінансових рішень можуть виникати нові функції або ж отримувати оновлену інтерпретацію раніше обґрунтовані. Враховуючи сучасні тренди у розвитку корпоративних фінансів, а саме зростання ролі вартісно-орієнтованого підходу та орієнтацію на оптимізацію рішень щодо залучення та використання капіталу підприємств, вважаємо, що традиційні функції корпоративних фінансів можна дещо доповнити та модифікувати.

З врахуванням власного бачення сутності корпоративних фінансів їх функції сформулюємо таким чином:

1. Функція формування капіталу, яка проявляється у процесі формування власного та боргового капіталу. Це є класична функція, необхідною умовою успішної реалізації якої є вихід підприємств на різні сегменти фінансового ринку.

2. Функція розподілу та використання капіталу – реалізується під час розподілу та використання підприємствами обмеженого ресурсу «капітал», зокрема, під час прийняття інвестиційних рішень, а також у процесі реалізації дивідендної політики, розподілу та використання прибутку. Виконання обох вищезгаданих функцій корпоративних фінансів прямо чи опосередковано залежить від функціонування локально-

го ринку капіталів, від рівня його капіталізації, ліквідності, здатності збалансовувати потоки капіталів та встановлювати об'єктивні ціни на ресурси.

3. Вартісноформуючу (або вартість-формуюча) функція – репрезентує націленість фінансового менеджменту корпоративних підприємств на максимізацію вартості активів, відповідно капіталу. Отже, створює умови для уможливлення руху мінової вартості капіталу та її зростання. Обґрунтовуючи «вартісноформуючу» функцію корпоративних фінансів, Н. С. Рязанова та В. М. Федосов зазначають, що у процесі реалізації фінансових відносин має місце рух мінової вартості капіталу, і саме у ході такого руху формуються умови зростання мінової вартості капіталу [85, с. 47]. Забезпечення генерування доданої вартості здійснюється через реалізацію всіх інших функцій корпоративних фінансів.

4. Інформаційно-комунікаційна функція – є відповіддю на експансію нової, інформаційно-інноваційної економіки [75, с. 25–32]. Вона реалізує об'єктивну потребу в якісному інформаційному забезпеченні процесів формування, використання та приросту капіталу корпоративних підприємств. У сучасних умовах розвитку економічних відносин без ефективної інформаційно-комунікаційної політики фінансовий менеджмент підприємств не в змозі виконати ті завдання, що ставляться перед ним.

У науково-практичних джерелах виокремлюють інформаційну функцію корпоративних фінансів. Соціально-економічне призначення цієї функції полягає у зменшенні або ж повному усуненні невизначеності [85, с. 50]. Слушною у цьому контексті є теза Б. С. Стеценка, що виокремлення на теоретичному рівні інформаційної функції як певної абстракції дає можливість у прагматичній площині виокремити конкурентну інформаційну стратегію як окрему функціональну підстратегію [70, с. 163–173].

На наш погляд, інформаційну функцію є сенс трансформувати в інформаційно-комунікаційну, оскільки мова йде не лише про інформаційне забезпечення фінансових рішень, а й про комунікацію з широким колом учасників фінансових відносин. Інформаційно-комунікаційна функція є продуктом еволюційного розвитку інформаційної функції, оскільки передбачає не лише надання інформації, а й використання сучасних методів її аналізу, каналів обміну та зворотного зв'язку. Особлива потреба у такій комунікації виникає у разі виходу підприємства на ринок капіталів. У цьому випадку потенційні інвестори та кредитори мають отримувати не лише сиру інформацію, а й фінансову аналітику щодо підприємства.

5. Функція управління поведінкою учасників фінансових відносин покликана забезпечити раціональні фінансові рішення усіх суб'єктів фінансових відносин в умовах різновекторності їх цілей та інформаційної асиметрії. На наш погляд, ця функція поглинає таку традиційну функцію фінансів підприємств, як контроль за процесами формування та використання капіталу. Необхідність виокремлення цієї функції випливає із нерівномірного розподілу інформації та об'єктивно існуючого конфлікту інтересів між учасниками фінансових відносин, у тому числі всередині підприємства. Для зменшення негативних наслідків конфлікту інтересів, що можуть проявлятися у процесі формування, використання та розподілу капіталу підприємств необхідним є забезпечення перманентного аналізу, моніторингу та контролю за відповідними процесами. Саме цим можна пояснити тезу щодо поглинання функцією управління поведінкою функції контролю.

Враховуючи обмеженість ресурсу категорії «капітал», для корпоративних фінансів пріоритетною є функція формування капіталу, яка у прикладному плані реалізується шляхом використання інструментів, методів та технологій фінансування корпоративних підприємств. Якісне фінансо-

ве забезпечення підприємств, його інвестиційні можливості значною мірою обмежуються дефіцитами в інформаційному забезпеченні, нераціональними фінансовими рішеннями та недостатнім рівнем розвитку локального ринку капіталів. Однак за відсутності надійно функціонуючого локального ринку крупні підприємства мають змогу вийти на глобальні ринки. З іншого боку, за недостатньої потужності локальних корпоративних фінансів сформуванню ліквідний та капіталомісткий локальний ринок капіталів неможливо.

За детального розгляду окремі із наведених вище функцій корпоративних фінансів є неоднозначними. Зокрема, у контексті висновків Міллера та Модільяні щодо іррелевантності джерел фінансування підприємств можна поставити під сумнів функцію трансформації. За припущення щодо досконалого ринку капіталів відпадає потреба у виконанні цієї функції, оскільки відповідні завдання (регулювання джерел залучення залежно від ризиків, структури та обсягів) виконує ринок капіталів. За виконання припущення непотрібною стає також функція інформаційного забезпечення, оскільки усі учасники ринку мають однаковий доступ до інформації. Водночас із прагматичної точки зору зазначене припущення далеке від реальності. Саме тому згадані функції мають місце на практиці.

Реалізація зазначених вище функцій корпоративних фінансів значною мірою здійснюється шляхом виходу підприємств на ринок капіталу. Останній відповідно виконує цілий ряд основних та допоміжних функцій. Більшість західних дослідників виокремлюють такі функції ринку капіталів:

- трансформації (строків, обсягів, ризиків);
- збалансування (попиту та пропозиції на капітал і відповідні фінансові інструменти);
- алокації (спрямування капіталів за найбільш раціональними з точки зору ризик-дохідність напрямками);

– інформаційна (забезпечення інвесторів максимально повною інформацією щодо об'єктів вкладень).

На наш погляд, визначальною є перша зі згаданих функцій. Трансформація обсягів капіталів полягає в трансформації різних за величиною вкладень інвесторів у значні за обсягами капітали корпоративних підприємств. Трансформація строків означає узгодження строків вкладень капіталів у підприємство відповідно до інтересів інвесторів та об'єкта інвестицій. Функція трансформації ризиків передбачає, що ризики вкладень у конкретне підприємство розподіляються серед значної групи інвесторів.

Ступінь необхідності інших функцій, які умовно можна назвати допоміжними, залежить від рівня досконалості (ефективності) ринку капіталів. Відповідно до неокласичних постулатів, ринок капіталів є ефективним (досконалим), якщо:

- має місце вільний доступ до ринку усіх його учасників;
- на ринку відсутня інформаційна асиметрія;
- відсутні трансакційні витрати;
- нейтральний (або рівномірний) вплив оподаткування на ринкові операції;
- наявність досконалої конкуренції на ринку та обмежені можливості впливу окремих учасників на ринкові кондиції;
- раціональна поведінка (раціональні рішення) учасників фінансових відносин та їх гомогенні очікування щодо майбутніх грошових потоків.

Для обґрунтування доцільності виокремлення допоміжних функцій ринку капіталів та їх складу з'ясуємо, чи виконуються критерії досконалості ринку капіталів на практиці. З цією метою визначимо коло учасників фінансових відносин, які пересікаються на відповідному ринку і їх мотивації. У процесі реалізації функцій ринку капіталів виникає комплекс фінансово-економічних відносин, учасниками яких є корпо-

ративні підприємства, банки, інституційні інвестори, держава. Залежно від ролі та цілей участі у процесі кругообороту капіталу, учасників фінансових відносин можна класифікувати таким чином:

- емітенти корпоративних цінних паперів (часткових та боргових);
- інвестори, що мають вільні грошові кошти та вкладають їх в інструменти ринку капіталів;
- фінансові посередники;
- агенти, що формують інфраструктури ринку капіталів;
- регуляторні та контролюючі органи.

Не потребує доведення та обставина, що об'єктивно між зазначеними учасниками фінансових відносин виникають конфлікти інтересів у розумінні теорії принципал-агент відносин. Через невиконання критерію інформаційної симетрії, фактичної наявності трансакційних витрат, поведінка учасників ринку є не завжди раціональною (щонайменше, у відношенні до принципалів). Саме тому для забезпечення критеріїв ефективності, ринок капіталів, оперуючи своїм інструментарієм має впливати на поведінку зазначених груп інтересів для зниження рівня конфліктності, опортунізму та нераціональної поведінки.

Таким чином, аналогічно до корпоративних фінансів, окрім загальноприйнятних функцій, ринок капіталів має виконувати як інформаційно-комунікаційну функцію, так і функцію управління поведінкою. Причому потреба у виконанні зазначених функцій є тим вищою, чим менш розвиненим є ринок капіталів. Інструментами реалізації зазначених функцій є заходи, що реалізуються регуляторними та контролюючими органами, механізми, які передбачені принципами корпоративного управління, глобальні регуляторні акти (наприклад, Акт Сарбейнса-Окслі (Sarbanes-Oxley Act), прийнятий у США в 2002 р.).

Таким чином, корпоративні фінанси та ринок капіталу належать до числа ключових категорій фінансової науки. Вони характеризують фінансові відносини з приводу руху капіталу. Свою сутність ці категорії проявляють через комплекс функцій, які значним чином накладаються одна на одну. Враховуючи економічну природу корпоративних фінансів та ринку капіталів, їх функції та суспільне призначення можна констатувати, що ефективне функціонування корпоративних фінансів неможливе без розвинутого ринку капіталів і навпаки. Відтак, неможливо автономно розвивати інфраструктуру ринку капіталів без запровадження ринково-орієнтованого фінансового менеджменту на рівні корпоративних підприємств. Не останню роль в обґрунтуванні ефективних фінансових рішень відіграють викладки теоретичних концепцій у сфері корпоративних фінансів, про що буде йтися далі.

1.2. Сучасні теорії у сфері корпоративних фінансів та їх вплив на моделі фінансування підприємств

Загострення конкуренції, модернізація інновацій, зростання продуктивності виробництва, швидкість передачі інформації та технологій, динаміка зовнішнього середовища та ризику є тими чинниками, які вимагають впровадження в усі сфери економічної діяльності елементів нової економіки – економіки знань. Знання та наукові розробки, що інтегровані у процеси прийняття фінансово-економічних рішень стають вирішальним стратегічним фактором успішності діяльності підприємств. На відміну від традиційної («старої») економіки, за нової економічної реальності основні акценти ставляться на інформаційно-інноваційній моделі розвитку, що передбачає широке впровадження у фінансово-господарській діяльності новітніх наукових досягнень [75, с. 26]. Теоретичне обґрунтування фінансових рішень належить до

числа пріоритетів економіки знань. Адже без належного фінансування, раціоналізації інвестиційних вкладень будь-які інноваційні починання у сфері виробництва приречені на невдачу.

За своїм змістом, теоретичні напрацювання у сфері корпоративних фінансів умовно можна поділити на два напрямки. Перший стосується визначення сутності корпоративних фінансів, їх функцій та завдань. Другий – зводиться до теоретичного забезпечення рішень щодо фінансування та інвестування. Йдеться про теоретичне обґрунтування методів та технологій управління корпоративними фінансами.

Вивчення науково-практичних джерел за відповідною проблематикою дає підстави стверджувати, що перший напрямок є більш характерним для пострадянської школи фінансів. Відмінною рисою західної фінансової думки є те, що у науково-практичних джерелах ми майже не зустрінемо дискусій навколо питання сутності та функцій корпоративних фінансів. Акценти фокусуються переважно на пріоритетах корпоративних фінансів та на інструментах їх реалізації [25, с. 82-83].

З прикладної точки зору цінність теоретичних напрацювань полягає у їх здатності бути трансформованими у частину доданої вартості, яка генерується окремими підприємствами чи корпоративним сектором у цілому. Механізм такої трансформації є досить складним і не завжди піддається оцінкам. У загальному вигляді, прикладні теоретичні розробки мають сприяти удосконаленню фінансових рішень, що своїм наслідком мають збільшення доходів та грошових потоків підприємств, зниження витрат та грошових видатків, оптимізацію співвідношення ризик-доходність. Таким чином, продукти наукової думки впливають на змінні функції максимізації вартості та сприяють генеруванню доданої вартості. Загалом же «специфічне суспільне призначення корпо-

ративних фінансів полягає в тому, що в процесі фінансових відносин створюються умови для руху капіталу й тим самим уможлиблюється зростання вартості активів корпорації» [37, с. 13]. Відтак, корпоративні фінанси сприяють задоволенню фінансово-економічних інтересів стейкхолдерів та шехолдерів окремих компаній.

Практична цінність наукових розробок, пов'язаних із обґрунтуванням дефініції та функцій фінансів у короткостроковому періоді є незначною через мінімальну здатність відповідних напрацювань до трансформації у додану вартість, яку генерують суб'єкти господарювання. На противагу цьому, прикладне значення вузькопрофільних досліджень методів та технологій прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів є досить високим. Водночас, в Україні тривалий час спостерігається ситуація, коли теоретичні дослідження у фінансовій сфері носять квазінауковий характер, відірвані від практики та не сприяють генеруванню доданої вартості. Дослідимо ключові теоретичні концепції у сфері корпоративних фінансів і ринку капіталів та з'ясуємо їх здатність генерувати додану вартість через вплив на рішення щодо фінансування та інвестування корпоративних підприємств.

Сучасна теорія корпоративних фінансів виокремлює ряд їх засадничих функцій. При цьому, має місце обґрунтування функцій корпоративних фінансів як субкатегорії фінансів, так і окремо функцій їх основоположних сегментів: фінансування та інвестування. За визначенням провідних західних дослідників фінансів мікроекономічного рівня С. Росса, Р. Брейлі та С. Майерса, призначення корпоративних фінансів полягає у вирішенні двох основних фінансових питань, з якими зіштовхується фінансовий менеджер корпорації: 1) Які інвестиції має здійснити фірма? 2) Як оплатити ці інвестиції? Перше питання передбачає ухвалення правильних інвестиційних рішень, друге – прийняття рішень щодо вибо-

ру джерел їх фінансування [165].

Щоправда, фінансування та інвестування можна розглядати як «дві сторони однієї медалі»: інвестування полягає в раціональному використанні капіталу шляхом його вкладення в об'єкти необоротних та оборотних активів, а фінансування спрямоване на мобілізацію відповідного капіталу. Одна й та ж сума ресурсів для капіталодавців вважатиметься інвестиціями, а для підприємства-об'єкта інвестування – сумою залучених ресурсів у результаті фінансування. Відтак, значна частина теоретичних напрацювань у сфері інвестування використовується для обґрунтування рішень щодо фінансування і навпаки.

З'ясуємо, яким чином та чи інша теоретична концепція сприяє виконанню окремих функцій корпоративних фінансів, вносячи тим самим внесок у генерування доданої вартості суб'єктами господарювання. Не викликає сумніву та обставина, що ключовою для фінансів підприємств залишається функція мобілізації (формування) капіталу. Як ресурс корпоративних фінансів капітал обмежений у просторі та часі, а тому важливо розглядати фінансові взаємовідносини корпорації саме крізь призму часової й просторової обмеженості капіталу. Надлишок чи дефіцит капіталу в того чи іншого суб'єкта господарювання спонукає його до пошуку або можливостей вигідно його інвестувати, або додаткових джерел капіталу [37, с. 17]. Принципове питання, яке слід вирішити фінансовому менеджменту підприємств у контексті реалізації зазначеної функції є прийняття рішення щодо залучення власного чи позикового капіталу з огляду на необхідність утримання на прийнятному рівні фінансових ризиків (ризиків структури капіталу). З іншого боку, потенційні капіталодавці мають вирішити дилему: в які активи доцільно вкладати наявний капітал для забезпечення оптимального співвідношення «ризик-доходність». Слід прийняти рішен-

ня щодо підприємства (активу) – об'єкта вкладень, а також щодо характеру відносин, які забезпечили б виконання цільової функції капіталодавців: відносини власності чи боргові.

Можна констатувати, що основоположною категорією корпоративних фінансів є капітал підприємства, оскільки саме у процесі формування та ефективного використання капіталу проявляється переважна більшість функцій та фінансових відносин підприємств. Водночас, сама категорія «капітал» є неоднозначною. Це пов'язано з тим, що капітал загалом і капітал підприємств має різні форми прояву. За версією К. Маркса, першою формою прояву капіталу є гроші (грошовий капітал). Відповідно до загальної формули руху капіталу, гроші формують початковий та кінцевий пункт процесу зростання вартості ($G - T - G'$).

Таким чином, не перетворюючись у товарну форму, гроші не можуть стати капіталом, а головною умовою перетворення грошей у капітал є можливість для їх власників знайти на ринку такий товар, який здатен створювати нову, більшу вартість. На думку К. Маркса, єдиним таким товаром є робоча сила. Капітал, який витрачається на придбання робочої сили – це змінний капітал, а капітал, який спрямовується на засоби виробництва – постійний капітал [43, с. 157-190]. Відповідно до марксистської теорії капіталу, у процесі виробництва створюється вартість, величина якої залежить від величини затраченого робочого часу найманих працівників. Причому, останні отримують у вигляді заробітної плати лише частину створеної ними вартості, а решта – у вигляді доданої вартості присвоюється капіталістом. На наш погляд, концепція К. Маркса не враховує фактор ризику та альтернативної доходності. Значна частина доходів капіталодавця складає саме премія за ризик вкладення капіталу.

З науково-практичної точки зору слід розрізняти капітал у макроекономічному розумінні (економіка народного госпо-

дарства) та капітал на мікрорівні (економіка підприємств). У першому випадку, до капіталу відносяться усі засоби виробництва (устаткування, машини, тощо), які можуть бути задіяні у виробництві товарів та послуг. Тобто, капітал є одним із трьох факторів виробництва, поряд із працею та землею. У цьому разі йдеться про так званий реальний капітал. Однак, як зазначалося вище, капітал проявляється не лише у речовій (товарній) формі, а й у грошовій. Грошовий капітал охоплює фінансові засоби, які можуть бути використані для оновлення чи розширення факторів виробництва. Поряд із реальним та грошовим капіталом, для забезпечення генерування вартості необхідним є людський капітал (*humancapital*). Водночас, для формування якісного персоналу, необхідно здійснювати грошові вкладення, зокрема на навчання, підвищення кваліфікації та виплату зарплати, відповідно до рівня кваліфікації.

У наукових джерелах переважає класичне трактування капіталу підприємств, однак, досить поширеною є також «монетарна» інтерпретація капіталу. Так, засновник німецької школи економіки підприємств Ойген Шмаленбах під капіталом підприємства розуміє абстрактну суму вартості балансу [172, с. 37]. У цьому полягає класична інтерпретація капіталу у широкому розумінні. Активна сторона балансу показує напрямки використання залученого капіталу, а пасивна – джерела його мобілізації. У більш вузькій інтерпретації класичного підходу, під капіталом розуміється сума пасивів, тобто зобов'язання підприємства перед власниками та кредиторами, відповідно, класифікується як власний та позичений капітал. Сучасний монетарний підхід до трактування капіталу ідентифікує це поняття із сумою грошових коштів, що вкладені у підприємство.

На наш погляд, класичний підхід (у вузькій інтерпретації) більш повно характеризує поняття «капітал підприємства». У подальшому викладенні буде використовуватися саме кла-

сичне тлумачення капіталу у вузькому розумінні, тобто, під капіталом розумітимемо пасиви підприємства, як джерело формування активів. Відтак, дослідження фокусується на питанні, який внесок тієї чи іншої теоретичної концепції в оптимізацію рішень щодо формування та використання капіталу підприємств. Критерієм оптимізації є максимізація доданої вартості, тобто зростання вартості капіталу.

Класик німецької економічної науки Е. Гутерберг наголошує на непересічному значенні такої функції корпоративних фінансів як трансформація [138]. Йдеться про те, що вхідні грошові потоки підприємств формуються за рахунок різних фінансових інструментів, які диференціюються залежно від рівня ризиків, обсягів та строковості. Метою такої диференціації є максимальне врахування преференцій потенційних капіталодавців з тим, щоб забезпечити залучення необхідного обсягу фінансових ресурсів за мінімальною ціною. Таким чином, корпоративні фінанси забезпечують трансформацію преференцій різних груп капіталодавців у параметри, за якими залучається (надається) капітал. До таких параметрів належать ціна капіталу, строковість надання, величина кредитного забезпечення, обсяги тощо. Для практичної реалізації зазначеної функції фінансовий менеджмент підприємств використовує цілий ряд методів та інструментів, що ґрунтуються на результатах прикладних досліджень. Мова йде про покриття потреби в капіталі за рахунок використання широкого спектру інструментів, що характеризуються різним рівнем ризику, доходності, відповідальності тощо.

Метою використання альтернативних інструментів фінансування (емісія корпоративних прав, боргових та гібридних інструментів) є максимально повне врахування преференцій різних груп капіталодавців та створення умов для їх готовності вкладати кошти у підприємство. Для оцінки внеску теоретичних концепцій у забезпечення функції трансформації слід враховувати висновки Й. Стігліца, С. Гросмана

та В. Бройера, що максимізація обсягів залученого капіталу у цьому випадку відповідатиме максимізації вартості компанії [107; 135]. Оскільки найважливішим фактором, що впливає на прийняття фінансових рішень є фактор ризику, непересічну роль у теоретичному забезпеченні виконання функції трансформації має параметр неприйняття ризику (risk aversion). Як міру неприйняття ризику Кеннет Ерроу та Джон Пратт запропонували використовувати відношення другої похідної функції корисності $U(x)$ до першої, що береться з від'ємним знаком: $-U''(x)/U'(x)$. Ця міра характеризує ключову властивість очікуваної корисності – преференції, виражені лінійною чи експоненціальною функцією не залежать від зміни рівня добробуту індивіда [162]. Висновки К. Ерроу та Д. Пратта слід враховувати при формуванні емісійної політики підприємств, зокрема при обґрунтуванні параметрів фінансових інструментів, з допомогою яких планується залучати капітал. Відповідно, внесок концепцій у створення доданої вартості можна оцінити на основі порівняння витрат на залучення капіталу за використання висновків Ерроу-Пратта та без них.

Чільне місце у групі теоретичних концепцій у сфері корпоративних фінансів займають теорії, спрямовані на обґрунтування моделей рішень щодо найбільш прийнятних способів фінансування та їх черговості. Йдеться про вирішення ключової дилеми фінансового менеджменту: внутрішні джерела фінансування, залучення боргового капіталу чи збільшення власного капіталу. Окреслена проблема тісно пов'язана із питанням оптимізації структури капіталу підприємств, відповідно, структури джерел фінансування.

Різні наукові школи та напрямки висувають свої рецепти вирішення проблематики оптимізації джерел фінансування. Традиційний підхід постулює залежність відсоткових ставок, за якими залучаються кошти від структури капіталу підприємства. Відтак, співвідношення джерел фінансування

є фактором впливу на вартість компанії. Оптимальне значення структури капіталу знаходиться у точці мінімізації середньозваженої ставки відсотка, за якою залучається капіталу (WACC). У цій же точці забезпечується максимізація вартості компанії [165]. На рисунку 1.3 показана залежність середньозваженої ціни залучення підприємством капіталу та вартості підприємства (EV) від структури джерел фінансування.

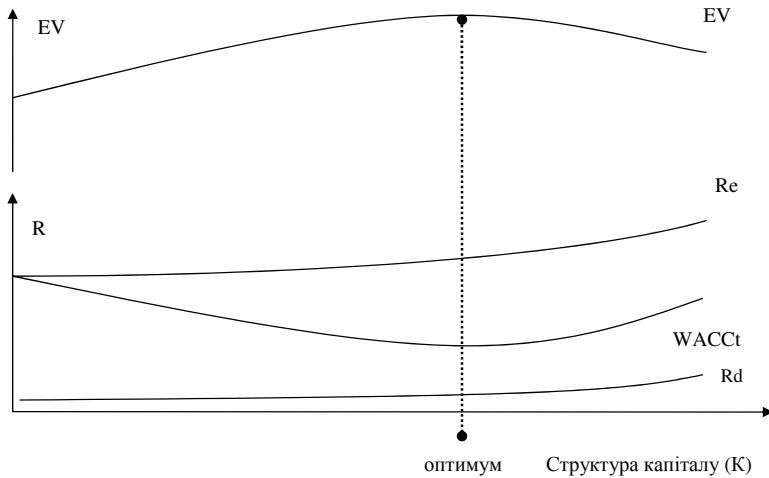


Рис. 1.3. Залежність вартості підприємства та ставки витрат на капітал від його структури відповідно до традиційної концепції [165]

Як бачимо, зі зростанням частки позик у структурі капіталу до певного рівня падають витрати на капітал та зростає вартість підприємства. Однак, після досягнення точки оптимуму зростає як ставка витрат на власний капітал (Re), так і процентна ставка за позиками (Rd). Відтак, середня ставка відсотка, за якою залучається капітал починає зростати, а вартість підприємства знижуватися.

Це означає, що структура капіталу є релевантною щодо середньозваженої ставки витрат на капітал (WACCt) та вартості підприємства в цілому. Слід наголосити, що традиційний підхід не дозволяє визначити рекомендовану для усіх підприємств структуру капіталу, наприклад, 50 на 50. Витрати на капітал та оптимум структури капіталу залежать від переваг капіталодавців, які багато у чому визначаються ситуацією на ринку капіталів. Таким чином, оптимальну структуру капіталу можна розрахувати лише для конкретного підприємства з врахуванням його величини, виду діяльності, місця розташування та комплексу каузальних зв'язків між прийняттям рішень на рівні підприємств та ринком капіталів.

Визначальне місце у теоретичному забезпечення прийняття рішень з фінансування підприємств займає неокласична концепція «іррелевантності фінансування», яка обґрунтована лауреатами Нобелівської премії з економіки, американськими економістами Ф. Модільяні та М. Міллером. Зазначена концепція передбачає наявність досконалого ринку капіталу та раціональну поведінку економічних агентів. Концепція очікуваної корисності за принципом Бернуллі описується наступним чином: «індивіди, приймаючи рішення прагнуть максимізувати власну вигоду; приріст корисності відповідає приросту прибутку на вкладені кошти».

Джон Нойман та Оскар Моргенштерн довели, що принцип максимізації корисності є критерієм раціональності рішень, що приймаються [158]. Зазначена теорія передбачає, що носії рішень мають здійснювати холістичний (цілісний) аналіз наявних проблем. Ще одним постулатом теорії ринку капіталів є так званий принцип «homo economicus», який полягає у припущенні, що індивіди, приймаючи раціональні рішення, спрямовані на максимізацію вигоди, володіють релевантною для прийняття рішень інформацією щодо зовнішніх чинників та нескінченно швидко реагують на зміни, що

впливають на очікувану корисність. Однак, враховуючи ту обставину, що більшість індивідів не є високопрофесійними економістами, на практиці має місце так звана обмежена раціональність. Окреслені тези характеризують найбільш суттєві припущення, на яких ґрунтується неокласична теорія.

Концепція іррелевантності фінансування характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю акцій підприємства, структурою та ціною залучення капіталу. М. Міллер та Ф. Модільяні (ММ) довели, що за припущення досконалого ринку капіталів, ціна акцій, відповідно вартість підприємства визначається лише результатами операційної діяльності і не залежить від структури джерел фінансування. Таким чином, ставка витрат на капітал підприємства не залежить від структури джерел його фінансування, оскільки капіталодавці можуть оптимізувати ризики шляхом диверсифікації вкладень у акції та облігації одного й того ж емітента (об'єкта фінансування). Окрім цього, ставка витрат на власний капітал зростає пропорційно до збільшення частки боргового капіталу [154].

На рисунку 1.4. показана залежність ціни власного капіталу підприємства (R_e), а також середньозваженої ціни залучення капіталу від структури джерел фінансування (K , співвідношення боргового до власного капіталу).

Як бачимо, зі зростанням частки позик у структурі капіталу пропорційно зростає ставка витрат на власний капітал, водночас, середня ставка витрат на капітал та ставка витрат на борговий капітал залишаються на константному рівні. Таким чином, відповідно до припущень М. Міллера та Ф. Модільяні, середньозважена ставка витрат на капітал ($WACC_t$) є іррелевантною до структури капіталу. Однак, зазначена теза справджується у разі відсутності ризику банкрутства.

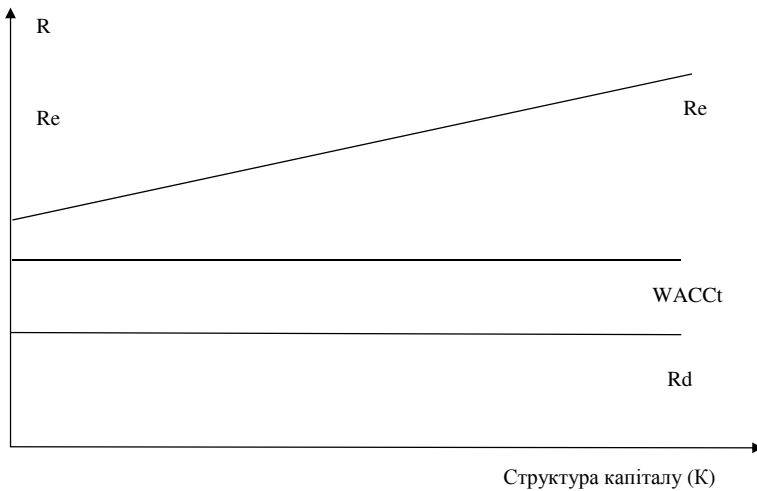


Рис. 1.4. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції ММ [154]

На противагу традиційним постулатам, ММ довели, що оптимальної структури капіталу не існує, або ж будь-яка структура є оптимально. Водночас, численні емпіричні дослідження доводять, що в реальності структура капіталу є релевантною як для вартості компанії, так і для ціни капіталу. Не дивлячись на це, теорема ММ є основою для розробки численних, практично-орієнтованих методів та моделей оцінювання фінансових ризиків, розрахунку ринкових цін фінансових інструментів, обчислення потенційної ціни залучення капіталу із різних джерел. Відтак, її можна вважати складовою теоретичного фундаменту, на основі якого розробляються моделі фінансування корпоративних підприємств.

Проблематиці вирішення дилеми структури капіталу присвячена так звана компромісна теорія (trade-off). На відміну від ММ, вона враховує вплив на структуру капіталу

таких ключових чинників як податки, ризики банкрутства, агентські витрати, інформаційна асиметрія, ризики залучення боргового капіталу та інші обставини, які зумовлені недосконалістю ринку капіталу.

На рисунку 1.5 показана залежність середньозваженої ціни залучення підприємством капіталу від структури джерел фінансування. Як бачимо, зі зростанням частки позик у структурі капіталу зростає як ставка витрат на власний капітал (R_e), так і процентна ставка за позиками (R_d), у тому числі з врахуванням чинника оподаткування прибутку ($R_d(1-t)$).

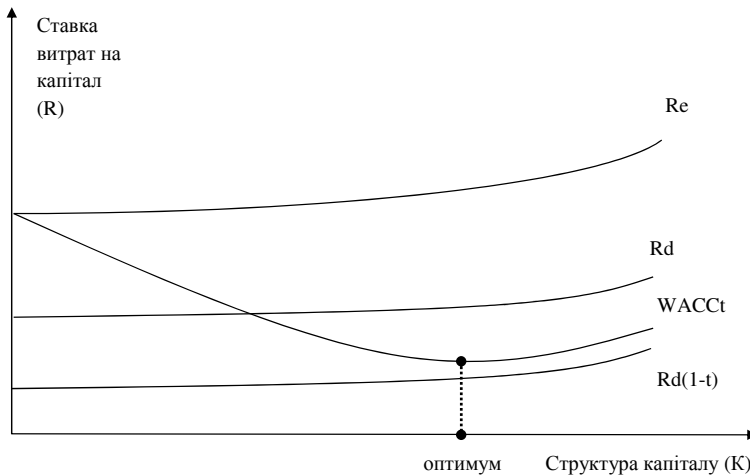


Рис. 1.5. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції trade-off [133]

Таким чином, структура капіталу є релевантною щодо середньозваженої ставки витрат на капітал ($WACC_t$) та вартості підприємства в цілому. Оптимум характеризує так звану точку компромісу, за якої забезпечується мінімізація середньозваженої ставки витрат на капітал. Залучення борго-

вого капіталу є виправданим до тих пір, поки оподаткований прибуток не починає знижуватися у результаті збільшення ставки відростка за позиками.

Відповідно до висновків Дж. Грехема та С. Харвея, у цій рівноважній точці збалансовується вплив сукупності факторів на структуру капіталу. На практиці це означає, що фінансовий менеджмент має визначати цільову структуру капіталу [133]. Компромісна теорія репрезентує статичний підхід до оптимізації структури капіталу у довгостроковому періоді. Відповідно до цього підходу, вигоди від податкового щита, що виникають у результаті боргового фінансування, збалансовуються зростанням витрат на капітал через додаткові ризики банкрутства, які зростають одночасно зі зростанням частки боргового капіталу. Таким чином, ринкова вартість підприємства, що частково фінансується за рахунок боргового капіталу відповідає сумі вартості компанії, що повністю фінансується за рахунок власного капіталу та величині вартості, яка створюється у результаті дії податкового щита (економії на податкових платежах у разі залучення боргового капіталу).

Концептуальною основою розрахунку витрат на капітал підприємств є дослідження У. Шарпа та Г. Міллера, що знайшли свій вираз у моделі оцінки капітальних активів (CAPM). Відповідно до класичного варіанту моделі, очікувана капіталодавцями норма доходності на вкладений власний капітал залежать від безризикової ставки відсотка (rf), середньої доходності по ринку (Rm) та систематичного ризику вкладень у підприємство (β):

$$CAPM (Re) = rf + (Rm - rf) \cdot \beta. \quad (1.1)$$

Прагматика моделі полягає у тому, що її можна використовувати як для оцінки доцільності інвестицій у ті чи інші активи, так і для розрахунку ставки доходності на капітал, яку очікують власники з огляду на рівень ризику вкладень та ставки доходності за альтернативними вкладеннями.

Загалом, цінність окреслених неокласичних концепцій полягає в тому, що з їх допомогою можна суттєво підвищити точність оцінок вартості активів, витрат на капітал, інвестиційних та фінансових ризиків. Відтак, внесок відповідних теорій у генерування доданої вартості можна оцінити на основі порівняння гіпотетичних наслідків прийняття рішень за використання методів та технологій, що розроблені на їх основі та без них.

З точки зору інституційної теорії, проблематика прийняття фінансових рішень зумовлена двома основними обставинами: асиметричним розподілом інформації та конфліктом цілей, що пояснюється суб'єктивними перевагами учасників фінансових відносин та особливостями договорів між ними [82].

Проблема нерівномірного інформаційного забезпечення менеджменту підприємств та капіталодавців загострилася із сімдесятих років минулого сторіччя. Керівництво підприємствами, використовуючи власні джерела інформації, завжди більш оптимістично оцінює потенційні результати діяльності підприємств та поширює відповідну інформацію на ринку капіталів. Розуміючи це, учасники ринку завжди ставлять під сумнів достовірність прогнозів менеджменту.

Відповідно до концепції ефективних ринків Ю. Фама, ринок вважатиметься ефективним за умови відсутності інформаційної асиметрії та моментального впливу нової інформації на ціну активів, що представлені ринку. Цим самим практично мінімізуються можливості для арбітражних операцій. Ю. Фама доводить, що на ціну активу впливає не та чи інша подія, що має місце, а інформація щодо можливість її настання [123]. Таким чином, ціна ринкового активу є результатом усереднених очікувань більшості раціональних гравців на ринку за умови симетричного розподілу інформації.

З огляду на вищевикладене, важливим сегментом теоретичного забезпечення фінансових рішень, на який слід звернути особливу увагу є група концепцій, що репрезентують інституційний напрямок фінансової науки. За висновками Васильчук І. П., у контексті теоретичного забезпечення фінансування корпорацій найбільш значимими є саме теорія трансакційних витрат, теорія інститутів та інституційних змін, теорія прав власності, теорія оптимального контракту, теорія принципал-агент відносин [14, с. 189]. Зазначені концепції формують згадану інституційну парадигму. Теорія принципал-агент описує відносини між різними групами інтересів, які, з одного боку, пов'язані (чи репрезентують) з керівництвом підприємства, а з іншого – надають капітал підприємству та здійснюють контроль за ефективністю його використання. Перші позначаються як «принципали», другі – як «агенти». Останні мають діяти в інтересах принципала, оскільки уповноважені ним раціонально використовувати надані ним ресурси.

Дослідження широкого спектру проблематики принципал-агент відносин здійснюється у рамках інституційного напрямку фінансової науки. На переконання Корнеєва В. В., поширені на сьогодні постулати неокласики і монетаризму в різних формах забезпечують необмежені можливості здійснення фінансових спекуляцій. Основою розробки заходів, спрямованих на протидію фінансовим спекуляціям, може слугувати теорія інституціоналізму з обумовленими рестрикційними нормами і стандартами економічної поведінки [34, с. 42].

Об'єктивно існуючі конфлікти інтересів, що мають місце у процесі принципал-агент-відносин, не завжди раціональна поведінка економічних агентів та інформаційна асиметрія є тими причинами, які пояснюють доцільність виокремлення згаданих вище інформаційно-комунікаційної функції корпоративних фінансів та функції управління поведінкою учасників фінансових відносин. У рамках теорії «принципал-агент»

як правило досліджуються три типи конфліктів інтересів між учасниками фінансових відносин, що зумовлено дивергенціями їх цільових функцій.

По-перше, конфлікти між власниками та менеджментом підприємств, що зумовлені відокремленням функції управління від власності.

По-друге – конфлікти між групами власників, які складають більшість та меншоритаріями через нерівні можливості впливу на процеси прийняття рішень на підприємстві.

По-третє, конфлікти між капіталодавцями – інвесторами, що формують власний капітал та кредиторами, що формують борговий капітал через різний вплив на процеси прийняття рішень та різнонаправленість інтересів [142].

За першого типу конфліктів виникає так званий моральний ризик (*Moral Hazard*), що провокує менеджмент до поведінки, спрямованої на максимізацію його індивідуальної функції корисності, а не на максимізацію вартості підприємства та оптимальні результати з точки зору власників. Така поведінка зумовлена цілим комплексом причин, до яких належить інформаційна асиметрія, різні часові преференції щодо доходності та ризиків, наявність ідіосинкратичних ризиків (специфічні ризики, пов'язані з діяльністю конкретного підприємства). Переваги менеджменту полягають у тому, що він має повніший доступ до інформації щодо ситуації на підприємстві. Натомість, капіталодавці мають можливості диверсифікувати свої ризики, тобто до певної міри мінімізувати ідіосинкратичні ризики. У результаті того, що менеджмент увесь свій людський капітал вкладає у конкретне підприємство, йому властива аверсія ризику (*aversion of risk*), що полягає у негативному ставленні до ризиків. Натомість, власники, за своєю природою є нейтральними стосовно ризиків. Таким чином, виникає конфлікт з приводу різних преференцій щодо ризику [143]. Окрім цього, поведінка менеджменту значною

мірою визначається часовими рамками. Він зацікавлений у максимізації показників результативності у короткостроковому періоді та в часових межах, протягом яких він планує співпрацювати з певним підприємством. Як наслідок прояву зазначених факторів менеджмент у відношенні власної вигоди діє раціонально, однак, стосовно інтересів власників та підприємства – нераціонально або ж квазіраціонально. Наприклад, приймаються рішення щодо інвестицій та проектів, які принесуть прибуток (а отже, максимізують винагороду менеджерам) у короткостроковому періоді, а не зростання вартості підприємства у довгостроковому періоді.

Для нейтралізації опортуністичної поведінки менеджменту як агента по відношенню до власників (інвесторів) як принципалів у арсеналі корпоративних фінансів є ряд механізмів. До числа таких механізмів К. Ейзенхард, М. Дженсен, У. Меклінг відносять зменшення рівня інформаційної асиметрії, контроль діяльності менеджменту та якісні системи мотивації [117; 142]. Системи мотивації мають бути побудовані таким чином, щоб з погіршенням показників результативності підприємства, зменшувався рівень матеріальної винагороди менеджменту. Проблема, однак, полягає в тому, що менеджмент може маніпулювати показниками результативності у короткостроковому періоді. Саме тому, при виборі зазначених показників слід керуватися принципами довгостроковості та мінімальних можливостей маніпулювання менеджментом. Такі характеристики мають, приміром, вартісно-орієнтовані показники.

Другий тип принципал-агент конфліктів зумовлений ігноруванням інтересів міноритарних власників при прийнятті фінансових рішень. Власники контрольного пакету корпоративних прав використовують капітал, наданий міноритаріями для максимізації власної вигоди. У наукових дискусіях ця проблема позначається як «Tunneling» (ефект тунелю) або

«Self-Dealing» (транзакції сам із собою). Поняття «ефект тунелю» характеризує транзакції, результатом яких є приховане виведення з підприємства активів та прибутків на користь та в інтересах власника контрольного пакету корпоративних прав (осіб, які контролюють підприємство). Згідно з дослідженнями С. Джонсона, Р. Ла Порти, Р. Лопеза де Сіланес, та Ф. Шлайфера, тунелінг проявляється у двох формах: акціонери, що складають більшість переводять ресурси компанії на власну користь шляхом транзакцій між собою або ж здійснюють розмивання часток дрібних акціонерів [144].

Досить виразно ця проблема проявляється в країнах, з недостатнім рівнем захисту прав власності, до яких відноситься Україна. Незахищеність дрібних власників зумовлена як неурегульованістю порядку використання переважних прав на придбання корпоративних прав нової емісії, інсайдерським характером фондового ринку, так і недосконалістю судової системи, що є толерантною до проявів рейдерства. Окреслені питання досить тісно пов'язані з проблематикою розмивання прав власності.

Ще одним полем для конфліктів інтересів є відносини між різними групами капіталодавців, які мають різні пререференції щодо ризиків вкладень у підприємство. Мова йде перш за все про конфлікти між кредиторами та власниками підприємства. Для гарантованого отримання відсотків та основної суми кредиту, кредитори зацікавлені у якомога менш ризиковій діяльності боржника. Натомість, власники зорієнтовані на максимізацію вартості підприємства та чистого прибутку.

Досить часто, приросту вартості можна досягти лише вдаючись до ризикових операцій чи інвестицій. Відтак, вкладаючи кошти у ризикові проекти, менеджмент підприємства фактично збільшує ризики для кредиторів. Іншими словами, ріст доходів власників здійснюється за рахунок підвищених ризиків кредиторів. Для уникнення додаткових ризиків, кре-

дитори мають вживати заходів щодо впливу на поведінку власників та менеджменту. До числа таких заходів належить нагляд та контроль за цільовим використанням боргового капіталу у рамках супроводження кредитів, штрафні санкції за порушення умов кредитних договорів, умов залучення коштів у результаті емісії облігацій тощо.

Таким чином, у рамках нейтралізації конфліктів інтересів між учасниками фінансових відносин необхідно вживати комплекс заходів впливу на управління їх поведінкою. Важливою складовою таких заходів є контроль за діяльністю різних груп інтересів, яка пов'язана із процесами формування та використання капіталу підприємств. Відтак, поглинання функцією управління поведінкою функції контролю є логічним та об'єктивним. Загалом же, у рамках реалізації функції управління поведінкою необхідно активно використовувати принципи корпоративного управління у частині забезпечення прозорості показників фінансово-господарської діяльності підприємства, контролю та моніторингу за діяльністю менеджменту.

Представники інституційного напрямку економічної науки роблять численні спроби обґрунтувати рецепти рішень в умовах нерівномірного доступу економічних агентів до інформації та за різнонаправлених інтересів. Цим питанням присвячені праці К. Ерроу, Дж. Акерлофа, М. Спенса та Й. Стігліца. Мова йде про те, яким чином оптимізувати умови кредитних договорів, порядок емісії корпоративних прав чи боргових цінних паперів, зменшити зловживання на ринку капіталів з боку окремих агентів. Відповідно до висновків Р. Коуза, раціональні фінансові рішення у сфері корпоративних фінансів неможливі без врахування впливу трансакційних (агентських) витрат.

У контексті дискусії щодо оптимізації структури капіталу та рішень щодо залучення того чи іншого джерела фінансування підприємств цінним є висновок агентської теорії,

відповідно до якого, для підприємств буде вигідним фінансування за рахунок боргового капіталу до тих пір, поки граничні агентські витрати, пов'язані із залученням власного капіталу будуть дорівнювати граничним агентським витратам, що пов'язані із залученням боргового капіталу. На рисунку 1.6 показана залежність структури капіталу підприємства (K) від величини агентських витрат, пов'язаних із залученням власного (ACE) та боргового (ACD) капіталу.

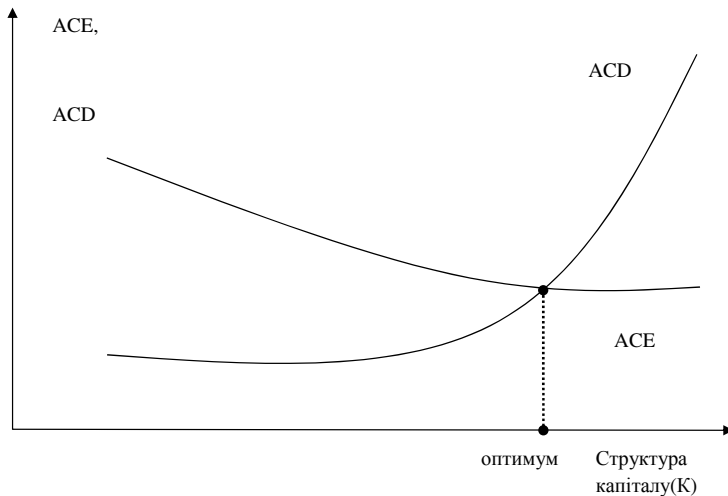


Рис. 1.6. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції агентських витрат [135]

Як бачимо, зі зростанням частки позик у структурі капіталу зростають агентські витрати, пов'язані із залученням позик. Це означає зростання ризиків та відповідних ставок залучення капіталу. Оптимум характеризує структуру капіталу, за якої урівноважуються агентські витрати, пов'язані із залученням боргового та власного капіталу. Таким чином, відповідно до концепцій інституційного напрямку, структура

капіталу є релевантною щодо величини агентських витрат, а отже, і щодо середньозваженої ставки витрат на капітал та вартості підприємства в цілому.

Традиційна парадигма корпоративних фінансів, концепції якої розглядалися вище, ґрунтується на тому, що індивіди (носії фінансових рішень) діють раціонально, а причинно-наслідкові зв'язки формуються апіорі (без емпіричного доведення). Це означає, що, по-перше, вони правильно (на власну користь, відповідно до правила Байєса) використовують отриману інформацію, а по-друге, вони приймають нормативно вірні, тобто, внутрішньо несуперечливі рішення, відповідно до теорії очікуваної корисності.

Однак, в реальності як на рівні ринку капіталів, так і на рівні підприємств принцип раціональності не завжди виконується, а ринки капіталів не відповідають критеріям ефективності. За цих обставин, у нагоді може статися концепція біхевіористичних фінансів, яка ставить під сумнів два ключових припущення класичної теорії ринку капіталів та ефективного ринку (Ю. Фама): щодо раціональності поведінки інвесторів та щодо необмежених можливостей арбітражних операцій.

Відповідно до цієї парадигми, не всі індивіди діють раціонально, вони можуть приймати нормативно неприйнятні рішення, що суперечать правилу Байєса та теорії раціональних очікувань [41, с. 35-47]. У результаті прийняття квазіраціональних рішень окремими інвесторами порушується рівновага у ціноутворенні на ринку, що зумовлює прояви неефективності та ринкові аномалії. Зазначені прояви неможливо нейтралізувати вдаючись до арбітражних операцій (концепція лімітованого арбітражу). Саме цим пояснюється суттєва волатильність ринкової вартості багатьох активів і значні відхилення ринкової вартості від фундаментальної, що може мати місце протягом досить тривалого часу.

Таким чином, відповідно до постулатів біхевіористичних фінансів, на ринку переважають нераціональні інвестиційні рішення, а арбітражні можливості раціонально діючих інвесторів є обмеженими. Відповідно до висновків Ю. Фама, ціни на активи неможливо спрогнозувати у короткостроковому періоді через наявність ринкових аномалій [122]. Аномальна ціна активу відповідає різниці між його ціною, що склалася на ринку та ціною на альтернативний актив з аналогічним рівнем ризику.

Теоретичним фундаментом біхевіористичного напрямку теорії корпоративних фінансів є праці Д. Канемана, В. Сміта, Р. Шіллера. Недоліки неокласичної теорії, окрім іншого, зумовлені тим, що вона не враховує психологічних аспектів прийняття фінансових рішень. Пол Шумейкер виокремлює п'ять психологічних чинників, які впливають на прийняття рішень в умовах невизначеності (ризик):

по-перше, рішення приймаються на основі відносних порівнянь;

по-друге, стратегії прийняття рішень змінюються залежно від складності завдання;

по-третє, індивіди здебільшого аналізують наявні альтернативи ізольовано одну від одної;

по-четверте, вплив ефекту «відправної точки», що не дає можливості адекватно оцінити альтернативні витрати;

по-п'яте, психологія ймовірнісних суджень, мова йде про наявну тенденцію прийняття бажаного за дійсне (*wishful thinking*) [173].

До числа найважливіших напрямків досліджень представників корпоративних біхевіористичних фінансів належить проблематика впливу нераціональної поведінки інвесторів та менеджерів на фінансові рішення на рівні підприємств. З одного боку, раціональні менеджери, здійснюють додаткові емісії у разі високого курсу акцій. У результаті

цього, підприємство залучає порівняно дешеві ресурси через прагнення інвесторів отримати більші доходи. З іншого боку, керівництво підприємств приймає рішення про викуп власних акцій, якщо їх ціна є надто низькою.

Відповідно до результатів досліджень М. Бейкера та Дж. Вурглера, підприємства з низькою часткою боргового капіталу роблять додаткову емісію, якщо ринкова вартість компанії висока. Навпаки, підприємства з високою часткою боргового капіталу здійснюють залучення власного капіталу у разі низькою ринкової вартості [97]. Це є підтвердженням того, що ірраціональні інвестори впливають на рішення раціональних менеджерів. З іншого боку, самовпевненість та оптимізм топ-менеджменту також можуть призвести до нераціональних рішень щодо вибору джерел та моделей фінансування. Самовпевнені менеджери оперують при прийнятті рішень надто оптимістичними прогнозами щодо росту грошових потоків та прибутку. З метою максимізації вартості вони залучають більше боргового капіталу порівняно з раціональними менеджерами.

Відтак, структура капіталу підприємства є функцією від рівня оптимізму менеджменту. Окрім цього, представники біхевіоризму доводять, що чим вищим є рівень самовпевненості та оптимізму менеджменту, тим вищою є частка короткострокового боргового капіталу [139]. Таким чином, ринкові аномалії та інші поведінкові ефекти є додатковим чинником, який впливає на структуру джерел фінансування підприємств, а також на строки залучення боргового капіталу.

Які ж висновки можна систематизувати, за результатами аналізу різних теоретичних концепцій у контексті їх впливу на прийняття рішень щодо способу фінансування підприємств? Йдеться про практичну цінність тієї чи іншої концепції та про її домінування над іншими. Так, теза щодо іррелевантності структури капіталу є найбільш відомою, однак,

найбільш відірваною від реального світу. Однак, вона є основою для розвитку інших концепцій та визначення оптимуму через з'ясування причин невідповідності ринку капіталу та поведінки носіїв рішень критеріям досконалості.

Найбільш вагомими факторами, що порушують стан досконалості ринку є інформаційна асиметрія, наявність витрат банкрутства та агентських витрат, вплив оподаткування, нерациональна поведінка носіїв рішень. Компромісна теорія, концепції інституційного напрямку та біхевіористичних корпоративних фінансів спрямовані саме на ідентифікацію чинників, що порушують стан досконалості ринку та доводять релевантність структури капіталу у відношенні витрат на капітал.

З логіки процесів, що мають місце на ринку капіталів можна дійти висновку, що найбільш адекватні фінансово-інвестиційні рішення можна отримати застосовуючи методи і технології, що є результатом синтезу елементів різних теоретичних напрямків: класичного неокласичного, інституційного, біхевіористичного. Зазначені концептуальні напрямки вносять свої раціональні зерна у розвиток загальної теорії корпоративних фінансів та сприяють науковому обґрунтуванню методів і технологій, спрямованих на виконання їх функцій. Відтак, є теоретичним підґрунтям для розробки інноваційних технологій раціоналізації фінансових рішень. Тим самим вони вносять посильних внесок у генерування доданої вартості.

1.3. Вітчизняний ринок капіталів у контексті теорії інформаційної ефективності

Значний внесок у розвиток теорії ринку капіталів здійснив Ю. Фама, який обґрунтував гіпотезу ефективності ринку, що передбачає ідеальне з точки зору інформаційного забезпечення та раціональної поведінки індивідів ринкове середовище. Метою функціонування ринку капіталів є забез-

печення результативного трансферту капіталу від інвесторів (капіталодавців) до підприємств (капіталоотримувачів). Ефективний ринок передбачає ефективну алокацію капіталу та операційну ефективність. Вкладення капіталу (ефективна алокація) супроводжується реалізацією трансформаційної функції корпоративних фінансів, за якої преференції капіталодавців (інвесторів та кредиторів) трансформуються у кондиції залучення капіталу його одержувачами [25, с. 78-95]. Причому трансферт капіталу є можливим лише за досягнення відповідними параметрами (ціна капіталу, ризики, інформаційне забезпечення) точки рівноваги. Іншими словами, ринок забезпечує ефективну алокацію капіталу у разі, якщо ціни на ньому встановлюються таким чином, що скоригована на ризик очікувана (гранична) рентабельність інвестицій (з врахуванням витрат на інформацію) оферентів капіталу відповідає рентабельності активів одержувачів капіталу.

Необхідною умовою ефективної алокації є мінімальні накладні витрати на трансферт (операційна ефективність). Фінансові посередники, які здійснюють послуги з трансферту капіталу за мінімальними цінами мають забезпечувати для себе достатній рівень рентабельності. Однак, описаний механізм функціонування ринку капіталів час від часу дає збої (Market Failure). Мова йде про ситуацію, коли ринок не забезпечує оптимальну алокацію ресурсів [99]. У разі відмови функціонування ринку, перш за все перестає функціонувати механізм координації процесів на ринку та зникає конкуренція. Відновити ринок можливо через механізми державного регулювання ринкових процесів. Однак, у випадку України тривалий час мала місце також неповноцінна функціональна здатність держави як головного регулятора ринку.

Ринок капіталу України із самого початку його формального започаткування не виконував свої функції, тобто має місце не тимчасовий збій ринкового механізму, а його хронічна

функціональна неспроможність. Окрім назви, вітчизняний ринок корпоративних цінних паперів не має нічого спільного із відповідними ринками розвинених країн. Він виконував які завгодно функції всі ці роки, окрім головної – залучення капіталу компаніями та забезпечення його ефективного використання для розвитку. Ринок капіталів, починаючи з 90-х років, лише формально існував, а не розвивався [88].

На наш погляд, така ситуація пояснюється не дрібними недоліками в окремих законодавчих чи нормативно-правових актах, у діяльності фінансових посередників чи роботі регулятора, а системними причинами. Ці причини криються у невиконанні фундаментальних вимог до ефективного функціонування ринку як емітентами цінних паперів, такі і фінансовими посередниками, інвесторами та регулятором. Інфраструктура фондового ринку виявилася деформованою. Вона була зорієнтована не на обслуговування добросовісних учасників ринку, а на забезпечення отримання надприбутків ринковими спекулянтами та рейдерами. Ринок капіталу не відповідав критеріям інформаційної ефективності ринку, а система регулювання та нагляду за ринком не відповідала принципам Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO).

Водночас, більшість вітчизняних авторів, які займаються проблематикою фондового ринку (С. Науменкова, С. Міщенко [47], О. Мозговий [45], Г. Терещенко [74] та інші) проблематику неефективності функціонування вітчизняного ринку капіталів звужують до рівня окремих фрагментарних питань, вирішення яких не впливає на зміну існуючих рамкових умов формального функціонування ринку.

Численні західні дослідники (див. наприклад, праці Б. Корнела, Р. Ролла [112], С. Гросмана, Й. Стігліца [137], Т. Бека, Х. Казерера, С. Раппа [101]) акцентують увагу на з'ясуванні окремих питань функціонування розвинених ринків, абстрагуючись від проблематики відмови функціонування

ринкових механізмів на дрібних та неперспективних локальних ринках країн, що розвиваються. Відтак, питання запуску ефективного локального ринку капіталів за хронічної відмови функціонування ринку є мало дослідженим, однак, досить актуальним. У подальшому, дослідимо питання відмови функціонування та механізмів запуску вітчизняного ринку капіталів крізь призму теорії інформаційної ефективності.

З теоретичної точки зору, причинами відмови функціонування ринкових механізмів на ринку капіталів є повна інформаційна асиметрія на всіх його рівнях та неринкова поведінка окремих учасників (зловживання окремих гравців, що призводить до колективної нерациональності). Як довели В. Вікрі та Д. Мирліс, переваги в інформаційному забезпеченні стимулюють ринкових агентів до їх використання. Однак, у цьому разі у програші залишається увесь ринок, у тому числі агенти, які використали інформаційні переваги [188].

Таким чином, хронічний збій у функціонуванні механізмів ринку капіталів в Україні пояснюється, з одного боку, його інформаційною неефективністю, а з іншого – невиконанням державою своїх функцій, зокрема, щодо забезпечення дієздатної інфраструктури фондового ринку, регулювання та нагляду. Відтак, вирішення проблеми відмови функціонування ринку знаходиться у площині державного втручання. Принциповим тут є з'ясування пріоритетних його напрямків та меж. Для вирішення цього завдання звернемося до теоретичних постулатів функціонування ринку капіталів.

Ідея ефективного ринку капіталів ґрунтується на дефініції інформації та її вартості. Ринок буде ефективним, якщо релевантна інформація буде автоматично відображатися у ціні активів. Відтак, ціна активу є ключовим інструментом алокації ресурсів на ринку. В ідеальному випадку вона є відображенням усієї релевантної інформації щодо його потенційної прибутковості та ризиковості. Актуальна та потенційна

ціна має бути основним сигналом для інвесторів у питаннях фінансово-інвестиційних рішень.

Концепція ефективного ринку значною мірою ґрунтується на гіпотезах Ю. Фама, відповідно до яких, ринок є ефективним, якщо ціна активу у будь-який час «повністю рефлектує» всю наявну інформацію. На цій тезі побудована гіпотеза інформаційної ефективності ринку: «Умовою інформаційної ефективності ринку є повне та коректне рефлектування всієї наявної інформації у цінах, що є результатом ринкових трансакцій. Ринок у будь-який час знаходиться у стані рівноваги та виражає правдиву фундаментальну вартість активів» [122]. З огляду на результати емпіричних досліджень у 1970 р. Ю. Фама виокремив три форми інформаційної ефективності ринку [123]:

– слабка форма ефективності (Weak Form Efficiency) – передбачає, що жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, якщо для прийняття своїх рішень він буде використовувати лише історичні дані щодо рівня цін на активи та їх рентабельності. Це пояснюється тим, що ринкова ціна активу автоматично відображає усю релевантну ретроспективну інформацію щодо нього. Відтак, результати технічного аналізу не представляють ніякої цінності у контексті можливості отримати надприбутки;

– помірна форма ефективності (Semi-Strong Form Efficiency) – передбачає, що жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, якщо його інвестиційні рішення ґрунтуватимуться виключно на історичній та актуальній публічній інформації. Йдеться, зокрема, про інформацію, що міститься у річній звітності емітентів та про традиційні методи її аналізу. Зазначена інформація автоматично знаходить свій вираз у ринкових цінах активів, а отже, не придатна для отримання надприбутків;

– сильна форма ефективності (Strong Form Efficiency) – стан ринку за якого жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, незалежно від того, чи публічною інформацією він оперує чи ні. У цьому разі ціна активу (ринковий курс цінних паперів) автоматично реагує на будь-яку інформацію, у тому числі інсайдерську. Таким чином, навіть інсайдери, які мають монопольний доступ до інформації не мають можливості отримати надприбутки.

Порівняно з Ю. Фама, М. Рубінштайн та М. Латхам обґрунтовують більш сильніший рівень інформаційної ефективності: ринок капіталів слід вважати ефективним, якщо будь-який інформаційний привід не впливає як на ціну активів, так і на загальний інвестиційний портфель. Тобто, ефективність ринку за Рубінштайн-Латхамом не передбачає, що інформація спричинює додаткові трансакції [148; 168].

За екстремальної форми інформаційної ефективності ринку, систематичне отримання надприбутків є неможливим. Істотне перевищення прибутків окремих учасників ринку над нормальним прибутком можливе лише у результаті випадкового збігу обставин. Щоправда, експертне середовище досить критично оцінює зазначену форму ефективності. Навіть Ю. Фама, у своїй пізнішій праці визнає, що гіпотеза екстремальної форми інформаційної ефективності є повністю хибною («surely false») [122].

Завжди знайдуться учасники ринку, які прагнуть трансформувати свої переваги в інформаційному забезпеченні у додаткові прибутки. Водночас, зазначену екстремальну форму можна інтерпретувати як ідеальний еталон функціонування ринку капіталів. В інтересах регуляторних органів, саморегульвних організацій та всіх учасників ринку є створення таких рамкових умов, які б не дозволяли зловживати інсайдерською інформацією, оскільки вона є основною причиною руйнування ринку. Водночас, з практичної точки зору, ство-

рення таких рамкових умов є неможливим, оскільки у цьому разі надто високими будуть трансакційні витрати, перш за все, пов'язані зі звітністю та контролем діяльності учасників ринку. Зазначимо, що перші дві форми інформаційної ефективності ринку за Ю. Фама не виключають можливості отримання надприбутків у результаті використання інсайдерської інформації.

Ефективний ринок реагує на всю релевантну інформацію миттєво, цілком і повністю. Ціни на активи на такому ринку є агрегованими. Повністю агрегований ринок відповідає сильній формі інформаційно-ефективного ринку. Водночас, механізм агрегації релевантної інформації у ринкових цінах залишається не до кінця вивченим. Потенційна вартість релевантної для прийняття рішень інформації визначається як різниця між прибутком інвестора, який він зможе реалізувати оперуючи відповідною інформацією (з врахуванням витрат на отримання та обробку інформації) та прибутком, без володіння інформацією. Після врахування витрат на збір та аналіз інформації додатковий прибуток певного учасника ринку від оперування додатковою інформацією дорівнюватиме нулю.

Таким чином, за ефективного ринку, для його учасників немає ніякого сенсу нести додаткові витрати на інформацію, яка не принесе додаткового прибутку. У випадку недостатньої ефективності за Ю. Фама, це означає, що ніхто не буде сплачувати за інформацію щодо історичних даних про динаміку курсів та рентабельності. За середньої ефективності, ціна інформації, що міститься у публічній звітності буде дорівнювати нулю. За сильно ефективного ринку, будь-яка релевантна інформація щодо активу буде дорівнювати нулю, оскільки вона миттєво агрегується в цінах.

Відтак, інформація не приносить додаткового прибутку інсайдерам. Однак, як стверджують Д. Ван Хорн та Д. Вахович, парадокс полягає у тому, що значна кількість учасників

ринку не вірить у його ефективність. Відтак, прагнучи отримати прибуток, вони несуть значні витрати на збір та аналіз релевантної інформації. Як тільки такого роду діяльність припиняється, рівень інформаційної ефективності ринку зменшується [13]. Відтак, з'являються можливості для отримання надприбутків у результаті переваг в інформаційному забезпеченні.

Якщо додаткова інформація не приносить жодного прибутку, то втрачається будь-який сенс на її збір та аналіз. У цьому контексті Ч. Бланкарт наголошує, що раціональний індивід збиратиме додаткову інформацію доти, доки очікувана гранична вигода від додатково отриманої інформації буде вищою, ніж граничні витрати. Коли ці величини зрівняються, раціональний індивід призупинить подальший збір інформації [105].

Виникає логічне запитання, яким чином, при цьому функціонуватиме механізм агрегації, а також за рахунок чого (яких доходів) існуватиме армія фінансових аналітиків. Ряд дослідників показали, що стан ринкової рівноваги передбачає певні трансакційні витрати, зокрема, витрати на інформаційне забезпечення фінансово-інвестиційних рішень. Додатковий прибуток від використання інформації має щонайменше компенсувати витрати на її збір та аналіз. Якщо цього не відбувається, то виникає певний парадокс, який в економічній літературі одержав назву «парадокс Гросмана-Стігліца».

За гіпотезою С. Гросмана та Й. Стігліца, інформаційна ефективність ринку залежить від розрахунків витрат і вигід інвесторів щодо збору та обробки релевантної інформації [136]. Відповідно до їх моделі, на фондовому ринку обертаються безризикові та ризикові цінні папери. Рівень ризику та доходність останніх можна з'ясувати лише здійснивши певні витрати на збір та обробку інформації.

На ринку діють два типи інвесторів: поінформовані, які за певних інформаційних витрат володіють інформацією

щодо реальної вартості цінних паперів; не інформовані, які не несуть витрат на інформацію, а орієнтуються на результати технічного (ретроградного) аналізу. Приймаючи інвестиційні рішення, поінформовані інвестори так чи інакше впливають на ринкові ціни активів. Неінформовані учасники ринку не несуть витрат на інформацію, однак, можуть з'ясувати відповідну інформацію виходячи зі змін у ринкових цінах, які стали наслідком дій поінформованих інвесторів.

Таким чином, завдяки механізму агрегації інформації в цінах, усі учасники ринку стають більш інформованими. С. Гросман та Й. Стігліц показали, що сильна форма інформаційно ефективного ринку є несумісною з трансакційними витратами, оскільки інвестори не матимуть стимулів нести витрати на додаткову інформацію. Якщо так, то яким чином забезпечується сильна форма інформаційної ефективності ринку.

За стану інформаційної рівноваги (інформаційного еквілібріуму) з врахуванням витрат на інформацію, поінформовані та непоінформовані інвестори отримують однаковий прибуток. Причому ціна у стані інформаційного еквілібріуму відрізняється від справедливої фундаментальної вартості, оскільки є наслідком стохастичного впливу неінформованих інвесторів. Відтак, вона є результатом інформаційної неефективності. У цьому полягає інформаційний парадокс Гросмана-Стігліца, відповідно до якого, витрати на інформаційне забезпечення інвестиційних рішень є несумісними із ефективним ринком капіталів в інтерпретації Ю. Фама. Більше того, з врахуванням чинника платності інформації, ринки навіть не є наближеними до стану інформаційної ефективності [137].

Як доводять Б. Корнел і Р. Ролл, за умови раціональної поведінки учасників ринку капіталів, використання додаткової інформації сприяє оптимізації інвестиційних рішень та підвищенню рентабельності вкладень. Аналогічно до попередньої моделі, Б. Корнел та Р. Ролл розглядали дві групи

інвесторів, що використовували (1) стратегію інвестиційного аналізу, яка пов'язана з певними витратами на збір та обробку інформації та (2) стратегію випадкового вибору об'єкта інвестицій, за якої відсутні витрати на інформацію. Було показано, що частка інформованих інвесторів позитивно корелює з очікуваною величиною спекулятивного прибутку (що є результатом переваг в інформаційному забезпеченні) та негативно корелює з величиною витрат на інформацію. Величина валових доходів поінформованих інвесторів буде вищою, однак, в середньому по ринку, як довели Б. Корнел і Р. Ролл додатковий прибуток (нетто) від додаткової інформації дорівнює нулю. Відтак, рівноважні ринкові ціни мають допускати певний рівень неефективності, а витрати на збір та аналіз інформації є виправданими [112]. Цим самим, гіпотеза Корнела-Ролла, як і парадокс Гросмана-Стігліца, дещо суперечить рестриктивному визначенню ефективного ринку, що наведено у працях Ю. Фама.

Як критерій інформаційної ефективності ринку можна прийняти умовну варіацію майбутньої вартості активів. Нульове значення варіації означає найвищу форму інформаційної ефективності, за якої в учасників ринку відсутня невизначеність щодо майбутньої вартості активів, а інсайдери не мають змоги перерозподілити вартість на свою користь.

Зворотня ситуація має місце у разі високих значень умовної варіації. Вона свідчить про значну невизначеність щодо майбутньої вартості активів та інформаційну неефективність ринку. Та обставина, що ринки цінних паперів є досить волатильними та далекими від нульової варіації вартості активів є ще одним підтвердженням того, що всі ринки допускають певну частку неефективності. У реальному світі ринки капіталів агрегують інформацію не миттєво та не повністю. Залежно від рівня регулювання окремих ринків, наявності ринкової інфраструктури, кваліфікації учасників ринку, їх можна

класифікувати відповідно до рівня інформаційної ефективності. Для цього слід дати відповіді на такі питання:

– Наскільки швидко реагує ринковий курс цінних паперів на нову інформацію, яка є релевантною для цілей оцінки вартості?

– Чи можуть бути використані результати технічного аналізу цінних паперів, що ґрунтуються на історичній інформації, для формування ефективного портфелю цінних паперів?

– Отримують поінформовані інвестори систематично вищі прибутки від інвестування коштів на ринку, порівняно з непоінформованими учасниками ринку?

– Наскільки волатильними є ринки?

За висновками більшості експертів, ринки капіталів у розвинених країнах характеризуються помірною формою інформаційної ефективності. Щодо вітчизняного ринку капіталу, можна припустити, що починаючи з його започаткування, він не відповідав жодній із окреслених трьох форм інформаційної ефективності.

Дозволимо собі не погодитися з висновками окремих авторів, що український фондовий ринок є інформаційно-ефективним [86, с. 159-162]. На наш погляд, мала місце повна відсутність інформаційної ефективності, що й стало визначальним фактором неліквідності та неконкурентності ринку. Рівень недостовірності інформації та маніпулювання нею досяг таких масштабів, що неможливо об'єктивно оцінити рівень капіталізації ринку, його волатильність та чутливість до нової інформації. Зрозуміло, що за таких обставин, а ні технічний, а ні фундаментальний аналіз емітентів не має жодного сенсу. Це пояснюється перш за все маніпуляціями у звітності емітентів, практично повною відсутністю лінійного зв'язку між результати технічного та фундаментального аналізу активів з їх потенційною доходністю.

За інформацією НКЦПФР, до початку системної роботи з очищення ринку цінних паперів від так званого «сміття», частка торгівлі фіктивними цінними паперами на організованому ринку складала 73%, а на неорганізованому – 62%. Якщо ж враховувати ту обставину, що переважна частка цінних паперів, які відносяться до не фіктивних, були емітовані державою (ОВДП), а станом на середину 2016 р. лише акції 15 емітентів були включені до біржових реєстрів, то можна стверджувати, що де-факто в Україні не існує ринку капіталів у традиційному його розумінні. Усі ключові фактори, що зумовили таку ситуацію так чи інакше пов'язані перш за все з інформаційною неефективністю ринку [65].

Формуванню чорного ринку інсайдерської інформації, рейдерським захопленням активів, обігу фіктивних цінних паперів та іншим зловживанням на ринку сприяла деформована інфраструктура вітчизняного ринку капіталів. Саме квазідіяльність інституцій, що формують інфраструктуру ринку (а також бездіяльність регулятора) тривалий час були джерелами основних ризиків для інвесторів та емітентів, що й призвело до фактичного руйнування ринку.

Причиною відмови функціонування ринку є також антиконкурентні дії або ж бездіяльність державних органів влади. В Україні протягом усього періоду формального функціонування ринку капіталів мав місце повний набір порушень антиконкурентного законодавства з боку державних органів. Законодавство про захист від недобросовісної конкуренції фактично не діяло. Неоднакове ставлення державних наглядових органів до різних учасників ринку стало системним явищем.

У разі, якщо ринок капіталу є інформаційно неефективним, інвестори, які не володіють повною інформацією несуть ризик отримання збитків через дії більш поінформованих учасників ринку. Ця ситуація досить чітко проявлялася протягом усієї історії функціонування українського ринку капі-

талів. Через абсолютну інформаційну неефективність ринок капіталу в Україні став інструментом «відбору» вартості недобросовісними учасниками ринку у добросовісних інвесторів. На ринку торгувалось забагато цінних паперів емітентів з ознаками фіктивності, за результатами операцій з такими інструментами формувалися фіктивні показники капіталізації. Відтак, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам та економіці в цілому [88]. За такої ситуації будь який серйозний інвестор або ж згортає свої інвестиції на ринку, або ж узагалі оминає ринок.

У рамках очищення ринку від фіктивних, нічим незабезпечених «активів», НКЦПФР починаючи з 2014 р. вживає заходи щодо блокування торгівлі цінними паперами цілого ряду емітентів, а також вдається до порушення справ у рамках протидії маніпулюванню цінами на фондових біржах. За результатами проведених Комісією заходів ринкову частку торгів цінними паперами, біржова вартість яких не кореспондується з показниками їх фінансово-господарської діяльності, вдалось суттєво знизити.

У зв'язку із підвищенням вимог до перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, значна кількість емітентів була делістингована. Загалом, протягом останніх двох років було делістинговано 330 емітентів. Цей факт вплинув на загальний обсяг торгів, адже в учасників зникла необхідність підтримувати торги з цінними паперами, що пройшли делістинг [65]. В таблиці 1.2 наведена інформація щодо кількості випусків цінних паперів корпоративних емітентів, які включені до біржових реєстрів на середину 2016 р.

Станом на початок 2017 р. кількість емітентів акцій, які відповідають вимогам для знаходження в лістингу фондових бірж, скоротилася із 172 до 11, а облігацій з 147 до 13. Всього, ж за результати 2016 р. було допущено до лістингу корпоративні цінні папери всього 25 емітентів. Так ситуація є під-

твердженням висновку, що за неефективного ринку капіталів добросовісні емітент покидають його, а ринок фактично перестає функціонувати.

Таблиця 1.2

**Кількісні показники «очищення» ринку
капіталів України протягом 2014-2016 рр. [65]**

Рік	Кількість емітентів, цінні папери яких допущено до лістингу				
	Акції	Облігації	Інвестиційні сертифікати	Всього	Зміна
2014	172	147	36	355	–
2015	57	86	24	167	-45%
2016	11	13	1	25	-85%

З інформаційною неефективністю ринку тісно пов'язаний комплекс проблем щодо низького рівня захисту прав власності інвесторів. Користуючись низьким рівнем виконання державою своїх функцій, а також перевагами в інформаційному забезпечення, окремі гравці ринку здійснювали перерозподіл вартості на свою користь. Як результат, добросовісні інвестори втрачали активи. Таким чином, інформаційна неефективність ринку є індикатором того, що права власності інвесторів є повністю незахищеними. З вищевикладеного випливає, що вітчизняний ринок капіталів фактично формується заново. З цією метою необхідним є втручання держави у ринкові процеси, зокрема, мають бути створені умови для забезпечення принаймні помірної форми інформаційної ефективності ринку. Непересічна роль у цьому процесі має бути відведена Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для формування повноцінного ринку капіталів слід нейтралізувати чинники, які фактично призвели до відмови

функціонування ринкових механізмів та втрати довіри до нього. Ключовими при цьому є невиконання державою функцій щодо створення ефективної інфраструктури ринку капіталів, нагляду та регулювання діяльності учасників ринку. З метою побудови ринку капіталів з ознаками інформаційної ефективності, на наш погляд, слід вирішити такі пріоритетні завдання:

– запуск повноцінної діяльності регулятора – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Це є необхідною умовою якісного регулювання ринку та захисту інтересів усіх його учасників. Діяльність регулятора має спиратися на 38 принципів регулювання ринків цінних паперів, що сформовані IOSC [159]. Для цього слід сформувати адекватне законодавче забезпечення діяльності НКЦПФР, яке б, серед іншого, дозволило б Україні підписати Багатосторонній меморандуму про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією (IOSCO-MMoU);

– реформування законодавства про акціонерні товариства та обіг цінних паперів у напрямку адаптації його до вимог Євродиректив. Основні положення, які потребують реформування пов'язані із захистом прав інвесторів та емітентів цінних паперів, забезпечення транспарентної їх діяльності. Йдеться зокрема про урегулювання механізму використання переважних прав, встановлення курсу емісії цінних паперів, питання збільшення та зменшення статутного капіталу, оцінки вартості активів та цілий ряд інших;

– подальше очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг. Фондові біржі, торговці цінними паперами, реєстратори, зберігачі, компанії з управління активами та інші інституції мають за мінімального ризику та трансакційних витрат здійснювати якісну та прозору операційну підтримку функціонування фондового ринку.

У питаннях регулювання ринку капіталів не має бути місця для формалістики – мають діяти відповідні «принципи». Результатом формального підходу до регулювання ринку цінних паперів в Україні став формальний фондовий ринок з формальним рівнем капіталізації [88]. Формування цивілізованих правил гри на вітчизняному ринку капіталів має здійснюватися крізь призму забезпечення інформаційної ефективності ринку. Інформаційна ефективність визначає об'єктивність ціноутворення на активи, волатильність ринку, рівень захисту прав власності учасників ринку та ступінь виконання функції ринку капіталу, зокрема функцій трансформації та ефективної алокації фінансових ресурсів.

1.4. Сигнальна функція ринку капіталу у прийнятті фінансових рішень менеджментом підприємств

Як корпоративним фінансам, так і ринку капіталу притаманна інформаційно-комунікаційна функція у рамках якої одні учасники фінансових відносин приймають, інтерпретують та посилають різні сигнали іншим учасникам і навпаки. Для прийняття раціональних фінансових рішень на рівні корпоративних підприємств слід враховувати складний комплекс сигналів, що надходять з ринку капіталів. Ці сигнали стосуються як загальних тенденцій на ринку, в окремих сектора економіки, так і цінних паперів конкретного підприємства. З іншого боку, приймаючи ті чи інші рішення, менеджмент посилає зворотні сигнали учасникам ринку. Для максимізації власної вигоди раціональні інвестори мають вчасно та адекватно реагувати на сигнали, які генеруються на рівні корпоративних фінансів.

Між сигналами, що зумовлені фінансовими рішеннями на рівні корпоративних підприємств та сигналами, що надходять з ринку капіталів існує каузальна взаємозалежність. Не-

обхідність виконання сигнальної функції ринком капіталом, з одного боку та корпораціями, з іншого, зумовлена перш за все інформаційною асиметрією та проблематикою несприятливого відбору (Adverse Selection), що обґрунтовані у працях Дж. Акерлофа [94].

У науково-практичній літературі здебільшого досліджуються питання, як реагує ринок капіталу на інформацію, що генерують підприємства, його шехолдери та стейкхолдери. Йдеться перш за все про інформацію, яка впливає на фундаментальну (внутрішню) вартість компаній, яка потім трансформується у ринкову ціну корпоративних прав, відповідно, у ринкову капіталізацію підприємств. Інший блок інформації, яка цікавить ринок, пов'язана із ймовірністю дефолту емітента. Водночас, ринок капіталів також посилає сигнали корпоративному сектору. Здатність до залучення коштів за найбільш сприятливими кондиціями значною мірою залежить від спроможності менеджменту правильно та вчасно реагувати на сигнали, що надходять з ринку капіталів.

Як показує аналіз науково-практичної літератури з проблематики фінансового менеджменту та розвитку ринку капіталів, питання сигналів, які посилає ринок капіталу менеджменту та власникам підприємств досліджено досить поверхнево. Вироблення оптимального алгоритму реакції менеджменту підприємства-емітента цінних паперів на інформацію, яка надходить з ринку капіталів, зокрема щодо ринкового курсу цінних паперів, сприятиме підвищенню ефективності функціонування всього ринку капіталів.

Правильне розуміння менеджментом сигналів, які надсилаються ринком капіталів дозволяє оптимізувати фінансові рішення, незалежно від того, на якому ринку капіталів (вітчизняному чи міжнародному) розміщені корпоративні права. Результати моніторингу сигналів, що надходять з ринку менеджментом підприємства мають використовуватися у про-

цесі вироблення моделі фінансування, прийняття рішень щодо залучення коштів на основі додаткової емісії, викупу цінних паперів, дивідендної політики та генерування зворотних сигналів ринку з метою впливу на цінові параметри цінних паперів. Своєчасно «прочитавши» ринкові сигнали можна запобігти падінню ринкової вартості підприємства, збільшенню ціни залучення капіталу, відвернути спроби поглинання компанії конкурентами та оголошення підприємства банкрутом.

Відомий американський економіст, А. Раппапорт у своїй визначальній науковій праці «Creating Shareholder Value, the New Standart for Business Performance» (Створення доходів власників, нові стандарти ведення бізнесу) робить висновок, що ринок узагальнює інформацію, яка надходить безпосередньо від підприємства, а також з інших джерел і формує свою думку щодо майбутніх перспектив підприємства у формі ринкової ціни акцій [164]. З іншого боку, встановлена ринком ціна акцій є сигналом для менеджменту підприємства, який рівень ефективності слід забезпечити, щоб інвестори могли отримати очікувані ними доходи. В сучасній теорії і практиці організації фінансової діяльності підприємств, при визначенні основних завдань фінансового менеджменту пріоритетною є саме концепція максимізації вартості (доходів) власників корпоративних прав підприємства, яку систематизував А. Раппапорт [81].

Найбільш адекватним виразом ринкових очікувань щодо майбутніх показників результативності діяльності компанії є ринковий курс пайових цінних паперів. Ринкову ціну акцій можна також інтерпретувати як критерій оцінки ринком, інвесторами ефективності діяльності менеджменту. Саме тому, менеджмент підприємства має адекватно реагувати на сигнали, які йому посилає ринок капіталів, а не дебатувати про невідповідність ринкових цін результатам діяльності компанії [164].

Правильно інтерпретуючи ринкові сигнали, менеджмент може порівняти свої плани та очікування з ринковими. Якщо в процесі порівняння виявляються відхилення, то пріоритетними мають бути управлінські рішення, спрямовані на мінімізацію зазначених відхилень. Особливе значення узгодженню ринкових очікувань та очікувань менеджменту слід приділяти при прийнятті рішень щодо додаткової емісії корпоративних прав, зменшення статутного капіталу, фінансування значних за обсягом інвестицій, здійснення реорганізації (злиття, поглинання, поділ).

Інвесторів на ринку капіталів цікавлять два ключових питання, чи доцільно вкладати кошти в цінні папери того чи іншого емітента і коли доцільно вивести капітал. Для цього вони мають з'ясувати, коли цінні папери недооцінені, а коли переоцінені. Каузальність цієї проблеми полягає в тому, що рівень переоцінки чи недооцінки акцій підприємств належать до числа ключових критеріїв прийняття рішень щодо емісії чи викупу акцій на рівні фінансового менеджменту підприємств [133]. З точки зору капіталодавців, привабливість того чи іншого фінансового інструмента та його вартість кореспондує з потенціалом його прибутковості та ризику.

Отже, учасники ринку капіталів будуть моніторити сигнали, що надходять з рівня корпоративних фінансів і стосуються потенційних прибутків та ризиків. Одним із напрямків такого моніторингу є аналізу форм та інструментів фінансування. Параметри фінансування (форма, ціна, строки) посилають певні сигнали щодо потенціалу прибутковості та ризиковості підприємства. У цьому контексті звернемося до основних позицій так званої сигнальної концепції (Signalling) та теорії ієрархії джерел фінансування (Pecking Order Theory).

Концепція сигналінгу вперше була обґрунтована американським економістом С. Россом. Ключова теза сигнальної моделі Росса зводиться до того, що інформація щодо обра-

ної менеджментом моделі фінансування є певним індикатором «якості» підприємства і є сигналом для капіталодавців щодо стану та перспектив розвитку підприємства. Зростання боргового навантаження є позитивним сигналом, оскільки на ринок капіталів посилаються сигнали, що компанія очікує в майбутньому високий операційний cash-flow [166].

Відповідно до концепції сигналінгу менеджмент підприємства знаходиться у вигазі, якщо ринкова вартість акцій зростає та втрачає прибутки і робоче місце у разі банкрутства. Витрати банкрутства, які частково покриваються за рахунок менеджменту є гарантією того, що менеджмент приймає найбільш вірні рішення щодо фінансування, оскільки зростання частки позик у структурі капіталу збільшує ймовірність банкрутства, відповідно, ризик отримання збитків менеджментом. Відтак, у разі емісії боргових зобов'язань, вартість компанії може зростати. Росс дійшов до парадоксального висновку: що чим меншою є частка боргового капіталу, тим «меншої якості» є об'єкт інвестування. Йдеться про позитивну залежність між вартістю підприємства та коефіцієнтом заборгованості [166]. Такий висновок пояснюється тим, що ринок вище оцінює прогностичні грошові потоки підприємств, що залучають борговий капітал, ніж тих, які емітують додаткові корпоративні права. Він справджується за умови так званої сигналінг-рівноваги, за якої менеджмент не має стимулів посилати хибні сигнали ринку.

Однак, через брак достатніх стимулів для менеджменту, а також через комплекс біхевіористичних чинників, модель сигналінгу криє у собі загрозу маніпулювання інформацією щодо класу ризику та рівня потенційних доходів підприємства. Посилаючи фальшиві сигнали на ринок менеджмент може впливати на курс акцій у вигідному для себе напрямку.

Каузальність інформаційних сигналів між менеджментом та інвесторами, а також вплив структури капіталу на

ринкову вартість акцій є предметом дослідження також теорії ієрархії джерел фінансування (pecking order theory). Вперше термін «Pecking Order Theory» використав у 1984 р. С. Майєрс у своїй статті «The Capital Structure Puzzle» (Головоломка структури капіталу) [156]. Хоча концептуальні засади самої теорії були сформовані дещо раніше, у 60-х роках Г. Дональдсоном у праці «Corporate Debt Capacity» (Потенціал боргового фінансування) [116].

Ключова теза теорії полягає у тому, що підприємства як джерело фінансування спочатку використовують наявні грошові потоки від операційної діяльності (перш за все нерозподілений прибуток), а ієрархія способів фінансування будується відповідно до принципу мінімізації накладних витрат. Йдеться як про прямі витрати (трансакційні та податкові витрати), так і про непрямі, які зумовлені проблематикою принципал-агент відносин. С. Майєрс та Н. Майлуф показали, що у разі використання для фінансування проектів з позитивною чистою теперішньою вартістю (NPV) внутрішніх джерел вирішується проблема інформаційної асиметрії, оскільки не залучається додатковий власний капітал із зовнішніх джерел [157].

Наступними після внутрішніх джерел йдуть форми боргового фінансування (банківські кредити та емісія облигацій). На останньому місці в цій ієрархії знаходяться зовнішні джерела формування власного капіталу (збільшення статутного капіталу), у тому числі на основі додаткової емісії корпоративних прав. Між залученням боргового капіталу та збільшення статутного капіталу знаходяться мезонінні форми фінансування. Відповідно до висновків С. Майєрса, через інформаційну асиметрію додаткова емісія акцій підприємств може бути негативним сигналом для учасників ринку капіталів. Це пояснюється тим, що менеджмент зацікавлений здійснювати додаткову емісію лише у разі, якщо акції переоцінені ринком. Якщо ж акції недооцінені, то підприємство

вдається до залучення боргового капіталу. Таким чином, збільшення статутного капіталу тенденційно своїм наслідком матиме зменшення ринкового курсу акцій [156].

Теорія ієрархії фінансування дещо суперечить компромісній теорії структури капіталу (Trade-off-Theory). У той час як остання передбачає наявність певної цільової структури капіталу (джерел фінансування), яка приймається за оптимальну, теорія ієрархії розглядає структуру капіталу як функцію від операційного cash-flow та обсягу інвестицій. В окремих дослідженнях (Ш. Тітман та С. Циплаков) пропонується використовувати компромісну теорію як фундамент для прийняття довгострокових рішень щодо структури капіталу, а теорію ієрархії, як основу для пояснення короткострокових відхилень від цільової структури [184].

У науково-практичних джерелах можна знайти результати численних емпіричних тестів на предмет відповідність практиці різних моделей фінансування. Заслужують уваги результати тестування ієрархічної та компромісної моделей фінансування, яке здійснили у 2002 р. Ю. Фама та К. Френч. Вчені встановили, що підприємства з високими показниками прибутку та незначним обсягом інвестицій здебільшого здійснюють значні дивідендні виплати. Водночас, прибуткові підприємства зі значними обсягами інвестицій засвідчують низький рівень заборгованості. Ці результати узгоджуються з обома моделями фінансування. Короткострокова варіація доходів та інвестицій при цьому абсорбується борговим капіталом [124; 125]. Більшість емпіричних досліджень, віддають усе ж перевагу компромісній теорії (наприклад, Дж. Грехема та К. Харвей [133], Г. Тонга та К. Гріна [185]).

На думку В. Меклінга та М. Дженсена, із функцією інформаційного забезпечення тісно пов'язана функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин [142]. Виявляється, що той чи інший спосіб фінансування підприємств не

лише сигналізує про потенційні показники результативності, а й містить стимули щодо тієї чи іншої поведінки менеджменту (прийняття тих чи інших рішень). У разі обмежених можливостей контролю за діяльністю менеджменту з боку капіталодавців, слід обирати форми фінансування, які орієнтують менеджмент на максимізацію доданої вартості.

Ринкова капіталізація підприємства (добуток ринкового курсу акцій та кількості емітованих акцій) характеризує довгострокові очікування інвесторів щодо майбутніх чистих грошових потоків, які генеруватиме компанія за заданого ринком рівня ризику, який знаходить своє втілення у ставці дисконтування.

Якщо обсяг cash-flow, який очікується ринком співпадає з прогнозними розрахунками підприємства, то це означає, що ринкова оцінка компанії є адекватною. У разі, якщо прогнозні розрахунки менеджменту є більш оптимістичними, ніж ринкові очікування, то це означатиме недооцінку компанії ринком або помилковість прогнозів щодо майбутніх грошових потоків. Якщо ж прогнози менеджменту вказують на менший обсяг cash-flow, ніж це передбачає ринок, значить компанія є переоціненою ринком. Інвестори при цьому мають керуватися такою логікою: вкладати кошти в недооцінені ринком компанії і продавати корпоративні права емітентів, які є переоцінені.

Аналіз біржової інформації показує, що досить часто можна спостерігати суттєве зростання курсу акцій компанії протягом короткого проміжку часу. Це означає відповідне збільшення ринкової вартості підприємства. Якою має бути реакція менеджменту на цю обставину? На перший погляд, може здатися, що реагувати не потрібно ніяк, а скеровувати фінансово-господарську діяльність підприємства у тому ж руслі для збереження «статусу-кво». Адже ринок позитивно оцінює сигнали, що надходять з підприємства.

Однак, за більш ретельного вивчення причин та наслідків різкого зростання курсу корпоративних прав, можна дійти висновку, що у разі прийняття менеджментом невірних рішень у цій ситуації, наслідки для підприємства і для менеджменту можуть бути катастрофічними. Перш за все, слід перевірити прогнози щодо майбутніх грошових потоків та ризиків, які очікуються підприємством. Якщо зростання курсу акцій відповідає надто високим темпам зростання грошових потоків, які підприємство не в змозі забезпечити, то це може означати, що ринок очікує поглинання підприємства іншими суб'єктами та відповідну зміну менеджменту.

Отже, менеджмент має приймати нагальні рішення щодо масштабної реструктуризації полів бізнесу, які характеризуються недостатнім генеруванням доданої вартості. Якщо ж адекватні рішення щодо підвищення ефективності діяльності не будуть прийняті, то, на думку А. Раппапорта, підприємство може бути поглинуте іншими суб'єктами, з досить невітнішими наслідками для менеджменту [164, с. 120].

Для розуміння економічної природи сигналів, які надсилаються ринком капіталів слід враховувати також наступне. Як ринок, так і підприємство (в особі менеджменту) оцінюють вартість інвестицій за однаковою моделлю (як правило, дисконтування грошових потоків). Однак, менеджмент оцінює чисті грошові потоки від інвестування фінансових ресурсів в окремі об'єкти активів, а інвестор оцінює грошові потоки (у вигляді дивідендів та курсової різниці), які він може отримати, вкладаючи кошти в корпоративні права. Причому очікування менеджменту щодо рентабельності інвестицій як правило є вищими, ніж очікування інвесторів щодо рентабельності власного капіталу. Отже, проводячи оцінку інвестицій слід враховувати два важливі показники рентабельності:

– показник рентабельності активів (інвестицій) підприємства;

– показник рентабельності капіталу інвесторів, які інвестують кошти в корпоративні права підприємства.

Останній показник визначається величиною дивідендів, які отримують інвестори на вкладений капітал та приростом (падінням) ринкового курсу корпоративних прав. Причому доходність інвесторів буде перевищувати вартість капіталу підприємства у тому разі, якщо результати фінансово-господарської діяльності будуть кращими, ніж ринкові очікування, що знайшли свій вираз в курсі акцій на момент їх придбання.

Щоб зрозуміти різницю між рентабельністю підприємства і рентабельністю капіталу власників Раппапорт наводить такий приклад. Нехай прогнозована величини щорічного cash-flow підприємства складає 100 грошових одиниць, а вартість капіталу – 10%. Тоді вартість підприємства (ринкова капіталізація) дорівнюватиме 1000 грошових одиниць ($100/0,10$). Якщо підприємство емітувало 100 акцій, то ринкова ціна акції складе 10 грошових одиниць ($1000/100$). Підприємство планує реалізувати інвестиційний проект вартістю 10 грошових одиниць та рентабельністю 15%.

В результаті реалізації проекту величина додаткового cash-flow складе 1,5 грошових одиниць. Якщо потребу в капіталі для фінансування інвестицій підприємство покриє за рахунок емісії 1 акції, то новий акціонер буде претендувати на $1/101$ річного cash-flow в обсязі 101,5 грошових одиниць, тобто 1,005. Провівши аналогічні розрахунки отримаємо нову ціну акцій підприємства на рівні 10,05 грошових одиниць. Саме по такій ціні і придбає новий акціонер акцію. Таким чином, рентабельність капіталу нового акціонера складе 10% ($1,005/10,05$). Новий акціонер може отримати доходи вищі, ніж вартість капіталу підприємства лише у тому разі, якщо компанія генеруватиме більші обсяги cash-flow, ніж очікувалося.

Таким чином, результати аналізу ринкових сигналів можна використовувати для оцінки рентабельності інвестицій,

які плануються на підприємстві. Показники рентабельності мають відповідати ринковим очікуванням, які знаходять свій вираз у ринковому курсі акцій. Інвестування коштів у проекти, рентабельність яких є вищою, ніж вартість залучення капіталу не є гарантією того, що вартість компанії зростатиме, оскільки підприємства реалізують також інші проекти і витрати. Як наголошує у цьому зв'язку А. Раппапорт, слід здійснювати інвестиції в стратегію, а не в окремі проекти. Таким чином, приймаючи рішення щодо фінансування окремих інвестиційних проектів необхідно з'ясувати, по-перше, наскільки реалізація даного проекту відповідає стратегічним планам підприємства і, по-друге, яким потенціалом зростання доданої вартості характеризується проект.

Визначальним питанням, від якого залежить ефективна реакція менеджменту (як агента) на сигнали з ринку капіталів є здатність принципалів (інвесторів) нейтралізувати можливі конфлікти інтересів, які виникають через інформаційну асиметрію та наявність у менеджменту власною цільовою функції.

На наш погляд, найбільш адекватним інструментарієм запобігання опортуністичній та нерациональній поведінці менеджменту є виявлення прихованих якостей потенційного менеджменту на етапі укладення контракту з ним. Особлива увага при цьому має приділятися виявленню таких характеристик як надмірна самовпевненість та необґрунтований оптимізм. Окрім цього, мають бути сформовані ефективні механізми матеріального стимулювання та контролю за діяльністю керівництва. Вирішальним при цьому є вдалий вибір критеріїв результативності фінансово-господарської діяльності підприємств. Ці критерії мають не лише чітко оцінювати інтенсивність та якість трудового внеску керівництва, а й подавати чіткі сигнали ринку капіталів щодо потенціалі прибутковості та ризику компанії. Цій проблематиці присвячені численні дискусії у сучасній економічній науці.

Найчастіше, для оцінки показників результативності публічних компаній беруться в розрахунок такі індикатори:

- мінімальна рентабельність, очікувана капіталодавцями від інвестування коштів у підприємство (ціна залучення капіталу);

- рентабельність інвестицій в активи підприємства, яка розраховується виходячи з прогнозів менеджменту підприємства;

- група відносних вартісно-орієнтованих показників (ROCE, CFROI);

- група абсолютних вартісно-орієнтованих показників (EVA, Δ EVA, MVA, CVA).

Різниця між рентабельністю, яка закладена в ринковій ціні акції та ставкою витрат на капітал характеризує очікувану ринком додаткову премію за інвестування коштів у компанію. Різниця ж між абсолютним значенням генерованих компанією доходів після оподаткування та витрат на капітал показує економічну додану вартість (EVA), яку генерує підприємство. Аналізуючи наведені альтернативи можна відмітити як позитиви, так і недоліки, які характерні для кожної із них.

У вітчизняній практиці господарювання для оцінки ефективності інвестицій та як критерій успішності менеджменту найчастіше використовується показник рентабельності інвестицій, що визначається на базі бухгалтерського прибутку. Рішення щодо фінансування проектів інвестори приймають виходячи з прогнозних показників рентабельності, які містяться в інвестиційних планах, розроблених менеджментом. Критерієм результативності згідно з цим підходом є рівень досягнення планових показників рентабельності. Критики цього підходу, однак, роблять наголос на тому, що він не враховує чинника економічних витрат на капітал, зокрема, витрат на власний капітал, а також ринкових очікувань інвесторів.

Якщо системи винагороди менеджменту та інвестиційні рішення поставити в залежність від різниці між фактичною рентабельністю інвестицій та процентною ставкою, за якою залучається капітал (як це передбачено правилом прийняття інвестиційних рішень за CAPM) [81, с. 46-47; 160], то в цьому разі ігнорується очікувана ринком премія за інвестування коштів. Отже, за цього підходу, враховується лише одна частина ринкових сигналів, зокрема, та, яка відображається у вартості залучення власного капіталу. Цей недолік нейтралізується через прив'язку систем оцінки та винагороди менеджменту до показників рентабельності інвестицій у підприємство, який знаходить свій вираз в актуальній ринковій ціні корпоративних прав. Згідно з цим підходом, керівництво буде ефективним лише у тому разі, якщо рентабельність підприємства відповідатиме ринковим очікуванням або перевищить їх. Як контраргумент до цієї тези можна зазначити, що менеджмент завжди володіє більшим обсягом інформації про діяльність підприємства та перспективи його розвитку. Саме тому, топ-менеджмент може завжди довести, що ринкові очікування є надто завищеними.

Вважаємо, що пріоритетними при оцінці ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства та його менеджменту мають бути вартісно-орієнтовані індикатори, що характеризують рівень зростання вартості компанії. За такого підходу, фінансові рішення підпорядковані головній меті діяльності – забезпечення інтересів інвесторів. У публічних компаній це знаходить свій вираз у сплаті дивідендів власникам та в зростанні курсу корпоративних прав підприємства. У цьому зв'язку непересічного значення набуває система корпоративного управління з боку власників діяльністю менеджменту (Corporate Governance). Поряд із інформаційно-комунікаційними питаннями, корпоративне управління має передбачати ефективні системи контролю менеджменту

на предмет реалізації стратегічних цілей та максимізації вартісних показників.

Компанії, корпоративні права яких мають обіг на фондовому ринку перебувають у стані постійного взаємозв'язку та взаємоконтролю з відповідним ринком. Ринок сприймає, аналізує та реагує на сигнали, які надходять від підприємства-емітента цінних паперів. Підприємства здійснюють комунікацію з ринком капіталів через інструментарій так званого інвестор релейшнз (Investor Relations). Йдеться про цілеспрямовану комунікацію з приватними та інституційними інвесторами, а також інформаційними і ринковими посередниками (андеррайтерами, аналітиками, журналістами, рейтинговими агенціями тощо) з метою підвищення інформаційної прозорості та інвестиційної привабливості підприємства. Шляхи комунікації емітента з ринком можуть бути різними: оприлюднення повних річних та квартальних звітів, проспектів емісії, презентації перспектив генерування доданої вартості. Ефективна комунікація підприємства з ринком капіталів та навпаки дозволяє підвищити взаємну довіру, зменшити процентні ставки, за якими залучається капітал, забезпечити найбільш ефективну його алокацію, підвищити ринкову капіталізацію підприємств та доходність інвестицій.

Висновки до розділу 1

У розділі висвітлено причинно-наслідкові зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів під кутом зору інформаційної асиметрії та конфліктів інтересів, що мають місце між учасниками фінансових відносин. Підбиваючи підсумки такого дослідження, можна зробити наступні висновки:

1. Корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі діяльності усіх типів корпоративних підприємств, у тому числі крупних транснаціональних корпорацій, заснованих у формі публічних акціонерних товариств, а також невеликих за обсягами товариств з обмеженою відповідальністю, що

діють на локальному рівні. Іншими словами, корпоративні фінанси включають у себе не лише фінанси крупних транснаціональних корпорацій, а фінанси усіх корпоративних підприємств.

2. Під ринком капіталів слід розуміти складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів. Інститути ринку капіталів обслуговують емітентів цінних паперів, зокрема корпоративний сектор, та інвесторів з метою забезпечення узгодження попиту і пропозиції на довгостроковий капітал. До цього сегменту належить ринок акцій та довгострокових боргових інструментів ринку цінних паперів. Кредитний ринок не доцільно відносити до ринку капіталів, оскільки він є окремим, самодостатнім сегментом фінансового ринку.

3. Фондовий ринок, як складову ринку капіталів, слід розглядати з двох точок зору: по-перше, це площадка для залучення підприємствами капіталу, по-друге, це інструмент оцінки вартості компаній, а отже, ефективності їх фінансово-господарської діяльності. Свою сутність корпоративні фінанси та ринок капіталу проявляють через комплекс функцій, які значним чином накладаються одна на одну. Причинно-наслідкові зв'язки корпоративних фінансів і ринку капіталів криються у площині руху капіталу та фінансових відносин, що виникають у ході його мобілізації та освоєння.

4. Обґрунтовано, що у процесі формування власного та середньо- і довгострокового боргового капіталу корпоративних підприємств має місце накладання фінансових відносин, що є характерними як для корпоративних фінансів, так і для ринку капіталів. Для обох категорій, окрім загальновідомих функцій, характерними є функція управління поведінкою учасників фінансових відносин та інформаційно-комунікаційна функція. Ці функції можна інтерпретувати як допоміжні, оскільки вони є необхідними для виконання основних функцій (формування капіталу, трансформація капіталу).

5. Ключовою функцією ринку капіталів є функція трансформації капіталів (за обсягами, строками, ризиками). Однак, враховуючи недосконалість глобального ринку капіталів загалом та локальних ринків зокрема, для ефективного виконання функції трансформації необхідним є виконання інформаційно-комунікаційної функції та функції управління поведінкою. Зазначені функції (з певними особливостями) є притаманними як корпоративним фінансам, так

і ринку капіталів. Їх необхідність доводиться у рамках концепції принципал-агент відносин. Інформаційно-комунікаційна функція є продуктом еволюційного розвитку інформаційної функції, оскільки передбачає не лише надання інформації, а й використання сучасних методів її аналізу, каналів обміну та зворотного зв'язку. Зазначені функції мають об'єктивний характер і поглинають функцію аналізу та контролю. Інформаційно-комунікаційна функція означає також зворотній зв'язок ринку капіталів та підприємства.

Правильне розуміння менеджментом підприємств сигналів, які надсилаються ринком капіталів та навпаки дозволяє оптимізувати фінансові рішення, незалежно від того, на якому ринку капіталів (вітчизняному чи міжнародному) розміщені корпоративні права. Своєчасна реакція на ринкові сигнали дозволяє максимізувати вартість підприємства та мінімізувати ціну залучення капіталу. Так, різке зростання курсу корпоративних прав підприємства за відсутності відповідної реакції менеджменту у вигляді прийняття адекватних рішень своїм наслідком може мати поглинання суб'єкта господарювання іншими компаніями та зміну менеджменту.

6. Функціонування ринку капіталів слід досліджувати крізь призму інформаційної ефективності (у розумінні Ю. Фама). В Україні має місце класичний випадок відмови функціонування ринку (Market Failure) капіталів. Логічним теоретичним поясненням цього є повна інформаційна неефективність ринку та фактичне невиконання державою комплексу функцій, пов'язаних із запровадженням справедливих правил гри на ринку. Йдеться, як про фактично недієздатну інфраструктуру ринку та декларативне законодавче забезпечення діяльності його учасників, так і про неефективну роботу регулятора ринку. Як наслідок, на ринку відсутні серйозні інвестори та емітенти, а сам ринок є формальним утворенням, яке не виконує функції, притаманні ринку капіталів.

7. З огляду на значення категорії «капітал підприємства», доведено, що цінність тієї чи іншої теоретичної концепції визначається її внеском у розробку технологій з оптимізації рішень щодо формування та використання капіталу підприємств. Внесок теоретичних концепцій з проблематики корпоративних фінансів у генерування доданої вартості можна оцінити на основі порівняння гіпотетичних наслідків прийняття рішень за використання методів та технологій, що розроблені на їх основі та без них.

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА РИНКУ КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ

2.1. Аналіз вітчизняного ринку капіталів та його впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі

Для з'ясування поточної та перспективної ролі ринку капіталів у фінансуванні вітчизняних підприємств визначимо ключові тенденції на цьому ринку. Необхідною умовою якісного аналізу ситуації на будь-якому ринку є його класифікації відповідно до визначених критеріїв. Питання класифікації ринків цінних паперів висвітлено у численних наукових публікаціях. На наш погляд, досить повний перелік класифікаційних ознак ринку цінних паперів та способи класифікації наведено у монографії Н. Л. Гавкалової та О. Ю. Шутєєвої. Автори наводять класифікацію ринків цінних паперів у розрізі таких характеристик [15, с. 8–11]:

- за регіональною ознакою (національні, міжнародні);
- за строками, на які укладаються угоди (касовий, строковий);
- за характером емітентів (державні та корпоративні цінні папери);
- за типом торгівлі (публічні та комп'ютеризовані торги);
- за специфікою організації (організований та неорганізований ринок);
- за стадією обігу (первинний та вторинний);
- за місцем проведення (біржовий та позабіржовий ринок).

З метою отримання релевантної інформації щодо впливу ринку капіталів на фінансування корпоративних підприємств, аналіз показників, які характеризують його стан, доцільно здійснювати у розрізі біржового та позабіржового, організованого та неорганізованого ринків. Ми виходимо з того, що позабіржовий сегмент ринку може бути організованим та неорганізованим. Організований позабіржовий ринок (наприклад, NASDAQ) функціонує відповідно до чітко встановлених правил. Неорганізований позабіржовий ринок репрезентує частину ринку капіталів, на якому операції здійснюються за відсутності жорстко регламентованих правил.

На рис. 2.1 наведена порівняльна динаміка обсягів виконання угод з цінними паперами в Україні за останні десять років на організованому ринку цінних паперів та на ринку цінних паперів загалом.

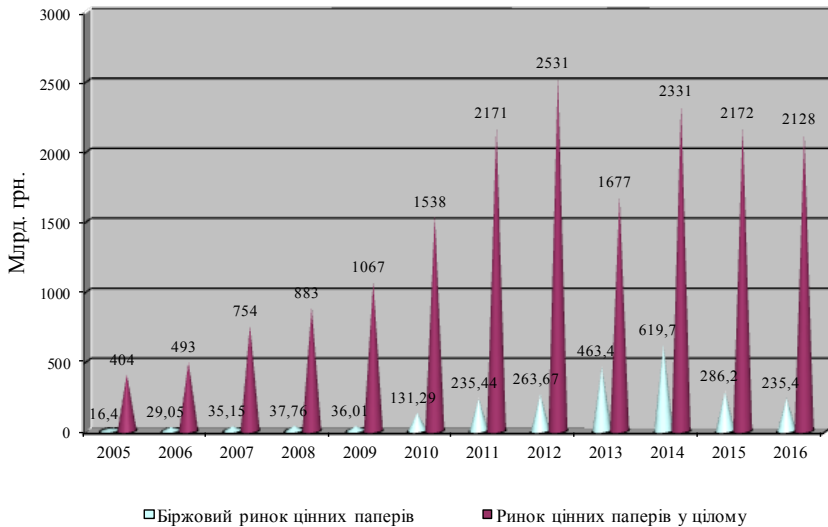


Рис. 2.1. Обсяги виконання біржових контрактів з цінними паперами організаторами торгівлі, 2005–2016 рр. [65]

Аналіз наведеної на рисунку 2.1 інформації дає можливість констатувати, що за кількісними критеріями як ринок цінних паперів загалом, так і організований ринок в Україні протягом досліджуваного періоду демонстрував позитивну динаміку. Спад обсягу торгів мав місце у періоди політичних потрясінь та фінансових криз (2009 р. та 2015–2016 рр.). Діаграма чітко показує, що біржовий ринок цінних паперів є на порядок меншим за обсягами від позабіржового. Причому найменша частка біржового ринку у структурі торгівлі цінними паперами спостерігається у часи фінансової нестабільності. У контексті з'ясування впливу ринку капіталів на алокацію капіталу діаграма дає досить загальне уявлення, оскільки не враховує змін у обмінному курсі національної грошової одиниці та структури біржових контрактів у розрізі фінансових інструментів та емітентів. Окрім цього, кількісні показники обсягів біржових контрактів не дають інформації щодо якісної складової ринку загалом та окремих цінних паперів зокрема.

Організований ринок цінних паперів включає в себе біржовий ринок та організовану частину позабіржового, а неорганізований – це неорганізована частина позабіржового ринку. Водночас в аналітичній інформації НКЦПФР позабіржовий та неорганізований ринок прирівнюються один до одного. Так, у річній звітності регулятора наводиться аналітика щодо обсягу торгів на біржовому та позабіржовому ринках [65]. Однак у аналітичних довідках щодо стану ринку цінних за окремі періоди відповідні дані подаються як обсяги торгів на організованому та неорганізованому ринках [12]. З врахуванням цієї особливості в таблиці 2.1 наведені кількісні характеристики розвитку ринку цінних паперів, який включає у себе організовану (біржову) та неорганізовану (позабіржову) складову.

Таблиця 2.1

Кількісні характеристики ринку цінних паперів в Україні, 2012–2016 рр.*

Показники	2012	2013	2014	2015	2016
Обсяги торгів на ринку цінних паперів, млрд. грн.	2530,9	1677,0	2331,9	2172,7	2127,6
Обсяг торгів на ринку цінних паперів, у % до ВВП	180,2	114,4	147,0	109,3	89,3
Обсяг торгів на організованому ринку цінних паперів, млрд. грн.	263,7	463,4	619,7	286,2	235,4
Частка біржового ринку у загальному обсязі торгів цінними паперами, %	12,6	27,7	26,9	13,0	11,0
Обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку, у % до ВВП	18,72	31,63	39,05	14,39	9,88
Обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів, млрд. грн.	591,86	171,10	415,50	462,28	482,0
Обсяг торгів акціями на біржовому ринку, млрд. грн.	23,44	45,29	25,68	58,10	2,18
Обсяг торгів корпоративними облігаціями на ринку цінних паперів, млрд. грн.	124,89	98,87	69,92	53,77	55,2
Обсяг торгів корпоративними облігаціями на біржовому ринку, млрд. грн.	26,36	49,14	32,82	13,53	9,44

* Джерело: узагальнено та побудовано автором за даними НКЦПФР станом на 1 січня 2013–2017 рр. [65]

Наведені в таблиці 2.1 дані показують, що протягом останніх п'яти років ринок цінних паперів України знаходиться у турбулентному стані. Досить виразним індикатором величини ринку є показник відношення обсягу торгів на ринку цінних паперів до ВВП. У 2016 р. цей показник сягнув мінімального за останні 10 років значення (89,3% проти 180,2% у 2012 р.). Обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку також сягнув свого мінімуму (9,88% від ВВП). На рівні історичних мінімумів знаходиться також

частка організованого ринку цінних паперів у загальному обсязі торгів (всього 11%).

Феномен, який заслуговує уваги, полягає у тому, що значна частина ринку корпоративних цінних паперів протягом останніх років перемістилася з біржового сегменту у позабіржовий. У той час, як обсяги торгів акціями та облігаціями підприємств на організованому ринку скоротилися у рази, сукупні обсяги торгів цими фінансовими інструментами знаходяться приблизно на однаковому рівні.

Для з'ясування реальної ситуації на ринку капіталів України дослідимо більш детально структуру торгів на організованому та неорганізованому ринках. Інформація щодо торгів окремими фінансовими інструментами на цих ринках у 2016 р. наведена в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Структура торгів на організованому та неорганізованому ринку цінних паперів, 2016 р.*

Фінансовий інструмент	Структура організованого ринку		Структура неорганізованого ринку		Відхилення	
	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
Акції	2,2	0,93	480,0	77,0	+476,8	+76,07
Корпоративні облігації	9,2	3,91	46,1	7,40	+36,9	+3,49
Державні облігації	210,0	89,21	3,5	0,56	-206,5	-88,65
Облігації місцевої позики	0	0	3,0	0,48	+3,0	+0,48
Інвестиційні та опціонні сертифікати	1,3	0,55	69,7	11,2	+68,4	+10,65
Деривативи	1,4	0,60	0,1	0,01	-1,3	-0,59
Інші	11,3	4,8	20,9	3,35	+9,6	-1,45
Всього	235,4	100	622,2	100	-	-

* Джерело: узагальнено та побудовано автором за даними НКЦПФР станом на 1 січня 2017 р. [65]

Як впливає з таблиці 2.2, структура торгів на неорганізованому та організованому ринках кардинальним чином відрізняються. Домінуючу позицію у структурі торгів на неорганізованому ринку займають корпоративні цінні папери, зокрема акції та облігації підприємств. На цей сегмент припадає близько 85% усіх операцій на ринку. На відміну від цього, на біржовому сегменті ринку домінують державні цінні папери. За висновками НКЦПФР, організований ринок за структурою торгів у розрізі фінансових інструментів фактично є ринком обігу державних облігацій (за станом на середину 2017 р. – близько 95,5%). Обсяги торгів іншими видами цінних паперів залишаються на мінімальному рівні та формуються в основному за рахунок кількох емітентів, попит на цінні папери яких демонструє обмежене коло учасників [55]. Порівняння обох сегментів ринку у 2017 р. показує, що обсяги торгів фінансовими інструментами на позабіржовому ринку характеризуються меншою волатильністю у порівнянні з біржовим ринком. Причому на неорганізованому ринку не спостерігаються значні коливання цін та обсягів.

В таблиці 2.3 наведена структура фондового ринку України (біржовий ринок цінних паперів) за окремими інструментами за період 2005–2016 рр. Аналіз відповідних даних дозволяє виявити вкрай незадовільну тенденцію щодо змін у алокації ресурсів на організованому вітчизняному ринку капіталів. Левова частка фінансових ресурсів з ринку спрямовується у державні облігації. Причому в останні два роки значна сума коштів була спрямована у депозитні сертифікати НБУ (наведено за позицією «інші фінансові інструменти»). Таким чином, у структурі фінансових інструментів, що мають обіг на організованому фондовому ринку, на державні облігації та на депозитні сертифікати НБУ у 2015 р. припадає більше 90%, а в 2016 р. – більше 95%. Негативна динаміка відволікання коштів у державні цінні папери спостерігаєть-

ся протягом останніх 9 років. В останні п'ять років, на наш погляд, ситуація є критичною, оскільки більше 50% ресурсів з організованого ринку капіталів країни спрямовується саме у державні облігації.

Таблиця 2.3

**Структура фондового ринку України у розрізі
фінансових інструментів (за обсягом біржових
контрактів з цінними паперами на організаторах
торгівлі), у % за 2005–2016 рр. [65]**

Фінансовий інструмент	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації	Облігації місцевої позики	Інвестиційні та опціонні сертифікати	Деривативи	Інші	Усього
2005	27,3	39,8	23,6	4,1	1,1	4,1	0	100
2006	23,9	41,8	29,3	3,4	1,1	0,3	0,2	100
2007	38,7	49,4	7,9	2,2	1,2	0,1	0,4	100
2008	31,3	44,0	22,6	1,2	0,5	0,3	0	100
2009	37,6	19,6	22,7	0,1	19,8	-,1	0	100
2010	33,3	5,1	46,4	0,1	12,3	2,8	0	100
2011	29,1	9,1	42,1	0,2	9,4	10,1	0	100
2012	8,2	10,0	67,8	2,4	2,2	9,4	0	100
2013	9,2	10,0	74,7	0,2	1,3	4,6	0	100
2014	4,2	5,4	87,9	0,1	0,6	1,5	0,3	100
2015	2,03	4,73	87,4	0,1	0,76	2,04	2,94	100
2016	0,93	3,91	89,21	0,0	0,55	0,60	4,8	100
2017*	0,80	1,71	95,49	0,0	0,20	1,70	0,10	100

*Джерело: складено автором за даними звітності НКЦПРФ, відповідно до інформації за січень–червень 2017 р.

Протягом 2012–2017 рр. має місце стрімке падіння частки капіталу, що спрямовується у корпоративні цінні папери, зокрема в акції та облігації підприємств. Частка коштів, що

вкладаються в акції підприємств, зменшилася більш, ніж у 10 разів, в облігації – більш, ніж у три рази. На наш погляд, така ситуація є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту з боку інвесторів та зростання рівня кредитно-інвестиційних ризиків, а й ефектом витіснення з ринку корпоративних цінних паперів державними облігаціями. Останні є більш привабливими для інвесторів, порівно з корпоративними цінними паперами як з точки зору ризику, так і з позиції прибутковості. Так, доходність за депозитними сертифікатами НБУ на середину 2016 р. склала 15,5%. а за ОВДП – близько 16,5%. На середину 2017 р. середня доходність за гривневими ОВДП дещо знизилася і складала близько 14,5%–15%. Найбільші інституційні інвестори в особі комерційних банків вкладають кошти в державні облігації, у тому числі тому, що вони можуть слугувати забезпеченням у разі рефінансування НБУ. Слушним у цьому контексті є висновок про те, що фондовий ринок України характеризується значними диспропорціями в розвитку окремих сегментів. За умов обмеженого ресурсного потенціалу загострюється конкуренція між його суб'єктами, проте яка не знаходить адекватного відображення у якісних змінах [2, с. 436]. На фондовому ринку України склалася ситуація, за якою більшість індикаторів ринку тісно корелюють з обсягами торгів ОВДП, а кількісні показники торгів змінюються відповідно до рівня активності емісії та торгівлі державними цінними паперами.

Значними диспропорціями характеризується не лише ринок капіталів, а й інші складові фінансового ринку. За висновками В. В. Зимовця та Н. М. Шелудько, має місце деформація структури активів фінансового сектора в бік фінансування державного боргу: якщо на кінець 2011 р. в ОВДП було вкладено 20,8% грошової маси, то на кінець 2016 р. – 57,8%. Доступ підприємств до кредитів значно погіршився,

банки віддають перевагу менш ризиковим вкладенням у державні боргові інструменти, за структурними параметрами відбувалось зміщення кредитного ринку у бік короткострокового споживчого кредитування [26, с. 378–380].

Таким чином, недостатньо ефективна політика держави щодо обсягів та доходності державних облігацій призводить до деформацій та обмеженості фінансових ресурсів у корпоративному секторі економіки. Така політика може призвести до ефекту «спіралі», коли дефіцит фінансових ресурсів на рівні підприємств призводить до зниження ділової активності та до падіння податкових платежів, відповідно зменшення доходної частини бюджету. Це, у свою чергу, зумовлює необхідність здійснення додаткових емісій державних облігацій.

Суттєве зменшення частки корпоративний цінних паперів на біржовому ринку, окрім іншого, пояснюється тим, що протягом 2014–2017 рр. НКЦПРФ здійснює очищення ринку від спекулятивних, неліквідних та фіктивних емітентів. Протягом цього періоду з ринку були вилучені цінні папери більше 100 емітентів, стосовно яких були ознаки маніпулювання. Одним із напрямків виявлення маніпулювань на ринку є проведення аналізу цін на активи та показників фінансово-господарської діяльності підприємств-емітентів. У рамках реалізації політики очищення ринку від недобросовісних емітентів та через підвищення вимог щодо перебування у біржових реєстрах протягом останніх років було делістинговано значну кількість емітентів акцій та корпоративних облігацій. Аналіз засвідчує наявність численних випадків, коли НКЦПРФ зупиняла операції на фондових біржах через те, що біржова вартість цінних паперів явно не відповідала внутрішній вартості активів емітентів. У рамках очищення ринку протягом 2015–2016 рр. було делістинговано 330 емітентів, що на 82% зменшило кількість компаній, цінні папери яких перебувають у лістин-

гу на фондових біржах. Зменшення кількості фіктивних інструментів, зупинення торгівлі ними призвело до зміни капіталізації лістингових компаній, яка впала наприкінці 2016 р. до 19,64 млрд. грн. з 63,49 млрд. за аналогічний період 2015 р. [65].

У контексті проблематики нашого наукового дослідження та з огляду на особливості розвитку вітчизняного ринку капіталів особливі акценти у процесі аналізу зроблені на біржовому сегменті ринку капіталів. Організований ринок є інструментом оцінки ефективності діяльності компаній, представлених на ньому. Він є важливим не лише з позиції залучення зовнішніх джерел фінансування, його показники можна розглядати як індикатори ефективності діяльності корпорацій, а рівень ліквідності його інструментів на вторинному ринку є фактором реалізації акціонерами своїх майнових та немайнових прав [2, с. 425]. Одна із проблем розвитку організованого фондового ринку в Україні пов'язана з нерозумінням менеджменту потенційних підприємств-емітентів переваг ринку та можливостей залучення фінансових ресурсів, які відкриваються перед учасниками ринку. Емісія акцій та облігацій залишається екзотичним способом залучення коштів вітчизняними компаніями. До лістингу на вітчизняному ринку допущена мізерна кількість емітентів. Інформація щодо динаміки кількості випусків корпоративних цінних паперів, які перебували в обігу на фондовому ринку України, наведена у таблиці 2.4.

Аналіз кількості лістингових та позалістингових корпоративних цінних паперів на фондових біржах показує, що починаючи з 2012 р. зменшується кількість випусків як акцій, так і облігацій підприємств, причому як лістингових, так і позалістингових.

Таблиця 2.4

Кількість випусків корпоративний цінних паперів, які перебували в обігу на фондових біржах в 2012–2017 рр., шт. [65]

Рік	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Лістингові						
Акції	160	188	182	64	8	11
Корпоративні облигації	188	227	230	135	26	10
Всього	348	415	412	199	34	21
Позалістингові						
Акції	1571	1805	1728	1494	1190	X
Корпоративні облигації	358	411	418	343	208	
Всього	1929	2216	2146	1837	1398	X
Частка позалістингових цінних паперів, у %	0,85	0,84	0,84	0,90	0,98	0,00

*Джерело: складено за даними НКЦПФР станом на липень 2017 р.

Однак темпи падіння є різними. Кількість лістингових цінних паперів за останні роки зменшилася майже у 20 разів (порівняно з 2013 р.), у той час як число позалістингових акцій та облигацій підприємств зменшилося близько на 63% (порівняно з 2013 р.). Водночас, не дивлячись на зменшення абсолютної кількості випусків позалістингових цінних паперів, їх частка у загальному обсязі випусків досягла майже 98%.

Активність емітентів та інвесторів на ринку капіталів значним чином залежить від розвитку інфраструктури фондового ринку, зокрема від організаторів торгівлі цін-

ними паперами (фондових бірж). Ключовим критерієм ефективності діяльності фондових бірж є їх здатність об'єктивно забезпечувати попит та пропозицію капіталу з мінімальними накладними витратами для інвесторів та емітентів. У цьому контексті слід зазначити таке. З одного боку, на ринку не має домінувати монопольний організатор торгів. З іншого – присутність на фондовому ринку значної кількості дрібних фондових бірж не сприяє мінімізації трансакційних витрат та створює певний хаос і дезорієнтує учасників ринку, насамперед інвесторів та емітентів.

Для з'ясування рівня якості та ліквідності вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів проаналізуємо обсяги та структуру біржових торгів корпоративними цінними паперами у розрізі організаторів торгівлі. У зв'язку зі значною динамікою змін ситуації на біржовому сегменті ринку корпоративних цінних паперів, яка має місце останнім часом, на наш погляд, виправданим є аналіз емпіричної інформації за останні 5–6 років. Тенденції, які мали місце у більш ранній період функціонування фондового ринку, не мають суттєвої науково-практичної цінності, оскільки на ринку панувала інформаційна неефективність, засилля маніпулятивних технологій та фіктивних цінних паперів з фіктивними показниками ефективності.

В таблиці 2.5 наведено інформацію щодо структури торгівлі акціями вітчизняних підприємств у розрізі фондових бірж.

За станом на кінець 2016 р. в Україні функціонувало 9 фондових бірж, а на середину 2017 р. в реєстрі НКЦПФР залишилося 7 організаторів торгів.

Таблиця 2.5

Обсяг біржових контрактів з акціями у розрізі організаторів торгівлі, 2012–2016 рр.*

Організатор торгівлі	2012		2013		2014		2015		2016	
	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%
УФБ	123,3	0,53	2411,1	5,33	76,5	0,30	5,74	0,10	7,88	0,36
ІННЕКС	10,0	0,04	205,2	0,45	26,5	0,10	4,36	0,08	1,93	0,09
УМФБ	618,9	2,64	847,9	1,87	110,4	0,43	5,39	0,09	11,55	0,53
ПФТС	1981,9	8,45	15885,6	35,11	1575,6	6,13	506,2	8,71	251,08	11,52
КМФБ	568,8	2,43	2912,9	6,44	2676,6	10,42	801,8	13,80	31,45	1,44
УМВБ	11,2	0,05	0,7	0,00	260,2	1,01	100,2	1,72	21,71	1,00
Перспектива (ФБП)	9723,8	41,48	4273,0	9,44	1699,7	6,62	474,9	8,17	3,94	0,18
СЄФБ	77,8	0,33	522,6	1,15	144,6	0,56	6,47	0,11	0,26	0,01
УБ	9710,0	41,42	5164,8	11,41	6481,6	25,24	3352,3	57,68	1850,2	84,87
ПФБ	617,5	2,63	13025,0	28,79	12632,7	49,18	553,3	9,52	0	0,00
Усього	23443,4	100	45248,9	100	25684,3	100	5810,8	100	2179,9	100

*Джерело: складено за даними НКЦПФР станом на 1 січня 2013–2017 рр. [65]

Як впливає з наведених у таблиці даних, протягом останніх п'яти років більш-менш активна діяльність з торгів акціями підприємств здійснювали 2-3 фондові біржі. Відносно висока частка торгів акціями протягом досліджуваного періоду здійснювалася на ПАТ «Українська біржа» (УБ). За результатами 2016 р. на цього організатора торгів припадало майже 85% усіх біржових контрактів з акціями. Незначна частка (11,5%) торгів акціями відбулася на ПФТС. На решту бірж в сукупності припадало менше 4% біржових контрактів. В абсолютному виразі у 2016 р. обсяг торгів акціями на біржовому ринку більш, як у 20 разів був меншим

за обсяги 2013 р. Це стало логічним наслідком описаної у першому розділі відмови функціонування ринку капіталів, а також побічним ефектом політики очищення ринку від недобросовісних учасників, що проводиться НКЦПФР. За станом на середину 2017 р. у лістингу залишилося лише 11 емітентів акцій, а близько 92% усіх операцій з акціями були здійснені на УБ.

Подібна картина спостерігається також із біржовим обігом корпоративних облігацій. В таблиці 2.6 наведено інформацію щодо структури торгівлі корпоративними облігаціями у розрізі фондових бірж. Як бачимо, має місце певна спеціалізація фондових бірж щодо торгівлі корпоративними фінансовими інструментами.

Таблиця 2.6

**Обсяг біржових контрактів
з корпоративними облігаціями у розрізі організаторів
торгівлі, 2012–2016 рр.***

Організа- тор торгівлі	2012		2013		2014		2015		2016	
	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%	млн. грн	%
УФБ	165,76	0,63	983,7	2,00	251,8	0,77	294,09	2,17	10,05	0,11
ІННЕКС	0,01	0,00	13,0	0,03	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
УМФБ	156,08	0,59	340,9	0,69	2,06	0,01	0,03	0,00	39,89	0,42
ПФТС	12743,3	48,3	28024,2	57,02	22130,1	67,42	6049,76	44,70	5 555,3	58,89
КМФБ	1313,7	4,98	4799,9	9,77	3881,5	11,83	2081,02	15,38	1 412,9	14,98
УМВБ	10,81	0,04	0,1	0,00	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Перспек- тива (ФБП)	10592,2	40,2	11907,2	24,23	5185,1	15,80	3079,76	22,76	2 340,5	24,81
СЄФБ	260,5	0,99	547,4	1,11	1105,9	3,37	1403,85	10,37	57,60	0,61
УБ	1094,2	4,15	2514,6	5,12	260,6	0,79	625,5	4,62	17,51	0,19
ПФБ	27,3	0,10	13,7	0,03	6,9	0,02	0,00	0,00	0	0,00
Усього	26363,7	100	49144,9	100	32823,9	100,00	13533,9	100	9 433,7	100

*Джерело: складено за даними НКЦПФР станом на 1 січня 2013–2017 рр. [65]

Майже 99% біржових контрактів у 2016 р. було укладено на трьох біржах (ПФТС, Перспектива та КМФБ). Причому лівова частка торгів відбулася на ПФТС (58,89%). На цю фондову біржу припадає стабільно висока частка торгівлі

облігаціями підприємств протягом усього аналізованого періоду. Як свідчать аналітичні дані, основна маса фондових бірж фактично не приймала участі у торгівлі корпоративними цінними паперами. Протягом 2017 р. консолідація торгів корпоративними облігаціями продовжилася і фактично зосередилася на двох організаторах торгівлі (ПФТС та Перспектива), на яких було укладено близько 99% усіх біржових контрактів. Абсолютні обсяги торгів продовжили падіння, в лістингу загалом залишилося лише 10 емітентів корпоративних облігацій.

Для отримання узагальненої картини біржового ринку корпоративних цінних паперів в таблиці 2.7 подано інформацію щодо структури торгів корпоративними фінансовими інструментами у розрізі фондових бірж. Найбільш активними на ринку корпоративних фінансових інструментів є ПФТС (50% від усього обсягу торгів у 2016 р.), Перспектива (20,1%), УБ (16,08%) та КМФБ (12,44%). У 2017 р. продовжилася тенденція щодо консолідації торгів. Обіг корпоративних цінних паперів зосередився на трьох біржах (ПФТС, УБ та Перспектива), на які припадає більше 99,6% усіх торгів.

Проведений аналіз дозволяє констатувати, що однією з причин низького рівня ліквідності та зловживань на вітчизняному ринку капіталів є наявність значної кількості кишенькових та низькоефективних фондових бірж. Така ситуація призводить до розпорошення ресурсів, посиляє хибні сигнали інвесторам та емітентам, не дозволяє використовувати ефект синергії та знижує довіру до ринку загалом.

Можна припустити, що через посилення вимог до організаторів торгівлі та тиск ринку найближчим часом кількість фондових бірж в Україні буде оптимізована. На наш погляд, на ринку має залишитися 2-3 організатора торгів цінними паперами.

Таблиця 2.7

Структура торгів корпоративними цінними паперами у розрізі фондових бірж України, 2012–2016 рр., у %*

Організатор торгівлі	2012	2013	2014	2015	2016
УФБ	0,58	3,60	0,56	1,55	0,15
ІННЕКС	0,02	0,23	0,05	0,02	0,02
УМФБ	1,56	1,26	0,19	0,03	0,44
ПФТС	29,56	46,52	40,52	33,89	50,00
КМФБ	3,78	8,17	11,21	14,90	12,44
УМВБ	0,04	0,00	0,44	0,52	0,19
Перспектива (ФБП)	40,79	17,14	11,77	18,38	20,19
СЄФБ	0,68	1,13	2,14	7,29	0,50
УБ	21,69	8,14	11,52	20,56	16,08
ПФБ	1,29	13,81	21,60	2,86	0,00
Усього	100,00	100,00	100,000	100,00	100,00

*Джерело: складено за даними НКЦПФР станом на 1 січня 2013–2017 рр. [65]

Загалом, аналіз ситуації на вітчизняному ринку капіталів дозволяє виокремити ряд тенденцій:

– ринок капіталів (як і фінансовий ринок) загалом є деформованим через витіснення ресурсів у напрямку фінансування державного боргу. Високий рівень доходності державних облігацій гальмує розвиток ринку корпоративних цінних паперів;

– ринок капіталів знаходиться у стадії очищення, що у підсумку матиме покращення не лише кількісних, а насамперед якісних показників ринку та підвищення його інформаційної ефективності;

– структура організованого та неорганізованого ринку цінних паперів кардинальним чином відрізняється одна від

одної: на неорганізованому ринку домінують корпоративні цінні папери;

– виявлена чітка тенденція до концентрації торгів корпоративними цінними паперами на декількох фондових майданчиках.

2.2. Глобальні тенденції розвитку фінансування корпоративного сектору

Фінансовий ринок загалом та окремі його сегменти слід розглядати у контексті глобалізації економічних процесів та індексу глобальної конкурентоспроможності. Курс України на інтеграцію із ЄС висуває перед інститутами фінансового ринку підвищені вимоги. Глобалізація надає для суб'єктів ринку капіталів цілий ряд додаткових шансів. Водночас слід враховувати і додаткові ризики, пов'язані із можливими зовнішніми шоками.

Для використання шансів та нейтралізації можливих ризиків необхідно провести ретельний аналіз сильних та слабких позицій вітчизняного фінансового ринку під кутом зору впливу процесів глобалізації. Як відомо, ключовими сегментами фінансового ринку є ринок капіталів та кредитний ринок. Структура фінансового ринку визначається співвідношенням між зазначеними сегментами. Дослідження глобальної практики фінансування підприємств та структури фінансових ринків дозволяє виокремити дві усталені моделі фінансового ринку, відповідно фінансового забезпечення реального сектору економіки:

– англосаксонську, яка зорієнтована на переважне використання коштів, мобілізованих з використанням інструментів ринку капіталів (Market Based Financial System – модель ринку капіталів);

– континентальну європейську модель, за якою підприємства фінансуються переважно за рахунок банківських

кредитів (Bank Based Financial System – модель кредитного ринку або банкоцентрична модель).

Критерієм класифікації тієї чи іншої країни до згаданих моделей фінансування є співвідношення капіталізації фондового ринку та загальної суми виданих банківських кредитів. У разі перевищення ринкової капіталізації над сумою виданих кредитів вважається, що у країні має місце модель ринку капіталів, у разі зворотної ситуації – модель кредитного ринку. Обидва типи структури фінансового ринку мають свої позитиви та недоліки. Ключова проблема, яку слід з'ясувати обґрунтовуючи доцільність імплементації тієї чи іншої структури фінансового ринку, полягає у визначенні каузальних зв'язків між моделлю фінансового ринку, темпами економічного розвитку країни та її глобальною конкурентоспроможністю.

Проблематиці розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів приділяється значна увага у працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Так, питання впливу фінансового ринку та окремих його сегментів на економічний ріст у розвинених країнах досліджені у працях Х. Казерера, Р. Лівайна, С. Раппа, Е. Деміргука-Канта, Т. Бека [100; 101], особливості фінансової глобалізації висвітлені О. Мозговим та Н. Стукало [45, с. 5–26], місце банків у формуванні моделі фінансового ринку розкрито у працях І. Школьник, В. Науменкової та В. Міщенко [47; 90].

Вивчення науково-практичних джерел у відповідній царині засвідчує, що дослідження концентруються переважно на особливостях тієї чи іншої моделі фінансування, що має місце в економічно розвинених країнах, державному регулюванні фінансового ринку та окремих його сегментів, питаннях формування інфраструктури фінансового ринку, напрямках стимулювання розвитку ринку капіталів чи банківської системи. Однак у наукових працях практично не приділяється увага обґрунтуванню найбільш адекватної моделі фінансового ринку для країн з перехідною економікою з огляду на

її вплив на темпи економічного росту країни та її глобальну конкурентоспроможність.

Водночас для країн, які відносяться до ринків, що розвиваються (Emerging Markets), питання вибору моделі фінансування, відповідно структури фінансового ринку, є надзвичайно актуальним, оскільки недорозвиненість фінансового ринку досить часто є основною причиною низького рівня конкурентоспроможності країни загалом. Інша загроза недієздатного організованого ринку капіталу полягає у загрозі тінзації фінансових потоків. У кращому випадку мова може йти про розвиток моделі так званого тіншового банкінгу (Shadow Banking).

За визначенням FSB (Ради з фінансової стабільності), тіншовий банкінг являє собою повноцінну альтернативу банківському фінансуванню реального сектора економіки. Ця модель є способом диверсифікації банківських кредитів та створює умови для здорової конкуренції на фінансовому ринку. Результати проведених FSB досліджень показують, що частка тіншового банкінгу у найбільших економіках світу становить в середньому 11% від усіх фінансових активів і склала в середньому 70% від ВВП у 2015 р. (2011 р. – 60%). Причому в країнах з найбільшим приростом тіншового банкінгу спостерігається найвищий ріст ВВП [131]. Водночас забезпечуючи функцію трансформації та алокації фінансових ресурсів, тіншовий банкінг є джерелом підвищених ризиків.

За висновками відомого фінансового експерта Дж. Молдіна, ріст економіки Китаю в останні роки забезпечується переважно завдяки стрімкому зростанню кредитування в тіншовій банківській системі, яка знаходиться поза межами державного впливу [152]. Відповідно до оцінок Moody's, величина тіншового банкінгу у Китаї в 2016 р. склала близько 9,4 трлн. дол. США, що на 21% більше, ніж у 2015 р. Стрімкий ріст прихованого ризикового кредитування може призвести до колапсу на фінансових ринках та стати каталізатором шоків для світової економіки. Зловживання

китайським корпоративним сектором тіньовим кредитуванням може спричинити ефект доміно глобального масштабу. На рис. 2.1 наведена динаміка обсягів тіньового банкінгу в Китаї.

Банк Китаю (Bank of China) визначає тіньовий банкінг як сукупність установ, підприємств та фінансових організацій, які надають банківські послуги (здебільшого кредитні), однак функціонують поза межами банківського законодавства, а отже, характеризуються високими ризиками.

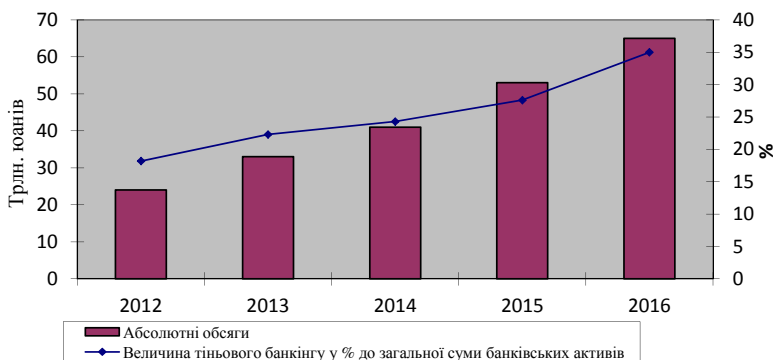


Рис. 2.2. Обсяги тіньового банкінгу в Китаї, 2012–2016 рр. [176]

Здебільшого тіньові кредити надаються інвестиційними фондами та трастами. Тіньовий банкінг має місце також і в інших країнах. Однією із його завуальованих форм є комерційне кредитування. Загрози для світової фінансової системи виникають не через обсяги прихованого банкінгу в Китаї, величина якого оцінюється на рівні 80% ВВП (для порівняння, у США відповідний показник складає близько 150%), а через його стрімкий ріст. Якщо в середньому по розвинених країнах темпи щорічного зростання прихованого банкінгу складають близько 10%, то у Китаї цей показник за останні 3–4 роки коливається у межах 20–30%.

В Україні прихований банкінг також має місце. Особливо інтенсивно він почав розвиватися у період так званого «банкопаду» 2014–2017 рр. Водночас як офіційні, так і експертні оцінки величини прихованого кредитування корпоративних підприємств на даний час відсутні. Можна припустити, що частка тіньових кредитних операцій у корпоративному секторі є незначною. Вона є не настільки суттєвою, щоб це могло спровокувати кризу на фінансовому ринку. Явище тіньового кредитування не слід відносити до тіньової економіки. Його слід інтерпретувати як альтернативну модель фінансування. Мова йде про альтернативу до загальноприйнятих банкоцентричної моделі та моделі ринку капіталу. Цю модель інколи позначають також як модель ринкового фінансування (Market-Based Finance). На наш погляд, більш адекватним позначенням для сукупності альтернативних до традиційних способів моделей фінансування було б не «тіньовий банкінг», а «альтернативний фінансінг». До цієї категорії способів фінансування можна віднести також і краудфандингове (краудінвестингове) фінансування. З огляду на світові тенденції альтернативне фінансування зростає значними темпами і надалі займатиме усе більшу частку у структурі фінансування. Для запобігання тінзації відповідної сфери доцільно відпрацювати лояльні механізми її державного регулювання та контролю.

Вивчаючи динаміку процесів глобалізації, може здатися, що у виграші від цих процесів залишаються виключно економічно потужні країни. Зокрема, вони розширюють свої ринки, експортні можливості, отримують додаткові прибутки від вкладення капіталів. Водночас за правильно побудованої фінансової політики, користь від глобалізації економіки можна отримати і слабкі в економічному плані країни.

Одним із способів отримання вигоди від процесів глобалізації є залучення коштів на міжнародних фінансових ринках. З іншого

боку, глобалізація інтенсифікує міжнародну конкуренцію, у тому числі за обмежені фінансові ресурси. Сучасне поглиблення фінансової глобалізації відбувається переважно за рахунок зростання обсягів іноземного банківського капіталу, валютних кредитів, іноземних прямих та портфельних інвестицій. У таких умовах необхідно проводити послідовну й адекватну політику, орієнтовану на зростання конкурентоспроможності економіки у контексті базових національних інтересів, активізацію участі у процесах міжнародної фінансової координації, стандартизації вимог, правил і норм, уніфікації та міждержавного узгодження заходів економічної політики, у тому числі й для запобігання і нейтралізації наслідків перманентних фінансових криз [45, с. 5–26].

Не потребує доведення та обставина, що для використання переваг від міжнародної фінансової інтеграції слід створити умови, які б забезпечили конкурентні переваги перед іншими країнами. Водночас індекс глобальної конкурентоспроможності (The Global Competitiveness Index, GCI) України, який визначається Всесвітнім економічним форумом, знаходиться на дуже низькому рівні. За GCI 2015–2016 рр. Україна з індексом 4,0 посіла 79-е місце із 140 країн світу, що на три позиції гірше, порівно з попереднім рейтингом. Не останню роль у глобальній конкурентоспроможності країни займає рівень розвитку фінансового ринку. В таблиці 2.8 наведена інформація щодо основних складових, які впливають на рівень розвитку фінансового ринку України. Проведемо аналіз індикаторів конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку у порівнянні з аналогічними показниками країн, з подібним економічним потенціалом та зіставними економічними умовами (Польща, Туреччина, Румунія, Казахстан, РФ, Литва), а також з найбільш конкурентоспроможними країнами (Німеччина та Швейцарія). Із 12 складових, за якими розраховується глобальний індекс, найгірша ситуація в Україні за складовими «Макроекономічне середовище» (134 місце в рейтингу)

та «Розвиток фінансових ринків» (121 місце). За рівнем розвитку фінансовий ринок в Україні є набагато гіршим не лише порівняно з найближчими сусідами (Польщею, Румунією, Литвою та Туреччиною), а й відносно Казахстану та Росії.

Таблиця 2.8

Складова фінансового ринку в індексі глобальної конкурентоспроможності України за 2015–2016 рр. [182]

Показники	Україна	Польща	Казахстан	Туреччина	РФ	Румунія	Литва	Швейцарія	Німеччина
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Місце в загальному рейтингу/GCI	79/4,0	41/4,5	42/4,5	51/4,4	45/4,4	53/4,3	36/4,5	1/5,8	4/5,5
Розвиток фінансових ринків: місце в рейтингу/значення індексу	121/3,2	43/4,3	91/3,6	64/3,9	95/3,5	55/4,0	57/4,0	10/5,1	18/4,7
Наявність фінансових послуг	101/3,9	43/4,9	63/4,5	34/5,2	69/4,4	92/4,1	44/4,9	1/6,5	18/5,6
Доступність фінансових послуг	123/3,5	43/4,8	53/4,3	36/4,9	67/4,1	64/4,2	38/4,9	1/6,1	14/5,5
Фінансування через локальний ринок капіталу	118/2,6	68/3,6	91/3,1	60/3,7	88/3,1	100/3,0	71/3,5	10/5,2	17/4,8
Простота доступу до кредитів	87/2,6	89/2,6	44/3,2	65/2,9	57/3,0	60/2,9	91/2,6	28/3,6	35/3,3
Наявність венчурного капіталу	102/2,4	96/2,5	59/2,9	93/2,5	66/2,7	103/2,4	48/3,0	18/3,7	25/3,5
Надійність банків	140/2,6	48/5,4	110/4,2	51/5,3	115/4	82/4,6	84/4,6	20/5,9	46/5,4
Регулювання фондових бірж	135/2,5	48/4,6	87/3,9	65/4,2	97/3,7	99/3,7	76/4,1	12/5,6	26/5,2
ВВП (млрд. дол. США)	90,5	475	173,2	733,6	1325	177,3	41,3	664,3	3357
Чисельність населення, млн. чоловік	42,6	38,0	17,7	77,7	146,3	19,9	2,9	8,2	81,9

Продовж. табл. 2.8

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Найбільш проблемні фактори для розвитку бізнесу, в %:									
- корупція;	16,6	2,3	13,9	1,5	14,3	8,7	8,8	0,5	1,5
- доступ до фінансування;	12,2	7,8	13,9	12,2	11,7	14,0	7,4	10,6	8,9
- інфляція;	11,5	0,5	13,3	5,1	7,6	1,3	1,2	1,2	0,8
- політична нестабільність;	10,6	5,1	2,2	6,2	2,8	3,3	3,6	7,5	1,6
податкові фактори	16,0	34,1	17,1	22,4	23,1	23,2	25,0	17,9	31,9

Практично за всіма індикаторами, що визначають рівень розвитку фінансового ринку, Україна отримала найнижчі індекси. Однак найгіршою є ситуація з надійністю банківської системи, станом регулювання фондового ринку, доступністю фінансових послуг та можливістю залучення ресурсів через локальний ринок капіталів.

Причиною такої ситуації є не стільки політична та економічна нестабільність, скільки інші, здебільшого суб'єктивні чинники. Так, до найбільш проблемних факторів, що ускладнюють розвиток бізнесу в країні, належить корупція (16,5%), рівень оподаткування та його складність (16%), доступ до фінансування (12,2%). За рівнем корупції – це найвища частка серед аналізованих країн. Досить близьке значення цього індикатора лише в Росії (14,3%) та Казахстані (13,9%). Цікавою є ситуація із оцінкою впливу податкових факторів на ведення бізнесу. За всіма аналізованими країнами питома вага цього фактора є вищою, ніж в Україні. Це можна пояснити не стільки досконалістю вітчизняної системи оподаткування, скільки значною часткою у загальній структурі інших факторів, насамперед рівень корупції, політична нестабільність, інфляція та поганий доступ до фінансування.

З огляду на проведений аналіз можна стверджувати, що існує взаємозалежність між розвитком національних фінансових ринків та рівнем глобальної конкурентоспроможності. Чим вищим є індекс конкурентоспроможності, тим більш ін-

вестиційно-привабливою є країна та більший приток капіталу на локальний фінансовий ринок. З іншого боку, розвиток локального фінансового ринку впливає на рівень конкурентоспроможності країни. Для підвищення глобальної конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку слід забезпечити його якісний та кількісний розвиток. Йдеться про необхідність покращення всіх індикаторів, що характеризують стан фінансового ринку: надійність банківської системи, якість регулювання ринку капіталів, рівень доступності підприємств до фінансових ресурсів тощо.

З'ясуємо, чи впливає домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку на його величину, якісні характеристики та глобальну конкурентоспроможність.

Як зазначалося вище, модель фінансування реальному сектору економіки (англосаксонську чи континентальну) визначає структура фінансового ринку. Англосаксонська модель передбачає переважаюче фінансування реального сектору економіки через ринок капіталів. Як уже зазначалося, під ринком капіталів розуміють ринок цінних паперів, у тому числі ринок акцій та ринок облігацій. Ключовими індикаторами розвитку ринку капіталів є його капіталізація та ліквідність. Ринок капіталу конкретної країни визначається як агрегат, що включає в себе емітовані на локальному рівні облігації, прямо чи посередньо розміщені локальними емітентами облігації на міжнародних ринках та локальний ринок акцій [101]. З огляду на можливі фінансові наслідки для капіталодавців ця модель є для них більш ризиковою, порівняно з банківським кредитуванням. Ринкові ціни на цінні папери визначають витрати та капітал та регулюють процес його алокації.

Модель фінансування підприємств визначає також можливість контролю за їх діяльністю та особливості корпоративного управління. Банки можуть впливати на

якість корпоративного управління та діяльність підприємств через рішення щодо видачі кредиту та встановлення кредитних лімітів. Ринок капіталів впливає на підприємства через механізм ціноутворення на цінні папери. Управлінські рішення корпорацій приймаються саме з врахуванням можливого впливу їх наслідків на ринковий курс акцій. Модель ринку капіталів є більш розвинутою в економіках ліберального типу. Прикладом країн, де домінує ця модель, є США, Велика Британія, Данія, Нідерланди, Швеція.

У більшості країн Європи переважає модель фінансування, що базується на банківському кредитуванні. Так, загальна сума балансу європейських банків складає близько 330% від ВВП відповідних країн. У США відповідний показник коливається в межах 90%, в Японії – близько 200%, в Україні за станом на 2016 р. загальна сума балансу банків складала близько 64% від річного ВВП. Сума кредитів нефінансовим компаніям, наданих вітчизняними банками (середина 2016 р.), склала близько 750 млрд. грн., що відповідало 40% ВВП країни, а на середину 2017 р. – 784 млрд. грн. (близько 33% від ВВП). Однак частка непрацюючих кредитів у банківській системі України на середину 2017 р. зросла до 57,7%. Для порівняння, у США показник відношення суми банківських кредитів до ВВП складає 187%, Німеччині – 111%, в середньому по країнах OECD – 108%.

Суттєва різниця між досліджуваними моделями фінансування полягає у способі збору та оперуванні інформацією щодо об'єктів фінансування. У рамках прийняття кредитних рішень банки здійснюють селекцію та моніторинг діяльності підприємств. Обмін інформацією між кредитуючим банком та позичальником здійснюється у приватному порядку та носить здебільшого конфіденційний характер [178].

Необхідною умовою доступу підприємств на ринок капіталів є забезпечення транспарентності інформації щодо фінансово-господарської діяльності. Інвестори на ринку капіталів,

приймаючи інвестиційні рішення, мають використовувати лише публічну інформацію. У разі використання інсайдерської інформації учасники ринку капіталу можуть зазнати серйозних санкцій. Натомість банки та позичальники тривалий час вибудовують довірливі відносини, які дозволяють отримувати кредити навіть за несприятливого рівня кредитоспроможності підприємства. З іншого боку, підприємства є надто залежними від кредитуючих банків. Отже, останні мають досить сильні позиції у питаннях встановлення процентних ставок.

Як наслідок, у країнах з домінуванням моделі кредитного ринку процентні ставки за кредитами є дещо вищими, ніж у англосаксонській моделі. Окрім цього, за цієї моделі вищими є систематичні ризики, що супроводжуються досить сильною волатильністю обсягів кредитування. У період росту кредити видаються у тому числі ризиковим позичальникам, що призводить до росту проблемної заборгованості та рецесії на кредитному ринку. У період кризи – навпаки, банки можуть відмовляти у кредитуванні ефективних проектів.

Таким чином, модель кредитного ринку не завжди виконує функцію ефективного алокації капіталу, а сам ринок розвивається циклічно. Як зазначають С. Науменкова та В. Міщенко, збитки у банківському секторі можуть збільшуватись, коли спаду передуює кредитний бум і це створює замкнуте коло: проблеми у фінансовому секторі починають сприяти спаду в реальному секторі економіки, що знову призводить до проблем у банківському секторі. З метою уникнення таких ситуацій та в доповнення до буферного капіталу введено поняття контрциклічного буферу капіталу, який повинен гарантувати, що банківський сектор нарощує свій захист капіталу під час кредитного зростання [47, с. 3–11].

Модель кредитного ринку є характерною для економік з посиленням державним регулюванням, а також зі значною часткою малого та середнього бізнесу. До країн, в яких

домінує ця модель, слід насамперед віднести Німеччину, Францію, Іспанію, Австрію, Бельгію, Фінляндію. У формуванні європейської моделі значну роль відіграють крупні банки. За оцінками експертів швидкий ріст європейської банківської системи здійснюється за рахунок 20 найбільших банків. При цьому має місце непряма державна підтримка великих банків у континентальній Європі, що робить їх більш захищеними перед загрозою банкрутства, порівняно в банками США та Великої Британії [101]. Таким чином, ріст банківської системи у багатьох країнах континентальної Європи здійснюється у тому числі за рахунок імпліцитної державної підтримки банків. Імпліцитні державні гарантії, що надаються крупним європейським банкам, уможливають низькі витрати на фінансування.

У дискусіях навколо питання, яка із моделей фінансування є більш ефективною, досить часто наводиться аргумент, що банки є досить консервативними у питаннях фінансування інноваційних та ризикових проєктів. Отже, вони стримують інновації. З іншого боку, з огляду на інформаційні ризики для інвесторів та величину накладних витрат, суб'єкти малого та середнього бізнесу у переважній своїй більшості не можуть скористатися інструментами ринку капіталів, а використовують банківське кредитування. Так, у країнах з високою часткою сімейного, малого та середнього бізнесу (як, наприклад, у Німеччині) повністю виправданим є домінування кредитного ринку, порівняно з ринком капіталів. Надаючи свій капітал підприємствам, потенційно банки можуть брати участь у розподілі збитків позичальника (у разі неповернення кредиту). Інвестори ринку капіталів потенційно є учасниками розподілу як прибутків, так і збитків.

За моделі банківського кредитування капітал спрямовується переважно у менш ризикові проєкти (селекція за критерієм надійності). За використання моделі ринку капіталів інвестори вкладають кошти за суб'єктивним критерієм

оптимального співвідношення дохідність-ризиковість. Причому пріоритетність віддається здебільшого критерію рентабельності. Отже, за цієї моделі капітал спрямовується переважно в інноваційні проекти, які є більш ризиковими, однак і більш прибутковими.

Важлива наукова проблема полягає в тому, щоб з'ясувати, яка структура фінансового ринку більше сприяє економічному росту країни. Мова йде про те, яка модель фінансування підприємств має домінувати: модель ринку капіталів чи модель кредитного ринку. Проведені Т. Беком, Р. Лівайном та іншими дослідження показують, що співвідношення сегментів фінансового ринку значною мірою залежить від рівня доходів у країні. В більшості країн з низьким рівнем доходів сегмент ринку капіталів та інституційних інвестицій є недорозвиненим. З підвищенням рівня доходів розвивається ринок капіталів, причому спочатку зростає капіталізація ринку, а потім його ліквідність. На економічний ріст більше впливає ліквідність ринку капіталів, а ніж його обсяг [100]. З огляду на цю закономірність, на наш погляд, повністю виправданою є обрана НКЦПФР стратегія, спрямована на очищення ринку капіталів. Ця стратегія призвела до радикального скорочення кількості корпоративних цінних паперів та операцій на ринку, однак створила умови для підвищення рівня його ліквідності.

За допомогою кореляційного аналізу впливу окремих сегментів фінансового ринку на економічний розвиток країни на прикладі 15 найбільш розвинених країн ЄС Т. Бек, Х. Казере та С. Рапп підтвердили висновок про те, що в економічно розвинених країнах має місце позитивний кореляційний зв'язок між обсягом ринку акцій та економічним ростом. Ріст європейського ринку капіталів на одну третю приводить до довгострокового росту економіки на одну п'яту. Причому в менш розвинених країнах ЄС зазначений кореляційний зв'язок відсутній [101]. До подібних результатів доходять

С. І. Брус, яка відзначає, що мобільність та висока дохідність корпоративного фінансування та інноваційного розвитку характерна лише для розвинутих фінансових ринків.

Для низьколіквідних ринків вплив на інноваційний розвиток має зовсім інші тенденції. Зв'язок між кількістю компаній у лістингу та капіталізацією ринків акцій є нелінійним і залежить від рівня розвиненості ринку [10, с. 212–215]. Таким чином, для країн з перехідною економікою, яким властивий низький рівень доходів, нормальною є ситуація, за якої в структурі фінансового ринку переважає кредитний ринок, а банківська система є більш розвинутою, порівняно з фондовим ринком. Натомість для економічно розвинених країн типовою є ситуація, коли ВВП країни зростає зі зростанням ринку капіталів.

Дослідимо більш детально стан та перспективи розвитку фінансового ринку України та окремих його сегментів у міжнародному порівнянні. В середньому за останні п'ять років загальна потужність вітчизняного фінансового ринку (ринок капіталів та кредитний ринок) знаходиться в межах 50–60% від ВВП. У США цей показник складає 416%, в Японії – 298%, в Німеччині – 195%, Греції – 141%, у Польщі – 110%. Таким чином, як у відносному, так і у абсолютному виразах «глибина» фінансового ринку України є набагато меншою, ніж відповідний показник в економічно-розвинених країнах та в більшості країн з перехідною економікою. Водночас рядом наукових досліджень (Р. Голдсміт) доведено, що величина (глибина) фінансового ринку позитивно корелює із величиною реального ВВП на душу населення країни. Американський економіст Р. Голдсміт показав позитивний вплив розвитку фінансового ринку на реальний сектор економіки [132]. Окрім цього, американські вчені П. Ажюн, П. Хауїт та Д. Майєр-Фолкес довели, що вплив розвитку фінансових ринків на реальний сектор економіки у країнах, що розвиваються, є вищим, ніж у розвинених країнах [93].

Показники величини фінансових ресурсів, мобілізованих підприємствами на ринку капіталів, формуються із загального обсягу капіталізації ринку акцій та ринку облігацій підприємств. Якщо враховувати лише дані організованого ринку, то за станом на кінець 2016 р. цей показник склав трохи більше 25 млрд. грн., що відповідає лише 1,05% ВВП. У 2015 р. зазначені показники склали 75 млрд. грн. та 3,8%, а в 2014 р. – 479 млрд. грн. та 30,5% відповідно. Важливим показником рівня розвитку ринку капіталів є співвідношення капіталізації лістингових підприємств до ВВП. Цей показник у 2016 р. склав 0,82%, у 2015 р. – 3,21%, а у 2014 р. – 29,21%. Зрозуміло, що за вказаними індикаторами Україна займає останні місця у глобальних рейтингах розвитку ринків капіталів. Враховуючи нестабільність політичної та економічної ситуації в останні роки, а також діяльність НКЦПФР щодо очищення ринку, на наш погляд, зазначені показники не є репрезентативним. Більш об'єктивними, на наш погляд, є дані за станом на початок кризи, зумовленою військовим конфліктом в Україні. Для оцінки якісних та кількісних параметрів вітчизняного ринку капіталів необхідним є його порівняння з відповідними показниками інших країн. На наш погляд, аналіз слід здійснювати у відношенні з різними групами країн, зокрема:

- з розвиненими країнами, в яких домінує англосаксонська модель фінансування (a.m);
- з розвиненими країнами, де переважає континентальна модель (k.m);
- з країнами з перехідною (транзитивною) економікою, такими, що відносяться до ринків, що розвиваються (e.m).

За цим аналітичним принципом сформована інформація, наведена в таблиці 2.9, де містяться окремі показники розвитку локального ринку капіталів у розрізі окремих країн, що репрезентують різні типи економік та моделі фінансування.

Таблиця 2.9

Ринок капіталів України у міжнародному вимірі (усереднені значення за 2011–2014 рр.)*

Країна	Капіталізація фондового ринку в % до ВВП	Волатильність фондового ринку	Обсяг емітованих облігацій у % до ВВП	Середній термін погашення корпоративних облігацій, років	Частка банківських кредитів з терміном погашення більше 1 року
Країни, що відносяться до Emerging markets					
Аргентина	11,8	27,4	0,6	4,6	X
Бразилія	88,1	22,7	1,9	7,5	40,8
Болгарія	14,1	15,1	1,0	5,0	69,7
В'єтнам	15,8	21,3	0,1	4,5	X
Казахстан	28,3	24,5	1,9	18,9	X
Китай	93,0	19,7	4,1	4,7	X
Литва	11,5	15,7	0,6	5,1	77,6
Польща	34,4	20,7	0,4	6,7	69,7
Росія	56,6	23,4	2,8	8,5	72,7
Румунія	14,7	21,1	0,1	6,7	69,7
Сербія	21,1	16,1	1,5	8,2	56,9
Словачія	9,9	17,3	3,7	16,1	62,1
Туреччина	33,8	23,7	0,4	7,3	X
Угорщина	32,9	24	0,2	7	70,4
Україна	17,9	28,5	1,6	5,5	48,1
Економічно розвинені країни з англосаксонскою моделлю фінансування					
Велика Британія	130,8	17,1	4,2	12,9	70,0
Канада	144,2	14,3	3,7	12,1	72,5
Нідерланди	145,8	19,2	3,6	11,4	68,5
США	196,1	17,8	4,6	11,1	3,7
Швейцарія	181,0	16,1	3,5	7,7	X
Швеція	152,8	22,0	3,2	5,5	24,2
Економічно розвинені країни з континентальною моделлю фінансування					
Австрія	70,3	24,9	1,3	9,4	78,3
Греція	48,9	28,5	2,4	5,8	62,9
Італія	55,7	27,4	1,8	12,9	62,6
Норвегія	85,9	22,5	4,2	9,8	X
Німеччина	63,7	21,9	2,7	6,8	84,5
Фінляндія	71,6	23,3	2,6	6,6	86,6
Франція	121,4	23,9	3,5	7,2	80,9
Японія	139,8	20,3	1,6	6,9	X

* Джерело: таблиця складена на основі Звіту Світового Банку: Global financial development report 2015-2016: long-term finance. Global financial development report. Washington, D. C.: World Bank Group, 2015 [191]

Ринок капіталів країни характеризується показниками капіталізації, обсягом біржової торгівлі цінними паперами, кількістю цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах як в абсолютному вимірі, так у відношенні до ВВП країни. Згідно з аналітичними даними світового банку, середнє значення відношення капіталізації фондового ринку до ВВП в Україні протягом 2008–2010 рр. складало близько 25%, а за період 2011–2013 рр. – 17,9%. Для порівняння, у Польщі цей показник склав 34,4%; у Румунії – 14,7%; Угорщині – 32,9%; Казахстані – 28,3%, в середньому по країнах OECD – 114% [103].

Таким чином, за рівнем капіталізації фондового ринку до початку кризових явищ Україна знаходилася на рівні країн з досить низьким рівнем доходів та економічного розвитку (Болгарія, В'єтнам, Румунія). Очевидно, що за величиною території, кількістю населення та підприємств, величиною ресурсного потенціалу Україна значно випереджає зазначені країни. Отже, більшим має бути і ринок капіталів. Цільовими орієнтирами для вітчизняного ринку капіталів можуть бути показники Казахстану, Туреччини, Польщі. Однак нині індикатори фондового ринку України є значно гіршими, ніж у цих країнах. За станом на 31.12.2015 р. капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 63,49 млрд. грн., а на 31.12.2016 р. відповідний показник склав 19,64 млрд. грн., або зменшився більш, ніж у три рази.

Зниження ринкової капіталізації пояснюється суттєвим підвищенням інвестиційних ризиків в Україні, що знайшло своє відображення у низьких кредитно-інвестиційних рейтингах України, а також погіршенням світової кон'юнктури на світових сировинних ринках. І. Школьник у цьому контексті зазначає, що капіталізація українського ринку великою мірою визначається підприємствами паливно-енергетичного комплексу, металургійної галузі, машинобудування й фінансового сектору.

Значна частина підприємств, що входять у цю групу, є експорторієнтованими, тож їх фінансовий стан залежить від кон'юнктури світових товарних ринків [89, с. 65–74]. Отже, рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку тісно корелює зі світовими цінами на сировинні ресурси. Ця обставина є додатковим чинником, що зменшує рівень його глобальної конкурентоспроможності. Нестабільність макроекономічної ситуації, коливання цін на сировинних ринках, ризики корупції є причиною того, що волатильність фондового ринку в Україні за період 2011–2016 рр. була найвищою серед усіх країн, які досліджувалися експертами світового банку. Коефіцієнт волатильності фондового ринку склав 28,5. Аналогічне значення коефіцієнта має лише одна країна – Греція, яка тривалий час знаходиться у переддефолтному стані.

З вищевикладеного випливає, що на глобальну конкурентоспроможність країн з перехідною економікою впливає не структура фінансового ринку, а його обсяг та якість. Так, спірним є твердження, що тільки фондовий ринок здатний забезпечити корпоративний сектор необхідними ресурсами [2, с. 425]. Інформація, наведена в таблицях 2.8 та 2.9 засвідчує, що рівень капіталізації фондового ринку Литви, Румунії, Польщі є досить низьким, однак глобальна конкурентоспроможність фінансових ринків цих країн є досить високою.

На наш погляд, досить спірним є припущення, що на сучасному етапі складається ситуація, за якої механізм функціонування фінансового ринку залежно від того, яким чином буде в подальшому здійснюватись державне регулювання та наскільки стабільною буде макроекономічна ситуація в країні, може змінитись з банкоцентричного на орієнтований на ринок капіталу [90, с. 64–70]. Вважаємо, що навіть у довгостроковій перспективі трансформація фінансового ринку України у бік домінування ринку капіталів є неможливою і недоцільною.

Численні наукові дослідження доводять, що для таких країн, як Україна, з мізерними доходами та низьким розвитком корпоративної культури, найкращою альтернативою є континентальна модель фінансування. Сьогодні, фінансовий ринок України має усі ознаки банкоцентричної моделі з елементами експліцитної та імпліцитної державної підтримки. Як справедливо зазначає І. Школьник, банкоцентричність вітчизняної фінансової системи зумовлена: по-перше, тим, що основним джерелом фінансування корпоративного сектору економіки є банківські кредити; по-друге, у структурі емітованих цінних паперів, зокрема акцій та корпоративних облігацій, значна частка належить саме банківським установам; по-третє, в операціях купівлі-продажу цінних паперів на ринку капіталу провідна роль належить саме банківським установам; по-четверте, все частіше банки проводять операції андеррайтингу не тільки цінних паперів самих банків, але і суб'єктів господарювання реального сектору економіки [90, с. 64–70].

Однак, аналітичні дані показують, що порівняно з іншими країнами, де переважає модель кредитного ринку, в Україні є досить малою частка банківських кредитів з терміном погашення більше 1 року (всього 48%), а за рівнем надійності банківської системи країна посідає останнє місце в глобальному індексі конкурентоспроможності (2016 р.). Таким чином, в Україні слід розвивати всі сегменти фінансового ринку, оскільки незважаючи на домінування банківських кредитів у структурі фінансування, за якісними параметрами вони не забезпечують потреби економіки в інвестиційному капіталі, а сама банківська система є неконкурентоспроможною в глобальному вимірі.

Суттєвим чинником, що визначає локальну модель фінансування корпоративного сектору економіки, є рівень захисту прав власності. Відповідно до міжнародного індексу захисту прав власності (International Property Rights Index

2017), Україна займає лише 123 місце із 127 країн світу, що включені в рейтинг. Показник індексу склав лише 3,42 пункти із 10 [141]. Зрозуміло, що за такої ситуації інвестори будуть обирати менш ризикові моделі вкладення коштів. Такою моделлю є саме банкоцентрична, порівняно з моделлю ринку капіталів.

Дискусії відносно того, яка модель фінансування є більш ефективною, слід перевести у площину, як можна найбільш раціонально поєднати ці дві моделі, щоб досягти позитивного народногосподарського ефекту. Обидві моделі час від часу дають збої та призводять до фінансової кризи, однак конкурентоспроможність фінансового ринку країни визначається його обсягом та ліквідністю. Останні, залежать від якості регулювання ринків капіталів та кредитного ринку, їх доступності, надійності та загальної інвестиційної привабливості.

2.3. Інтеграція українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів

Наслідком неадекватного розвитку вітчизняного фондового ринку, монополізації окремих його сегментів, відсутності ефективних індикаторів оцінки підприємств та чітких правил гри у вигляді однозначних законодавчих актів є «втеча» багатьох привабливих емітентів на іноземні фондові ринки. Високі накладні витрати, пов'язані з виходом українських підприємств на міжнародні ринки капіталів не є стримуючим фактором щодо розміщення акцій та облігацій крупних компаній на зарубіжних фондових майданчиках. Можна припустити, що гіпотетична грошова оцінка ризиків, пов'язаних із розміщенням цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку, є вищою, ніж зазначені накладні витрати. Основним чинником, який спонукає вітчизняні корпорації до розміщення цінних паперів на зарубіжних ринках, є те, що

загальні витрати на капітал (з врахуванням підвищених накладних витрат), залучений на міжнародних ринках є нижчими, ніж ставка витрат на капітал, що залучається на українському ринку.

В умовах посилення міжнародної конкуренції за фінансові ресурси питання залучення капіталу на основі первісного розміщення акцій (Initial Public Offering, IPO) та єврооблігацій на міжнародних ринках є надзвичайно актуальним. Це питання доцільно розглядати крізь призму заходів, пов'язаних з інтеграцією українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів. Мова насамперед йде про заходи із запровадження міжнародних стандартів фінансової звітності, перехід на систему вартісно-орієнтованого управління з активним використанням технологій інвестор-рілейшнз, запровадження високих стандартів фінансового менеджменту та корпоративного управління.

Глобальні тенденції щодо залучення коштів через IPO протягом 1995–2017 рр. характеризують дані таблиці 2.10. Інформація, наведена в таблиці, засвідчує, що загалом ринок IPO зростає. Це стосується як кількості операцій, так і загального обсягу залучення коштів та середнього розміру однієї операції. Історичний рекорд щодо обсягу та кількості IPO було зафіксовано у 2007 р. Найкрупніший IPO за обсягом залучення коштів зафіксовано у 2014 р. У результаті первинної емісії акцій китайським інтернет-гігантом «Alibaba» було залучено 25 млрд. дол. США. Розміщення відбулося на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Про експансію Китаю на міжнародних ринках капіталів свідчить те, що друге та третє за обсягами IPO також належить компаніям, що походять із цієї країни.

Таблиця 2.10

**Залучення коштів через публічне розміщення
корпоративних прав (ІРО) протягом 1995–2017 рр.
(глобальний вимір) [113]**

Рік	Кількість операцій розміщення акцій через ІРО	Обсяг залучених ресурсів, млрд. дол. США	Середній розмір однієї операції з ІРО, млрд. дол. США
1	2	3	4
1995	1290	86,0	0,067
1996	1837	132,0	0,072
1997	1748	145,0	0,083
1998	1042	116,0	0,112
1999	1372	177,0	0,129
2000	1883	210,0	0,112
2001	832	94,0	0,113
2002	839	66,0	0,079
2003	864	50,0	0,058
2004	1517	125,0	0,082
2005	1537	167,0	0,108
2006	1729	246,0	0,142
2007	1967	338,0	0,171
2008	756	101,0	0,134
2009	566	120,0	0,212
2010	1367	285,0	0,204
2011	1241	170,0	0,137
2012	837	129,0	0,154
2013	864	163,0	0,188
2014	1206	256,5	0,212
2015	1218	195,5	0,161
2016	1055	132,5	0,125
2017 (3Q)	1156	126,9	0,110

Аналіз статистичної інформації засвідчує наявність циклічного характеру у динаміці залучення коштів через первинне розміщення акцій. Ця тенденція візуалізована на рис. 2.3.

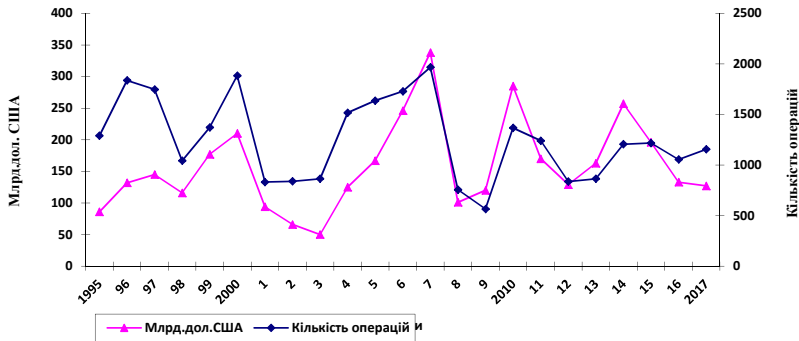


Рис. 2.3. Циклічність глобального ринку IPO [113]

Після пікових значень показників обсягу залучення капіталу та кількості операцій з розміщення настають періоди різкого падіння відповідного ринку. Так, після пікового 2000-го року, в якому було залучено близько 210 млрд. дол., протягом наступних трьох років спостерігалось падіння кількості операцій у декілька разів. Сумарно протягом 2001–2003 рр. було мобілізовано такий самий обсяг капіталу, як і в 2000 р. Подібну ситуацію можна спостерігати у 2007, 2010 та 2014 роках.

Кожен із циклів IPO включає у себе період росту, піковий період та падіння. Як засвідчують дані, які впливають із графіка на рис. 2.3, протяжність одного циклу складає 4–7 років. Починаючи з 1993 р., можна виокремити такі цикли:

- 1993–1998 рр. з піком у 1996–1997 роках;
- 1999–2003 рр. з піком у 2000 році;
- 2004–2009 рр. з піком у 2007 році;
- 2009–2013 рр. з піком у 2010 році;
- 2013 по 2017 рр. з піком у 2014 році.

Таким чином, характер циклів розвитку IPO відповідає загальним характеристикам економічних циклів, обґрунтованих Й. Шумпетером [175]. Водночас, як доводять шведські економісти К. Рудквіст та К. Хогхолм, піки активності виходу компаній на публічні ринки капіталів корелюють із різким підвищенням цін на акції, ці піки не залежать від економічних циклів [169].

На наш погляд, залежність економічних циклів та циклів активності IPO в даний час неможливо з'ясувати через відсутність достатньої емпіричної інформації. Окрім цього, має місце серйозна розбіжність у тривалості зазначених циклів. Якщо тривалість економічного циклу складає 50–60 років (за Й. Шумпетером), то цикл активності на ринках IPO складає 4–7 років. На ринок акцій значною мірою впливають насамперед макроекономічні та політичні ризики в країнах, де ведуть свою діяльність емітенти.

Щодо галузевої структури глобального ринку IPO слід зазначити таке. За обсягами залучення коштів із року в рік лідирує фінансовий сектор. Протягом останніх років його частка складає майже 30% від обсягу залучених коштів. Потім іде промисловість (близько 12%) та сектор нерухомості (близько 11%). Водночас за критерієм кількості операцій на ринку лідирують сектори промисловості та високих технологій, на які в середньому припадає близько 17% від загальної кількості IPO.

Оцінка регіональної активності у галузі IPO наведена в таблиці 2.11, де виокремлено три найбільш значимих у глобальному вимірі регіони: США, ЕМЕІА (Європа, Близній Схід, Індія та Африка) та Азійсько-тихоокеанський регіон (АТР).

Аналіз структури IPO за обсягами емісій та їх кількістю засвідчує, що в останні п'ять років виокреслилася чітка тенденція до домінування у структурі IPO за обома критеріями Азійсько-Тихоокеанського регіону, до якого відноситься і Китай. Натомість частка США особливо за критерієм кількості операцій суттєво

зменшилася. За станом на кінець третього кварталу 2017 р. на США припадало лише 12% від світових операцій з IPO, у той час як на АТР – 66%. За критерієм обсягів розміщення відставання США є дещо меншим. Група країн ЕМЕІА засвідчує порівняно стабільну частку у світовому IPO як за обсягами залучення коштів, так і за кількістю операцій.

Таблиця 2.11

Регіональна структура IPO за обсягами залучення коштів та за кількістю операцій, 2013–2017 рр., в % [120]

Рік	США		ЕМЕІА*		АТР**		Всього
	За обсягами	За кількістю операцій	За обсягами	За кількістю операцій	За обсягами	За кількістю операцій	
2017 (3 квартали)	28	12	29	28	43	66	100
2016	18	12	28	29	54	59	100
2015	19	16	36	31	45	53	100
2014	38	25	31	30	31	45	100
2013	46	31	20	27	34	42	100

*ЕМЕІА – Європа, Близький Схід, Індія та Африка;

**АТР – Азійсько-тихоокеанський регіон

За підрахунками компанії ЕУ, протягом останніх років європейських ринок IPO характеризує стабільну тенденцію як щодо кількості, так і обсягу операцій. Однак при цьому зберігається глобальний циклічний тренд. Так, за останні п'ять років найнижчі показники щодо обсягів та кількості IPO мали місце у 2013 р. (27 млрд. євро та 207 операцій). Пікове значення показників біло зафіксовано у 2014 р. щодо кількості (295 операцій) та у 2015 р. щодо обсягів (62 млрд. євро). За станом на кінець третього кварталу 2017 р. на європейському ринку капіталів було здійснено 208 операцій з IPO на загальну суму 31 млрд. євро.

Про значимість IPO як інструменту залучення фінансових ресурсів українськими підприємствами свідчить уже те, що протягом 2005–2013 рр. на міжнародних біржах уперше розмістили свої акції 28 вітчизняних корпорацій. В таблиці 2.12 наведено перелік усіх IPO, здійснених українськими емітентами на міжнародних ринках. Загалом було залучено майже 2,6 млрд. дол. США інвестицій. Майже усі розміщення відбувалися на Лондонській (LSE) та Варшавській (WSE) фондових біржах, приблизно в однакових частках. Менеджерами розміщення були крупні міжнародні інвестиційні банки та консалтингові компанії.

Як впливає з таблиці, найвдалішим за 12-річну історію українських IPO стало розміщення акцій ПАТ «Миронівський хлібопродукт» в 2008 р. на суму 368 млн. дол. США. Причому вся компанія була оцінена в 1,7 млрд. дол. США.

Оцінюючи факт виходу українських емітентів на міжнародні ринки капіталів, можна зробити двоякі висновки. З одного боку, пошук більш привабливих ринків можна пояснити неконкурентоспроможністю вітчизняного фондового ринку. Неконкурентоспроможність проявляється у високій ціні залучення капіталу, високому рівні ризику операцій та в низькій якості інструментів фондового ринку. Як результат, ринкова ціна компанії, яка встановлюється на вітчизняному ринку, є неадекватною, а ціна залучення ресурсів – надто високою. На іноземних фондових площадках вітчизняний бізнес залучає капітал за порівняно низькою ціною і отримує інформацію про реальну ринкову капіталізацію. З іншого боку, в результаті залучення іноземного капіталу значна частина доходів від діяльності українських підприємств буде спрямована до закордонних інвесторів. НКЦПФР здійснювала певні спроби адміністративним шляхом обмежити вихід українських емітентів на закордонні ринки. Положення «Про порядок видачі дозволу на розміщення та обіг цінних паперів українських емітентів за межами України» встановлює відповідні правила.

Таблиця 2.12

Вихід українських компаній через IPO на міжнародні ринки капіталів*

Підприємство-емітент	Рік емісії	Інструмент	Організатор	Біржа	Обсяг емісії
1	2	3	4	5	6
Ukrproduct	2005	Акції	W.H. Ireland Limited, Metropol (UK) Limited	LSE	11 млн. дол. США
The Ukraine Opportunity Trust	2005	Акції	U.F.G.I.S. Trading Limited, Fabien Pictet & Partners Limited, EVU Management Limited	LSE	32 млн. дол. США
XXI Century	2005	Акції	ING Bank N.V	LSE	120 млн. дол. США
Astarta Kiev	2006	Акції	ING Bank N.V., Securities S.A.	WSE	32 млн. дол. США
KDD Group	207	Акції	ING Bank N.V., Renaissance Securities (Cyprus) Limited	LSE	128 млн. дол. США
Kernel Holding	2007	Акції	ING Bank NV	WSE	220 млн. дол. США
Landkom	2007	Акції	ILibertas Capital Corporate Finance Limited	LSE	111 млн. дол. США
Aisi Realty Public	2007	Акції	ILibertas Capital Corporate Finance Limited	LSE	33 млн. дол. США
Nostra Terra	2007	Акції	ARM Corporate Finance Limited, Falcon Securities (UK) Limited	LSE	7 млн. дол. США
Ferrexpo	2007	Акції	JPMorgan Cazenove, Deutsche Bank	LSE	202 млн. дол. США
D U P & D	2007	Акції	Zimmerman Adams International Limited	LSE	204 млн. дол. США
Cadogan Petroleum	2008	Акції	UBS Investment Bank, Fox-Davies Capital Limited	LSE	300 млн. дол. США
Mironovsky Hliboproduct	2008	Акції	Morgan Stanley, UBS Investment Bank*	LSE	368 млн. дол. США
Milikiland	2010	Акції	UniCredit Bank A.G. Concorde Capital	WSE	60 млн. євро
Sadovaya Group	2010	Акції	BG Capital JSC BG Trading Limited Dom Maklerski BZ WBK S.A. Bank Zachodni WBK S.A.	WSE	30,4 млн. дол. США
АВАНГАРД Агрохолдинг	2010	Акції	Тройка Діалог	LSE	187,5 млн. дол. США
Агроліга	2010	Акції	Авантаж Капітал Baker Tilly Ukraine Inyurpolis Law Firm Дефанс	WSE	1 млн. євро
Агротон Кернел Холдинг SPO-2	2010	Акції	Phoenix Capital	WSE	54,3 млн. дол. США
Миронівський Хлібопродукт SPO	2010	Акції	Morgan Stanley; UBS Limited	LSE	165 млн. дол. США
Coal Energy	2011	Акції	Dragon Capital Dom Maklerski BZ WBK	WSE	80 млн. дол. США
Continental Farmers Group	2011	Акції	Appleby Trust (Isle of Man) Limited, Davy Corporate Finance Limited	LSE	24 млн. дол. США

Продовження табл. 2.12

1	2	3	4	5	6
Ovostar Union N.V.	2011	Акції	BIC Securities Dom Maklerski BZ WBK S.A.KBC Securities N.V. Polska Bank Zachodni WBK S.A.	WSE	33,4 млн. дол. США
Westa	2011	Акції	BG Capital BG Trading Limited Dom Maklerski BZ WBK S.A. Baker & McKenzie Deloitte & Touche	WSE	46,3 млн. дол. США
Industrial Milk Copmany	2011	Акції	ING Groep NV Investment Capital Ukraine	WSE	29,7 млн. дол. США
KSG Agro	2011	Акції	Visum Capital Dom Maklerski BZ WBK S.A. Bank Zachodni WBK S.A.	WSE	40 млн. дол. США
Black Iron	2011	Акції	GMP Securities L.P., Canaccord Genuity Corp., CIBC World Markets Inc., MO Nesbitt Burns Inc., Dundee Securities Ltd., Macquarie Capital Markets Canada Ltd.	TSX	35 млн. дол. США
KDM Shipping	2012	Акції	KBC Securities N.V. Jaspens Capital Partners Baker & McKenzie Dr. K. Chrysostomides KPMG Poland	WSE	8 млн. дол. США
Cereal Planet	2013	Акції	Progress Holding	WSE	0,13 млн. дол. США
Arricano	2013	Акції	Smith & Williamson Corporate Finance Limited	LSE	24 млн. дол. США

*Джерело: узагальнено та побудовано на основі Dragon Capital, J. P. Morgan, Bloomberg

На нашу думку, адміністративні обмеження не зможуть перешкодити виходу підприємств на закордонні ринки капіталів. Такого роду обмеження лише призведуть до використання різного роду тінювих схем виходу на відповідні ринку. Так, жоден міжнародний IPO українських підприємств не був прямим, тобто юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна. Українські компанії виходили на IPO від таких країн: Кіпр (6), Люксембург (6), Великобрита-

нія (5), Нідерланди (4), острів Мен (3), Канада (1), Нормандські острови (1) [18, с. 51–55].

Домінування непрямих схем розміщення цінних паперів на міжнародних ринках зумовлено насамперед з додатковими витратами, які пов'язані з отриманням дозволу від НКЦПФР на розміщення за межами України цінних паперів вітчизняних емітентів. Відповідно до нормативно-правових актів, для отримання такого дозволу необхідним є виконання ряду вимог: проведення реєстрації випуску цінних паперів; допущення цінних паперів до біржових торгів на одній з українських фондових бірж; відповідність кількості цінних паперів, які розміщуються за межами України, нормативу, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку [58].

За оцінками експертів у найближчій перспективі значна кількість провідних вітчизняних підприємств мають намір розмістити свої цінні папери на міжнародних фондових площадках. Аналіз фінансових стратегій крупних вітчизняних компаній засвідчив, що більше 25 із них на 2015–2017 рр. планували розмістити свої цінні папери на міжнародних ринках. Так, потенційне IPO передбачено, серед іншого, стратегією розвитку НАК «Нафтогаз», ПАТ «Укргазвидобування», ПАТ «Укрзернопромагро» та ряд інших. Однак з огляду на непомірні політичні, економічні та військові ризики протягом 2014–2017 рр. українські компанії не вдавалися до розміщення акцій на закордонних ринках. Таким чином, очікуваний у 2018–2020 рр. бум українських IPO пояснюється ефектом відстроченого попиту на капітал. Зауважимо, що рівень імплементації стратегічних планів щодо здійснення IPO безпосередньо залежить від макроекономічних та інших ризиків, яких зазнає Україна.

Ще одним способом інтеграції вітчизняних корпорацій у міжнародні ринки капіталів є розміщення на цих ринках так

званих єврооблігацій. В останні роки ринок корпоративних облігацій у найбільш економічно-розвинених регіонах світу має тенденцію до зростання. Так, у зоні євро за період з 2011 по 2017 рр. приріст ринку корпоративних облігацій підприємств нефінансового сектору склав близько 50%, а сам ринок сягнув 1020,4 млрд. євро в абсолютному виразі. Інформація щодо регіональної структури ринку корпоративних облігацій країн, що входять у зону євро, наведена в таблиці 2.13.

Таблиця 2.13

**Ринок корпоративних облігацій (корпорації
нефінансового сектору) у зоні євро, 2017 р. [114]**

Країна	Обсяг ринку, мдрд. євро	Частка ринку, в %	Приріст у 2017 р. у відношенні до 2010 р.
Німеччина	146,6	14	28,7
Франція	489,1	48	204,5
Італія	117,9	12	34,1
Іспанія	32,6	3	19,1
Нідерланди	59,9	6	7,0
Інші	174,3	17	43,9
Всього	1020,4	100	337,3

Ріст європейського ринку корпоративних облігацій має місце у всіх провідних країнах. Причому найбільша частка ринку припадає на Францію (48%), потім Німеччина (14%) та Італія (12%).

Порівняно низьке значення частки ринку Німеччини пояснюється традиційно сильною банківською системою та банкоцентричним характером німецького фінансового ринку.

Банкоцентричність більшості країн ЄС пояснює також низьке значення показника співвідношення обсягу ринку облігацій до ВВП, яке складає загалом 11%. Для порівняння, у Великій Британії відповідний показник склав 20%, а у США – 31%, що є характерним для країн з англосаксонською структурою фінансового ринку.

Ріст ринку облігацій зумовлений рядом факторів, які зумовлені як стороною пропозиції, так і стороною попиту на облігації. Так, в умовах підвищених ризиків банки посилюють вимоги до кредитоспроможності позичальників. Через це частина підприємств вдається до заміщення банківських позик облігаційними. У структурі емісій корпоративних облігацій за станом на середину 2017 р. частка цінних паперів, яким присвоєні рейтинги спекулятивного рівня (високодохідні облігації), досягла 26% проти 17% у 2011 р. [114]. З іншого боку, через низькі (і навіть від’ємні) відсоткові ставки за банківськими депозитами капіталодавці прагнуть знайти більш прибуткові фінансові інструменти. Одним із таких інструментів є корпоративні облігації. Хоча з точки зору українських реалій доходність зазначених інструментів є досить низькою. Так, відсотки за високо ризиковими облігаціями в країнах зони Євро на середину 2017 р. складала близько 3,5% річних, а за корпоративними облігаціями інвестиційного рівня – близько 0,8%.

З огляду на ці обставини, емісія корпоративних єврооблігацій та розміщення їх на європейських фондових майданчиках є для українських підприємств надзвичайно привабливим. У 2017 р. у питаннях розміщення цих облігацій після трирічної паузи намітилися певні позитивні зрушення. Зокрема, компанією Кернел через Kernel Holdings S.A. було проведено успішну емісію єврооблігацій на загальну суму 500 дол. США. Загалом же з допомогою цього інструменту, починаючи з 2010 р., українські компанії залучили майже 6 млрд. дол. США. Відповідна інформація наведена в таблиці 2.14.

Таблиця 2.14

Залучення українськими корпораціями боргового капіталу на міжнародних ринках*

Підприємство-емітент	Рік емісії	Інструмент	Організатор	Біржа	Обсяг емісії, млн. дол. США
Кернел (Kernel Holdings S.A.)	2017	Облігації	ING Wholesale Banking Лондон, JP Morgan	Irish S.E.	500
Феррекспо (Ferrexpo Finance Plc)	2015	Облігації	JP Morgan, UBS, Morgan Stanley	LSE	500
МХП (MHP S.A.)	2013	Облігації	J.P. Morgan, Morgan Stanley, ВТБ Капітал	Irish S.E.	750
ДТЭК (DTEK Finance plc)	2013	Облігації	Deutsche Bank, ING, J.P. Morgan, Sberbank CIB, UniCredit Bank, ВТБ Капітал	Irish S.E.	1275 (600)
Укразалізниця (Ukrainian Railway)	2013	Облігації	Sberbank CIB, Barclays Capital, Morgan Stanley	Irish S.E.	500
Укрлендфармінг (Ukrlandfarming)	2013	Облігації	Sberbank CIB, Citigroup, Deutsche Bank	Irish S.E.	500 (425)
Мрія (Mriya Agro Holding)	2013	Облігації	Citigroup, Credit Suisse, Goldman Sachs, Sberbank CIB	Irish S.E.	400
Метінвест (Metinvest B.V.)	2011	Облігації	ВТБ Капітал, Credit Suisse, Deutsche Bank, ING Wholesale Banking Лондон, RBS	Irish S.E.	750
Інтерпайп (Interpipe Limited)	2010	Облігації	RBS, ING Wholesale Banking Лондон	London S.E.; Luxembourg S.E.	200
Авангард (Avangardo IPL)	2010	Облігації	JP Morgan, Sberbank CIB	LSE, Berlin Exchange	200
Метінвест (Metinvest B.V.)	2010	Облігації	ВТБ Капітал, Credit Suisse, Deutsche Bank, ING Wholesale Banking Лондон, RBS	Irish S.E.	290

* Джерело: узагальнено та побудовано на основі Dragon Capital, J. P. Morgan, Bloomberg

Незважаючи на високий рівень ризику, обсяги залучення коштів вітчизняними підприємствами на основі емісії єврооблігацій є на порядок вищими, ніж величина ресурсів, що залучаються на українському ринку капіталів. Для полегшення доступу підприємств на міжнародні ринки слід максимально спростити, здешевити та чітко упорядкувати механізм прямого залучення коштів підприємствами на основі емісії корпоративних облігацій. Завдяки тенденції до зростання так званого «апетиту до ризиків» багатьох європейських інвесторів шанси на успішну емісію цінних паперів українських емітентів суттєво підвищуються.

Висновки до розділу 2

У розділі проведено компаративний аналіз ринку капіталів і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах, в результаті якого обґрунтовано висновки і рекомендації щодо шляхів активізації участі вітчизняних компаній у локальному та міжнародному русі зокрема:

1. Низький рівень глобальної конкурентоспроможності України значною мірою є наслідком недорозвиненості фінансового ринку. Ключові індикатори розвитку ринку (надійність банківської системи, стан регулювання фондового ринку, доступність фінансових послуг та можливість залучення ресурсів через локальний ринок капіталів) є гіршими, ніж у інших країн аналізованого сегменту.

2. Структура фінансового ринку тісно пов'язана із домінуючою моделлю фінансування (банкоцентрична або континентальна, англосаксонська). За англосаксонської моделі фінансування підприємств здійснюється в результаті емісії боргових цінних паперів та корпоративних прав. Вона є більш відкритою до фінансування ризикових та інноваційних проектів. Домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку не впливають на його глобальну конкурентоспроможність. Обидві моделі час від часу дають збої та призводять до фінансової кризи. Конкурентоспроможність фінансового ринку країни визначається його обсягом та ліквідністю. Останні, в свою чергу, залежать від якості регулювання ринків капіталів та кредитного ринку, їх доступності, надійності та загальної інвестиційної привабливості. В Україні має місце континентальна модель фінансування з елементами експліцитної та імпліцитної

державної підтримки банківської системи, що є типовим для країн з перехідною економікою. Інструментарій ринку капіталів має доповнювати зазначену модель.

3. Вкрай низька частка корпоративних цінних паперів на ринку капіталів України є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту з боку інвесторів та зростання рівня кредитно-інвестиційних ризиків, а й ефектом витіснення з ринку корпоративних цінних паперів державними облігаціями. Структура організованого фондового ринку України є деформованою через критично високу частку присутності на ньому державних облігацій. Останні є більш привабливими для інвесторів, порівно з корпоративними цінними паперами, як з точки зору ризику, так і з позиції прибутковості. Через дію ефекту витіснення значно зменшуються обсяги інвестицій у корпоративні цінні папери. Для нейтралізації цього ефекту слід суттєво зменшити дохідність державних цінних паперів. У цьому разі інвестори будуть мати стимули вкладати кошти у більш ризикові, однак і набагато дохідніші корпоративні цінні папери.

4. Нерозвиненість вітчизняного ринку капіталів пояснюється не лише дефіцитами інфраструктурного та системного характеру, а й пасивністю менеджменту підприємств. Актуальним є питання розробки механізмів, які б мотивували менеджмент та фінансових посередників до більш активної участі у процесах, які відбуваються на вітчизняному фондовому ринку. Для цього з вітчизняного фондового ринку мають надходити відповідні позитивні сигнали. Заходи НКЦПФР щодо очищення ринку від недобросовісних учасників та від фіктивних активів можна віднести до числа таких сигналів. Враховуючи низький рівень доходів, потребу у фінансуванні малого та середнього бізнесу, традиційну схильність до використання непублічної інформації для прийняття фінансових рішень, можна стверджувати, що навіть у віддаленій перспективі в Україні буде збережена модель банкоцентричного фінансового ринку.

5. Інтегрування українських корпорацій у глобальний ринок капіталів здійснюється переважно через розміщення ними акцій та облігацій на міжнародних ринках, які досить динамічно розвиваються. Обґрунтовано, що міжнародний ринок ПРО має циклічний характер, а пікові значення кількості та обсягів залучення коштів можуть бути наслідком відкладеного через нестабільність та ризики попиту на корпоративні цінні папери з боку інвесторів та на капітал з боку емітентів. З огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростанням у міжнародних інвесторів так званих «апетитів до ризику» досить перспективним інструментом залучення коштів українськими підприємствами є корпоративні єврооблігації.

РОЗДІЛ 3. РИНКОВІ КРИТЕРІЇ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ЩОДО ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Ціна залучення капіталу як інтегрований критерій прийняття фінансових рішень

Рішення щодо фінансування підприємств базуються на комплексі чинників, які враховують макро- та мікро-економічні ризики, процентні ставки на фінансовому ринку та очікування щодо потенціалу генерування вартості. За усіма економічними канонами ставка витрат на капітал, яка визначається ринком, враховує зазначені чинники. Отже, її можна використовувати як узагальнюючий критерій прийняття фінансових рішень. У сучасній глобалізованій економіці ставка витрат на капітал стає ключовим чинником алокації капіталу та прийняття рішень щодо фінансування. Ціна капіталу є інтегральним виразом комплексу ризиків, факторів та витрат, пов'язаних із наданням підприємствам капіталу, а також його очікуваної результативності [51, с. 182–185]. З'ясування ключових факторів, що впливають на усереднену процентну ставку, за якою підприємство залучає капітал у контексті прийняття фінансових рішень на рівні підприємств, відноситься до числа актуальних наукових проблем.

У науково-практичній літературі можна зустріти численні теоретико-методичні дослідження взаємозв'язків ризиків та ціни залучення капіталу. Найбільш відомими у цьому контексті є розробки А. Дамодарана [20], Р. Брейлі та

С. Майерса [165], Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муріна [36]. Серед вітчизняних фахівців, що вивчають питання розрахунку ставки дисконтування та кредитних рейтингів, досить відомими є праці А. Крисоватого, А. Дробязко, В. Федосова [21], В. Корнєєва [34], О. Терещенка [80].

Аналіз наукових праць за відповідною проблематикою засвідчує, що їх автори фокусують свою увагу здебільшого на питаннях розрахунку витрат на капітал для підприємств, корпоративні права яких мають обіг на організованому фондовому ринку. Поза увагою дослідників залишається комплекс проблем, пов'язаних із оцінкою витрат на капітал підприємств, що функціонують в умовах тотальної макрота мікроекономічної кризи за відсутності ефективного фондового ринку та суверенних рейтингів спекулятивного і переддефолтного рівня. Саме в такій ситуації знаходиться корпоративний сектор України протягом 2014–2017 рр.

Відповідно до тези А. Крисоватого, А. Дробязко та В. Федосова, основою боргової кризи в Україні є висока ціна грошей на внутрішньому ринку. На ціну грошей впливає ряд фундаментальних факторів – девальваційна та інфляційна складові, нестабільність ціни запозичень для банків на міжбанківському ринку і обмежена можливість швидкого залучення короткострокових коштів у кредитора останньої інстанції [21, с. 39–57]. Отже, шлях до зниження ціни ресурсів лежить у площині локалізації зазначених факторів.

Водночас окремі представники наукових та політичних кіл відстоюють антиринковий підхід, який полягає у необхідності жорстокого адміністративного регулювання фінансового ринку та процентних ставок. Відповідні пропозиції не витримують жодного теоретичного тестування. Можна припустити, що штучне зниження процентних ставок призведе до численних зловживань на ринку та до вкладення коштів у неефективні проекти. У вітчизняних науково-

практичних джерелах відчувається брак досліджень, які б чітко показували зв'язки між ризиками, вибором джерел фінансування та процентними ставками на капітал, що надається інвесторами та кредиторами.

Не підлягає сумніву та обставина, що ціна капіталу, відповідно ставка витрат на капітал, характеризує граничну норму рентабельності, нижче за яку не можна ухвалювати рішення про форми залучення капіталу [5]. Визначальним елементом такого підходу до трактування витрат на капітал є очікування щодо доходності капіталу з врахуванням оцінок ризиковості вкладень за наявної інформації. Щодо способів визначення зазначеної норми рентабельності можна зустріти досить контроверсійні точки зору. На наш погляд, питання ціни залучення капіталу корпоративним підприємством слід досліджувати із таких ракурсів:

- по-перше, ціна капіталу є критерієм доцільності його залучення, відповідно прийняття рішення щодо вибору того чи іншого інструменту чи джерела фінансування, капіталодавця;

- по-друге, ціна капіталу визначає витрати підприємства на його обслуговування, що визначає його фінансові результати та грошові потоки, тобто впливає на прибутковість, платоспроможність та вартість підприємства;

- по-третє, ціна капіталу для підприємства є індикатором ризиковості його фінансування, а середньозважена ставка витрат на капітал (WACC) використовується як ставка дисконтування у процесі оцінки інвестицій, вартості підприємств, окремих активів тощо;

- по-четверте, з огляду на експліцитну та імпліцитну складові плати за користуванням капіталу визначити величину витрат на капітал прямими методами (на основі аналізу офіційної звітності) неможливо;

- по-п'яте, для обчислення величини ставки витрат на капітал доцільно використовувати непрямі методи, більшість із яких ґрунтуються на неокласичній моделі CAPM.

Для з'ясування каналів впливу ставки витрат на капітал на прийняття фінансових рішень слід з'ясувати фактори, від яких залежить відповідна ставка. Поняття «витрати на капітал» є досить неоднозначним. Слід розрізняти експліцитні (які відображаються у звітності) витрати на капітал та очікувані витрати. Ставка витрат на капітал для підприємства, що є об'єктом фінансування, відповідає очікуваній нормі доходності на капітал, що надається інвесторами та кредитором [150, с. 13–37]. Оскільки рівень ризиків кредиторів та інвесторів є різним, різною є також і очікувана ними норма доходності. Для кредиторів вона буде нижчою, а для держателів корпоративних прав – вищою.

На перший погляд, для оцінки загальної величини витрат підприємства на капітал достатньо проаналізувати статті фінансової звітності, що розкривають суму фінансових витрат та обсяг сплачених дивідендів. Однак відповідна інформація є неповною, оскільки не враховує цілий ряд прихованих, імпліцитних витрат. Виникає логічне запитання, якими саме значеннями витрат на капітал необхідно оперувати у процесі прийняття рішень щодо залучення капіталу та його вкладення? Чи доцільно використовувати інформацію щодо процентних ставок та ризиків, що мали місце у попередніх періодах при прийнятті поточних фінансових рішень?

Звернемо увагу на досить спірну тезу, яка часто зустрічається у вітчизняних науково-практичних джерелах. Йдеться про твердження, що в Україні склалася специфічна структура позичкового капіталу, коли незначна частина його є справді «платною», а більша – безплатною [5, с. 51]. Автори такої інтерпретації «платності» боргового капіталу використовують виключно експліцитний підхід до врахування платежів за користування капіталом, відповідно до якого платним є лише той капітал, платежі за який чітко наведені в офіційній звітності, зокрема за статтею

«фінансові витрати». При цьому ігнорується та обставина, що більша частина платежів як за користування власним, так і борговим капіталом здійснюється імпліцитно, тобто без чіткого відбиття у звітності. Насамперед йдеться про платежі за користування комерційними позиками (наприклад, кредиторська заборгованість). Зазначені платежі здебільшого знаходять свій вираз у складі витрат за постачання сировини та матеріалів.

Численні дослідження засвідчують, що ризики, пов'язані із надання комерційних позик, є вищими, порівняно з банківськими чи облігаційними позиками [189, с. 588–589]. Отже, плата за користування таких позик є дещо вищою, порівняно з відсотками за банківський кредит чи з дохідністю корпоративних облігацій. Вважаємо, що твердження, за якими «комерційні позики є безкоштовним джерелом фінансування, а ціна власного капіталу визначається величиною сплачених дивідендів» [5], є хибними як з теоретичної, так з методичної точок зору.

Це ж саме стосується висновку, що вартість функціонуючого власного капіталу обчислюється на основі суми чистого прибутку, яка виплачена власникам, поділеної на величину власного капіталу [8]. Якщо так, то у разі відсутності дивідендів чи прибутку підприємства його витрати на власний капітал дорівнюватимуть нулю. Відповідно до зазначених тверджень, «гранична норма рентабельності» також дорівнюватиме нулю, що є нонсенсом. Як справедливо наголошують А. І. Крисоватий, В. М. Федосов та Н. С. Рязанова, існує чимало прикладів, коли діяльність компанії завершувалась втратами капіталу, банкрутством і збитками, першопричиною чого було викривлення первинної інформації про корпоративні фінанси. Наявність належної фінансово-економічної інформації та її ефективний обмін є передумовою стійкого розвитку корпорації. Лише в разі

зменшення невизначеності економічних відносин останньої можна мінімізувати або навіть повністю виключити ризики в її діяльності [37, с. 17–21]. Цю думку слід доповнити тезою про те, що знищення капіталу може бути також наслідком застосування невірних підходів до оцінки витрат на капітал та факторів, що на них впливають.

Зрозуміло, що ставка витрат на капітал, яка має місце у конкретний період часу, використовується для обґрунтування поточних рішень, а не тих, які були прийняті раніше. Отже, слід враховувати діючі на ринку на момент оцінки процентні ставки, а також ризики, що впливають із наявної у даний момент часу інформації. У контексті прийняття фінансово-інвестиційних рішень під витратами на капітал слід розуміти не фактично нараховані (сплачені) у звітному періоді суми за користування ресурсами, а «очікувану капіталодавцями норму дохідності на вкладення у певний актив». У рамках обґрунтування фінансових рішень очікувана ставка витрат на капітал застосовується для дисконтування прогнозованих грошових потоків, які є результатом вкладення залученого капіталу. За домінуючим у корпоративних фінансах підходом витрати на капітал у певному періоді інтерпретуються як очікувана дохідність капіталодавців на очікуваний обсяг вкладеного у відповідному періоді капіталу [153, с. 527–536]. Отже, визначення ставки витрат на капітал має оцінний характер з елементами прогнозування [115].

За домінуючим у корпоративних фінансах підходом середньозважена ставка витрат на капітал (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) відповідає граничній ставці витрат за кожним із джерел залучення капіталу. Як правило, вона обчислюється виходячи із часток власного (інвестованого) та боргового капіталу [36; 82]:

$$WACC_T = R_E \cdot \frac{E}{C} + (1 - T)R_D \cdot \frac{D}{C}, \quad (3.1)$$

де R_E – ставка витрат на власний (інвестований у підприємство) капітал;

R_D – ставка витрат на борговий капітал;

E – ринкова вартість власного капіталу в періоді;

D – обсяг позиченого капіталу в періоді;

$C = E + D$ – сума капіталу підприємства у періоді;

T – податковий мультиплікатор, що характеризує величину податкового щита.

Виходячи з алгоритму 3.1, витрати на капітал є інтегрованим виразом таких чинників: структура капіталу, ставка витрат на інвестований у підприємство капітал, ставка витрат на борговий капітал та податковий щит. Останній за рахунок ефекту економії на податкових платежах дещо здешевлює ставку витрат на борговий капітал. У контексті прийняття рішень щодо залучення корпораціями коштів на ринку капіталів значення має як величина середньозваженої ставки витрат на капітал, так і ставка витрат на окремі складові капіталу. Йдеться про очікувану дохідність інвесторів, які вкладають кошти в акції підприємства та кредиторів, що купляють корпоративні облигації. На величину витрат за кожною із цих складових впливає окремий комплекс факторів. Причому ряд із них є спільними для обох ключових інструментів залучення коштів. До спільних факторів впливу можна віднести макроекономічне середовище, в якому функціонує підприємство, безризикову ставку доходності та середню премію за ризик на відповідному ринку капіталів. Водночас на очікувану дохідність за акціями більшим чином впливають ризики волатильності, а на дохідність за облигаціями – ризики дефолту, які знаходять свій вираз у кредитних рейтингах компанії. Спочатку розглянемо комплекс специфічних факторів впливу на очікувану ставку

дохідності на інвестований (власний) капітал. Залежність ціни залучення капіталу корпоративними підприємствами від макроекономічного середовища та чинники впливу на прийняття рішень щодо залучення боргового капіталу досліджені у наступних підрозділах даного розділу.

Відповідно до найбільш поширеного на міжнародних ринках капіталів підходу, ставка витрат на власний капітал розраховується з використанням неокласичного алгоритму CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$R_E = rf + (Rm - rf) \cdot \beta. \quad (3.2)$$

Таким чином, ставка витрат на власний капітал визначається впливом таких факторів: безризикової ставки дохідності (rf), дохідності диверсифікованого ринкового портфеля інвестицій (Rm) та величини систематичного ризику (β). Тоді як перші два чинника тією чи іншою мірою залежать від макроекономічного середовища (як на глобальному, так і на локальному рівнях), розвитку фінансових ринків, то фактор бета є похідною від ризиків вкладень у конкретний актив.

Відповідно до моделі, яка обґрунтована Дж. Лінтнером, Дж. Моссінім та В. Шарпом [177, с. 425–442], інвестори можуть диверсифікувати усі інвестиційні ризики, за виключенням загальноекономічних ризиків, які впливають на діяльність усіх підприємств. Сукупний ризик фінансування окремого підприємства чи активу складається із систематичного ризику, який характеризує рівень коваріації дохідності конкретного об'єкта вкладень із дохідністю на ринку загалом та несистематичного ризику, який не залежить від стану економіки. З теоретичної точки зору учасники ринку готові сплачувати додаткову премію лише за систематичні ризики, які неможливо диверсифікувати. Однак проблема полягає у тому, що для підприємств, корпоративні права яких не мають обігу на розвинених фондових ринках, розрахувати

коваріацію між доходністю відповідних акцій та ринковим індексом неможливо. Для таких підприємств рекомендується використовувати адаптаційні алгоритми, для чого необхідна інформація щодо аналогових чи секторальних бета у компаніях, акції яких мають обіг на розвинених ринках.

3.2. Залежність ціни залучення капіталу корпоративними підприємствами від макроекономічного середовища

Із загостренням фінансово-економічної та політичної кризи в Україні значної актуальності набуває дослідження проблематики впливу зниження суверенних кредитно-інвестиційних рейтингів країни на діяльність корпоративного сектору економіки. Питання оцінки наслідків впливу погіршення суверенних кредитно-інвестиційних рейтингів на ділову активність в країні доцільно розглядати у двох площинах: з одного боку, зниження рейтингів свідчить про зниження інвестиційної привабливості ведення бізнесу в країні як з точки зору вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів; з іншого, – низькі рейтинги країни сигналізують про високі ризики фінансування, а отже, зумовлюють суттєве зростання ціни залучення фінансових ресурсів для суб'єктів господарювання.

З метою обґрунтування рекомендацій щодо зниження ризиків фінансування та удосконалення фінансових рішень на рівні корпоративних підприємств з'ясуємо канали впливу кредитно-інвестиційних рейтингів країни на процентні ставки, відповідно на витрати підприємств на залучення фінансових ресурсів.

Досить виразним індикатором макроекономічної кризи в країні є низькі суверенні рейтинги. Причому рейтинги країни є не причиною (як досить часто вважається), а наслідком незадовільних макроекономічних показників та погіршення інвестиційного клімату в країні. Зовнішніми ознаками

макроекономічної нестабільності є падіння ВВП, високий рівень інфляції, дефіцит державного бюджету, дефіцит платіжного балансу, критичні показники зовнішнього та внутрішнього державного боргу. Незадовільні макроекономічні показники своїм наслідком можуть мати проблеми із виконанням державою своїх фінансових зобов'язань.

Присвоєний країні рейтинговий клас свідчить про рівень загрози дефолту, ймовірність невиконання зобов'язань перед кредиторами. Отже, він є сигналом щодо ризиків вкладення капіталу у країну. У разі присвоєння країні рейтингів спекулятивного рівня переважна частина капіталу перетікає у спекулятивні операції короткострокового характеру. Основним негативним наслідком такої ситуації є те, що капіталодавцям стає не вигідно на тривалий час вкладати кошти у реальний сектор економіки. Отже, капітал там не затримується, а заходить лише у сектори, в яких можна генерувати максимальну рентабельність під дією фактора волатильності.

Моніторинг зміни суверенних рейтингів України та її боргових зобов'язань протягом 2014–2017 рр. показує їх катастрофічно низький рівень [44; 155]:

– 28 січня 2014 р. міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's (S&P) знизило рейтинги України в іноземній валюті до «ССС+/С» з «В-/В»;

– 31 січня 2014 р. міжнародне рейтингове агентство Moody's Investors Service знизило рейтинг єврооблігацій України до рівня «Саа2» з «Саа1» з «негативним» прогнозом;

– квітень 2014 р. – рейтингове агентство Moody's знизило рейтинг України з «Саа2» до «Саа3»;

– грудень 2014 р. – рейтингове агентство «Standard & Poor's» знизило довгостроковий рейтинг України у валютних зобов'язаннях до рівня «ССС-» з «ССС», присвоївши рейтингу негативний прогноз;

– 13 лютого 2015 р. міжнародна рейтингова агенція Fitch знизила довгостроковий рейтинг України в іноземній валюті з рівня «ССС» до «СС»;

– 25 березня 2015 р. – рейтингове агентство Moody's знизило суверенний кредитний рейтинг України з «Саа3» до «Са» з негативним прогнозом;

– 10 квітня 2015 р. – агентство Standard & Poor's знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг України в іноземній валюті до «СС» з «ССС-»;

– 20 листопада 2015 р. – рейтингове агентство Moody's підвищило суверенний рейтинг України до «Саа3» з «Са» і змінило прогноз з негативного на стабільний;

– 12 листопада 2016 р. агентство Fitch підвищило довгостроковий рейтинг дефолту України з «ССС» до «В-»;

– 28 серпня 2017 р. агентство Moody's Investors Service підвищило рейтинги України з «Саа3» до «Саа2» з «позитивним» прогнозом.

Огляд динаміки суверенних (кредитних) рейтингів України засвідчує, що країна тривалий час знаходилася у переддефолтному стані. Це означає, що інвестиційне середовище характеризувалося максимальним рівнем ризиковості. Рейтинг «Са (Moody's)» означає не просто спекулятивний рівень, а надвисокий спекулятивний рівень з високою ймовірністю дефолту. За станом на кінець першого кварталу 2015 р. це – найнижчий рейтинг серед майже 140 країн, які оцінює рейтингове агентство Moody's. Зазначений рейтинговий клас сигналізує, що через комплекс несприятливих чинників інвестори, що вкладають кошти в Україну, ризикують зазнати збитків.

Серед факторів, які визначають високий рівень ризику вкладень, аналітики Moody's виокремлюють значні геополітичні ризики, а також ймовірність істотних збитків зовнішніх приватних кредиторів через плани уряду щодо

реструктуризації єврооблігацій. Негативний прогноз відображає очікування Moody's, що рівень зовнішнього та державного боргу залишатиметься дуже високим, незважаючи на реструктуризацію боргу і плановані реформи. Підкреслювалося, що навіть якщо масштабні реформи пройдуть успішно, ризики, пов'язані із зовнішнім боргом країни, залишаться досить високими [155].

Відповідно до звіту «Standard & Poor's», рейтинг України на початку квітня 2015 р. було понижено до переддефолтного стану у зв'язку із заявленими планами Уряду щодо реструктуризації зовнішнього боргу. Причому «негативний» прогноз відображав погіршення макроекономічних умов і зростаючий тиск на фінансовий сектор, а також те, що дефолт України за зобов'язаннями в іноземній валюті був практично неминучим». Агентство зазначало, що проблеми у фінансовому секторі та нестабільність обмінного курсу визначаються здебільшого зовнішніми, не контрольованими Урядом факторами, до яких належать торговельні обмеження, військовий конфлікт на сході країни, боргове навантаження. Все це підривало торгівлю та довіру учасників ринку [44].

Ситуація з найнижчими рейтингами зберігалася аж до середини 2017 р. Лише в серпні 2017 р. рейтинги дещо покращилися, однак все ж залишалися на низьких позиціях. На наш погляд, низькі суверенні рейтинги є одними із тих факторів, які пояснюють, чому жодне вітчизняне підприємство не здійснило IPO протягом 2014–2017 рр.

Ситуація високої ризиковості, мікро- та макроекономічної невизначеності, обмежених можливостей впливу держави на економічні процеси в країні та на учасників ринку є ідеальним середовищем для руху спекулятивного капіталу.

Загалом спекулятивний капітал зорієнтований на отримання надприбутків у результаті волатильності цін на активи. За визначенням В. В. Корнеєва, фінансові спекуляції

є засобом отримання прибутку на різницях цінових коливань вартості фінансових і матеріальних активів без утворення доданої вартості в їх кругообігу. Природа спекулятивних угод пояснюється орієнтацією на ситуативний зиск від цінових коливань вартості активів у поєднанні з надмірною диспропорційністю обсягів та швидкості обігу фінансового і реального капіталів [34, с. 26].

Ефект витіснення капіталу із виробничої сфери у сферу спекулятивних операцій можна логічно пояснити надвисокими ризиками, які мають місце на відповідному локальному ринку. За такої ситуації капіталодавці прийматимуть рішення щодо вкладення коштів лише за умови отримання надприбутків. Таким чином, маємо замкнене коло: з одного боку високі ризики та нестабільність стимулюють витіснення капіталу у спекулятивні операції, а з іншого боку, зростання спекулятивного сектору справляє додатковий тиск на економіку, що призводить до поглиблення кризових процесів.

Не викликає сумніву та обставина, що очікувана норма прибутку на вкладений у ризикове середовище капітал має компенсувати ризики. Зрозуміло, що у разі переддефолтного суверенного рейтингу країни, кількісні оцінки ризиків вимагатимуть премію за ризик, розмір якої буде набагато вищим, ніж це зможе забезпечити реальний сектор економіки. Отже, перед інвесторами постає дилема: виведення капіталу із сектора (чи регіону), який не забезпечує норму прибутку, що відповідає премії за ризик або ж отримання економічних збитків у вигляді різниці між очікуваною премією за ризик та фактичними фінансовими результатами. Дослідимо причинно-наслідкові взаємозв'язки між ризиками, суверенними рейтингами, процентними ставками та міграцією капіталу із реального сектору в спекулятивний.

Згідно з традиційним підходом, очікувана норма дохідності на вкладений у підприємство капітал залежить від

безризикової (базової) ставки відсотка, середньої на ринку премії за ризик та від систематичного ризику вкладень в конкретний актив (бета-фактор). Оскільки підприємства для фінансування своєї діяльності використовують як власний, так і позичений капітал, то для визначення загальної ціни капіталу розраховують середньозважену ставку витрат на капітал (WACC). Окреслені процентні ставки слугують базою для визначення ставки дисконтування, яка є важливим розрахунковим параметром для оцінювання ефективності інвестицій, розрахунку справедливої вартості активів та оцінки вартості бізнесу.

Суверенні рейтинги країни безпосередньо впливають як на локальну безризикову процентну ставку, так і на середню за локальним ринком норму дохідності. Причому фінансова криза по-різному може впливати на процентні ставки в країнах. Згідно з результатами досліджень KPMG, у розвинених країнах у період фінансової кризи має місце тенденція до зростання ринкової премії за ризик (MRP). Водночас безризикова (базова) ставка дохідності дещо знижується [147]. Натомість для країн з низькими рейтингами характерним є суттєве зростання безризикової ставки.

Загалом безризикові фінансові інструменти характеризуються відсутністю ризиків дефолту, валютних ризиків та будь-яких інших загроз отримання збитків для капіталодавця. Оскільки таких інструментів у природі не існує, на практиці використовують доходність за «квазі-безризиковими» вкладеннями, до яких здебільшого відносять вкладення у державні боргові зобов'язання. Слід розуміти, що безризикова ставка дохідності не означає просту фіксацію поточної ставки дохідності за державними облігаціями. Для цього використовують 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 з розвиненим фондовим ринком є використання методу Свенсона, який враховує складні взаємозв'язки між спотовою ставкою та періодом обігу фінансових інструментів [180, с. 13–26]. Зазначений метод широко використовується центральними банками багатьох країн для встановлення базової процентної ставки, однак через брак достовірної інформації для встановлення 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, які відносяться до ринків, що розвиваються, складається із двох компонентів: глобальної безризикової ставки та премії за ризик країни. У випадку ситуації з переддефолтними рейтингами, що мали місце в Україні в 2014–2017 рр., емітовані державою безризикові фінансові інструменти практично відсутні, оскільки премія за ризик країни є надвисокою. Отже, базова ставка відсотка може зрости до рівня, який перевищує дохідність за деякими корпоративними цінними паперами. Підтвердженням цієї тези може слугувати динаміка облікової ставки НБУ, яка протягом 2014–2015 рр. переглядалася п'ять разів і зросла більш, ніж у 4,6 рази. За станом на квітень 2015 р. значення облікової ставки, яка є базовою процентною ставкою щодо інших процентних ставок НБУ і є орієнтиром ціни на гроші, а в окремих випадках – орієнтиром для безризикової ставки, досягло 30%.

У країнах з розвиненими ринками одним із засобів подолання кризових явищ є політика так званих «дешевих грошей», у рамках якої центральні банки вдаються до зниження базових процентних ставок. Отже, у структурі ставки витрат на капітал знижується частка безризикової

процентної ставки і збільшується величина премії за ризик. На відміну від цього, в країнах з ринками, що розвиваються, як відповідь на фінансову кризу (наприклад, в Україні) уряди підвищують процентні ставки (так звана «політика дорогих грошей»). Таким чином, у структурі ставок витрат на капітал у цих країнах значна питома вага припадає на безризикову процентну ставку та на премію за ризик країни [50, с. 340–346]. Цей висновок підтверджується динамікою облікової ставки НБУ протягом 2010–2017 рр., яка наведена на рис. 3.1.

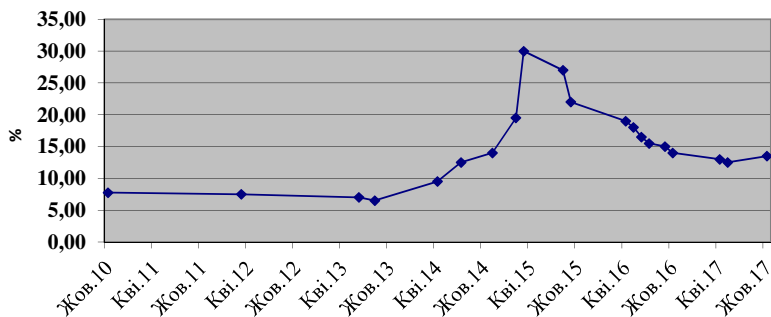


Рис. 3.1. Динаміка облікової ставки НБУ, 2010–2017 рр. [24]

Для порівняння, в зоні євро базова процентна ставка у період боргової кризи 2009–2011 рр. досягла свого історичного мінімуму на той час (0,12%). Водночас з 1 січня 2013 р. Європейський центральний банк запровадив встановлення від’ємної облікової процентної ставки (починаючи з 2015 р. вона складає мінус 0,83%). У США облікова процентна ставка починаючи з кінця 2008 р. також знаходиться на історичному мінімумі (0,25%).

Катастрофічна ситуація із суверенними рейтингами та процентними ставками є наслідком того, що в Україні має місце повний набір описаних Т. Коуплендом, Т. Коллером

та Д. Мурріном ризиків, притаманних для ринків, що розвиваються (emerging market): високий рівень інфляції, макроекономічна нестабільність, значний державний контроль за капіталом, політичні ризики, загроза військових конфліктів та громадянських заворушень, зміни в державному регулюванні, низька культура договірних відносин, слабкий рівень захисту інвесторів, корупція [36, с. 427]. Зрозуміло, що за таких обставин спроби розрахунку об'єктивної локальної безризикової ставки втрачають сенс. Як зазначає О. О. Терещенко, одним із шляхів вирішення цієї проблеми є використання у процесі розрахунку витрат на капітал так званої глобальної безризикової ставки [76, с. 20–27]. За різними оцінками глобальна безризикова ставка коливається на рівні 2,5–3,5%. Використання зазначеної ставки дає можливість уникнути поширеного в теорії та практиці недоліку – подвійного врахування ризику країни при оцінці витрат на капітал, що інвестується на локальному ринку (ринкова премія за ризик включає в себе глобальну премію за ризик для розвинених країн та додаткову премію за ризик країни) [80, с. 85–86]. З іншого боку, глобальна безризикова ставка вирішує проблему браку інформаційного та методичного забезпечення розрахунку базових процентних ставок для країн, що відносяться до ринків, які розвиваються та знаходяться у гострій фінансовій кризі.

Щодо дискусії відносно того, чи може бути використана облікова ставка НБУ як безризикова ставка на локальному фінансовому ринку, зазначимо таке. Зазначений інструмент може бути орієнтиром для локальної безризикової ставки лише у разі, якщо він буде ґрунтуватися на об'єктивній інформації, що надходитиме з ринку, з одного боку, та здобуде довіру учасників ринку – з іншого. Окрім цього, відповідний інструмент має характеризуватися певною стабільністю та не зазнавати значних коливань проявом короткого проміжку часу.

Аналіз статистичної інформації засвідчує, що протягом 2016–2017 рр. рівень процентних ставок кредитування під заставу ОВДП на ринку РЕПО досить тісно корелював з обліковою ставкою НБУ. За нашими підрахунками, коефіцієнт кореляції склав 0,95, що означає високу щільність зв'язку між аналізованими параметрами. Таким чином, можна припустити, що облікова ставка НБУ певним чином прив'язана до одного з ринкових інструментів. Однак проблема полягає у тому, чи відповідають ОВДП критеріям безризиковості та у значному рівні коливань відповідних ставок (рис. 3.1). Окрім цього, облікова ставка встановлюється НБУ як реакція на певні події на валютному та кредитному ринках. Отже, вона є насамперед інструментом регулювання та впливу на фінансовий ринок, а не критерієм безризиковості. З огляду на вищевикладене можна зробити висновок про неприпустимість використання облікової ставки НБУ як локальної безризикової ставки.

Ще одним важливим параметром розрахунку витрат на капітал, на який суттєво впливає суверенний рейтинг країни, є середня на ринку ставка дохідності. Зрозуміло, що високі ризики безпосередньо впливають на очікувану капіталодавцями премію за ризик. Середня премія за ризик формується із двох складових: премії за ризик на розвинених ринках (глобальна премія за ризик) та премії за ризик вкладень у конкретну країну. Як уже зазначалося, остання складова є максимально чутливою до рівня суверенних рейтингів. В таблиці 3.1 наведена інформація щодо залежності середньоринкової премії за ризик, що має місце на локальному ринку та премії за ризик країни, що розраховано на основі бази даних А. Дамодарана.

Таблиця 3.1

**Залежність премії за ризик інвестування
в країні від суверенного кредитного рейтингу України,
2001–2017 рр. [52]**

Рік	Рейтинг (Moody's)	Спред дефолту, б. п.	Ринкова премія за ризик, в %	Премія за ризик вкладень на розвинених ринках, в %	Премія за ризик країни (Україна), в %
2001	Saa1	750	13,01	5,51	7,50
2002	Saa1	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	6,00
2007	B1	350	10,16	4,91	5,25
2008	B1	350	10,04	4,79	5,25
2009	B1	650	14,75	5,00	9,75
2010	B2	550	12,75	4,50	8,25
2011	B2	500	12,50	5,00	7,50
2012	B2	500	13,50	6,00	7,50
2013	B3	600	14,80	5,80	9,00
2014	Saa1, Saa2, Saa3	750	16,25	5,00	11,25
2015	Saa3, Ca	1000	20,75	5,75	15,00
2016	Saa3	1108	20,90	6,00	14,90

Як випливає з даних таблиці 3.1, на початок 2015 р. рейтинги України впали до історичного мінімуму, відповідно премія за ризик склала максимальне за всю історію країни значення – 15%. З врахуванням премії за ризик для країн з розвиненим фондовим ринком та мінімальним ризиком дефолту (рейтинг Aaa) ринкова премія за ризик вкладення ко-

штів в Україні склала 20,75. Слід зазначити, що наведені значення премії за ризик оцінені у дол. США. Якщо ж відповідні значення процентних ставок трансформувати у гривневий еквівалент (з врахуванням рівня інфляції в Україні та США), то отримаємо ще вищі значення премії за ризик.

Окрім цього, калькуляція раціонального інвестора враховує також безризикову ставку відсотка та ризики вкладень у конкретний актив (підприємство). Наприклад, якщо глобальну безризикову ставку прийmemo на рівні 3,5%, а систематичні ризики вкладень (бета-фактор) в підприємство як актив прийmemo як 1,5, то за використання моделі CAPM норма дохідності, яка компенсувала б загальні ризики інвестора, склала б 34,6% у дол. США.

Зрозуміло, що необхідна доходність у гривневному еквіваленті залежить від рівня інфляції в Україні, а отже, значно перевищує наведену норму дохідності. Так, якщо у березні 2015 рр. у порівнянні з березнем 2014 рр. інфляція в Україні становила 45,8%, а в США близько 1,5%, то у результаті застосування формули трансформації процентних ставок з врахуванням рівня інфляції, отримаємо необхідну ставку дохідності на рівні 64% у гривні.

За високих ризиків та відповідно надто високої ставки дисконтування більшість інвестиційних проектів щодо вкладень у реальний сектор економіки стають не вигідними. Іншим негативним наслідком високих ризиків та низьких суверенних рейтингів є зниження вартості активів, що знаходяться в країні, зокрема справедливої вартості окремих активів, що знаходяться на балансі підприємств. Окрім цього, суттєво знижується вартість корпоративних підприємств як бізнесового активу. Отже, низькі суверенні рейтинги сигналізують про недоцільність вкладання коштів у виробничі інвестиції, основні засоби та підприємства, що знаходяться на локальному ринку.

Високі ризики фінансування можуть бути виправданими лише за можливості отримання надприбутків, у випадку України (за умови систематичних ризиків на рівні 1,5) величина необхідної дохідності має перевищувати 34,6% у дол. США або 64% у гривні. Для порівняння, в розвинених країнах відповідна дохідність складає в середньому 8–12%. Зрозуміло, що вкладення у виробничу сферу за таких ризиків не в змозі забезпечити економічну окупність інвестицій. Так, наприклад, найвища рентабельність на підприємствах м. Києва у 2014 р. була досягнута у сфері виробництва основних фармацевтичних продуктів та фармацевтичних препаратів і склала 25,4%, що більш, як у 2,5 рази менше від очікуваної рентабельності, яка б забезпечила інвесторам компенсацію ризиків. Як наслідок, капітальні інвестиції заморожуються, а вкладення здійснюються лише в максимально спекулятивні операції з ознаками тіньової економіки.

Як справедливо відзначає В. В. Корнеєв, найбільш уразливими з боку спекулятивного капіталу є саме ринки, що розвиваються, до яких відноситься і Україна. Такі ринки є невеликими, порівняно з розвинутими ринками, національна валюта є слабкою, умови доступу іноземного капіталу лібералізовані, а спектр фінансових інструментів і внутрішній попит на них вузькі. Все це не дає змоги належним чином захищати і підтримувати ринок при настанні кризових обставин [34, с. 29]. Серед найбільш привабливих для спекулятивного капіталу секторів можна назвати короткострокові вкладення в торгівлю сировинними ресурсами, валютні операції, спекуляції з нерухомістю, фінансовими ресурсами тощо.

Виникає логічне запитання: які ж засоби впливу на ситуацію із ціною залучення фінансових ресурсів та ризиками залишаються в Уряді країни та в корпоративного сектору економіки? В умовах обмежених можливостей впливу на ситуацію політика Уряду має бути спрямована 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 країни є вторинним від рівня ризиків, доходів та видатків бюджету, грошово-кредитної політики, рівня боргового навантаження держави, геополітичної ситуації, інших показників, що визначають фінансову стійкість держави та здатність Уряду і окремих суб'єктів господарювання виконувати свої зобов'язання. Іншими словами, не кредитний рейтинг впливає на макроекономічні показники та рівень ризиків, а навпаки.

У рамках роботи щодо підвищення суверенних рейтингів країни акценти мають бути сфокусовані на такі генератори ризиків, як корупція, макроекономічна нестабільність, низький рівень захисту прав інвесторів та кредиторів, часті зміни в порядку державного регулювання економіки. Адекватною відповіддю корпоративного сектору на сучасні виклики є запровадження елементів антикризового управління, зокрема системи ризик-менеджменту та інструментарію антикризового фінансового контролінгу. Мова йде про необхідність запровадження на підприємствах дієвих систем нейтралізації ризиків, у тому числі тих, які мають макроекономічні коріння. Завдяки цьому можна створити умови для меншого рівня ризиків інвестування в корпоративний сектор, порівняно із державними фінансовими інструментами.

Іншим напрямком пом'якшення факторів, що зумовлюють стрімкий ріст процентних ставок, є зниження рівня інформаційної асиметрії як на макро-, так і на мікроекономічному рівнях. Йдеться насамперед про зменшення інформаційних ризиків капіталодавців. Це комплексне питання включає в себе як забезпечення транспарентності в діяльності економічного блоку Уряду, прогнозованості змін у нормативно-правових актах, що регламентують діяльність

бізнесу, так і реалізацію принципів корпоративного управління (ключовим з яких є відкритість менеджменту перед інвесторами) на рівні суб'єктів господарювання.

Таким чином, у період фінансово-економічної кризи основні параметри, що використовуються у процесі розрахунку витрат на капітал підприємств, аномальним чином викривляються. Це деформує критерії прийняття рішень щодо фінансування. Низькі суверенні рейтинги, відповідно високий ризик дефолту суттєво впливають на величину та порядок визначення премії за ризик вкладень в конкретну країну. Зазначена премія принциповим чином впливає на рівень локальних процентних ставок, а отже, визначає витрати на капітал для корпоративного сектору. Премія за ризик країни безпосередньо впливає на величину локальної безризикової (базової) ставки відсотка, а також на середньоринкову дохідність на конкретному локальному ринку. Таким чином, планомірно впливаючи на параметри, що визначають рейтинг країни, можна досягти зменшення премії за ризик країни, а отже, і рівня процентних ставок в країні. З огляду на взаємозалежність макро- та мікроекономіки заходи впливу на параметри, що визначають рейтинги країни, мають здійснюватися як на рівні державних органів, так і з боку менеджменту корпоративних підприємств.

Макроекономічна нестабільність спричинює суттєві ризики для корпоративного сектору економіки. Криза мікрофінансів може стати наслідком високого рівня інфляції та високих процентних ставок, які є характерними проявами макроекономічної нестабільності. Окрім цього, через низькі рейтинги країни галопують процентні ставки. Через це переважна частина капіталу перетікає у спекулятивні операції короткострокового характеру. Основним негативним наслідком такої ситуації є те, що капіталодавцям стає не вигідно на тривалий час вкладати кошти у реальний

сектор економіки. Отже, капітал там не затримується, а заходить лише у сектори, в яких можна генерувати максимальну рентабельність під дією фактора волатильності. Ситуація високої ризиковості, мікро- та макроекономічної невизначеності, обмежених можливостей впливу держави на економічні процеси в країні та на учасників ринку є ідеальним середовищем для руху спекулятивного капіталу.

3.3. Критерії прийняття рішень щодо залучення боргового капіталу

Для фінансування інвестиційної та операційної діяльності корпоративне підприємство може залучати позиковий капітал у вигляді банківського кредиту на основі емісії облігацій та у результаті залучення комерційних позик. У контексті визначення усередненої ставки витрат на капітал як узагальнюючого критерію прийняття фінансових рішень необхідно дослідити ряд проблемних питань, пов'язаних із впливом кредитних ризиків та ймовірності дефолту позичальника на очікувану ринком ставку витрат на борговий капітал.

В умовах ринкової економіки процент є платою за користування позичковим капіталом, його ціною [19, с. 331]. З одного боку, на рівень процентних ставок можуть впливати суб'єктивні рішення державних органів, а з іншого – процентні ставки є індикатором сукупності макро- та мікроекономічних ризиків, що мають місце в економіці країни. Зрозуміло, що процентні ставки за кредитами мають перевищувати плату за залучені ресурси, а також враховувати ризики кредитування. У більшості вітчизняних наукових досліджень акценти робляться на ролі Національного банку та Уряду України в активізації кредитування підприємств. Досить часто результатом наукових пошуків є нічим не обґрунтовані заклики до зниження процентних ставок без з'ясування фундаментальних причин існуючого їх рівня. Натомість

ігноруються питання взаємозв'язку процентної ставки на позичковий капітал та безризикової ставки, ймовірності дефолту позичальника, а також величини можливих збитків кредитора у разі виникнення проблемної заборгованості. Окрім цього, відсутні серйозні дослідження щодо порядку встановлення безризикової ставки відсотка, впливу на неї макроекономічних ризиків та інфляційних очікувань.

Досліджуючи питання ціни залучення підприємствами боргового капіталу, слід розрізняти капітал, залучений на основі емісії корпоративних облігацій та на основі банківського кредитування. В обох випадках процентна ставка є сумою безризикової ставки доходності та кредитного спреду. Останній визначається у базових пунктах і безпосередньо залежить від рівня ризиковості об'єкта фінансування. Мова йде про ризик невиконання боржником своїх договірних зобов'язань (ризик дефолту). Кредитний спред залежить від двох складових: надбавки за ризик дефолту та очікуваної премії за надання коштів у користування на певний період. Для визначення спреду за облігаціями, що мають обіг на організованому ринку капіталів, доцільно використати такий алгоритм:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{I + F}{(1 + rf + cs)^t}, \quad (3.3)$$

- де: P – поточна ринкова ціна облігації;
 n – кількість періодів до погашення облігації (відповідає кількості купонних платежів);
 t – поточний період;
 $I+F$ – величина купонних платежів (I) та сума погашення (F), що передбачені умовами емісії облігацій;
 rf – безризикова ставка відсотка;
 cs – кредитний спред.

Оскільки величина кредитного спреду (у відсотках) є результатом розв'язку рівняння 3.1, ключовим фактором, що на нього впливає, є поточна ринкова ціна облігації (P). Принциповим при цьому є об'єктивність курсоутворення на відповідному фондовому ринку. Якщо ж на момент оцінки ринкова вартість облігації є результатом впливу екстраординарних факторів, рекомендується розраховувати усереднене значення кредитного спреду за останні три місяці [115]. Таким чином, чим вищою є ринкова вартість фінансового інструменту, тим нижчими будуть витрати підприємства на капітал, відповідно нижча доходність вкладень для капіталодавців.

Алгоритм 3.1 доцільно використовувати також у разі оцінювання кредитного спреду за банківськими позиками. Однак проблема пролягає у визначенні поточної ринкової вартості наявного кредиту. Якщо зафіксовані в договорах процентні ставки за банківськими позиками відповідають ринковим ставкам за кредитами з подібними кондиціями, то як ринкову вартість кредиту можна враховувати їх балансову вартість.

Аналізуючи фактори впливу на ціну боргового капіталу, слід розрізняти процентну ставку на позиковий капітал, що зафіксована в договорі та витрати на позиковий капітал ($Cost\ of\ Debt$). У першому випадку мова йде про ставку, що визначає вимоги кредиторів до боржника. Експліцитні витрати на позиковий капітал наводяться у статті «фінансові витрати» Звіту про фінансові результати підприємств. Досить часто ставку витрат на позиковий капітал розраховують як виражене у відсотках відношення фінансових витрат до середньої за відповідний період величини залишків за статтями балансу «довгострокові кредити банків», «інші довгострокові зобов'язання», «короткострокові кредити банків», «поточна кредиторська заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями», іншими

статтями, в яких розкривається інформація про зобов'язання із залучення позикових коштів, на які нараховуються відсотки. Такий (бухгалтерський) підхід до визначення ставки витрат на позичений капітал має певні недоліки, зокрема:

- орієнтація на ризики минулих періодів, оскільки фінансові витрати формуються виходячи із процентних ставок, які були зафіксовані у попередніх періодах, з огляду на ризики, які мали місце на час укладання кредитних договорів чи емісії боргових цінних паперів;

- у статті «фінансові витрати» наводяться зведені дані по всіх витратах на позиковий капітал, отже, неможливо виокремити процентні ставки за різними категоріями капіталу;

- неврахування певних розбіжностей між величиною процентних ставок, що зафіксовані у договорах та відповідними ставками витрат на позичений капітал;

- неврахування так званих імпліцитних витрат на капітал, які можуть мати місце у результаті отримання підприємством кредитів під занижені процентні ставки від материнських компаній та інших пов'язаних осіб. Реальну ціну ресурсів такі підприємства досить часто компенсують за рахунок надання інших робіт, послуг;

- неврахування витрат на капітал, залучений у результаті комерційного кредитування (кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги, за одержаними авансами тощо).

Ставка витрат на капітал, розрахована за бухгалтерським підходом враховує інформацію щодо суми визнаних витрат, пов'язаних з нарахуванням та сплатою відсотків, процентів тощо за користування кредитами банків, витрат, пов'язаних з випуском, утриманням та обігом власних цінних паперів, нарахуванням відсотків за договорами кредитування (крім банківських кредитів), фінансового лізингу тощо. Визначена таким чином процентна ставка характеризує фактичні суми фінансових витрат, які були нараховані (сплачені) у звітному

періоді. Зазначені суми є виразом очікуваної кредиторами норми доходності позичкового капіталу на момент надання позики з врахуванням діючих на той момент процентних ставок та оцінок щодо ризиковості фінансування відповідного активу (підприємства).

Дослідимо тепер різницю між процентною ставкою за кредит, що відображена в кредитній угоді чи в умовах емісії облігацій та очікуваною ставкою витрат на відповідний борговий капітал. Як з теоретичної, так і з практичної точок зору ставка витрат на борговий капітал для підприємства завжди буде меншою від договірної процентної ставки за користування позикою. Це зумовлено фактором податкового щита, а також іншими чинниками, зокрема ймовірністю дефолту позичальника та оцінною величиною можливих збитків кредитора у разі невиконання боржником своїх зобов'язань.

Розглянемо перший із згаданих чинників, так званий податковий щит (Tax Shield). Податковий щит характеризує певну економію на податкових платежах боржника у результаті того, що згідно з податковим законодавством, до складу витрат підприємств для цілей оподаткування включаються будь-які витрати, пов'язані з нарахуванням процентів за борговими зобов'язаннями (у тому числі за будь-якими кредитами та позиками) протягом звітного періоду, якщо такі нарахування здійснюються у зв'язку з провадженням господарської діяльності платника податку. Розмір податкового щита (економії на податкових платежах) визначається як виражений у процентах добуток ставки податку на прибуток (T) на процентну ставку за кредитом (r^D). Отже, реальна ставка залучення позичкового капіталу (R^D) з врахуванням податкового щита (TS) визначається за таким алгоритмом:

$$R^D(TS) = (1 - T) \cdot r^D \quad (3.4)$$

Якщо абстрагуватися від впливу податкового щита, ставки витрат на позичений капітал та проценті ставки, зафіксовані в кредитних договорах, співпадають лише у разі високих кредитних рейтингів позичальників. Чим більшою є ймовірність дефолту боржника (нижчий рейтинг), тим більшою буде різниця між зазначеними ставками. Саме такою є ситуація в Україні, де лівова частка підприємств характеризується низьким рівнем кредитоспроможності, а отже, – високою ймовірністю дефолту та рейтингами спекулятивного рівня. Отже, для з'ясування величини витрат на позиковий капітал насамперед слід оцінити ймовірність дефолту позичальника (PD).

Оскільки ставка за кредитом включає в себе безризикову ставку відсотка та надбавку за кредитний ризик, величину PD можна вважати базою для визначення розміру зазначеної надбавки. Однак проблема полягає у розробці адекватної схеми трансформації значення PD у величину премії за ризик. Залежність кредитного спреду від рейтингу облігацій досить чітко прослідковується на розвинених ринках капіталів. Так, згідно з дослідженнями німецьких учених, проведеними у 2013 р., кредитний спред облігацій з рейтингом В зі строком погашення 1 рік майже в 12 разів більший, ніж аналогічних облігацій з рейтингом ААА. Причому зі збільшення терміну погашення зростає розрив у рівнях спредів за облігаціями з різними кредитними рейтингами. Найбільша різниця у спредах спостерігається за облігаціями зі строком погашення 3 роки: з рейтингом ААА – 27 базових пункти, а з рейтингом В – 858 б.п. [115].

Більш детальне дослідження економічної природи кредитного спреду засвідчує, що він залежить від двох складових: надбавки за ризик дефолту (Expected Default Effect) та очікуваної премії за надання коштів у користування

на певний період (Expected Return Premium). Таким чином, ціна позикового капіталу визначається:

– рівнем безризикової ставки, яка залежить як від глобальних тенденцій розвитку ринків капіталів та від комплексу політико-економічних факторів на конкретному локальному ринку;

– плати за користування ресурсами, що визначається локальним ринком;

– надбавки за кредитний ризик (ризик дефолту) конкретного позичальника.

Як уже зазначалося, ціна позикового капіталу знаходить свій вираз у процентній ставці, яка фіксується у відповідній угоді. Відповідно до концепції CAPM, кредитний спред, що визначає договірну процентну ставку, включає надбавку за систематичний ризик та додаткову надбавку за несистематичні ризики, а також накладні витрати, пов'язані із супроводженням позики. На відміну від цього, ставка витрат на позиковий капітал включає лише безризикову ставку та компенсацію за систематичні ризики.

З практичної точки зору, для розрахунку ставки витрат на позичений капітал доцільно застосовувати непрямі методи обчислення. Одним із таких методів є визначення ставки витрат на позиковий капітал з урахуванням можливості повного або часткового невиконання зобов'язань. У рамках методу слід скористатися рядом додаткових параметрів, зокрема величиною вимог за кредитом на момент дефолту (Exposure at Default, EAD), питомою вагою збитків у разі невиконання позичальником зобов'язань (LGD) та очікуваною часткою повернення засобів (Recovery Rate, RR) після можливого дефолту позичальника. Взаємозв'язки між зазначеними параметрами характеризує структурно-логічна схема, наведена на рис. 3.2.

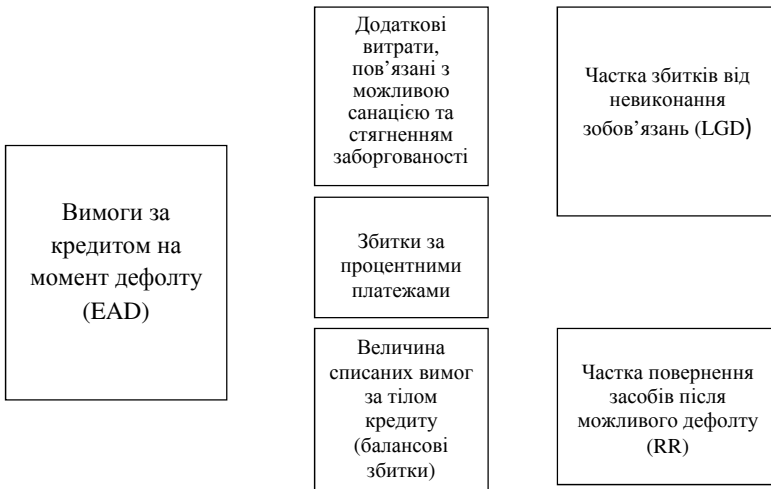


Рис. 3.2. Трансформація EAD у LGD*

* Джерело: узагальнено та побудовано автором

Визначення зазначених на рис. 3.2 параметрів пов'язано з рядом методичних та інформаційних проблем, які до цього часу на знайшли свого однозначного вирішення. У рамках інтегрування оцінок кредитних ризиків, очікуваних збитків від знецінення активів (вимог за кредитами) у розрахунок ставки витрат на позиковий капітал визначається показник LGD, що характеризує виражену у відсотках питому вагу збитків кредитора у разі невиконання позичальником зобов'язань (Loss Given Default). Для визначення цього параметру слід чітко ідентифікувати поняття «невиконання зобов'язання» та «збитки».

Відповідно до Базель II ключовими критеріями невиконання зобов'язань за кредитом (проблемність кредиту) є такі:

– існує висока ймовірність того, що боржник не в змозі буде виконати свої зобов'язання перед банком у повному

обсязі, не вдаючись до реалізації кредитного забезпечення та (або) має місце прострочення виконання зобов'язань перед банком більше, ніж 90 днів (у тому числі перевищення лімітів по овердрафту);

– порушення проти боржника справи про банкрутство.

Рекомендаціями Базель II, передбачено дві модифікації підходу до оцінювання кредитних ризиків на основі внутрішніх рейтингів: стандартний IRB підхід та прогресивний IRB підхід. В обох випадках банки самостійно оцінюють ймовірність дефолту позичальника та присвоюють йому рейтинговий клас. Однак у першому випадку частку збитків у разі дефолту (LGD) та величину кредитних вимог на момент дефолту (EAD) банки визначають відповідно до нормативно-правових документів регулятора (наглядових органів), а в останньому – використовують внутрішні положення для розрахунку усіх параметрів, необхідних для визначення кредитних ризиків, обсягів резервів та власного капіталу.

Що стосується дефініції «збиток від невиконання зобов'язання», то за визначенням Європейської комісії (European Commission, 2003, Article 1) [47; 119]: «для цілей використання IRB-підходу, під збитками слід розуміти всі економічні збитки, з врахуванням ефекту дисконтування та всіх прямих і непрямих витрат, пов'язаних зі стягненням заборгованості». Основними складовими економічних збитків є величина списаних вимог за тілом кредиту, втрачені відсотки, а також усі прямі та непрямі витрати, пов'язані з можливою санацією кредиту (судові витрати та витрати на керуючого санацією, витрати на примусове стягнення майна тощо). Зазначимо, що відповідно до МСФЗ, для визначення параметру LGD враховуються лише прямі витрати.

Таким чином, для цілей приведення оцінок до МСФЗ отримані згідно з вимогами Базель II оцінки LGD слід скоригувати на непрямі витрати. У разі формування

бази даних проблемних кредитів слід враховувати всіх позичальників, що відповідають вищезазначеним критеріям. До проблемних відносяться також кредити, які мали ознаки проблемності, однак щодо яких була проведена санація і банк не отримав збитків. Наприклад, позичальник мав прострочення виконання зобов'язань понад 90 днів, однак потім усе ж виконав усі свої зобов'язання у повному обсязі. Такі ситуації слід враховувати у процесі визначення LGD для запобігання збільшення питомої ваги збитків.

Показник LGD розраховується з врахуванням оцінки очікуваної частки повернення засобів (Recovery Rate, RR) у разі можливого дефолту позичальника. Ця частка залежить від сум, які банк може отримати у результаті реалізації кредитного забезпечення чи ліквідаційної процедури неспроможного боржника. LGD розраховується як комплемент до очікуваної частки повернення засобів ($LGD = 1 - RR$). На практиці використовується два підходи до оцінки LGD: на основі ринкових даних та так званий workout-метод (з врахуванням процедури стягнення заборгованості). Ринковий LGD визначається на основі аналізу ринкових цін проблемних облігацій (чи кредитів). LGD при цьому обчислюється як різниця між ринковою ціною фінансового інструменту у момент його емісії та ринковою ціною у разі наявності ознак проблемності. Остання інтерпретується як ринкова оцінка величини повернення коштів у разі дефолту боржника, що включає в себе всі продисконтовані чисті грошові потоки, які може отримати кредитор у разі стягнення заборгованості.

Враховуючи дефіцит ринкової інформації щодо цін на боргові інструменти, а також ту обставину, що лише незначна частина позичальників емітує боргові інструменти, що мають обіг на ринку, більш прийнятним є workout-метод розрахунку LGD. За цього методу параметр LGD визначається на основі обчислення усіх очікуваних грошових надходжень та видатків

у рамках стягнення заборгованості по кредиту (рис. 3.2). Враховуючи вищевикладене, алгоритм розрахунку параметра LGD за workout-методом набуває такого вигляду:

$$\begin{aligned} LGD &= 1 - RR = 1 - \frac{CiF_{PV} - CoF_{PV}}{EAD} = \\ &= \frac{EAD - (CiF_{PV} - CoF_{PV})}{EAD} = \frac{EL}{EAD}, \end{aligned} \quad (3.5)$$

де: CiF_{PV} та CoF_{PV} – очікувані вхідні грошові потоки по кредиту та вихідні грошові потоки, пов’язані зі стягненням заборгованості за кредитом;

EL – економічний збиток від знецінення активу у разі невиконання зобов’язань.

Якщо різницю між CiF_{PV} та CoF_{PV} позначити як FtD , то матиме місце вираз 3.6, який характеризує величину повернення засобів з врахуванням можливого дефолту:

$$FtD = EAD \cdot (1 - PD) + EAD \cdot RR \cdot PD = EAD \cdot (1 - PD \cdot LGD). \quad (3.6)$$

Величина збитків у разі невиконання боржником договірних зобов’язань:

$$EL = EAD - FtD = EAD \cdot PD \cdot LGD. \quad (3.7)$$

З врахуванням виразів 3.6 та 3.7 взаємозв’язок між процентною ставкою, зафіксованою в договорі (r^D), та ставкою витрат на позиковий капітал (R^D) можна виразити такою рівністю:

$$\frac{EAD}{1 + r^D} = \frac{EAD \cdot (1 - PD \cdot LGD)}{1 + R^D}. \quad (3.8)$$

З врахуванням рівності 3.8 отримуємо алгоритм для розрахунку ставки витрати на позичений капітал:

$$R^D = r^D \cdot (1 - PD \cdot LGD) - PD \cdot LGD. \quad (3.9)$$

Вираз 3.9 має місце для розрахунків за один період. Однак у разі необхідності, з використанням відповідної логіки та математичних перетворень можна обґрунтувати відповідний алгоритм для багатьох періодів [115]. Для підтвердження тези щодо збільшення розриву між договірною процентною ставкою та ставкою витрат на позиковий капітал зі зростанням ймовірності банкрутства розглянемо кредит, договірна процентна ставка за яким складає 25%, ймовірність дефолту – 5%, а частка очікуваних збитків у разі дефолту 50%. Ставка витрат на позиковий капітал за заданих параметрів складе 24,35% (різниця 65 б. п.). У разі зростання ймовірності дефолту до 20% величина ставки витрат на капітал складе 22,4 (різниця між договірною процентною ставкою та ставкою витрат зросте до 260 б. п.). Таким чином, приходимо до парадоксального на перший погляд висновку: за фіксованої ставки відсотка на борговий капітал зі зростанням кредитних ризиків та ймовірності дефолту знижується ставка витрат на капітал. Таким чином, за інших рівних умов внутрішня (фундаментальна) вартість підприємства буде зростати.

У контексті прийняття фінансових рішень це означає, що зі збільшенням ймовірності дефолту зменшується ставка дисконтування, а отже, підвищується вартість активів підприємства та ефективність інвестицій, профінансованих за рахунок позикового капіталу з фіксованої процентною ставкою. Окрім цього, має місце перерозподіл бруто-вартості підприємства через заниження ринкової вартості зобов'язань (позичкового капіталу) та відповідного зростання вартості власного капіталу.

Отже, з теоретичної точки зору погіршення рейтингів підприємства може призвести до зниження ставки витрат на позиковий капітал та підвищення вартості компанії. Однак результати емпіричного аналізу засвідчують, що між біржовим курсом, відповідно ринковою капіталізацією підприємств та їх

рейтингом існує стійка кореляційна залежність: зі зниженням рейтингів падає біржовий курс акцій, а отже, знижується вартість компаній [151, с. 74–83]. З іншого боку, досить складно підтвердити економічними розрахунками, наскільки падіння біржового курсу пояснюється падінням рейтингу. Цілком ймовірно, що зниження курсу може бути наслідком дії психологічних чинників, які досліджуються у рамках теорії біхевіористичних корпоративних фінансів [78, с. 104–116].

Для кредиторів збільшення ймовірності дефолту боржника своїм наслідком має зменшення ймовірності отримання платежів за кредитами. Через це кредитори повинні знижувати справедливу вартість активів, що пов'язані з вкладеннями коштів у підприємство у результаті їх можливого знецінення. Факт зростання ймовірності дефолту (у разі його своєчасного виявлення) знаходить свій вираз у зростання процентних ставок за майбутніми кредитами, які надаватимуться підприємству. Одночасно зі зростанням договірних процентних ставок зростатимуть і витрати на позичковий капітал підприємства. Що більш недосконалыми є методики оцінювання кредитних ризиків та ймовірності дефолту, тим тривалішим буде розрив у часі між фіксованими процентними ставками на борговий капітал та очікуваними ринком ставками витрат на капітал.

Кредитні ризики та процентні ставки, що ними диктуються, визначають також ринкову вартість самого боргового капіталу. У разі суттєвого відхилення між ринковими процентними ставками та зафіксованими в кредитних угодах необхідно розраховувати поточну ринкову вартість за кожною із таких складових позиченого капіталу. Це здійснюється на основі дисконтування очікуваних платежів на користь кредиторів з використанням ринкової процентної як ставки дисконтування. Зазначена ставка має враховувати актуальні процентні ставки на відповідному ринку з врахуванням ймовірності дефолту (рейтингу) позичальника та строків погашення.

Таким чином, відсоткові ставки, за якими залучається позиковий капітал підприємствами, диференціюються залежно від інструменту фінансування, що використовується, терміну залучення капіталу та інших кондицій. Це пояснюється різними ризиками для позикодавців, що характерні для окремих фінансових інструментів. Рівень кредитних ризиків позичальника знаходить свій вираз у показниках ймовірності дефолту та у кредитних рейтингах.

Проводячи інвестиційні розрахунки, оцінку вартості компаній інші фінансові операції, фінансові аналітики, менеджмент підприємств має чітко диференціювати бухгалтерську ставку витрат на позичковий капітал, що мала місце у звітному періоді, процентну ставку на позичковий капітал, зафіксовану у кредитному договорі та очікувану ринком ставку витрат на позичковий капітал. Саме остання має прийматися для розрахунку ставки дисконтування та використовуватися для обґрунтування фінансових рішень. Відповідна ставка характеризує очікування (а згодом і вимоги) позикодавців щодо доходності вкладень у підприємство з врахуванням ризиків на момент прийняття рішень. Зазначена ставка є нижчою за договірну проценту ставку з огляду на ймовірність дефолту та величину можливих збитків кредиторів у разі дефолту.

Ймовірність дефолту є визначальним чинником, що впливає як на договірну процентну ставку, так і на ставку витрат на позичений капітал. Для зниження процентних ставок необхідно забезпечити зниження параметру ймовірності дефолту. Цього можна досягти через покращення фінансових показників діяльності підприємств, підвищення їх інформаційної прозорості та використання транспарентних і коректних рейтингових систем. Серед подальших напрямків дослідження у відповідній сфері слід виокремити порядок інтегрування у ставку витрат на позиковий капітал ризиків, пов'язаних з інфляційними очікуваннями.

3.4. Вартісно-орієнтовані чинники впливу на прийняття фінансових рішень

З теоретичної точки зору, завдання зниження ризиків вкладення капіталу у підприємства, а отже, і забезпечення інвестицій у реальний сектор економіки буде досягнуте у разі, якщо будуть виконуватися вартісноформуюча та інформаційна функції корпоративних фінансів. А. І. Крисоватий, В. М. Федосов та Н. С. Рязанова доводять, що вартісноформуюча функція притаманна корпоративним фінансам виходячи з нового бачення взаємозв'язку корпоративних фінансів із рухом капіталу, особливостей розвитку сучасного інформаційного суспільства та атрибутивної концепції інформації [37, с. 14]. Враховуючи окреслену точку зору, вважаємо, що в умовах низьких суверенних рейтингів України вирішенню завдання залучення капіталу вітчизняними підприємствами може сприяти імплементація новітніх технологій прийняття фінансових рішень та управління ризиками. Ці технології мають бути спрямовані на зменшення інформаційної асиметрії між капіталодавцями та підприємствами, а також на забезпечення вартісно-орієнтованих інтересів інвесторів.

На сьогодні не можна уявити підприємство, яке не користується інформаційними технологіями при організації фінансово-інвестиційної, збутової та виробничої діяльності. Суттєвий вплив філософії нової економіки спостерігаємо і в управлінні корпоративними фінансами. Цей вплив проявляється насамперед у застосуванні сучасних методів комунікації підприємств з ринком капіталів, а також у переході передових компаній на вартісно-орієнтований підхід до управління фінансами (Value Based Management (VBM)). Система VBM є інноваційним інструментом забезпечення виконання вартісноформуючої функції корпоративних

фінансів. Імплементація цього підходу до реалізації фінансової політики підприємств до певної міри дозволяє зменшити наслідки інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин та нейтралізувати пов'язаний із цим конфлікт інтересів (принципал-агент) [83, с. 59–60]. Запровадження системи вартісно-орієнтованого управління передбачає принципово нову філософію управління підприємством. Ця філософія включає налагодження взаємовигідних відносин підприємства із усіма групами інтересів, соціальну відповідальність перед суспільством та персоналом, вартісно-орієнтовану відповідальність перед інвесторами, розвиток культури довірливих відносин.

Для реалізації вартісноформуючої функції важливим є питання практичної імплементації результатів концептуальних досліджень вартісно-орієнтованого управління Т. Коупленда, Дж. Мурріна, Т. Коллера, відповідно до яких вартісно-орієнтований підхід до управління компанією та ведення бізнесу передбачає вибір пріоритетів за критерієм створення вартості: переорієнтацію систем планування, оцінки результатів діяльності та матеріального заохочення на вартісно-орієнтовані показники; спілкування з інвесторами на мові вартості [36]. Підхід передбачає підпорядкування всіх процесів, які відбуваються в компанії єдиній меті – створення додаткової вартості для інвесторів. Останні можуть відчутти факт створення додаткової вартості у разі отримання дивідендів чи зростання ринкового курсу корпоративних прав. Отже, основним чинником прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у підприємство, а також пріоритетним критерієм оцінки ефективності діяльності менеджменту та суб'єкта господарювання загалом є прогностні показники доданої вартості. У зазначених показниках знаходять свій вираз як очікувані доходи від володіння акціями підприємства, так і можливі ризики інвестування коштів у відповідні цінні

папери. У разі оптимістичних прогнозів щодо перспектив генерування доданої вартості публічні компанії можуть на вигідних умовах залучити капітал на основі емісії цінних паперів. Такі компанії мають можливість суттєво зменшити відсоткові ставки за користування ресурсами, а також покращити структуру капіталу. І навпаки, наслідком незадовільної ситуації зі створенням доданої вартості є переорієнтація інвесторів на інші об'єкти вкладань та (або) заміна менеджменту компанії.

З огляду на окреслені аргументи, орієнтири на створення додаткової вартості закладені у стратегіях більшості провідних компаній. Для досягнення вартісних цілей підприємства використовують сучасні інструменти управління фінансами, такі як система збалансованих фінансових показників (BSC), методи стратегічного управління витратами (таргет-костинг, багатоступінчастий директ-костинг, метод ABC, розрахунок життєвого циклу продукції), передові концепції оцінки вартості компанії (EVA, CVA, DCF). У відповідності до концепції VBM, системи мотивації менеджменту мають базуватися на вартісно-орієнтованих показниках ефективності. Для безпосередньої зацікавленості топ-менеджменту у збільшенні вартості підприємства може використовуватися інструментарій опціонів на придбання акцій менеджментом, надання переважних прав на покупку, або ж прив'язка матеріальної винагороди до вартісно-орієнтованих показників. Не дивлячись на значимість вартісно-орієнтованого підходу і залежність свого фінансового та суспільного становища від рівня досягнення вартісних орієнтирів, менеджмент багатьох компаній ігнорує теоретично обґрунтовані засади вартісно-орієнтованого управління фінансами. Топ-менеджмент, як і раніше, насамперед переслідує свої власні інтереси і саме цим визначаються управлінські рішення, що приймаються. Ця проблема широко дискутується в зарубіжній науково-практичній літературі.

Питання необхідності переорієнтації управління корпоративними фінансами на вартісні показники вперше набуло системного дослідження у працях професора Келлогського університету (США) Альфреда Раппапорта, який вважаються засновником шехолдерського підходу до управління [164, с. 120]. У своїй книзі «Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance» (Створення доходів власників, нові стандарти ведення бізнесу) Раппапорт вперше обґрунтовано доводить, що менеджери компанії мають фокусувати свої зусилля саме на максимізації вартості для інвесторів. У 2006 р. в Harvard Business Review опублікована нова праця А. Раппапорта «Десять принципів створення вартості для власників» (Ten Ways to Create Shareholder Value), в якій автор констатує, що як і раніше, в центрі уваги менеджменту залишаються короткострокові показники ефективності [163, с. 68]. В такій поведінці менеджменту криється суперечність, оскільки в курсі корпоративних прав, який встановлюється на ринку капіталів, знаходять свій вираз насамперед довгострокові очікування інвесторів.

Водночас менеджмент, який сфокусований на короткостроковій перспективі, реалізує свої акції також в короткостроковому періоді. Це означає, що такий інструмент мотивації менеджменту, як опціони на придбання акцій не діє. Висновки Раппапорта можна доповнити також тезою про формальний підхід менеджменту багатьох підприємств до управління вартістю компанії. Керівництво компаній здебільшого декларує використання концепцій VBM, не здійснюючи реальних кроків щодо практичної їх реалізації. Аналізуючи системи управління фінансами українських підприємств доводиться констатувати, що на переважній більшості із них запровадження вартісного підходу навіть не планується [82]. Менеджмент у своїй діяльності насамперед має керуватися принципами забезпечення зростання вартості

підприємства. А. Раппапорт запропонував десять таких принципів. Проведемо аналіз зазначених принципів та оцінимо їх адекватність для українських реалій.

Перший принцип зводиться до того, що не слід надто захоплюватися прогнозуванням показників прибутку. Інвесторам слід скептично ставитися до таких прогнозів. Раппапорт констатує, що майже всі компанії, акції яких мають обіг на фондовій біржі, беруть участь у грі навколо прогнозування прибутку. Згідно з опитуваннями, проведеними Інститутом з інвестор релейшнз в середині 2006 р., 66% публічних компаній направляють такого роду прогнози аналітикам з Wall-Street. Інші дослідження, проведені в США, засвідчують, що 80% фінансових директорів крупних компаній вважають рівень інвестицій підприємств у розвиток, рекламу, в оновлення основних засобів, персонал надто низьким для того, щоб досягти показників прибутковості, які засвідчені в прогнозах [163, с. 68]. Відомі широкому загалу фінансові скандали з такими «прибутковими» компаніями, як Worldcom, Enron, Parmalat, Nortel Networks, Swisair, що підтверджують тезу про невиправданість використання прибутку як основного критерію прийняття фінансових рішень.

Другий принцип – забезпечення зростання вартості. За А. Раппапортом рекомендує менеджменту при прийнятті фінансових рішень орієнтуватися на прогнози майбутніх чистих грошових потоків (Cash-Flow). Такий висновок можна обґрунтувати тим, що вартість підприємства – це еквівалент його цінності, виражений у ймовірній сумі грошей. Саме величина майбутніх грошових потоків, яку генеруватиме компанія, визначає курс корпоративних прав та ринкову капіталізацію підприємства. У цьому контексті німецькі економісти А. Кьоненберг та Р. Залфельд зазначають, що ринок капіталів виказує все більшу готовність до оцінки компаній на базі орієнтованих на перспективу вартісно-орієнтованих

показників замість традиційних короткострокових оцінних критеріїв [109, с. 7]. Аналіз вітчизняної практики прийняття інвестиційних рішень засвідчує, що всупереч до світових тенденцій, в Україні поширеною є теза щодо необхідності вкладання коштів в активи з «високим потенціалом короткострокового зростання».

Третій принцип говорить, що слід інвестувати кошти у майбутнє. Як правило, компанії створюють вартість у результаті звичайної операційної діяльності. Однак найреальнішим способом забезпечити рентабельність понад очікування ринку капіталів є концентрація на нових полях бізнесу. А. Раппапорт розглядає це питання крізь призму операцій злиття та поглинання. Він зазначає, що у результаті крупних аквізицій наростити вартість (або її знижити) можна набагато швидше [163, с. 69]. Компанії, які володіють достатнім обсягом ліквідних ресурсів та з незначним рівнем заборгованості для покращення своїх конкурентних позицій вдаються саме до операцій типу М&А. Так, за оцінками компанії у рекордному 2015 р. обсяг угод зі злиття і поглинання (М&А) в глобальному масштабі перевищив 4 трлн. дол. США. У 2016 р. сумарна вартість відповідних операцій зменшилася на 16%, однак усе ж склала надзвичайно велику суму – 3,2 трлн. дол. США [181]. Зазначимо, що частка України у глобальному обсязі операцій М&А оцінюється на рівні 0,1%.

Стратегічні трансакції з М&А базуються на довгострокових очікуваннях щодо зростання вартості підприємств. Приймаючи інвестиційні рішення цього типу, менеджмент має обґрунтувати де, коли і як можна очікувати покращення вартісних параметрів. Слід також врахувати можливі ризики того, що очікуване в результаті синергії зростання вартості не відбудеться. Згідно з оцінками, річна величина синергії витрат в середньому становить 3–4% від

вартості угод. Якщо компаніям вдається реалізувати і втримати всі заплановані синергії витрат, вони можуть збільшити свою вартість на 1,5–1,9 трлн. доларів США [181].

Четвертий принцип – генерування вартості. За Раппапортом вказує на необхідність утримання лише тих активів, які здатні максимізувати вартість компанії. В рамках цього принципу менеджмент має періодично оцінювати вартість компанії та її окремих структурних підрозділів. Поля бізнесу, які не генерують вартість слід або фінансово оздоровити або ліквідувати і таким чином зменшувати обсяг інвестованого капіталу. У цьому контексті підкреслимо необхідність інвестування коштів лише у ті активи і види діяльності, які засвідчують найвищий рівень показника економічної доданої вартості. Якщо окремі виробничі функції характеризуються високим рівнем витрат за низькими вартісними показниками, то слід розглянути питання про можливий їх аутсорсинг.

У цьому контексті А. Раппапорт зазначає, що курс акцій компанії відображає очікування ринку щодо динаміки фінансово-господарської діяльності. Якщо підприємство виправдовує ринкові очікування, то доходи інвесторів відповідатимуть лише середній нормі доходності. Для забезпечення доходів вищих, ніж їх середній рівень на ринку, результати звичайної діяльності компанії мають перевищувати ринкові очікування, або ж менеджмент має відкрити нові поля бізнесу, які характеризуються високим рівнем приросту вартості [163, с. 76].

П'ятий принцип рекомендує повертати власникам інвестовані у підприємство кошти, якщо відсутні можливості нарощування вартості. Мова йде про необхідність виплати дивідендів та зменшення статутного капіталу на основі викупу корпоративних прав у тому разі, якщо у підприємства відсутні інвестиційні проекти, рентабельність яких перевищує ставку

залучення капіталу. Завдяки поверненню коштів інвесторам, з одного боку, зменшуються витрати, пов'язані з користування капіталу, а з іншого – знижується ризик того, що надлишкові кошти менеджмент може використати для фінансування проектів, які поглинають вартість, наприклад, на недостатньо підготовлені аквізиції [163, с. 72]. Інвестори у цьому разі можуть розглянути більш прибуткові альтернативи вкладення коштів. Дотримання цього принципу не означає звичайний викуп акцій як це досить часто робить багато компаній, переслідуючи при цьому мету збільшення доходів на одну акцію. А. Раппапорт не рекомендує викупляти надто переоцінені ринком акції, оскільки у цьому разі у виграші залишаються акціонери, які продають свої акції. Причому додаткові доходи вони отримують за рахунок власників, які продовжують утримувати корпоративні права, оскільки після спрямування підприємством коштів на викуп переоцінених акцій ринкова вартість компанії має тенденцію до зниження. Вартісно-орієнтований підхід передбачає викуп акцій лише тоді, коли за оцінками менеджменту вони недооцінені ринком. У цьому разі вартість підприємства зростає і менеджмент не діє в інтересах власників, які продають свої корпоративні права.

Шостий принцип вказує на необхідність встановлення винагороди топ-менеджменту компаній за довгострокові результати. Компанія може реалізувати потенціал зростання вартості лише за наявності дієвої системи стимулювання всієї ієрархії менеджменту. Особливої уваги заслуговує інструментарій мотивації топ-менеджменту. До недавнього часу вважалося, що найбільш адекватним інструментом мотивації топ-менеджерів до прийняття вартісно-орієнтованих управлінських рішень є опціони на придбання акції. Однак більшість менеджерів у своїй діяльності керуються короткостроковими вартісними орієнтирами. Практика засвідчує, що менеджери прагнуть якнайшвидше

реалізувати свої опціони і продати акції за максимальною ціною. Для цього здебільшого приймаються рішення, спрямовані на максимізацію прибутку в короткостроковому періоді, тобто повністю ігноруються принципи ефективного управління вартістю.

Раппапорт пропонує зорієнтувати системи мотивації топ-менеджменту на індекси, які прив'язані до ринкового курсу акцій або ж до внутрішніх вартісно-орієнтованих індикаторів. За цього підходу менеджмент отримує винагороду лише у тому разі, якщо динаміка курсу акцій компанії є кращою, ніж відповідні показники в конкурентів чи в інших фірмах-аналогах. Для підприємств, стосовно яких неможливо провести змістовний бенчмаркінг (щодо змін курсу корпоративних прав), виправданим є застосування інструментарію опціонів на придбання акцій за спеціальними планами реалізації опціонного права, яке містить компоненту ризику. Мова йде про так звані DERO (Discounted Equity Risk Option). Ціна реалізації DERO щорічно збільшується на відсоток доходності за десятирічними державними облігаціями (безризикова норма доходності) та на премію за ризик у формі очікуваної ставки рентабельності власного капіталу. В літературі можна зустріти обґрунтування й інших інструментів мотивації топ-менеджменту. Використання зазначених інструментів залежить від специфічних умов діяльності конкретного підприємства.

Сьомий принцип зводиться до створення дієвих систем матеріального стимулювання для керівників структурних підрозділів компанії. Винагороду менеджменту лінійних підрозділів не доцільно прив'язувати до ринкового курсу акцій, чи до інших індикаторів, які характеризують ефективність діяльності підприємства загалом. Це пояснюється тим, що зростання курсу акцій та загальної вартості підприємства може відбуватися за рахунок доданої

вартості створеної іншими підрозділами, аніж того, ефективність якого оцінюється. Навпаки, окремий центр відповідальності може генерувати додану вартість, у той час як загалом у підприємстві спостерігається зменшення вартості та зниження курсу корпоративних прав. Саме тому, системи винагороди менеджменту децентралізованих підрозділів слід прив'язати до ефективності діяльності відповідних центрів відповідальності.

На сьогодні досить поширеною є практика інтеграції систем мотивації в систему бюджетування. Бонуси менеджерів за цього підходу залежать від рівня виконання планових показників. Однак такий спосіб вирішення питання матеріального заохочення не виправдовує себе. Це пояснюється багатогранними конфліктами інтересів, які проявляються як на стадії складання, так і на стадії затвердження і виконання бюджетів, та бюджетного контролю. Раппапорт пропонує прив'язувати систему матеріального заохочення менеджерів структурних підрозділів до показників доданої вартості, які генеруються відповідними структурними одиницями. При цьому можна використовувати різні концепції, побудовані на показниках EVA, CVA чи DCF. Такий підхід дозволяє гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів.

Восьмий принцип наголошує, що реалізуючи стратегію зростання вартості керівництву підприємства не слід забувати про рядовий персонал. Створення доданої вартості без персоналу є практично неможливим. Показники обсягів реалізації, економічної доданої вартості, CFROI є корисними вартісними індикаторами, однак вони слугують орієнтирами для менеджменту підприємства. Для забезпечення генерування вартості необхідно також розробити конкретні кількісні цільові орієнтири для рядового персоналу. Слід чітко визначити, що, коли і як має робити конкретний працівник для забезпечення приросту вартості. Зазначені орієнтири

мають бути прозорими і зрозумілими. З іншого боку, слід раціонально використовувати інструментарій заохочення рядового персоналу, який знаходиться як у площині виплати заробітної плати, бонусів, соціальних виплат, так і у сфері збереження робочого місця, підвищення кваліфікації, кар'єрного росту, умов праці, виробничого клімату, участі в капіталі.

Дев'ятий принцип говорить, що ризики топ-менеджерів і акціонерів мають бути однаковими. Характеризуючи цей принцип слід зазначити, що повністю вирівняти ризики менеджменту та інвесторів неможливо. Це зумовлено тим, що менеджмент як агент завжди буде мати переваги в інформаційному забезпеченні у порівнянні з інвесторами. Однак компанії мають впроваджувати інструменти та моделі, які спрямовані на зменшення розриву між ризиками зазначених груп інтересів. До найбільш поширених методів, спрямованих на збалансування ризиків менеджменту та власників, відносять зобов'язання топ-менеджменту до володіння певного пакету корпоративних прав компанії. Наприклад, спеціальним договором може бути передбачено, що керівник підприємства має володіти пакетом акцій, ринкова ціна якого складає п'ять річних обсягів заробітної плати. Дієвість зазначеного інструмента підвищується, якщо акції, що належать керівництву, матимуть обмежену ліквідність, тобто якщо керівник не зможе продати їх у будь-який вигідний для себе час.

Десятий принцип відстоює необхідність ефективної комунікації компанії з її інвесторами. Завдяки якісній комунікації знижується ціна залучення капіталу та зростає ринковий курс акцій. Учасники ринку капіталів мають бути поінформованими про майбутню динаміку чистих грошових потоків та інші фактори впливу на вартість підприємства. Для цих цілей доцільним є складання та оприлюднення так званого

репортингу про вартість компанії. Якщо ж рівень комунікації менеджменту з інвесторами не задовольняє інформаційні потреби інвесторів, то останні мають ставити питання про відповідність керівництва займаним посадам.

Підсумовуючи вищевикладені міркування щодо змісту та значення принципів забезпечення зростання вартості підприємства, можна стверджувати, що компанії, які декларують довгострокову стратегію зростання, не зможуть її реалізувати без дотримання зазначених принципів. Якщо менеджмент свою увагу сконцентрує на короткострокових цілях та на існуючій операційній діяльності, ігноруючи при цьому можливості зростання, які закладені в нових полях бізнесу, то рано чи пізно результати діяльності виявляться нижчими за очікування ринку капіталів. Внаслідок цього курс акцій і ринкова вартість підприємства будуть знижуватися. Відповідно у підприємства виникнуть складнощі із залученням коштів. Логічною реакцією власників на цю обставину буде зміна керівництва компанії. Зазначені висновки стануть у нагоді не лише в процесі забезпечення вартісноформуючої функції корпоративних фінансів, а й у процесі прийняття фінансово-інвестиційних рішень.

Для спрямування фінансових рішень менеджменту на вартісно-орієнтовані критерії доцільно запровадити систему управління поведінкою, яка б ґрунтувалася на вартісно-орієнтованих показниках результативності. На наш погляд, у контексті спрямування діяльності менеджменту на досягнення вартісних цілей на підприємствах доцільно імплементувати не просто окремі вартісно-орієнтовані критерії, а запровадити завершену логічно-дедуктивну систему показників. Ця система має бути побудована на основі розщеплення вартісно-орієнтованого показника на окремі фактори, що впливають на рівень досягнення цілей. Такий підхід уможливить якісний вартісно-орієнтований

контролінг, що полягає в аналізі, плануванні та контролі досягнення вартісно-орієнтованих цілей. У результаті узагальнення найкращої практики розробки систем показників на рис. 3.3 пропонується вартісно-орієнтована ієрархія ключових показників діяльності.

На вершині вартісно-орієнтованої піраміди показників зафіксовано показник економічної доданої вартості. В основі дерева розрахунку EVA знаходиться показник NOPAT та витрати на капітал. NOPAT (Net Operating Profit After Tax) характеризує величину прибутку підприємства перед сплатою відсотків за кредити та після оподаткування (чистий прибуток + проценти за кредит).

Розщеплення NOPAT на окремі фактори впливу дозволяє проводити їх ефективний моніторинг та аналіз відхилень. У системі зафіксовано також ще один важливий індикатор, який характеризує як результативність підприємства, так і його здатність генерувати грошові потоки за результатами операційної діяльності – показник EBITDA, що уможлиблює міжнародний аналіз окремих факторів впливу на вартісно-орієнтований показник через систему факторів впливу, можна з'ясувати, яким чином зміни у різних типах витрат, ціноутворенні, обсягах реалізації впливають на індикатори EBITDA та EVA.

Капітал, інвестований в операційну діяльність у пропонованій ієрархії показників визначається із залученням показника Net Operating Working Capital (NOWC), що характеризує чистий працюючий операційний капітал і розраховується як різниця між оборотними активами (без врахування поточних фінансових інвестицій) та поточними зобов'язаннями (не враховуючи фінансові зобов'язання). При цьому ми виходимо із припущення, що всі грошові кошти та їх еквіваленти мають операційний характер, тобто формуються в обсязі, необхідному для забезпечення операційної діяльності підприємства.

Така схема розрахунку, інвестованого у операційну діяльність капіталу, дозволяє здійснювати моніторинг одного із ключових індикаторів ліквідності підприємства, яким є показник NOWC. Окрім цього, вартісно-орієнтована піраміда показників містить також елементи структурного аналізу: у процес визначення середньозважених витрат на капітал залучено коефіцієнт фінансової незалежності, який показує частку власного капіталу у загальній структурі капіталу та є важливим індикатором фінансових ризиків підприємства.

Окреслена система показників дозволяє оцінити результативність операційної діяльності підприємств та визначити фактори, що впливають на показник економічної доданої вартості, що генерується операційною діяльністю. У разі необхідності на базі запропонованої системи можна побудувати модифікації для оцінки результативності окремих сегментів бізнесу чи корпорації загалом. Чітка візуалізація та структурованість ключових індикаторів та факторів, що впливають на вартісно-орієнтований показник, суттєво полегшує процес прийняття рішень. У комплексі з іншими заходами запровадження вартісно-орієнтованих критеріїв прийняття фінансових рішень дозволить зменшити ризики вкладень у корпоративний сектор та витрати на капітал.

Висновки до розділу 3

Підбиваючи підсумок проведеного дослідження ринкових критеріїв прийняття рішень щодо фінансування корпоративних підприємств, можна зробити такі висновки:

1. Інтегрованим критерієм прийняття фінансових рішень як на рівні капіталодавців, так і підприємств, що є об'єктами вкладень, є ставка витрат на капітал. Ця ставка відповідає очікуваній капіталодавцями доходності вкладень в актив з врахуванням комплексу макроекономічних ризиків, операційних та фінансових ризиків вкладень у конкретне підприємство. Залежно від інструменту, на основі якого залучаються кошти, критерієм прийняття рішень може слугувати ставка витрат на власний (інвестований) капітал та ставка витрат на борговий капітал.

2. Значна група чинників, які впливають на рішення щодо фінансування корпоративного сектору, знаходить свій вираз у кредитно-інвестиційних рейтингах країни. Суверенні рейтинги (через величину премії за ризик вкладень в країну) впливають на рівень локальних процентних ставок, а отже, визначають витрати на капітал для корпоративного сектору. Окрім цього, низькі рейтинги країни та високі премії за ризики, що очікуються капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу із реального сектору економіки у спекулятивний. Зростання обсягів останніх перетворюється на чинник фінансової кризи в країні.

3. Певним запобіжником переливання капіталу із реального сектору в спекулятивний через зростання ризиків та вартості капіталу є використання сучасних інструментів ведення бізнесу та прийняття фінансово-економічних рішень. Ці інструменти мають бути спрямовані на забезпечення виконання вартісноформуючої та інформаційної функції корпоративних фінансів. На зменшення ризиків капіталодавців та покращення інвестиційної привабливості спрямовані такі інноваційні системи та технології, як фінансовий контролінг, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, сучасні прийоми оцінки кредитних ризиків тощо. Їх практична імплементація у комплексі із макроекономічними реформами в країні дозволить покращити рейтинги як країни загалом, так і окремих суб'єктів господарювання зокрема. Це створить умови для припливу капіталу у реальний сектор економіки на сприятливі умови.

4. Зменшення премії за ризик країни, а отже, і рівня локальних процентних ставок можна досягти здійснюючи планомірний вплив на параметри, що визначають рейтинг країни. Реформи на рівні держави мають бути сконцентровані на нейтралізації макроекономічних ризиків, зокрема, на покращенні інвестиційного клімату в країні, стабілізації макроекономічних показників. Заходи впливу на параметри, що визначають суверенні рейтинги мають здійснюватися як на рівні державних органів, так і з боку менеджменту корпоративних підприємств. Принципова різниця між фінансовими кризами в країнах з розвиненим фондовим ринком і кризами в країнах з ринками, що розвиваються, полягає у тому, що рівень процентних ставок, зокрема базової процентної ставки, в розвинених країнах знижується, а на ринках, що розвиваються, – навпаки.

5. Суверенні рейтинги країни формуються як за рахунок чинників, які не підконтрольні суверенному Уряду країни (високий рівень боргового навантаження, зовнішні військові загрози, закриття ринків з боку окремих країн, ряд макроекономічних показників), так і під впливом факторів, які можуть бути взяті під контроль державними органами (рівень корупції, захист прав інвесторів, інфля-

ція, більшість макроекономічних показників, якість державного регулювання економічних процесів). Саме на цьому блоці факторів мають бути сконцентровані реформи, які сприятимуть покращенню суверенних рейтингів країни.

6. У процесі обґрунтування фінансово-інвестиційних рішень слід оперувати не величиною витрат на позичений капітал, що впливає з фінансової звітності за відповідний період, чи процентною ставкою, що зафіксована у кредитному договорі, а очікуваною ринком ставкою витрат на позиковий капітал. Саме ця ставка має прийматися для визначення ставки дисконтування, яка є ключовим елементом інвестиційних розрахунків, обчислення справедливої вартості активів, оцінки вартості бізнесу. Ставка витрат на позичений капітал залежить від договірної процентної ставки, величини податкового щита, ймовірності дефолту боржника та величини можливих збитків кредиторів у разі дефолту позичальника. За фіксованої процентної ставки за користування позичковим капіталом зі зростанням ймовірності дефолту ставка витрат на позичений капітал знижується. У результаті цього за інших рівних умов знижується ставка дисконтування та зростає вартість компанії. Ринкова вартість боргового фінансового інструмента при цьому знижується. Водночас з часом проценті ставки, за якими залучаються позики, приводяться у відповідність до значень ймовірності дефолту.

Таким чином, ймовірність дефолту є визначальним чинником, що впливає як на договірну процентну ставку, так і на очікувану ринком ставку витрат на позичений капітал. Для зниження процентних ставок необхідно забезпечити зниження параметру ймовірності дефолту. Цього можна досягти через покращення фінансових показників діяльності підприємств, підвищення їх інформаційної прозорості та використання транспарентних і коректних рейтингових систем.

7. До числа ключових критеріїв прийняття фінансових рішень сучасними корпораціями можна віднести орієнтацію на максимізацію вартості. Це зумовлено тим, що очікуваний приріст вартості активів є основним індикатором, на який орієнтуються капіталодавці, приймаючи рішення щодо фінансових вкладень. Отже, на рівні корпоративного сектору мають бути імplementовані інструменти, спрямовані на забезпечення виконання вартісноформуючої та інформаційної функції корпоративних фінансів. До таких інструментів належать: фінансовий контролінг, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, сучасні прийоми управління ризиками. Для спрямування рішень менеджменту на досягнення вартісних орієнтирів слід запровадити вартісно-орієнтовану ієрархію фінансових показників, що полегшує управління поведінкою агентів, планування, аналіз та контроль чинників, що впливають на вартість.

РОЗДІЛ 4. ЗАЛУЧЕННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ З ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТАРІЮ РИНКУ КАПІТАЛІВ

4.1. Проблематика фінансування корпоративних підприємств на основі емісії акцій

Основним інструментом залучення коштів компаніями на ринку капіталів є емісія акцій. Незважаючи на те, що цей інструмент має давню історію, є широко відомий як у країнах з розвиненим фондовим ринком, так і в Україні, актуальність питання дослідження проблематики емісії та обслуговування акцій не зменшується. Можна констатувати, що в Україні спостерігається брак наукового забезпечення прийняття рішень у сфері залучення коштів через емісію акцій. У той час, як на заході великі компанії та банки мають у своїх структурах цілі науково-дослідні інститути, які окрім іншого забезпечують наукову підтримку процесів розміщення цінних паперів на ринках, в українських фахових виданнях можна зустріти поодинокі наукові праці з відповідної проблематики. У пропонованому розділі монографічного дослідження висвітлено ряд концептуальних питань, спрямованих на удосконалення процесів залучення коштів підприємствами на основі розміщення акцій.

Відповідно до законодавства, акція – це пайовий цінний папір, який посвідчує участь його власника у статутному капіталі підприємства, надає власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством,

проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів. З інформації НКЦПФР, за станом на 01.10.2017 р. в Україні зареєстровано 2554 публічних акціонерних товариства. Починаючи з моменту набуття чинності норм Закону «Про акціонерні товариства» щодо кількісного складу акціонерів ПрАТ (01.05.2016 р.), близько 460 акціонерних товариств пройшли процедуру зміни типу з публічного на приватне. Водночас менеджмент більшості акціонерних товариств ігнорує ринок акцій та фінансові можливості, які він створює. В. Бабіченко у своїй монографії звертає увагу на те, що у фінансовій стратегії підприємств додаткова емісія акцій займає останнє місце в ієрархії можливих джерел фінансування [2, с. 407].

На перший погляд, якщо проаналізувати кількісні показники обсягів випусків акцій за останні десять років, може скластися враження про виключно позитивні тенденції у сфері фінансування вітчизняних акціонерних товариств за рахунок цього фінансового інструмента. На рис. 4.1 наведена динаміка зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій за 2006–2016 рр. (за станом на кінець відповідного року). Якщо за станом на кінець 2006 р. Комісією було зареєстровано загалом випусків акцій на загальну суму 195,94 млрд. грн., то на кінець 2016 р. цей показник зріс більш, ніж у п'ять разів і досяг 1037,98 млрд. грн.

Якщо проаналізувати якісні характеристики випусків акцій підприємствами за відповідний період, то напрашуються досить критичні висновки:

- по-перше, обсяг випусків у доларовому еквіваленті залишився практично незмінним – близько 39 млрд. дол. США;

- по-друге, у структурі випусків, особливо в останні роки, лєвова частка (у 2016 р. – 97,51%) припадає на емісії, здійснені банками та страховими компаніями у рамках виконання вимог регуляторів щодо достатності капіталу;

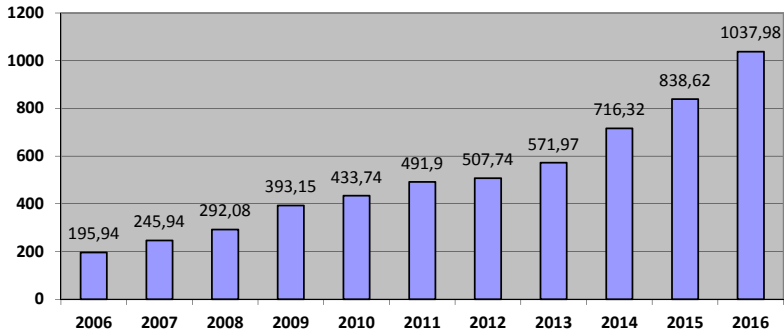


Рис. 4.1. Динаміка обсягів зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій, 2006–2016 рр., млрд. грн. [65]

– по-третє, частка акцій, що допущені до торгів на фондових біржах та тих, які допущені до лістингу (перебувають у біржовому реєстрі), є вкрай низькою.

На рис. 4.2. наведені річні обсяги зареєстрованих НКЦПФР акцій за останні десять років.

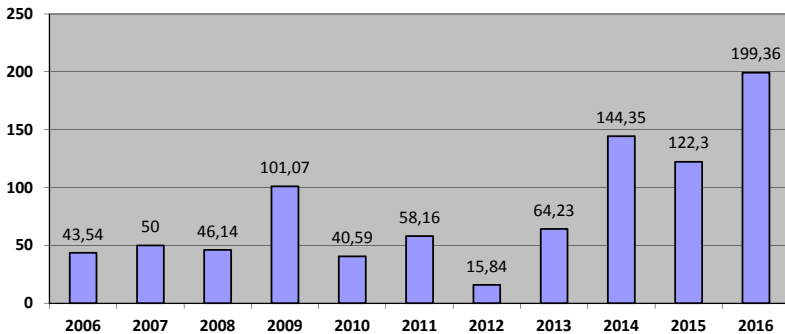


Рис. 4.2. Обсяги зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій за окремими роками, 2006–2016 рр., млрд. грн. [65]

В таблиці 4.1 наведена інформація щодо співвідношення біржового та позабіржового ринку акцій України у 2012–2016 рр. Як бачимо, лівова частка емісій акцій, що зареєстровані НКЦПФР, знаходиться в обігу на позабіржовому сегменті фондового ринку. За останні п'ять років найвища частка біржового сегменту акцій складала 11,6% (2014 р.). У цьому ж році найвищою була частка торгів акціями на біржовому ринку (5,9%). У 2016 р. частка біржового ринку у торгівлі акціями скоротилася до 0,4%, а частка позалістингових акцій у загальній кількості випуску акцій досягла 99,34%. Якщо у 2014 р. до лістингу було допущено акції 172 компаній, у 2015 р. – 57, то у 2016 р. – лише 11.

Таблиця 4.1

**Співвідношення біржового та позабіржового
ринку акцій, 2011–2016 рр. [65]**

Показники	2012	2013	2014	2015	2016
Кількість випусків акцій, що перебувають в обігу на фондовому ринку, шт. (за станом на кінець року наростаючим підсумком), шт.	15611	14706	12616	12216	11829
Кількість випусків акцій, які допущені до торгів на фондових біржах, шт. (за станом на кінець року наростаючим підсумком), шт.	1338	1499	1466	1166	958
Частка акцій, що допущені до торгів на фондових біржах, %	8,6	10,1	11,6	9,5	8,1
Частка позалістингових акцій, %	90,76	90,57	90,47	95,89	99,34
Обсяги торгів акціями на позабіржовому ринку, млрд. грн.	570,32	126,19	391,04	457,06	480,38
Обсяги торгів акціями на біржовому ринку, млрд. грн.	21,54	44,92	24,46	5,22	2,08
Частка торгів акціями на біржовому ринку, %	3,6	2,6	5,9	1,1	0,4

Таким чином, фондовий ринок України представлений переважно «квазіпублічними» компаніями, які не ставлять за мету відповідати критеріям, необхідним для допуску до лістингу та не прагнуть залучити кошти на публічних ринках. Зазначені «квазіпублічні» акціонерні товариства не виконують вимог щодо розкриття інформації, корпоративного управління, відносин з інвесторами, у тому числі щодо виплат дивідендів міноритарним акціонерам. За висновками НКЦПФР, переважна частка торгів на неорганізованому ринку відбувається з акціями, ціноутворення за якими є непрозорим. Понад 60% угод з акціями на цьому ринку здійснюються декількома торговцями цінними паперами [55].

Слід зазначити, що інформація відносно обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2016 р. не є репрезентативною, оскільки суттєвим чинником, що вплинув на відповідний показник, стала емісія акцій Приватбанку на суму 116,8 млрд. грн. у рамках націоналізації банку. Аналіз відповідної інформації засвідчує досить нестабільну динаміку річних обсягів випусків. Можна припустити, що абсолютна величина обсягів річних емісій акцій залежить від таких ключових чинників: рівня економічної кон'юнктури, активності іноземних інвесторів на вітчизняному ринку капіталів, курсу національної грошової одиниці, посилення вимог фінансових регуляторів щодо мінімальної величини капіталу банків та страхових компаній, макроекономічних ризиків.

Проводячи оцінку кількісних характеристик обсягів випуску акцій на вітчизняному фондовому ринку слід також враховувати, що значна частка емісій була здійснена з порушенням регулятивних вимог та носила ознаки фіктивності і маніпулятивності. Таким чином, реальний обсяг фінансових ресурсів, який залучали підприємства корпоративного сектору економіки на вітчизняному ринку капіталів на основі емісії акцій, є вкрай незначним.

За оцінками експертів, на початок 2018 р. очікується, що український ринок акцій буде представлений всього шістьма дійсно публічними компаніями, які відповідають усім вимогам щодо лістингу.

Як показує аналіз статистичної інформації, не дивлячись на позитивну динаміку певних абсолютних показників вітчизняного ринку акцій, існує значне коло проблем його розвитку. В таблиці 4.2 наведена інформація щодо частки обсягів торгівлі акціями на вітчизняному ринку цінних паперів та рівня капіталізації лістингових компаній. Динамка обох індикаторів свідчить про фактичну зупинку ринку акцій. Рівень капіталізації лістингових компаній є інтегрованим виразом усіх факторів ризику ринку капіталів. На кінець 2016 р. цей показник склав менше 1 млн. дол. США. Очевидно, що це є найнижчим показником за всіма країнами, в яких наявний фондовий ринок.

Таблиця 4.2

Кількісні та якісні характеристики ринку акцій в Україні, 2010–2016 рр. [65]

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд. грн.	40,6	58,2	15,8	64,2	144,3	122,3	199,4
Частка обсягу торгів акціями на ринку цінних паперів, в %	33,3	29,1	8,2	9,2	4,2	2,0	0,9
Капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на кінець року, млрд. грн.	171,7	179,9	277,02	311,7	457,6	63,5	20,0

Досить виразним індикатором, який характеризує якість локального ринку капіталів у міжнародному зіставленні, є показник співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП. Динаміка цього показника починаючи з 2008 р. наведена на рис. 4.3.

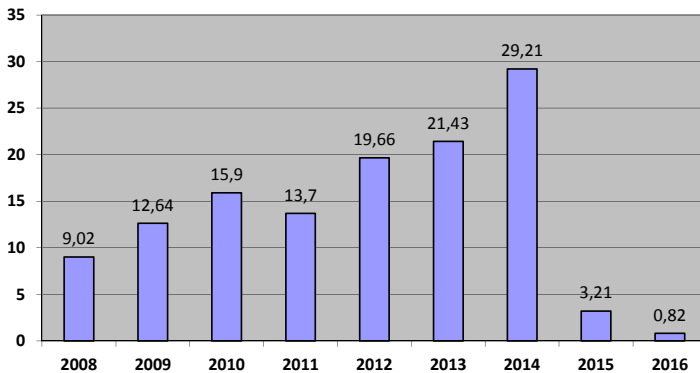


Рис. 4.3. Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, % [65]

У той час, як у США рівень ринкової капіталізації компаній досягає річного ВВП, у Польщі, частка капіталізації знаходиться на рівні 30% до ВВП, в Україні в 2016 р. цей показник опустився до 0,82%. Аналітична інформація НКЦПФР, численні факти зловживань у ході торгів на вітчизняному фондовому ринку дозволяють припустити, що високі рівні капіталізації, що були зафіксовані у роки, що передували 2015 р., значною мірою були наслідком маніпуляцій на ринку та недостовірної інформації. Як зазначає голова НКЦПФР Т. Хромаєв, за результатами операцій з фіктивними інструментами тривалий час формувалися фіктивні показники капіталізації. Отже, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам та економіці загалом, а фондові біржі здебільшого нагадували «гуртки за інтересами, які допомагали малювати потрібні кількісні показники» [88]. Обсяги торгів у порівнянні з капіталізацією ринку були незначними. Це означає, що рівень вільного обігу акцій на організованому ринку капіталів був критично низьким. Багато підприємств, які були допущені до лістингу, не відповідали усім вимогам, а отже, невіправдано були включені в статистику щодо капіталізації. Так, низьке значення відповідного

індикатора за 2015–2016 рр. характеризує реалістичну картину, що склалася на вітчизняному ринку капіталів.

До безпосередніх наслідків нерозвиненості ринку акцій, невиконання вимог щодо допуску до лістингу та ігнорування принципів корпоративного управління можна віднести високі витрати на капітал підприємств, недооціненість їх ринкової вартості та незначні обсяги інвестицій в країну.

Обсяги залучень коштів українськими підприємствами як на міжнародному, так і на внутрішньому фондовому ринку, порівняно зі світовими тенденціями, є досить незначними. Це зумовлено тим, що використання акцій як інструменту залучення ресурсів пов'язано з цілим рядом проблемних питань, без вирішення яких спроби публічного розміщення для цілей оптимізації політики фінансування компаній приречені на невдачу. Ці питання пов'язані з необхідністю оптимізації фінансових відносин, що виникають у процесі публічного розміщення, скорочення строків емісії та мінімізації накладних витрат на розміщення. Суттєвого удосконалення потребує також вітчизняна нормативно-правова база, яка регулює процеси оподаткування операцій на фондовому ринку, захист прав власності, порядок здійснення фінансового посередництва на фондовому ринку.

Для зміни тенденції щодо мінімізації ролі ринку акцій як джерела залучення коштів вітчизняними підприємствами необхідно проводити планомірну роботу за двома напрямками: удосконалення нормативно-правової бази, яка регламентує діяльність публічних акціонерних товариств і функціонування ринку капіталів та формування якісного методичного забезпечення діяльності фінансового менеджменту компаній у процесі здійснення емісії та обслуговування акцій.

4.2. Контролінг первинного розміщення акцій підприємств на фондовому ринку

З огляду на активну діяльність вітчизняних емітентів на міжнародних ринках капіталів, інтенсивну роботу НКЦПФР щодо реформування нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів можна припустити, що зацікавленість у реанімації українського ринку капіталів є як на рівні державних регуляторних органів, так і на рівні можливих підприємств-емітентів. Таким чином, публічне розміщення корпоративних прав на вітчизняному фондовому ринку можна віднести до числа перспективних засобів залучення фінансових ресурсів підприємствами. Менеджмент та власники багатьох вітчизняних компаній, розуміючи переваги, пов'язані з публічним розміщенням корпоративних прав, поступово переходять до практичної реалізації стратегії залучення фінансових ресурсів через публічну пропозицію цінних паперів.

Відповідно до законодавства, публічна пропозиція цінних паперів – це пропозиція (оферта), звернена до невизначеного кола осіб про придбання цінних паперів за ціною та на умовах, визначених в такій пропозиції. Залежно від джерела походження цінних паперів, вона може здійснюватись за такими способами:

- емітентом в процесі емісії цінних паперів (IPO);
- емітентом щодо викуплених цінних паперів (SPO);
- оферентом щодо продажу належних йому цінних паперів (PO).

Причому подання заявки про допуск до торгів на фондовій біржі вважається здійсненням публічної пропозиції [58].

Термін IPO «Initial Public Offering» використовується у разі, якщо мова йде про здійснену вперше операцію повного або часткового публічного розміщення емісії акцій

підприємства на організованому ринку капіталів. Саме тому у контексті IPO досить часто вживається поняття «Going Public» (публічність). Термін «Initial» означає, що акції вперше розміщуються на публічному ринку. На протигагу цьому усі наступні емісії, які здійснюються у рамках збільшення статутного капіталу та розміщуються на фоновому ринку, позначаються як вторинне розміщення «Secondary Offering».

Основні мотиви, які рухають менеджментом та власниками компанії до IPO, зумовлені прагненням покращити фінансово-економічне становище як підприємства, так і його власників. Зміст основних переваг для підприємства-емітента, які досягаються в результаті виходу на організовані фінансові ринки, можна описати такими тезами:

- покращуються можливості залучення довгострокового капіталу, у тому числі можна отримати додаткове джерело фінансування у вигляді емісійного доходу;

- створюються умови для зменшення ціни залучення як власного, так і боргового капіталу;

- підвищується рівень фінансової незалежності та гнучкості підприємства через зменшення потреби у кредитних ресурсах;

- фондовий ринок дає можливість постійно мати адекватну інформацію про ринкову капіталізацію компанії;

- порівняно низький рівень інформаційної асиметрії зменшує ризики, зумовлені принципал-агент конфліктом та мінімізує так звану проблему «ринку лимонів»;

- лістинг на фондовій біржі генерує надбавку до вартості компанії завдяки підвищенню рівня ліквідності та мобільності корпоративних прав, зростання прозорості фінансових показників, зниження рівня ризиковості компанії;

- розміщення емісії здійснюється серед великої кількості інвесторів, значна частина яких не претендує на контроль над підприємством (за IPO можна запропонувати до лістингу менше 50% від загального статутного капіталу);

– диверсифікація фінансових ризиків та збалансування інтересів шехолдерів і стейкхолдерів;

– підвищення статусу, іміджу компанії та її інвестиційного рейтингу, що суттєво полегшує діяльність як на ринку капіталів, так і на інших ринках, зокрема товарному, та робочої сили.

Домінантним мотивом до IPO в підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання та покращення структури капіталу. Всі інші переваги є супутніми. Для власників пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства.

Для використання інструментарію емісії акцій для залучення коштів на ринку капіталів насамперед необхідно розробити концепцію первинного публічного розміщення акцій. Пропонована концепція IPO включає в себе: стратегію розміщення акцій та залучення коштів, визначення місця розміщення (торгової площадки), план інвестор-релейшнз, формування календаря заходів з IPO, порядок визначення курсу емісії, кількості та номіналу акції, які передбачається розмістити, визначення цілей використання коштів.

Вивчення спеціалізованої науково-практичної літератури засвідчує, що у наукових розробках недостатня увага приділяється питанням розробки стратегії, планування, аналізу, контролю, методичного забезпечення процесу первинного розміщення. На наш погляд, всі ці питання можна об'єднати під узагальненою назвою «контролінг IPO». Під контролінгом IPO ми розуміємо систему інформаційної підтримки, координації, планування, аналізу, управління ризиками та контролю, яка в сукупності зорієнтована на підвищення ефективності первинного публічного розміщення акцій. Контролінг IPO має забезпечити координацію обов'язкових заходів, які є необхідною умовою допуску

цінних паперів до торгівлі на фондовій біржі (вимоги щодо розкриття інформації, публікації проспекту емісії, різного роду реєстрації у регуляторних органів), а також заходів щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу).

Основою контролінгу IPO є концепція первинного розміщення корпоративних прав. Ключові елементи концепції IPO наведено на рис. 4.4.

Визначальним елементом концепції є стратегія здійснення IPO. Стратегія конкретизується у календарі заходів з розміщення (бюджет часу). Тривалість підготовчих та організаційних робіт для здійснення IPO на міжнародному фондовому ринку в середньому складає від шести місяців до півтора року. Причому в оптимальному випадку три місяці витрачається на підготовчі роботи і ще три місяці на безпосередню роботу з інвесторами, біржею та регуляторними органами. Для українських компаній цей термін досягає трьох років. Отже, резерв для оптимізації робіт є досить суттєвим.

Для упорядкування робіт з метою максимального прискорення IPO й має бути призначений календар заходів. Характер цих робіт визначається джерелом походження акцій: передаються на ринок для відкритого продажу в результаті перерозподілу корпоративних прав між існуючими власниками чи нові інвестори залучаються в результаті збільшення статутного капіталу. Перший варіант IPO не рекомендується, оскільки у цьому разі біржа розглядається як «каса», через яку власники прагнуть отримати кошти, що загалом є негативним сигналом для учасників ринку.

У практиці IPO домінує розміщення за рахунок збільшення статутного капіталу. Саме з цього варіанту ми будемо виходити у подальшому нашому дослідженні.

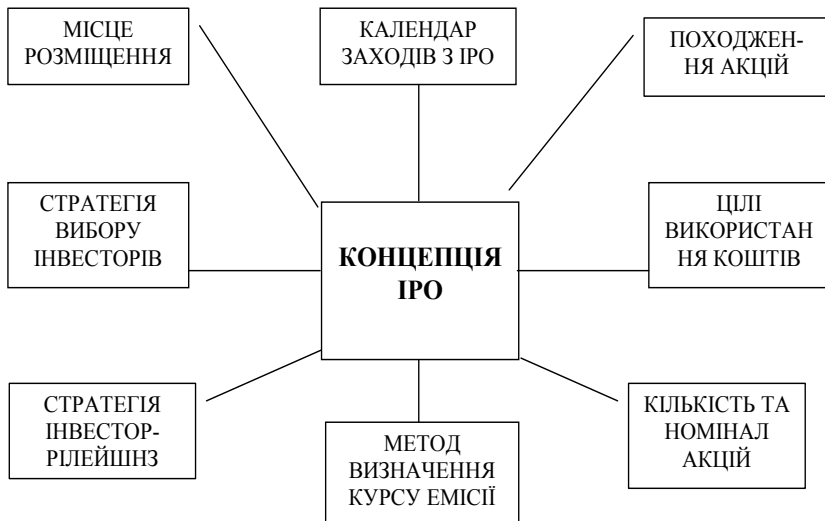


Рис. 4.4. Базові елементи концепції первинного публічного розміщення акцій на ринку*

*Джерело: узагальнено та побудовано автором

Величина збільшення статутного капіталу, а отже, й основні параметри емісії (кількість акцій, номінал, курс емісії) залежить від обсягу потреби в капіталі, який визначається цілями залучення фінансових ресурсів. Основні цілі залучення ресурсів мають бути детально презентовані інвесторам. Серед типових напрямків використання коштів можна виокремити реалізацію інвестиційних проектів, спрямованих на розширення виробництва чи реконструкцію діючих основних засобів, акумуляція ресурсів для здійснення аквізицій (злиття, поглинання), розширення діяльності на міжнародних ринках. Успіх розміщення акцій на фондовому ринку у

значній мірі визначається вдалим вибором курсу емісії. Питання вибору оптимального методу формування курсу емісії акцій буде досліджено нижче.

При виборі фондової площадки окрім критерію достатності капіталу слід враховувати регуляторні вимоги щодо допуску до біржових торгів, які діють у відповідній країні, витрати, пов'язані з розміщенням, географічне віддалення фондової біржі як від підприємства емітента, так і від основних категорій інвесторів. Враховуючи вищевикладене, найбільш привабливими для українських емітентів є торгові площадки лондонської біржі та біржі у Франкфурті-на-Майні та Варшаві. У концепції IPO також слід висвітлити порядок здійснення двох основних типів заходів:

а) обов'язкові заходи, які є необхідною умовою допуску цінних паперів до торгівлі на фондовій біржі (вимоги щодо розкриття інформації, публікації проспекту емісії, різного роду реєстрації у регуляторних органах);

б) заходи щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу).

Первинне розміщення корпоративних прав може здійснюватися і на вітчизняному фондовому ринку. IPO на вітчизняному фондовому ринку є набагато дешевше і в технічному плані простіше, насамперед через менші вимоги щодо розкриття інформації та прозорості звітності. Однак вітчизняний фондовий ринок залишається для великих підприємств досить обмеженим через високий рівень зарегульованості українського ринку капіталів, невелику кількість покупців та продавців на ньому, недостатню ліквідність. У результаті недостатньої інтеграції вітчизняного ринку капіталів у світову фондову інфраструктуру українські емітенти не мають можливості отримати максимальну ціну корпоративних прав при включенні їх до лістингу. Окрім

цього, багато крупних компаній створюють вертикально та горизонтально інтегровані структури, в яких консолідація фінансових результатів відбувається не на рівні резидентів, а в компаніях, що зареєстровані закордоном. Сукупність цих та інших факторів підштовхують великі українські компанії проводити свої IPO на міжнародних ринках капіталу. Така тенденція характерна для більшості країн з недостатньо розвиненим фондовим ринком.

Важливим етапом IPO є проведення поглибленого аналізу усіх ключових аспектів діяльності підприємства – оцінка вартості та готовності до первинного розміщення (дью-ділідженс). За результатами DD має бути сформульована відповідь на питання, якою є реальна ринкова вартість підприємства та які перспективи її зростання.

Контролінг IPO включає в себе комплекс аналітичних процедур, спрямованих на розрахунок та планування курсу емісії корпоративних прав. Успішне первинне розміщення корпоративних прав залежить від багатьох факторів, зокрема від стану ринку капіталів, тенденцій на біржі, очікувань на майбутні прибутки емітента та інвесторів, ефективності інформаційно-комунікаційної роботи, а також від параметрів емісії (обсяг емісії, співвідношення з яким здійснюються емісії, курс емісії). У процесі емісії акцій виникає природний конфлікт інтересів між емітентом та інвесторами. Емітент зацікавлений в якомога вищому курсі емісії, а інвестори – навпаки. Правильно встановлений курс до певної міри сприяє зменшенню конфлікту інтересів між різними групами учасників фінансових відносин, які мають відношення до емітента.

Встановлюючи курс розміщення, емітент стикається з ризиком, що попит не всіх інвесторів, які прагнуть придбати акції, буде повністю задоволений (занижений курс емісії) або ж передбачений обсяг емісії не буде викуплений (завищений курс). Чим вищий курс емісії, тим більший обсяг ліквідних засобів

залучається на підприємство при заданому обсязі збільшення статутного капіталу, тим більшим буде емісійний дохід.

Ключове запитання у галузі емісійної політики американських підприємств звучить таким чином: за яким максимальним курсом емісії можна розмістити акції на ринку протягом строку підписки? У той же час високий курс емісії може викликати проблеми з розміщенням емісії. Поточні зміни заздалегідь визначеного курсу емісії є небажаними, оскільки погіршується репутація емітента і він втрачає довіру з боку інвесторів. Для мінімізації ризику недорозміщення більшість емітентів при здійсненні IPO встановлюють дещо занижений курс емісії, так званий «underpricing» [129, с. 313]. Таким чином, визначення курсу не є чисто економічною чи математичною проблемою. При прийнятті рішення щодо встановленні курсу емісії слід враховувати такі основні чинники:

- стартові передумови, за яких проводиться емісія (готовність ринку капіталів освоїти нові корпоративні права);
- балансову вартість корпоративних прав (теоретичний курс акцій, який розраховується як виражене у відсотках відношення власного капіталу до статутного);
- ринкову вартість підприємства та перспективи її зростання;
- загальні тенденції на ринку та ринкові очікування щодо конкретного емітента;
- досить часто взаємопротилежні інтереси окремих власників та товариства.

В останньому випадку мова йде про можливий конфлікт інтересів між менеджментом та акціонерами, між окремими власниками при встановленні курсу емісії, оскільки курс емісії може слугувати інструментом розмивання корпоративної власності та здобуття (розширення) контролю на підприємством. Акцептування того чи іншого курсу, як правило, є результатом компромісу між найбільш впливовими групами

інтересів, а також серйозної аналітичної та інформаційно-комунікаційної роботи.

Розрізняють три основні методи встановлення ціни емісії при первинному розміщенні акцій: метод фіксованих цін, метод «формування портфеля» (він також називається «метод збору заявок») і аукціонний (тендерний) метод. Метод фіксованих цін полягає у тому, що перед початком періоду підписки емітент за узгодженістю з банком (менеджером розміщення), через який здійснюється емісія, встановлює конкретну ціну, за якою акції можуть бути реалізовані інвесторам, що проявили інтерес до компанії. Ціна розміщення визначається виходячи з результатів фундаментального аналізу підприємства, оцінки його вартості, а також порівняльних показників з аналогічними підприємствами. Актуальні тенденції на ринку, попит та пропозиція ресурсів за використання цього методу не враховуються. Курси емісії та обсяги емісії встановлюються в паралельних режимах. Для цього методу характерним є ризик суттєвого відхилення ринкового курсу, який встановлюється після розміщення акцій, від початкового курсу.

На міжнародних фондових ринках досить часто використовують аукціонний (або тендерний) метод встановлення ціни розміщення. За цього методу інвестор направляє емітенту або менеджеру розміщення свої заявки на придбання акцій із вказівкою курсу емісії та кількості акцій, які вони готові придбати. На основі зібраних заявок здійснюється розподіл обсягу емісії між інвесторами, згідно з критерієм максимально запропонованої ціни. Розрізняють дискримінуючий та конкуруючий аукціони. За дискримінуючого (американського) методу акції розподіляються між інвесторами згідно із заявками за різними цінами емісії. Метод конкуруючого аукціону (голландський підхід) передбачає розподіл обсягу емісії між інвесторами за єдиною ціною.

З точки зору емітентів, аукціонний метод є найкращим, оскільки в ціні розміщення враховуються ринкові очікування та тенденції. Це дає можливість оптимізувати обсяг емісії та зменшити витрати на залучення капіталу. Метод набув популярності внаслідок численних порушень і зловживань з боку найбільших інвестиційних банків і компаній, що практикували в основному метод «формування портфеля». Водночас він характеризується недостатнім рівнем прозорості та гнучкості.

Аукціонний метод не зміг поки що довести свою спроможність повністю замінити метод «формування (або наповнення) портфеля» (Bookbuilding), який започатковано в США. Метод містить інструменти, спрямовані на вирішення природного конфлікту інтересів, який виникає у разі емісії та встановлення ціни розміщення. Згідно з цим методом, перед початком підписки здійснюється збір заявок інвесторів про наміри придбати певну кількість акцій за визначену ціну (створюється так звана «книга попиту»). Збором та систематизацією заявок та побажань інвесторів займається менеджер розміщення (так званий Pre-Marketing). На основі обробки заявок інвесторів формується діапазон можливих цін та визначається цінова еластичність залежно від попиту ключових категорій інвесторів. Відхилення між нижньою та верхньою межею ціни розміщення складають зазвичай 10–20% [190, с. 386]. Підкреслимо, що збільшення цінового діапазону є негативним сигналом для інвесторів і підвищує ризик розміщення, оскільки є свідченням невизначеності щодо вартості компанії.

Після аналізу зібраної інформації менеджер розміщення обґрунтовує ціну емісії, яка потім остаточно узгоджується з емітентом. Причому діапазон, в якому буде знаходитися курс емісії, оголошується на ІРО-прес-конференції перед початком ІРО-роад-шоу. Отже, за цього методу інвестори визначають не лише кількість акцій, які вони бажають придба-

ти, а й ціну придбання. З іншого боку, емітент має можливість вплинути на структуру майбутніх співвласників компанії та встановити ціну залежно від попиту окремих (цільових) категорій інвесторів. Метод характеризується високим рівнем транспарентності та можливістю управляти емісією із врахуванням преференцій емітента та цільових груп інвесторів. Недоліки методу зумовлені порівняно невеликою кількістю інвесторів, на основі вивчення преференцій яких формується курс емісії, а також високими витратами на інвестор-релейнз. Перше у вітчизняній практиці IPO компанії «Укрпродукт» було здійснено за методом «формування портфеля». Подальші IPO проводилися за таким самим зразком [7, с. 22–27].

В теорії і практиці останнім часом все більшого поширення набуває модифікований метод «формування портфеля», так званий «Accelerated Bookbuilding» (прискорений метод формування портфеля). За цього підходу параметри курсу, нижня та верхня межа курсу емісії формуються після проведення менеджментом роад-шоу, тобто після зустрічі не з окремими категоріями інвесторів, а з великим числом учасників ринку. Цей метод дає можливість більш точно визначити настрої на ринку та очікування широкої маси інвесторів щодо параметрів емісії. Відмінності від методу «формування портфеля» пов'язані також скороченими строками підписки. Так, якщо за методу класичного «Bookbuilding» строк підписки в середньому може тривати 10 днів, то за використання «Accelerated Bookbuilding» (ABB) цей термін скорочується до 2–4 днів. Саме тому він і одержав назву прискореного (accelerated) формування портфелю. Основна перевага методу полягає у тому, що він дає можливість сформувати ціну емісії, максимально наближену до ситуації на ринку капіталів, від чого всі учасники ринку залишаються у вигравші.

З точки зору емітента, метод АВВ дає можливість провести більш ефективно роад-шоу, оскільки у цьому разі менеджмент повноцінно презентує компанію, стратегію, рівень корпоративного управління, модель ведення бізнесу, а не відстоює заздалегідь визначені параметри емісії. Інша перевага прискороного методу впливає з високого рівня волатильності фінансового ринку.

На переконання багатьох західних економістів, експертів з питань функціонування ринку капіталів (Й. Вегманн, В. Кох, Ф. Вайзер), завчасне встановлення курсу емісії пов'язане з ризиком зміни процентних ставок на ринку та невідповідності визначеного курсу тенденціям, які будуть спостерігатися на ринку у момент безпосереднього розміщення [146; 190].

У разі підвищення чи зменшення ставок на ринку можна відповідним чином змістити раніше узгоджений діапазон курсу емісії, однак таке рішення зашкодить репутації емітента (менеджера розміщення) та зменшить довіру до нього з боку учасників ринку. Завдяки скороченому строку підписки на акції та узгодженню курсу емісії перед самим розміщенням зменшується ризик волатильності ринку та негативних інформаційних приводів щодо емітента. Скорочений курс підписки виправдовується також емпіричними дослідженнями щодо практики прийняття рішення щодо придбання акцій крупними інституційними інвесторами. Як правило, інвестиційні рішення приймаються напередодні закінчення строку підписки. Отже, скорочений строк підписки не створює незручності для інвесторів.

Окрім окреслених аспектів, до компетенції контролінгу ПРО слід віднести складання звітності за результатами публічного розміщення акцій та контроль планів залучення і використання коштів. У рамках реалізації вартісно-орієнтованих принципів управління корпоративними фінансами, завданням контролінгу є інтеграція вартісно-орієнтованої складової у всі етапи публічного розміщення корпоративних прав.

4.3. Андеррайтинг у публічному розміщенні акцій підприємств

За усталеним правилом, емісія цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера, що уклав з емітентом договір про андерайтинг. Однією з причин нерозвиненості ринку акцій в Україні є низька якість інституційного забезпечення розміщення акцій, зокрема, недооцінка місце та ролі андерайтера як організатора та гаранта первинного розміщення. Свідченням обмеженості стратегії на ринку акцій вітчизняними емітентами є практична відсутність попиту на андерайтингові послуги. Зазначені послуги використовуються переважно емітентами корпоративних облігацій. Це означає, що первинні розміщення акцій фактично є здебільшого приватними, незважаючи на їх формально публічний характер [2, с. 433].

Первинне розміщення корпоративних прав є складним, витратним і довготривалим процесом. Досить високим є рівень ризику недорозміщення акцій на ринку, або суттєвого падіння курсу одразу після розміщення. До певної міри полегшити процес первинного розміщення корпоративних прав та зменшити зазначені ризики може андеррайтер та консультант розміщення. Саме тому важливим етапом здійснення IPO є вибір консультанта та андеррайтера. Зупинимось більш детально на дослідженні ролі андеррайтера у механізмі залучення коштів через IPO. Первинне розміщення, як правило, здійснюється здебільшого із залученням інвестиційних банків як андеррайтерів-організаторів розміщення (Lead Manager). Відомості про андеррайтера, якщо емітент користується його послугами щодо розміщення даного випуску, включаються до проспекту емісії.

Термін «андеррайтинг» в економічній літературі зустрічається досить часто при характеристиці різних

аспектів фінансової та посередницької діяльності, у тому числі у страховій справі. Так, Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок» та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» дають досить розпливчате визначення терміну «андеррайтинг» як укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом.

В законі зазначається, що вимоги до операцій, що здійснює андеррайтер, встановлюються регулятором. Однак затверджені НКЦПРФ «Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» містять лише вимоги до договорів андеррайтингу та до договорів на придбання цінних паперів. Проблема полягає в тому, що у згаданих нормативно-правових актах відсутнє детальне визначення механізму здійснення андеррайтингу. Зазначається, що андеррайтер може надавати консультації емітенту щодо розміщення цінних паперів цього емітента, здійснювати купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам; гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем; продаж якомога більшої кількості цінних паперів без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані [58].

Більш детальне визначення андеррайтингу дається в Законі «Про банки і банківську діяльність». Під цим терміном розуміється купівля на первинному ринку цінних паперів з наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних

паперів емітента інвесторам, про повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані. Це визначення у деякій мірі узгоджується з положенням закону «Про цінні папери на фондовий ринок», згідно з яким у разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань. Однак з цих положень не зрозуміло, які ж головні функції андеррайтера при первинному розміщенні акцій.

Для визначення андеррайтингу як важливої функції, що є складовою процесу первинного публічного розміщення акцій, звернемося до вітчизняної та зарубіжної практики ІРО. Емпіричні дослідження показують, що андеррайтер залучається для оптимізації процесу розміщення корпоративних прав. Оптимізація передбачає мінімізацію строків та витрат на ІРО, максимізацію обсягів залучення ресурсів за мінімальною вартістю, формування цільової структури інвесторів та стабілізація ринкового курсу. Досить часто андеррайтер виконує також функцію консультанта. Однак можливі випадки, коли емітент залучає окремо консультанта (наприклад, авторитетну аудиторську компанію) та андеррайтера (наприклад, великий банк). Так, наприклад, консультантом компанії Ferrexpo AG була фірма JPMorgan Cazenove, а андеррайтером Deutsche Bank.

Основна функція емісійного банку як менеджера розміщення полягає у тому, що він, як правило, викупляє весь обсяг емісії в емітента і здійснює комплекс заходів щодо подальшого розміщення акцій серед інституційних та приватних інвесторів. Така практика розміщення переважає на найбільших фондових ринках, зокрема в Німеччині, США, Великобританії. Правові взаємовідносини між андеррайтером, емітентом та акціонерами регулюються спеціальною угодою (Underwriting Agreement). Такого роду угоди мають укладатися відповідно до англо-американської форми контрактів на придбання підприємств [161, с. 230]. Угода має містити зобов'язання емісійного банку щодо придбання (підписки) певної кількості акцій та послідуєчого їх публічного розміщення. Може бути також передбачено положення, згідно з яким перед публічним розміщенням акції пропонуються існуючим акціонерам, тобто їм надається можливість скористатися переважними правами. Отже, за цього підходу (у міжнародній практиці він отримав назву андеррайтингу з гарантованими зобов'язаннями) андеррайтер гарантує емітенту виручку від продажу акцій, і фактично здійснює їх викуп.

Згідно з вітчизняними нормативно-правовими актами, предметом договору андеррайтингу є надання послуг торговцем клієнту щодо розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку за дорученням від імені та за рахунок клієнта [62]. Таким чином, має місце однобічний підхід (андеррайтинг за принципом максимальних зусиль) до трактування андеррайтингу і вихолощується основна його суть, оскільки постулюються лише послуги з розміщення акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Мова йде про форму андеррайтингу, за якої фінансовий посередник бере на себе зобов'язання щодо реалізації максимального обсягу акцій, знімаючи з себе ризик

недорозміщення. Однак, андеррайтер має право (але, не зобов'язаний) «у разі публічного розміщення цінних паперів брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини; здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва» [62].

Схема розміщення акцій через андеррайтера (емісійний банк), яка поширена у міжнародній практиці, передбачає, що право власності на акції банк набуває з початком підписки на акції та реєстрації у відповідному органі збільшення статутного капіталу. Причому грошові кошти, що відповідають сумі номінальної вартості емісії, емітент отримує через деякий час після початку біржових торгів та розміщення акцій серед інвесторів. У цьому контексті слід зазначити, що підписка емісійного банку на акції здійснюється зазвичай за номінальним курсом. Різниця між емісійною виручкою та сумою за номіналом перераховується емітенту після закінчення розміщення. Придбання андеррайтером емісії за номінальною вартістю дає переваги у більш гнучкому режимі вести переговори з інвесторами щодо курсу емісії.

У разі здійснення крупних за обсягом IPO організатор розміщення формує банківський консорціум. Створення банківського консорціуму зумовлене необхідністю зменшення та диверсифікації фінансових ризиків, дотримання нормативного показника максимального розміру ризику на одного клієнта, підтримання ліквідності банків. Банківські консорціуми формуються у вигляді тимчасових об'єднань банків, які створюються для координації дій при проведенні різного роду ризикових банківських операцій, зокрема фінансування однієї, але великої угоди з розміщення IPO. Банком-координатором у IPO-консорціумі є банк-менеджер розміщення.

Враховуючи вищевикладене, під IPO-андеррайтингом слід розуміти діяльність фінансових установ (переважно банків) з керівництва публічного розміщення акцій на фондовому ринку, яка здійснюється у двох формах: викупу цінних паперів у емітента з наступним їх розміщенням на відкритому ринку або розміщення цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента без фінансової відповідальності за недорозміщену частину емісії. Предметом договору андеррайтингу, на наш погляд, має бути надання послуг андеррайтера емітенту щодо організації, викупу та публічного розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку.

Для узгодження сприятливих умов співпраці з емісійним банком емітент має позиціонувати себе як інвестиційно-привабливе підприємство з високим потенціалом зростання ринкової вартості. Вибір банку-андеррайтера рекомендується здійснювати на конкурентних засадах, наприклад, через організацію круглого столу з провідними банками, що є можливими кандидатами на роль менеджера розміщення. Якщо мова йде про планування крупного IPO на міжнародних ринках, то серед претендентів на роль андеррайтера мають бути структури глобально діючих банків чи брокерів. У своїй презентації («Beauty Contest») перед представниками банків емітент має показати свої конкурентні переваги та фактори успішного виходу на фондовий ринок. Мають бути також представлені середньострокові плани діяльності (щонайменше на три роки). Основні критерії вибору андеррайтера при здійсненні IPO можна сформулювати таким чином:

- успішний досвід посередницької роботи банку з IPO;
- авторитетність на міжнародному фінансовому ринку;
- наявність достатніх ресурсів для забезпечення IPO;
- успішний досвід коопераційних відносин між емітентом та банком;
- витрати на проведення емісії через відповідний банк;

– комплекс супутніх робіт, які зобов'язується виконати банк у рамках IPO, наприклад, різного роду інформаційна підтримка, підтримка у здійсненні досліджень щодо тенденцій на ринку після розміщення;

– перспективи подальшої співпраці.

Проведені автором емпіричні дослідження показують, що до функціональних завдань андеррайтера, окрім безпосередньої фінансової участі у розміщенні акцій, належать також:

– проведення (або здійснення замовлення на проведення) дью-ділідженс, який полягає в перевірці та детальному аналізі найбільш суттєвих обставин «за» та «проти емісії», визначення факторів зростання вартості та оцінці потенційної привабливості компанії для учасників фінансового ринку [84, с. 84–94];

– погодження з емітентом проспекту емісії;

– визначення рекомендації та погодження основних засад інформаційно-комунікаційної політики;

– застосування обраного методу встановлення курсу емісії та остаточного погодження курсу емісії;

– здійснення стабілізаційних заходів у період після розміщення.

У період після розміщення акцій на ринку важливого значення набувають заходи щодо стабілізації курсу. Такі заходи мають вживатися як підприємством-емітентом, так і менеджером розміщення, зокрема емісійним банком. Для стабілізації курсу щойно розміщених акцій у перші тижні їх обігу на фондовому ринку менеджер розміщення має забезпечити інформаційну підтримку та вжиття ряду технічних заходів. До таких заходів можна віднести використання так званих «опціонів дорозміщення», які у міжнародній практиці отримали назву «опціони-гріншу» (Greenshoe-Option). Емісійний банк (Lead-Manager) приймає рішення про додаткове розміщення у разі суттєвого перевищення фактичного попиту

на акції від запланованого, у результаті чого ринковий курс одразу суттєво зростає і перевищує курс емісії. Додаткове розміщення складає зазвичай 10–15% узгодженого обсягу емісії. При реалізації опціонів оговорюється, що банк для їх виконання має у розпорядженні 30 днів.

Для виконання опціонів акції можуть бути придбані в старих акціонерів або емітовані в результаті додаткового збільшення статутного капіталу. Якщо протягом періоду виконання опціону ринковий курс акцій падає нижче курсу емісії, то додаткові акції банк мобілізує в результаті їх придбання на ринку. Якщо ж ринковий курс тримається на вищому рівні, ніж курс розміщення, то рекомендується здійснити додаткову емісію. Таким чином, опціони-гріншу слугують ефективним стабілізуючим інструментом у перші тижні після ІРО.

Щодо вартості послуг андеррайтера, то вона залежить від багатьох чинників, зокрема від характеру відносин між емітентом та банком, ринкової привабливості емітента, обсягів емісії, торгової площадки тощо. Загалом у міжнародній практиці стандартним є діапазон накладних витрат на здійснення ІРО в межах 1,5–15%. Причому, витрати є тим меншими, чим краще виконує функції андеррайтер.

Практична імплементація окреслених вище висновків та пропозицій дозволить інтенсифікувати процеси первинного розміщення корпоративних прав вітчизняними підприємствами. Перспективними напрямками подальших наукових досліджень у цій сфері є обґрунтування етапів здійснення ІРО, критичний аналіз методів встановлення курсу емісії, визначення ролі інформаційно-комунікаційної політики у процесі ІРО.

Слід підкреслити, що досліджені вище аспекти первинного публічного розміщення акцій на фондовому ринку у значній мірі стосуються також і подальших розміщень цінних паперів на первинному ринку капіталів.

4.4. Дью-ділідженс як інструмент зниження ризиків у процесі IPO

Результати розміщення цінних паперів на ринку капіталів, з одного боку, залежать від здатності емітента успішно презентувати компанію та виконати всі підготовчі етапи, пов'язані з емісією, а з іншого, – від готовності інвесторів вкладати кошти в підприємство. Рішення останніх залежать від рівня їх інформаційного забезпечення щодо ризиків вкладень та потенціалу генерування вартості підприємством-емітентом. Здійснюючи операції на ринку капіталів, слід адекватно оцінювати ризики вкладень коштів у капітальні активи. Значний блок ризиків ринкових трансакцій криється в ціні придбання відповідних активів. За загальним правилом інвестору рекомендується вкладати кошти в недооцінені ринком активи і, навпаки, продавати переоцінені. Досліджуючи операції на ринку капіталів у контексті інвестування коштів у власний капітал емітентів, слід виділити такі їх види: придбання незначної кількості корпоративних прав підприємств, придбання контрольного пакету корпоративних прав, поглинання підприємства, злиття та приєднання.

Приймаючи рішення щодо придбання значного пакету корпоративних прав, необхідно визначити максимальну ціну, яку інвестор може заплатити за об'єкт. При цьому слід враховувати ефект синергізму, який може проявитися у разі придбання, відповідність трансакції стратегії розвитку покупця та інші фактори. Сплачуючи ринкову ціну за акції, інвестор ділиться з продавцем майбутнім прибутком, який можна отримати від володіння відповідних корпоративних прав. Результати досліджень, проведені фахівцями відомої аудиторської компанії KPMG показами, що в результаті аквізицій здебільшого створюється додана вартість.

Водночас близько 43% генерованої у результаті майбутньої синергії вартості уже закладено в ціні придбання об'єкта. Таким чином, покупець сплачує продавцю частину доданої вартості, яка буде створена у майбутньому [187, с. 244].

Ефективність інвестицій у значній мірі залежить від правильності визначення ціни придбання відповідних активів та оцінки всієї сукупності ризиків, що супроводжують трансакцію. Для адекватної оцінки ризиків та визначення максимально допустимої ціни придбання цінних паперів таргет підприємства перед придбанням акцій, чи укладенням угод типу M&A рекомендується проводити так званий дью-ділідженс (Due Diligence). Не дивлячись на необхідність дью-ділідженс, його актуальність та все більше поширення як у зарубіжній, так і у вітчизняній практиці, в Україні практично відсутні дослідження з даної проблематики. З'ясуємо найбільш істотні аспекти дью-ділідженс (DD) та визначимо його роль в успішному публічному розміщенні корпоративних цінних паперів.

Поняття Due Diligence набуло широкого використання серед фінансових менеджерів, аналітиків, юридичних консультантів починаючи з другої половини 90-х рр. минулого століття для характеристики комплексного аналітичного супроводження операцій з реорганізації, Mergers&Acquisition (M&A), антикризового управління. Термін походить від англійського Diligence, що означає ретельність, точність, старанність та Due – належний, акуратний, відповідний. Таким чином, поняття Due Diligence можна перекласти як «з необхідною (належною) ретельністю». Економісти під цим поняттям розуміють ретельний аналіз, перевірку та оцінку підприємства.

В економічному розумінні термін Due Diligence (DD) означає глибокий і комплексний аналіз всіх аспектів фінансово-господарської діяльності підприємства: організаційних, правових, фінансових, маркетингових, податкових, політичних, ринкових, технологічних тощо [84, с. 84–94]. Іншими словами,

цей термін означає систему інформаційно-аналітичних заходів, спрямованих на всебічну перевірку законності та економічної доцільності запланованої операції з придбання цінних паперів підприємств чи операцій злиття та поглинання. DD-аудит бере свій початок її США. Цей інструмент уперше почали використовувати американські фінансисти для комплексного аналізу підприємств-емітентів у процесі прийняття рішення про допуск їх цінних паперів до котирування на біржах.

Головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів та банку-організатора IPO при здійсненні вкладень в цінні папери емітента на основі аналізу шансів та ризиків, пов'язаних з відповідними інвестиціями. IPO-дью-ділідженс має проводитися організатором (Lead-Manager) або ж консультантом із IPO і включає в себе:

- оцінку вартості компанії відповідно до міжнародних стандартів, ризиків та основних факторів, що впливають на вартість бізнесу до та після публічного розміщення акцій;

- перевірку адекватності та достовірності складання звітності відповідно до вимог міжнародних стандартів звітності (IFRS) або американських стандартів фінансової звітності (GAAP);

- оцінку організаційної та фінансової структури бізнесу та основних бізнес-процесів для виявлення можливих факторів підвищення вартості компанії, у тому числі в результаті внутрішньої та зовнішньої реструктуризації;

- аналіз економічної ефективності інвестиційних проєктів, під які планується залучити кошти на основі IPO;

- оцінку якості програми заходів з налагодження інформаційно-комунікаційної роботи з потенційними інвесторами, що є одним із вирішальних факторів успіху IPO;

- аналіз рівня дотримання регуляторних вимог обраної фондової біржі;

- оцінку витрат, пов'язаних зі здійсненням IPO;

– прогностні оцінки обсягу залучення коштів через IPO та ринкової ціни корпоративних прав у перший день лістингу та в послідуючих періодах.

Сьогодні сфера застосування Due Diligence є набагато ширшою, ніж оцінювання ризиків емітента у процесі публічного розміщення цінних паперів. Необхідність проведення Due Diligence виникає у таких випадках:

– у процесі здійснення первинного публічного розміщення акцій на фондових біржах (IPO);

– у разі залучення власного капіталу підприємствами, корпоративні права яких не мають обігу на ринку (Private Equity);

– у ході реорганізації підприємств та здійснення операцій типу Mergers&Acquisition;

– у процесі реалізації проектів з антикризового управління підприємствами.

Дью-ділідженс є необхідною передумовою прийняття рішення крупними компаніями щодо придбання (чи поглинання) інших підприємств (операції типу Mergers & Acquisition). У разі, якщо відповідні операції фінансуються за рахунок банківського кредиту, то висновки за результатами проведеного аудиту є необхідною складовою пакету документів, які надаються кредитуючому банку.

В Україні досить відомими випадками проведення дью-ділідженс є аудит, що проводився інвесторами перед приватизацією Криворіжсталі та у процесі придбання банку «Аваль». Так, перед покупкою українського банку «Аваль» австрійським Райффайзенбанком в 2005 р. дью-ділідженс (або передпродажний аудит) щодо Авалю був здійснений з боку представників покупця. Такий аудит був досить ретельним і тривав близько двох місяців. Цікавим є те, що керівництво «Авалю» дозволило здійснити дью-ділідженс діяльності банку й іншому претенденту на покупку.

Зазвичай тривалість проведення дью-ділідженс складає 4–6 тижнів. Місце DD у процесі здійснення трансакції (реорганізація, поглинання, придбання контрольного пакету корпоративних прав) наведено на рис. 4.5.

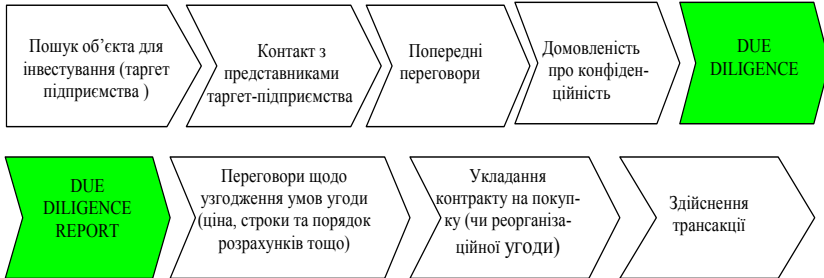


Рис. 4.5. Місце Due Diligence в процесі прийняття рішення про здійснення операції реорганізації (придбання, поглинання) підприємства*

*Джерело: узагальнено та побудовано автором

Головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів при здійсненні операцій M&A на основі аналізу шансів та ризиків, пов'язаних з відповідними інвестиціями. Дью-ділідженс є основним інструментом ризик-менеджменту інвестора під час придбання акцій на ринку капіталів чи здійснення операцій з придбання та поглинання інших підприємств. Досягнуте за результатами DD зниження інформаційних ризиків суттєво підсилює позиції покупця у ході переговорів з продавцем. У разі виявлення суттєвих ризиків вартість об'єкта інвестування суттєво зменшується. Якщо продавці не готові до адекватного зменшення ціни підприємства, за результатами DD може бути прийняте рішення щодо припинення переговорів про придбання (чи реорганізацію). За оцінками експертів, витрати інвестора на проведення середнього за розмірами європейського підприємства коливаються в межах 40–80 тис. євро. В таблиці 4.3 наведена типова схема проведення дью-ділідженс.

Таблиця 4.3

Типовий порядок проведення Due Diligence [161, с. 274]

Етап	Зміст робіт
1. Підготовка аудиту	Вибір таргет-підприємства. Визначення цілей DD. Формування команди експертів для проведення аудиту. Розробка плану аудиту (пріоритети, обсяг, опис робіт, часові рамки). Оцінка наявної документації (зовнішніх джерел інформації). Розробка відповідних анкет для опитування менеджменту та персоналу підприємства (у разі необхідності).
2. Проведення аудиту	Ознайомлення з менеджментом та співбесіди з персоналом. Огляд підприємства та аналіз наявної на підприємстві документації. Перевірка пріоритетних генераторів вартості. Попередня оцінка результатів аудиту. Обговорення попередніх результатів з менеджментом таргет-підприємств.
3. Обробка результатів аудиту	Детальний аналіз і та комплексна оцінка підприємства. Перевірка прогнозів cash-flow, відображених у фінансових планах. Розробка меморандуму за результатами DD. Розробка пропозицій щодо вирішення можливих проблем, пов'язаних з аквізицією. Розробка плану здійснення трансакції.

У процесі дью-ділідженс мають бути виявлені так звані Deal Breakers (підвищені небезпеки) – обставини, що характеризують високий рівень ризику вкладень в таргет-підприємство, за неможливості усунення яких слід відмовитися від трансакції. До типових прикладів Deal Breaker можна віднести такі обставини:

- наведені в бізнес-плані крупні клієнти підприємства до таких не відносяться;

- занижені значення потреби в капіталі для реалізації запланованих антикризових заходів;

- наявність незавершених судових процедур, в яких задіяне підприємство – об'єкт інвестування;

- невіршені конфлікти навколо прав власності;
- відсутність ліцензій (інших прав) на здійснення діяльності, передбаченої в бізнес-планах;
- невідповідність технологій вимогам природоохоронного законодавства.

Головне завдання DD полягає в об'єктивному визначенні реальної вартості корпоративних прав підприємства, яке є об'єктом аналізу (ціни таргет-підприємства). Експерти мають оцінити, наскільки може зменшитися чи збільшитися вартість таргет-підприємства з врахуванням реалізації стратегії інвестора та емітента. Особлива увага при цьому концентрується на факторах, які вирішальним чином можуть вплинути на створення чи поглинання вартості. Для цього експерти мають розуміти основні причини здійснення трансакції та перевірити реальність планів інвестора щодо генерування доданої вартості. На основі одержаної інформації приймаються рішення щодо доцільності здійснення придбання чи реорганізації підприємства, розраховуються пропорції обміну корпоративних прав, розробляються заходи з ризик-менеджменту.

Поряд з оцінюванням чинників ризику, до важливих завдань дью-ділідженс належить верифікація бізнес планів таргет-підприємства. Зміст дью-ділідженс у розрізі окремих напрямків аналітичної роботи характеризує таблиця 4.4.

Визначені в таблиці напрямки дью-ділідженс не слід розглядати автономно, оскільки вони тісно переплітаються і є елементами цілісної системи. Дью-ділідженс забезпечує аналітичну підтримку та супроводження всіх стадій операції реорганізації (чи придбання): як до укладання реорганізаційної угоди, так і після неї. З переліку завдань, які ставляться перед дью-ділідженс, впливає, що до складу аналітичної групи з комплексної перевірки підприємства мають входити юристи, фінансові аналітики, фахівці з питань оподаткування та бухгалтерського обліку.

Таблиця 4.4

Структура та зміст Due Diligence*

Елементи Due Diligence	Зміст
Фінансовий (Financial DD)	Концентрація на перевірці фінансової діяльності, бухгалтерського обліку, систем планування та внутрішнього контролю підприємства. Аналізу підлягають ключові позиції звітності, планових та бюджетних розрахунків. Особлива увага при цьому звертається на так звані «Value Drivers» (фактори вартості, такі як ставка дисконтування, прогнози реалізації, звітні та прогностичні показники CF, чистого прибутку тощо). Отримана аналітична інформація служить основою для оцінки акцій підприємства, що є базою для прийняття рішення щодо інвестування коштів.
Юридичний (Legal DD)	Аналізуються найбільш істотні правові аспекти фінансово-господарської діяльності підприємства. Вивчаються питання, пов'язані з відповідністю діяльності антимонопольному законодавству, вимогам щодо ліцензування окремих видів діяльності, ризиками відповідальності, виконанням договірних зобов'язань, інші юридичні аспекти.
Податковий (Tax DD)	Перевірці підлягають усі податкові аспекти здійснення запланованої трансакції. Аналізуються податкові декларації, розрахунки та інші документи, що характеризують фактичні та планові платежі підприємства щодо загальнодержавних та місцевих податків і зборів. Оцінюється вплив на податкове навантаження інвестора можливої операції M&A чи реорганізації. Головною метою податкового DD є оцінка усіх податкових ризиків, пов'язаних з можливим вкладанням коштів у підприємство.
Комерційний (Commercial DD)	В процесі перевірки комерційної сфери аналізу підлягають ринкові та технологічні фактори діяльності підприємства, зокрема, проводиться галузевий аналіз, оцінка ситуації підприємства на ринку, продуктовий аналіз та оцінка наявних технологій.
Організаційний (Organisation & Human Resources DD)	Оцінюється якість менеджменту і персоналу, культура бізнес-процесів та управлінська культура, організаційна структура та можливості її удосконалення, системи мотивації персоналу та підвищення кваліфікації тощо.
Екологічний (Environmental DD)	Перевіряються всі екологічні питання, вплив діяльності підприємства на навколишнє середовище, шкідливі викиди, наявні та можливі штрафи, тенденції щодо змін законодавства у цій сфері.
Політичний (Political DD)	Аналізу підлягають політичні ризики, пов'язані як з діяльністю таргет-підприємства, так і політичні ризики, які загрожують здійсненню відповідної трансакції.

* Джерело: узагальнено та побудовано автором

Користувачами звіту (репорту) за результатами дью-ділідженс є потенційний покупець підприємства, інвестор, санатор, банк, який кредитує відповідну операцію. У звіті має міститися відповідь на такі запитання:

– наскільки планові інвестиції в таргет-підприємство відповідають стратегічним цілям інвестора?

– Чи існують Deal Breakers (додаткові небезпеки), додаткові ризики і можливості їх усунення до чи після трансакції?

– Чи буде створена за результатами трансакції додана вартість і наскільки масштабним є очікуваний ефект синергізму?

– Якими мають бути оптимальні умови угоди (ціна, терміни, форми та умови розрахунків тощо)?

Слід підкреслити, що важливий масив інформації, на основі якої оцінюється актуальна та майбутня вартість підприємства, є результатом управлінського обліку. Однак достовірність цієї інформації не підтверджується зовнішніми аудиторами. Саме тому в процесі DD слід здійснити верифікацію даних, які впливають із управлінського обліку. Необхідно також перевірити, наскільки виправданими є припущення, на яких базуються прогнози розрахунки щодо майбутніх показників прибутку та cash-flow.

Основна частину приросту вартості за результатами придбання чи злиття підприємств зумовлена ефектом синергізму. Очікуваний ефект синергізму від придбання чи злиття підприємств може бути наслідком зменшення адміністративних витрат, диверсифікації видів діяльності, отримання доступу до нових каналів збуту продукції, використання податкових переваг, посилення позицій у відносинах з постачальниками тощо. У процесі DD необхідно перевірити реальність розрахунків щодо очікуваного зростання вартості внаслідок ефекту синергізму.

Неякісний дью-ділідженс може мати катастрофічні наслідки як для таргет-підприємства, так і для інвестора. Повчальним прикладом у цьому разі може стати невдала санація будівельного підприємства Meir&Jaggi (Швейцарія), спробу якої було здійснено інвестором Brun Holding. Всього через три місяці після операції придбання Meir&Jaggi було прийнято рішення щодо ліквідації цього підприємства, наслідком чого стало звільнення 650 працівників.

За повідомленнями нових власників, фінансова криза на підприємстві була значно глибшою, ніж це впливало з попереднього аналізу та інформації колишніх власників. Так, з документації та санаційних планів, наданих попередніми власниками, впливало, що витрати на фінансове оздоровлення складають від 8 до 15 млн. франків.

Водночас у результаті вивчення реальної ситуації на підприємстві новим менеджментом з'ясувалося, що для реалізації антикризових заходів лише протягом першого року санації необхідно 30–40 млн. франків, що було непосильним тягарем для інвестора. В результаті того, що санатор поніс витрати не лише на придбання фінансово-неспроможного підприємства, а й інвестував значну суму коштів у антикризові заходи, він сам опинився під загрозою фінансової кризи. Інвестор спробував здійснити юридичні заходи впливу щодо колишніх власників фінансово-неспроможного підприємства, однак такі заходи виявилися запізнілими. Основною причиною ситуації, що склалася, був неякісний дью-ділідженс.

Таким чином, необхідність дью-ділідженс зумовлена інформаційною асиметрією між учасниками фінансових відносин на ринку капіталів та інформаційними ризиками, які вона породжує. Інформаційні ризики проявляються у разі придбання акцій підприємств чи їх реорганізації шляхом злиття чи приєднання. Потенційний інвестор не має повної інформації про потенційні шанси та ризики, пов'язані із вкладання коштів у таргет-підприємство. Як наслідок, виникає небезпека невірної оцінки вартості об'єкта інвестування. Заходи з дью-ділідженс слід розглядати як інтегровану складову трансакцій з придбання акцій підприємств, що відбуваються на ринку капіталів. Дью-ділідженс є важливою складовою частиною корпоративного управління, оскільки забезпечує інформаційну транспарентність операцій реорганізації (M&A) та сприяє захисту інтересів власників корпоративних прав.

4.5. Напрямки удосконалення процесу публічного розміщення корпоративних прав на фондових ринках

Поряд із безперечними перевагами публічного розміщення акцій, цей інструмент фінансування має також окремі проблемні моменти, на які потрібно зважати при прийнятті відповідних рішень.

По-перше, первинне публічне розміщення корпоративних прав на фондовому ринку пов'язане зі значними витратами. Серед основних причин, що стримують вихід на міжнародний ринок багатьох вітчизняних компаній на міжнародні ринки, фахівці відзначають високу вартість лістингу, значні терміни підготовки до емісії, можливі корпоративні конфлікти, ризики недооцінки акцій компанії, зобов'язання узгоджувати стратегічні рішення з інвесторами, зростання специфічних внутрішніх і зовнішніх ризиків [18, с. 51–55].

За різними оцінками, накладні витрати, пов'язані зі здійсненням IPO, складають від 1,5 до 15% обсягу емісії, залежно від розміру компанії, обсягів емісії, потреби у трансформації звітності та реструктуризації бізнесу, біржі, на якій планується публічне розміщення корпоративних прав. Йдеться передусім про витрати, пов'язані з консалтингом, андеррайтингом, складанням звітності, проведенням зборів акціонерів, здійсненням комунікації з ринком капіталів, витрати на комплаєнс.

Однак витрати на IPO є разові, а кошти залучаються на необмежений період. Таким чином, номінальна ціна капіталу, залученого через IPO, у будь-якому разі буде нижчою, ніж відсоток за банківськими позиками за емітованими облігаціями. З іншого боку, з точки зору підприємства, вартість власного капіталу як такого включає в себе також сплату винагороди

власникам. З врахуванням цього чинника, ціна залучення власного капіталу є завжди вищою, ніж ціна залучення позик.

По-друге, значна тривалість підготовчих та організаційних робіт з публічного розміщення. Загалом емісія цінних паперів – це сукупність дій емітента, спрямованих на реєстрацію випуску цінних паперів регулятором та їх розміщення серед інвесторів.

За експертними оцінками, час від прийняття рішення про залучення коштів через IPO до першого дня лістингу для українських компаній може тривати до 3-х років (для солідних західних компаній це період складає в трохи більше шести місяців). Це зумовлено значною підготовчою роботою, яку слід здійснити перед розміщенням акцій. Визначальним при цьому є перехід на міжнародні стандарти фінансової звітності та дотримання всіх передумов щодо організації бізнесу, які регламентуються національним законодавством країни, де знаходиться фондова біржа, на якій планується розміщення акцій, наприклад, вимоги SOX у США.

По-третє, обов'язковість дотримання вимог щодо розкриття інформації та забезпечення ефективної інформаційно-комунікаційної роботи, забезпечення ефективного корпоративного управління. З цією метою необхідно здійснити чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок, запровадити внутрішній регламент, де буде чітко визначено, хто які рішення приймає, коли і перед ким звітує.

Система корпоративного управління включає в себе широкий спектр відносин між правлінням компанії (менеджментом, адміністрацією), радою директорів та акціонерами. Мова йде насамперед про запровадження ефективних механізмів ризик менеджменту та внутрішнього контролю, завдяки яким підвищується ймовірність того, що активи підприємства будуть використовуватися в інтересах акціонерів, а не керівництва, як це досить часто можна спостерігати у вітчизняній практиці.

Якщо на IPO виходить холдинг, що об'єднує сукупність компаній, які працюють на різних ринках, потрібно продемонструвати необхідність такої диверсифікації та спроможність складання консолідованої звітності. Вирішенню зазначених питань до певної міри сприятиме чітка координація, систематизація та упорядкування комплексу функцій та завдань, які слід забезпечуються IPO-контролінгом.

Ряд фахівців розглядають процес IPO з точки зору проектного підходу. Вважається, що це насамперед проект, який має строки, бюджет та формат результату, стимулюючі та стримуючі фактори [4, с. 14–17]. Дослідимо основні етапи робіт з первинного публічного розміщення корпоративних прав на предмет їх удосконалення з метою оптимізації процесу IPO та досягнення максимального економічного ефекту від розміщення.

Перший етап: прийняття відповідним органом компанії рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів та попередня експертиза готовності до IPO. Рішення приймається у контексті реалізації стратегічних цілей щодо залучення ресурсів на фінансовому ринку. Призначається проектна група, яка безпосередньо буде займатися реалізацією рішення щодо первинного розміщення. На цьому етапі робиться попередня оцінка готовності компанії до первинного розміщення. Виявляються слабкі місця в організаційній, фінансовій, виробничій та управлінській сферах, які слід усунути для здійснення успішного розміщення. Вживаються заходи правового характеру, спрямовані на виконання всіх передумов виходу на фондовий ринок. У разі необхідності проводиться реорганізація компанії шляхом перетворення існуючої організаційно-правової форми бізнесу у відкрите акціонерне товариство. Особлива увага акцентується на конкурентних позиціях компанії, реальності досягнення стратегічних цілей та очікуваннях щодо зростання вартості.

Другий етап: вибір консультанта та андеррайтера. Як уже зазначалося, первинне розміщення, як правило, здійснюється із залученням інвестиційних банків як андеррайтерів-організаторів розміщення (Lead Manager). Основна функція емісійного банку як менеджера розміщення полягає у тому, що він, як правило, викупляє весь обсяг емісії в емітента і здійснює комплекс заходів щодо подальшого розміщення акцій серед інституційних та приватних інвесторів.

У разі здійснення крупних за обсягом IPO організатор розміщення формує банківський консорціум. Для узгодження сприятливих умов співпраці з емісійним банком, емітент має зарекомендувати себе як інвестиційно-привабливе підприємство з високим потенціалом зростання ринкової вартості. Вибір банку-андеррайтера рекомендується здійснювати на конкурентних засадах.

Третій етап: розробка концепції первинного розміщення корпоративних прав, яка має містити загальні рецепти до вирішення основних проблем, що виникають у процесі IPO. Зокрема, концепція має містити календарний план робіт з IPO, порядок вибору фондової біржі, основні параметри емісії, цілі використання коштів, стратегію вибору основних груп інвесторів, стратегію інформаційно-комунікаційної роботи. Концепція має розроблятися за узгодженістю з радником розміщення та андеррайтером. Важливу роль при цьому відіграє IPO-контролінг.

Четвертий етап: проведення поглибленого аналізу усіх ключових аспектів діяльності підприємства, оцінка вартості та готовності до первинного розміщення (дью-ділідженс). Головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів та банку-організатора IPO при здійсненні вкладень в цінні папери емітента, на основі аналізу шансів та ризиків, пов'язаних з відповідними інвестиціями. За результатами DD має бути сформульована відповідь на питання, якою є реальна ринкова вартість підприємства та які перспективи її зростання.

ІРО-дью-ділідженс має проводитися організатором (Lead-Manager) або ж консультантом по ІРО.

П'ятий етап: укладання договору з андеррайтером щодо викупу та розміщення емісії на ринку (або щодо інших форм андеррайтингу).

Шостий етап: підготовка погодженого з андеррайтером проспекту емісії та розкриття інформації, що міститься в проспекті. Проспект емісії має бути підтверджений аудитором. В ньому повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення. В Україні вимоги до розкриття інформації про емітента та його фінансово-господарський стан установлює НКЦПФР. Проспект емісії цінних паперів реєструється Комісією одночасно з реєстрацією випуску цінних паперів. Після реєстрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні.

Сьомий етап: фінансовий маркетинг та активний інвестор-рілейшнз. В українській практиці інвестор-рілейшнз інколи позначають також як «фінансовий PR». Протягом цієї фази менеджер розміщення (разом з консультантом) проводять зустрічі з ключовими інвесторами та презентують їм результати оцінювання та аналізу підприємства, а також отримують попередні заявки щодо можливого обсягу придбання акцій та бажаного курсу емісії. Отримані в результаті комунікації з інвесторами ціннові індикатори слугують основою для формування діапазону ціни розміщення. Основний напрямок ІРО у разі здійснення первинного розміщення фокусується на презентаціях компанії та так званих роад-шоу, які здійснює менеджмент компанії-емітента.

Восьмий етап: встановлення курсу емісії. Курс емісії є одним із ключових факторів, які зумовлюють успішне первинне розміщення корпоративних прав. Встановлюючи курс розміщення, емітент стикається з ризиком, що попит не

всіх інвесторів, які прагнуть придбати акції, буде повністю задоволений (занижений курс емісії) або ж передбачений обсяг емісії не буде викуплений (завищений курс).

В міжнародній практиці використовують три основні методи встановлення ціни емісії: метод «формування портфеля» (він також називається «метод збору заявок») і аукціонний (тендерний) метод. Однак, в теорії та практиці останнім часом все більшого поширення набуває модифікований метод «формування портфеля», так званий «Accelerated Bookbuilding» (прискорений метод «формування портфеля») [190, с. 388–399]. Цей метод дає можливість більш точно визначити настрої на ринку та очікування широкої маси інвесторів щодо параметрів емісії. Відмінності від методу «формування портфеля» пов'язані також скороченими строками підписки.

Дев'ятий етап: здійснення технічних заходів щодо лістингу на фондовій площадці та розміщення акцій між інвесторами. Передбачає здійснення обов'язкових заходів щодо реєстрації та допуску цінних паперів до біржових торгів. Згідно з українськими нормативно-правовими актами, до таких заходів відносяться:

- реєстрація НКЦПФР випуску цінних паперів та проспекту їх емісії;
- присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
- укладення з Центральним депозитарієм цінних паперів (або з Національним банком України) договору про обслуговування випусків цінних паперів;
- реалізація акціонерами свого переважного права на придбання акцій додаткової емісії у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;
- затвердження результатів емісії цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації;

- подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- подання до Комісії заяви і всіх необхідних документів для реєстрації звіту про результати емісії цінних паперів;
- реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати емісії цінних паперів та видача свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- розкриття інформації, що міститься у звіті про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Комплекс робіт, що відноситься до цього етапу регламентується Положенням про порядок реєстрації випуску акцій, що затверджене рішенням НКЦПФР. У разі розміщення акцій на міжнародних ринках, реєстрація здійснюється відповідно до існуючих нормативно-правових актів у країні, де розміщена фондова біржа. Особливу увагу звертаємо на необхідність забезпечення комплексу заходів, пов'язаних із реалізацією переважного права на придбання акції додаткової емісії.

Дозволимо собі не погодитися із тезою В. Бабіченка, що норма про переважне право акціонерів на придбання акцій додаткового випуску сприяє «закриттю» акціонерних товариств, а не захисту акціонерів, оскільки «унеможливиює проведення публічного розміщення доти, доки власні права на придбання акцій нового випуску не задовольняють існуючі акціонери» [2, с. 433].

Підкреслимо, що переважне право є запобіжником для розмивання частки вартості окремих акціонерів та її знецінення. Однак проблема полягає у тому, що вітчизняними нормативно-правовими актами до кінця не відрегульовано механізм реалізації переважних прав. Цей механізм має включати алгоритм грошової оцінки переважних прав, порядок їх продажу, торгівлю ними на ринку та способи компенсації тим акціонерам, які не скористалися переважними правами.

Запропонована схема здійснення IPO, яка включає дев'ять кроків, сформована виходячи з припущення, що для формування ціни емісії використовується метод «формування портфеля» або прискорений метод. На етапі після розміщення рекомендується вжиття заходів щодо стабілізації курсу. Це має бути спільним завданням андеррайтера та емітента. До таких заходів слід віднести активне інформаційне забезпечення інвесторів та використання для підтримання курсу фінансових вливань на ринку з боку організатора розміщення.

Серйозною перешкодою для здійснення IPO українськими компаніями як на вітчизняному, так і на зарубіжному фінансовому ринку є недоліки у вітчизняному законодавстві, яке регулює діяльність акціонерних товариств, фінансових посередників, оподаткування операцій щодо придбання та реалізації корпоративних прав, а також відносини права власності і корпоративне управління. Саме на вирішення цих питань мають бути спрямовані подальші дослідження у відповідній сфері.

Висновки до розділу 4

За результатами проведеного у розділі дослідження проблематики залучення фінансових ресурсів вітчизняними підприємствами на основі емісії акцій можна зробити ряд висновків і пропозицій:

1. Вихід підприємства на фондовий ринок насамперед є чинником зростання вартості компанії. Саме тому публічне розміщення акцій за якісного його здійснення є вигідним як для самого емітента, так і для його власників та потенційних інвесторів. Домінантним мотивом до IPO в підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання та покращення структури капіталу. Для власників – пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства.

2. Під первинним публічним розміщенням акцій слід розуміти пропозицію щодо продажу акцій підприємства, яка адресована необмеженому колу осіб і здійснюється шляхом випуску цінних

паперів на основі відкритої (публічної) підписки. Термін IPO застосовується переважно для характеристики процесу розміщення акцій на міжнародних ринках капіталу, однак первинне розміщення може здійснюватися і на локальних фондових біржах, у тому числі на українському.

Переваги первинного публічного розміщення як інструменту досягнення стратегічних цілей підприємств підтверджується циклічним збільшенням масштабів відповідних операцій на міжнародних ринках. Водночас використання українськими підприємствами цього джерела фінансування стримується цілим рядом суб'єктивних та об'єктивних чинників. До таких чинників слід віднести складність, витратність, довготривалість та високий рівень ризиковості процесу IPO.

3. Приймаючи рішення щодо залучення коштів через IPO, слід прийняти обґрунтовані рішення щодо вибору андеррайтера, торгової площадки, на якій буде реалізована емісія (вибір фондової біржі), обсягу потреби у фінансових ресурсах та курсу емісії акцій. Для координації, інформаційного забезпечення та планування заходів у рамках первинного розміщення корпоративних прав пропонується запровадити контролінг IPO. З метою забезпечення максимальної ефективності процесу первинного розміщення для встановлення курсу емісії доцільно використовувати метод прискореного формування портфеля, який дає можливість сформувати ціну розміщення з врахуванням актуальних тенденцій на фондовому ринку.

4. Необхідно оптимізувати процедуру публічного розміщення акцій, тобто сприяти прискоренню процесу розміщення, зменшенню витрат та можливих ризиків, що допомагає залучення як організатора IPO-андеррайтера, який може відігравати функцію емісійного банку. Окрім цієї функції андеррайтер має забезпечити проведення (або здійснити замовлення на проведення) дью-ділідженс; погодження з емітентом проспекту емісії; участь у реалізації інформаційно-комунікаційної політики емітента; застосування обраного методу встановлення курсу емісії та остаточне його погодження з емітентом; здійснення стабілізаційних заходів у період після розміщення.

5. У вітчизняних нормативно-правових актах має місце односторонній підхід до трактування андеррайтингу (за принципом максимальних зусиль). Постулюються лише послуги з розміщенні акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Під IPO-андеррайтингом слід розуміти діяльність

фінансових установ (переважно банків) з керівництва публічного розміщення акцій на фондовому ринку, яка здійснюється у двох формах: викупу цінних паперів у емітента з наступним їх розміщенням на відкритому ринку або розміщення цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента без фінансової відповідальності за недорозміщену частину емісії. Предметом договору андеррайтингу має бути надання послуг андеррайтера емітенту щодо організації, викупу та публічного розміщення цінних паперів емітента на первинному ринку.

6. Основні критерії вибору андеррайтера при здійсненні IPO можна сформулювати таким чином: наявність успішного досвіду посередницької роботи банку з IPO; авторитетність на міжнародному фінансовому ринку; наявність достатніх ресурсів для забезпечення IPO; успішний досвід коопераційних відносин між емітентом та банком; витрати на проведення емісії через відповідний банк; комплекс супутніх робіт, які зобов'язується виконати банк у рамках IPO (наприклад, різного роду інформаційна підтримка, підтримка у здійсненні досліджень щодо тенденцій на ринку після розміщення); перспективи подальшої співпраці.

7. З метою підтримки прийняття рішень щодо інвестування коштів у корпоративні права підприємств, зменшення ризиків операцій типу M&A, необхідним є проведення дью-ділідженс. Дью-ділідженс слід розглядати як інструмент зменшення інформаційних ризиків для інвесторів під час первинного розміщення корпоративних прав підприємства на ринку капіталів. Основними напрямками дью-ділідженс є фінансовий, податковий, правовий, комерційний, організаційний, екологічний та політичний.

8. Вирішення проблематики залучення фінансових ресурсів через IPO до певної міри можна забезпечити завдяки систематизації та упорядкуванню комплексу функцій та завдань, які слід виконати у процесі IPO. Обґрунтовано дев'ять етапів заходів щодо здійснення первинного розміщення. Чітка регламентація робіт у розрізі окремих етапів та їх неухильне виконання дозволить оптимізувати весь процес IPO та досягти максимального економічного ефекту від розміщення.

РОЗДІЛ 5. РОЗВИТОК РИНКОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ЗАЛУЧЕННЯ БОРГОВОГО КАПІТАЛУ

5.1. Специфіка функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні

Найпоширенішим ринковим інструментом залучення довгострокового боргового капіталу підприємствами є корпоративні облігації. Облігації можуть розміщуватися на ринку капіталів на основі публічної оферти цінних паперів, яка спрямована до невизначеного кола інвесторів або серед задалегідь визначеного переліку інституційних та крупних приватних інвесторів. Таким чином, підприємства можуть вдаватися до публічного або ж приватного розміщення облігацій. В останньому випадку вимоги до оприлюднення інформації щодо емітента є менш жорсткими, а цінні папери є менш мобільними. Натомість доходність облігацій, що емітовані на основі приватного розміщення, є дещо вищою, що є платою за додаткові ризики вкладень.

Класифікація корпоративних облігацій за різними критеріальними ознаками наведена в таблиці 5.1. До ключових класифікаційних ознак корпоративних облігацій слід віднести рівень їх ризиковості, спосіб виплати доходів, строковість, спосіб забезпечення, характер запобіжних ковенант та конвертованість.

Відповідно до вітчизняного законодавства, залежно від алгоритму сплати винагороди інвесторам, підприємства мо-

жуть емітувати дисконтні (з нульовим купоном), відсоткові та цільові облигації. З точки зору використання інструментарію облигацій для фінансування діяльності підприємств на міжнародних ринках капіталу найчастіше випускаються облигації з фіксованим відсотком та з фіксованим строком обігу (стандартні облигації).

Таблиця 5.1

Класифікація корпоративних облигацій*

Ознака	Види облигацій
Рівень ризиковості	– низькоризикові облигації (High Grade Bonds); – облигації інвестиційного рівня; – високоризикові облигації (HYB);
Спосіб виплати доходів	– дисконтні (zerobond) облигації; – з фіксованим відсотком (стандартні облигації); – з плаваючою відсотковою ставкою (Floating-Rate-Note); – цільові облигації;
Строки розміщення	– короткострокові; – довгострокові; – безстрокові;
Конвертованість	– неконвертовані; – конвертовані (Convertible Bonds) ;
Порядок забезпечення	– забезпечені фізичними активами; – забезпечені вимогами; – забезпечені гарантією третіх осіб; – незабезпечені;
Тип запобіжних ковенант	– облигації з негативними ковенантами; – облигації з активними ковенантами; – облигації з фінансовими ковенантами; – облигації з ковенантами ризикової події.

*Джерело: узагальнено та побудовано автором

З огляду на банкоцентричний характер вітчизняного фінансового ринку, нерозвиненість ринку капіталів та низький рівень кваліфікації фінансового менеджменту на підприємствах, практика використання корпоративних облигацій для покриття потреби в капіталі українськими компаніями є вкрай обмеженою.

Водночас облігації є досить вигідним інструментом залучення коштів, зокрема на довгостроковій основі. Йдеться насамперед про більш адекватні, порівняно з банківськими кредитами, процентні ставки та більш м'які вимоги щодо забезпечення облігаційних позик. Можна припустити, що з огляду на мізерний обсяг ресурсів, що залучається корпоративним сектором через емісію облігацій, цей фінансовий інструмент має значний потенціал розвитку.

Причиною недорозвиненості вітчизняного ринку корпоративних облігацій як інструменту залучення коштів українськими підприємствами, серед іншого, є низький рівень теоретико-методичного забезпечення. У вітчизняній фінансовій науці практично відсутні серйозні дослідження цього сегменту ринку капіталів. Механізм мобілізації коштів на основі емісії корпоративних облігацій у вітчизняних нормативно-правових актах виписаний досить поверхнево.

Так, Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» обмежується лише загальними рамковими умовами використання інструменту корпоративних облігацій. Вказується, зокрема, що облігації розміщуються тільки після повної сплати статутного капіталу; не дають право на участь в управлінні емітентом; не можуть бути використані для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків; юридична особа має право розміщувати відсоткові та/або дисконтні облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами; проспект емісії облігацій може передбачати можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства; реєстрацію випуску облігацій підприємств здійснює НКЦПФР [58].

У діючому методичному забезпечення емісії корпоративних облігацій не виписано порядок встановлення курсу емісії облігацій та впливу на нього рейтингу емітента, від-

сутня вичерпна характеристика видів облігацій, порядок використання запобіжних ковенант та переважних прав у разі емісії конвертованих облігацій.

Серед недостатньо досліджених теоретичних питань у сфері корпоративних облігацій слід виокремити особливості їх використання емітентами, які функціонують на ринках, що розвиваються (наприклад, в Україні). Йдеться, зокрема, про порядок оцінки ризиків корпоративних облігацій в умовах, коли суверенні рейтинги країни їх походження є надзвичайно низькими, механізми ціноутворення, інструменти забезпечення.

Для з'ясування стану вітчизняного ринку облігацій насамперед проаналізуємо відповідну статистичну інформацію. Статистика випусків облігацій підприємств включає в себе як емісії, здійснені підприємствами реального сектору, так і випуски облігацій банками, страховими компаніями, іпотечними установами (фінансовий сектор).

У контексті визначення впливу облігацій підприємств на фінансування реального сектору економіки в аналітичних цілях слід розрізняти загальний обсяг облігацій підприємств, що включає в себе випуски, проведені як реальним, так і фінансовим секторами, а також кількісні параметри емісій підприємствами виключно реального сектору.

Окрім цього, для розуміння ролі інструментарію корпоративних облігацій у фінансуванні інвестиційних проектів на рівні підприємств доцільним є порівняльний аналіз обсягів залучення коштів на основі емісії облігацій та на основі довгострокових банківських кредитів. Відповідна інформація за останні п'ять років наведена в таблиці 5.2.

Як впливає з даних таблиці 5.2, протягом 2015–2016 рр. банківські установи та страхові компанії не здійснили жодної емісії облігацій. Це пов'язано насамперед з тим, що для дотримання нормативних вимог регуляторів фінансовий сектор змушений був підвищувати рівень своєї капіталізації на основі емісії акцій.

Незважаючи на проблеми у банківському секторі України, банкоцентричність вітчизняної фінансової системи чітко прослідковується у процесі аналізу структури боргового капіталу вітчизняних підприємств.

Таблиця 5.2

Структура довгострокового боргового капіталу підприємств, 2012–2016 рр. [28]

Показники	2012	2013	2014	2015	2016
Всього довгостроковий борговий капітал підприємств	85,06	75,21	73,2	55,18	201,72
Довгострокові кредити банків, млрд. грн.	33,67	32,74	44,19	43,76	196,20
Частка у структурі довгострокового боргового капіталу, в %	40,0	44,0	60,4	79,3	97,5
Обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій всього, млрд. грн.	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52
Частка у структурі довгострокового боргового капіталу, в %	60,0	56,0	39,6	20,7	2,5
Підприємства нефінансового сектору, млрд. грн.	39,59	34,42	23,98	11,42	5,52
Підприємства фінансового сектору (банківські установи та страхові компанії), млрд. грн.	11,8	8,04	5,33	-	-

Як бачимо, обсяги довгострокового фінансування підприємств за рахунок корпоративних облігацій протягом останніх років зменшувалися не лише в абсолютних величинах, а й порівняно із довгостроковим банківським кредитуванням. Частка корпоративних облігацій у структурі джерел формування позиченого капіталу зменшилася із 60% у 2012 р. до 2,5% у 2016 р. В таблиці 5.3 наведено кількісні та якісні характеристики ринку корпоративних облігацій в Україні. Наведені дані включають облігації підприємств реального та фінансового секторів.

За результатами 2016 р. обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків облігацій підприємств склав всього 5,52 млрд. грн. (118 випусків). У 2017 р. обсяг коштів, залучених на основі емісії облігацій, став ще меншим.

Таблиця 5.3

**Кількісні та якісні характеристики ринку
корпоративних облігацій в Україні,
2010–2016 рр. [28]**

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обсяг зареєстрованих емісій корпоративних облігацій, млрд. грн.	9,49	35,91	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52
Обсяг торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, млрд. грн.	69,5	103,7	124,9	98,9	69,9	13,6	8,6
Частка обсягу торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, в %	5,1	9,1	10,0	10,0	5,4	4,7	3,9

Протягом січня – серпня 2017 р. Комісією зареєстровано 64 випусків облігацій підприємств на суму 3,74 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2016 р. обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшився на 1,05 млрд. грн. Причому підприємства реального сектору залучили лише 2 637,41 млрд. грн. [28]. У структурі торгів на організованому ринку за 2016 р. частка корпоративних облігацій складала 3,9%, що було дещо вищим за частку торгівлі акціями (3%).

Низькі обсяги залучення коштів на основі емісії корпоративних облігацій, окрім іншого, пояснюються ефектом витіснення ресурсів на користь державних облігацій (ОВДП), про що йшлося у другому розділі монографії. Зазначений ефект є можливим через високу доходність ОВДП та достатній рівень їх надійності, порівняно з корпоративними облігаціями. Отже, з точки зору співвідношення ризику та доходності

цей інструмент є більш привабливим для інвесторів. Так, за станом на початок 2017 р. середня доходність ОВДП складала 15–16%, а в окремі періоди 2014–2016 рр. відсоткові ставки за державними облігаціями перевищували 25%.

На рис. 5.1 наведена динаміка випуску облігацій підприємствами протягом 2010–2016 рр. у розрізі загального обсягу емісії та кількості випусків, що здійснені підприємствами реального сектору, а також обсяги ОВДП. Як бачимо, найбільші обсяги емісії зареєстровано у 2012 та 2013 рр. (51,4 та 42,5 млрд. грн. або 6,5 та 5,3 млрд. грн. відповідно).

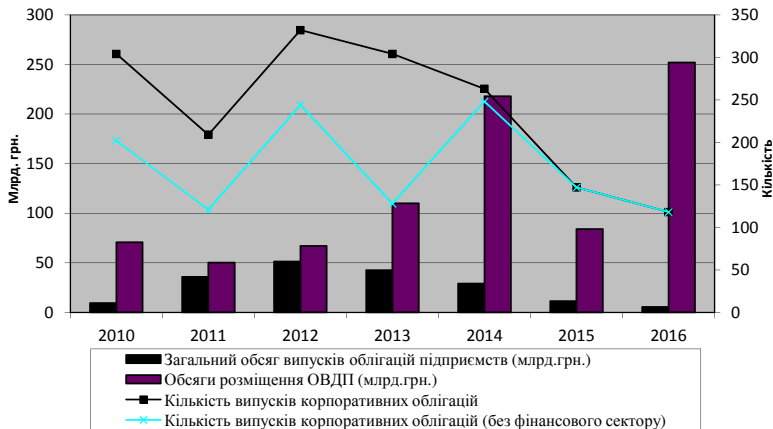


Рис. 5.1. Динаміка обсягів випусків облігацій підприємств та ОВДП в Україні (2010-2016 рр.) [65]

У цих же роках зафіксовано найвищі обсяги випусків підприємствами реального сектору: 2012 р. – 39,58 млрд., 2013 р. – 34,42 млрд. грн. Загалом ж у загальній структурі випусків облігацій в різні роки частка підприємств реального сектору економіки знаходиться в межах від 60% (2011 р.) до 100% (2015 та 2016 рр.).

Як впливає з діаграми, між розмірами залучення коштів на основі емісії ОВДП та обсягами випуску корпоративних

облігацій існує зворотна залежність: у роки з максимальною емісією ОВДП спостерігається мінімальний випуск корпоративних облігацій.

Аналіз тенденцій на глобальних ринках капіталів засвідчує протилежну картину до тієї, що має місце в Україні: через низькі процентні ставки за державними облігаціями вони витісняються з ринку корпоративними цінними паперами. Так, у 2016 р. номінальна доходність державних 10-річних облігацій у США, Японії, Великій Британії та Німеччині досягла історичного мінімуму і знаходилася в межах від -0,1 до 1,8% [98]. Можна припустити, що активізація ринку корпоративних облігацій в Україні стане можливою лише за суттєвого зниження процентних ставок за ОВДП.

Окрім зазначеного ефекту витіснення, недорозвиненість вітчизняного ринку корпоративних облігацій, на наш погляд, можна пояснити такими основними чинниками:

- загальною нерозвиненістю ринку капіталів та неякісною його інфраструктурою;

- відсутністю належного нормативно-правового забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій;

- слабкістю вітчизняних інвесторів та надто високими ризиками для міжнародних інституційних інвесторів;

- високим рівнем накладних витрат, пов'язаних з емісією облігацій;

- відсутністю (або низьким рівнем) кредитних рейтингів потенційних емітентів облігацій та трендом до випуску незабезпечених цінних паперів;

- неготовністю більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому, неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

На ринку корпоративних облігацій присутні в основному локальні інвестори та банки. Первинне розміщення здійснюється здебільшого на організованому ринку компаніями будівельної галузі з подальшою реалізацією цільових облігацій будівельників фізичним особам-інвесторам на неорганізованому ринку. Вторинний ринок характеризується обігом цінних паперів серед обмеженого кола осіб. Епізодично на ринку відбуваються транзакції залучення боргового капіталу компаніями через випуск облігацій, які викупувають банки. Більшість лідерів торгів за облігаціями – компанії будівельної галузі [55]. Специфічною особливістю вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів є значне переважання неорганізованої та позабіржової частки ринку над організованою. На рис. 5.2 наведена інформація щодо частки обсягу торгів корпоративними облігаціями на вітчизняному біржовому ринку.

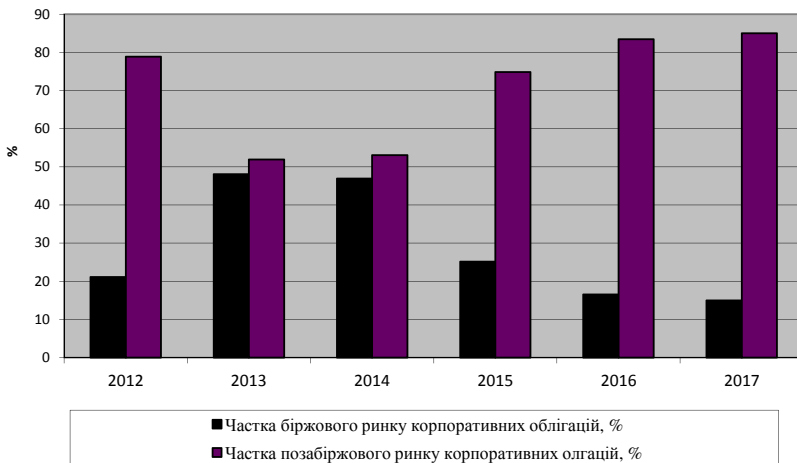


Рис. 5.2. Співвідношення біржового та позабіржового ринку корпоративних облігацій в Україні (2012–2017 рр.) [28]

Як бачимо, розмір позабіржового ринку облігацій підприємств є на порядок більшим, ніж біржовий. У той час, як у 2014 р. до лістингу на вітчизняних біржах було допущено 147 емітентів корпоративних облігацій, у 2015 р. – 86, то у 2016 р. – лише 13. За даними НКЦПФР, торги корпоративними облігаціями на організованому ринку у вересні 2017 р. склалися лише з облігацій трьох емітентів: ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1», ПАТ «Альфа-Банк» та ПАТ «НЕО ВІТА».

У структурі торгів на неорганізованому ринку на корпоративні облігації припадає 7,4%, а на акції 77,0%. Таким чином вітчизняні емітенти корпоративних облігацій більш схильні до публічності, порівняно з емітентами акцій. Водночас слід зазначити, що 31,7% від усього обсягу торгів корпоративними облігаціями у 2016 р. припадало на торгівлю цінними паперами ПАТ «Українська залізниця», що були організовані на біржах ПФТС та Перспектива. Значна частка торгів також припадала на облігації ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» (близько 17,2%). Отже, інструментом корпоративних облігацій користується обмежене коло підприємств, які залучають незначний обсяг ресурсів.

Перспективи широкого використання облігацій як інструменту фінансування корпоративного сектору економіки України залежать від вирішення окреслених проблемних питань. Бар'єри щодо запровадження цивілізованих правил гри на ринку мають місце як з вини регулятора, так і інших учасників ринку (фінансових посередників, інвесторів та емітентів). У даний час НКЦПФР проводить роботу щодо очищення ринку від недобросовісних учасників, реформування нормативно-правового забезпечення процесів випуску корпоративних облігацій та удосконалення регулювання фінансових відносин між емітентом та інвестором.

Необхідною умовою запровадження цивілізованих правил гри на ринку облігацій є належне теоретико-методичне

забезпечення діяльності як інвесторів та посередників, так і емітентів. Теорія має давати відповідь на ряд запитань, без яких учасники ринку не зможуть приймати кваліфіковані рішення, через що зазнаватимуть збитків та йтимуть з ринку. До числа таких запитань насамперед відноситься премія за ризик вкладень в облігації. Від чіткої ідентифікації факторів впливу на ринковий курс та доходність залежать всі ключові рішення щодо облігацій: номінальна вартість, величина купона, терміни погашення тощо. З'ясування ключових детермінант премії за ризик є запорукою розробки заходів щодо зниження процентних ставок за облігаціями, відповідно здешевлення ресурсів для підприємств корпоративного сектору економіки.

Сьогодні на організованому ринку цінних паперів присутня значна кількість корпоративних облігацій, емітованих підприємствами без чітко викладених цілей залучення коштів. Такі емітенти досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямами, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для їх випусків характерні недостатня забезпеченість номіналу і відсотків за облігаціями відповідно зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі інструменти є високоризиковими, що в більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

5.2 Високоризикові корпоративні облігації як інструмент залучення фінансових ресурсів

У 1959 р. американський економіст Л. Фішер опублікував статтю «Детермінанти премії за ризик вкладень у корпоративні бонди», у якій вперше висунув гіпотезу, що премія за ризик вкладень в корпоративні облігації залежить від ймовірності невиконання зобов'язань за ними [128, с. 217–237]. З тих пір проблематика процентних ставок за облігаціями та премії

за ризик належить до числа найважливіших напрямків дослідження корпоративних фінансів. Водночас вітчизняною фінансовою наукою та практикою досить часто ігноруються сучасні тенденції розвитку корпоративних фінансів, наукові методи вивчення фінансових процесів та новітні напрямки досліджень [25, с. 78–95].

Дослідження детермінант премії за ризик є важливим насамперед з точки зору обґрунтування технологій зниження витрат підприємств на капітал. Премія за ризик за корпоративними облігаціями характеризує розмір компенсації, яку вимагають інвестори за взяття на себе додаткових ризиків насамперед кредитних, порівняно з бенчмарком [104, с. 17–25]. За більшістю гіпотез, вона дорівнює величині перевищення дохідності відповідних ризикових облігацій над дохідністю безризикових цінних паперів з аналогічним періодом обігу. Для позначення премії за ризик у науково-практичній літературі використовується ряд синонімічних термінів, зокрема «відсотковий спред» та «кредитний спред». В англосаксонській практиці премія за ризик позначається також як «ставка спреду» (Rate-Spread) та «спред дохідності» (Yield-Spread). На наш погляд, більш виразно сутність премії за ризик характеризує поняття «спред дохідності», оскільки зазначений спред характеризує не лише кредитну, а й інші складові впливу на премію. Однак проблема полягає у визначенні бази для спреду. Йдеться про вибір адекватного бенчмарку, який би був аналогічним за термінами, дюрацією та іншими параметрами. Здебільшого такою базою є дохідність державних облігацій або ж середня дохідність на відповідному ринку.

Традиційно вважається, що визначальним фактором впливу на розмір премії за ризик (кредитний спред) є кредитоспроможність емітента, що характеризується ймовірністю дефолту та відповідним кредитним рейтингом. Однак у ряді

емпіричних досліджень, зокрема проведених Ю. Фама та К. Френчем [126], Е. Елтоном, М. Грубером, Д. Агравалем та К. Манном [118], О. Сарігом та А. Варгою [171], було доведено, що премія за ризик вкладень в облігації визначається не лише кредитною компонентою, а й не завжди пояснюваним впливом ряду систематичних ризиків. Основні чинники, від яких залежить дохідність корпоративних облігацій, можна сформулювати таким чином:

- ризики дефолту емітента та потенціал розвитку підприємства (кредитна компонента);
- базова ставка та довгострокові процентні ставки на фінансовому ринку (компонента процентних ставок);
- ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності);
- рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента);
- інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

Слід зазначити, що процентні ставки за корпоративними облігаціями, їх вартість та премія за ризик є досить чутливими до доходності державних облігацій. У разі зростання доходності останніх за інших рівних умов зростатимуть також процентні ставки за корпоративними облігаціями з одночасним зниженням їх ринкової вартості. Навпаки, якщо доходність державних цінних паперів падає, знижуються відсотки за корпоративними облігаціями з одночасним зростанням їх вартості.

До розрахункових факторів систематичного ризику, що визначають спред дохідності корпоративних облігацій, можна віднести інформаційні ризики, ризик зміни процентних ставок на ринку та ризик ліквідності цінних паперів. В останньому випадку йдеться про ймовірність стагнації ринку капіталів, за якої мінімізуються будь-які трансакції. Ризик ліквідності характеризує потенційну необхідність суттєвого зниження цін на облігації для їх реалізації. Слід зазначити, що останнім часом з'являються дослідження у яких доводиться,

що кредитний ризик слід інтерпретувати як систематичний не диверсифікований ризик [130, с. 1521–1545]. Відповідно до досліджень Ян Лу, на ринках розвинених країн волатильність ринкової ціни облігацій, відповідно премія за ризик на 57% пояснюється впливом кредитних ризиків, які характеризують ймовірність дефолту емітента. Другим за впливовістю фактором є ризик ліквідності, а третій – ризик зміни процентних ставок [192, с. 224].

З огляду на те, що ринки капіталів в країнах, що розвиваються, характеризуються низькою ліквідністю, найбільшою загрозою для держателів облігацій є проблеми з їх реалізацією, навіть за достатнього рівня кредитоспроможності. Отже, можна припустити, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень в корпоративні облігації в таких країнах справляє фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Приклад України, Бразилії, Аргентини, Індонезії та ряду інших країн показує, що в країнах, що розвиваються, процентні ставки постійно зазнають сильних коливань. Таким чином, другим за значимістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни процентних ставок. На наш погляд, ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, про що свідчать низькі кредитні рейтинги підприємств. Однак усе ж компонента кредитоспроможності є менш значимим фактором у сукупності систематичних ризиків.

Залежно від рівня ризику (відповідно кредитного спреду) корпоративні облігації поділяються на облігації інвестиційного рівня (так звані першокласні цінні папери з рейтингами від AAA та BBB-) та облігації субінвестиційного рівня (високоризикові цінні папери з рейтингами нижче BBB- або ж узагалі без рейтингу).

Для розв'язання завдання активізації використання боргових інструментів ринку капіталів для залучення

ресурсів підприємствами слід вдаватися до нетрадиційних рішень. Одним із таких рішень є емісія високоприбуткових облигацій (High Yield Bond, HYB). Поняття HYB бере свій початок із США і використовується для позначення ринкового сегменту корпоративних облигацій спекулятивного рівня. Відповідно до визначення М. Фрідсона, високоприбуткові облигації – це публічні, неконвертовані корпоративні облигації субінвестиційного рівня, однак щодо яких відсутній дефолт або банкрутство емітента [127, с. 3–18]. У той час, як відсотки за облигаціями інвестиційного рівня є не набагато вищими за дохідність державних облигацій, спред доходності та рентабельність HYB є досить високим. В останні роки глобальний ринок високоприбуткових облигацій суттєво зріс і перевищив півтора трильйона доларів США. На початок 2017 р. інституційні інвестори вкладають кошти у більш, як 3500 облигацій.

Високоприбуткові облигації уже тривалий час вважаються ефективною формою залучення капіталу корпоративним сектором у США та Європі. Зокрема, цей тип облигацій широко використовуються підприємствами, корпоративні права яких не мають обігу на фондовому ринку та (або) компаніями, які не бажають витратити кошти на рейтингування. Серед типових цілей використання цього інструменту слід відзначити фінансування операцій типу M&A, LBO, MBO, а також фінансування росту компаній, що не представлені на фондовому ринку. Окрім цього, до емісії HYB вдаються нещодавно створені інноваційні компанії, що швидко розвиваються (стартапи, венчурні тощо). Держателями HYB є, як правило, спеціалізовані HY-фонди, а також інституційні інвестори: пенсійні фонди, страхові компанії, банки. У глобальному вимірі найбільшими вкладниками у HYB є американські інституційні інвестори.

У науково-практичній літературі НУВ позначають також як сміттеві облигації. Дозволимо не погодитись із таким визначенням. На наш погляд, до розряду «сміттєвих» можна віднести лише той сегмент високоризикових облигацій, ринкова ціна яких впала менше, ніж на 50% від їх номіналу. На початкових етапах розвитку цього інструменту на ринку капіталів (80-ті роки минулого століття) клас високоризикових облигацій формувався виключно за рахунок так званих занепалих ангелів «Fallen Angels» (FA), тобто облигацій інвестиційного рівня, що втратили свої рейтинги внаслідок зниження їх надійності. Дослідження глобального ринку НУВ дозволяє виокремити у ньому три сегменти:

– облигації, що на час їх емісії характеризувалися рейтингами інвестиційного рівня, однак у результаті погіршення кредитоспроможності опустилися до спекулятивного рівня («занепали ангели» – «Fallen Angels», FA);

– облигації, емітентами яких є не досить крупні або ж новостворені підприємства (у тому числі стартапи), що характеризуються високим потенціалом розвитку, однак через низький стартовий рівень кредитоспроможності мають невисокі рейтинги;

– єврооблигації, емітентами яких є підприємства, які походять з ринків, що розвиваються (Emerging Markets) та мають спекулятивні рейтинги з початку емісії, насамперед через низькі суверенні рейтинги країни походження.

В останніх двох випадках, середня тривалість підготовчих робіт на залучення коштів через НУВ складає в середньому від 3 до 6 місяців. Йдеться про період з моменту прийняття рішення щодо емісії облигацій до самого розміщення.

Численні емпіричні дослідження на прикладі американського та європейського ринків НУВ доводять, що зазначений тип облигацій є традиційно недооціненими, відповідно їх ризиковість та доходність постійно завищується.

Йдеться про гіпотезу «надмірної компенсації» за ризик дефолту [95, с. 25]. Переоцінка ризиків пояснюється рядом факторів, зокрема, висока волатильність НУВ зумовлена не скільки фундаментальними причинами, а психологічними чинниками, які не впливають на величину грошових потоків, що генеруються компаніями. Таким чином, суттєвою детермінантою спреду доходності за НУВ є біхевіористична компонента.

В таблиці 5.4. наведено результати досліджень експертів Cass Business School (Лондон) ризиків та доходності вкладень у різні типи американських інвестиційних активів (державні облигації, різні типи корпоративних облигацій та акцій провідних підприємств).

Таблиця 5.4

Ризики та індекси доходності інвестиційних активів (січень 2000–березень 2016 рр.) [108]

Показники	Американські казначейські зобов'язання	Корпоративні бонди інвестрівня	НУВ	Fallen angels (FA)	Акції, що входять в індекс S&P 500
Річна доходність, в %	5,36	6,57	7,10	11,04	5,29
Рівень ризику (St. div.), в %	1,31	1,59	2,91	3,49	4,38
Коефіцієнт Шарпа	0,23	0,25	0,15	0,21	0,07
Максимальний збиток, в %	4,80	14,96	33,47	36,20	50,95

На основі дослідження динаміки курсів 534 «Fallen Angels» (FA) за шестирічний період науковцями Cass Business School було доведено, що курс облигацій падає до моменту зменшення рейтингів та у перші 6–7 днів після їх переходу в категорію НУВ. Однак максимум через 30 днів після

зменшення рейтингів курс знову починає зростати [108]. Для пояснення причини падіння курсу FA після зниження їх рейтингу, серед іншого, можна застосовувати аргументацію біхевіористичних фінансів. Йдеться, зокрема, про гіпотезу «надмірної реакції», відповідно до якої індивіди, приймаючи фінансові рішення, надмірно реагують на погані новини, а на хороші новини реакція є більш помірною.

Емпіричні дослідження засвідчили, що інвестори активно продають цінні папери, курс яких знижується навіть за наявності сприятливих прогнозів щодо позитивного розвитку вартості активів. Отже, новина про падіння рейтингу облігацій суттєво впливає на прийняття інвесторами рішень щодо їх продажу. Окрім цього, крупні інституційні інвестори приймають рішення щодо продажу таких облігацій, оскільки їхніми внутрішніми положеннями передбачено, що в портфелях мають бути лише цінні папери з інвестиційним рейтингом. Таким чином, тиск на курс FA облігацій посилюється і вони знецінюються нижче своєї реальної вартості. З іншого боку, якщо актив є недооціненим, то його привабливість підвищується. Саме тому індекс доходності FA є найвищим серед альтернативних активів.

Як впливає з досліджень Clare A., Thomas St. та Motson N., протягом 2000–2016 рр. загалом дохідність облігацій типу HYB була в 1,34 рази вищою, ніж середня дохідність акцій компаній, що входять в індекс S&P 500. Причому рівень ризику таких облігацій, що характеризуються показником стандартного відхилення, виявився у 1,5 рази нижчим, ніж зазначених акцій. Облігації типу «Fallen Angels» за менших ризиків у середньому виявилися більш, ніж у два рази прибутковішими, ніж акції. Ризик вкладень в корпоративні облігації інвестиційного рівня виявився в 1,81 рази меншим за вкладення в HYB та у 2,75 рази меншим, ніж в акції провідних компаній. Однак дохідність класичних

облігацій виявилася вищою за інвестиції в акції, але нижчою за вкладення у високоризикові облігації.

Досить виразним критерієм вкладень в активи, який враховує параметри ризику та дохідності, є коефіцієнт Шарпа, що розраховується як відношення спреда дохідності активу до стандартного відхилення. Коефіцієнт показує рівень премії за ризик на одиницю ризику. Найкращими інвестиційними активами за цим критерієм є корпоративні облігації інвестиційного рівня та казначейські зобов'язання США з коефіцієнтами Шарпа 0,25 та 0,23 відповідно. Облігації категорії FA також характеризуються досить високим значенням коефіцієнта. Найменш привабливими з точки зору співвідношення ризик-дохідності є акції підприємств. Цілком логічно, що саме за цією категорією активів зафіксовано найбільший рівень максимального збитку (майже 51%), у той час як за казначейськими зобов'язаннями лише 4,8%.

З огляду на ріст процентних ставок у США та низькі базові ставки в Європі, для європейських інвесторів НУВ є досить привабливим активом. У 2016 р. дохідність глобального портфелю інвестицій у НУВ (в Євро) склала близько 14%, що перевершило очікування інвесторів. Згідно з прогнозами, у 2017 р. рентабельність вкладень у високодохідні облігації буде дещо нижчою, однак не нижчою середнього за ринком рівня. Водночас очікується суттєве зниження середнього рівня дефолту за НУВ. Якщо в 2016 р. прогнози щодо частки дефолту на ринку високодохідних облігацій перевищували 10%, то в 2017 р. – 2,5–3,5%. Порівняно з іншими сегментами ринку облігацій, відсотки за НУВ є менш чутливими до політики центральних банків Європи та США.

Суттєвим сегментом глобального ринку високодохідних корпоративних облігацій є облігації емітентів, які відносяться до ринків, що розвиваються (emerging markets). Насамперед йдеться про корпоративні єврооблігації (євробонди). Під єв-

робондами розуміють середньо- та довгострокові боргові цінні папери, які розміщуються на міжнародних ринках капіталів у валюті, що є іноземною для емітентів та в іншій країні, ніж країна, у валюті якої деноміновані облігації. Зазначимо, що єврооблігації не мають нічого спільного із загальноєвропейською грошовою одиницею євро. Облігації здебільшого емітуються у дол. США, хоча, є випадки випуску облігацій, деномінованих у євро та англійських фунтах. У практиці країн, що розвиваються, поширеною є опосередкована схема випуску єврооблігацій через дочірню компанію, що створюється у офшорній зоні у вигляді спеціальної інвестиційної компанії (Special Purpose Vehicle, SPV). У цьому випадку іноземна дочірня компанія від свого імені випускає цінні папери через андерайтера, який розміщує їх серед інвесторів, а українська корпорація при цьому виступає гарантом за позикою [11, с. 25–28].

Через відсутність чітких правил, що регламентують пряме розміщення єврооблігацій, забюрократизованість відповідних процедур та пов'язаний з цим високий рівень накладних витрат, українські емітенти використовують опосередковані схеми залучення коштів через емісію євробондів. Хоча у цьому разі також виникають додаткові накладні витрати. За станом на середину 2017 р. лише 10 представників вітчизняного реального сектору економіки знаходилися у стані обслуговування єврооблігацій. Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів, що репрезентують реальний сектор економіки, наведено в таблиці 5.5.

Перший випадок випуску єврооблігацій після тривалої перерви, пов'язаної із значними макроекономічними та політичними потрясіннями в Україні, був у кінці січня 2017 р. Компанія Кернел удаю розмістила п'ятирічні бонди на суму 500 млн. дол. США, що перевищує обсяг усіх емісій корпоративних облігацій, що відбулися у 2016 р. на вітчизняному ринку. Як бачимо, рейтинги облігацій усіх

випусків є досить низькими і відносяться до спекулятивного рівня. За облигаціями чотирьох емітентів рейтинги відізовані.

Таблиця 5.5

Параметри корпоративних єврооблігацій українських емітентів, за станом на серпень 2017 р.*

Підприємство-емітент	Дата погашення	Біржа	Обсяг емісії, млн. дол. США	Купон, у %	Доходність YTM, у %	Ринкова ціна, у %	Рейтинг (Fitch)
Авангард (Avangardo IPL)	29.10.2018	London S.E., Berlin Exchange	200	10	108	31,5	WD (відізований)
Кернел (Kernel Holdings S.A)	01.31.2022	Irish S.E.	500	8,875	8,044	102,5	B+
Феррекспо (Ferrexpo Finance Plc)	07.04.2019	Irish S.E.	346	10,375	9,13	102,3	B –
МХП (MHP S.A.)	04.02.2020	Irish S.E.	750	8,25	7,32	100,3	B –
ДТЭК (DTEK Finance plc)	31.12.2024	Irish S.E.	1275	10,75	14,32	80,5	C
Інтерпайп (Interpipe Limited)	02.08.2017	London S.E.; Luxembourg S.E.	200	10,25	B.I.	29,5	WD
Укразалізняця (Ukrainian Railways)	15.09.2021	Irish S.E.	500	9,88	10,94	97,5	CCC
Метінвест (Metinvest B.V.)	28.11.2017	Irish S.E.	290	10,5	B	95,5	C
Метінвест (Metinvest B.V.)	14.02.2018	Irish S.E.	750	8,75	B.I.	95,5	C
Укрлендфармінг (Ukrlandfarming)	26.03.2018	Irish S.E.	500	10,875	B.I.	31,5	WD
Мрія (Mriya Agro Holding)	19.04.2018	Irish S.E.	400	9,45	B.I.	7,0	WD

* Джерело: Dragon Capital, J. P. Morgan, Bloomberg

Таким чином, усі єврооблігації українських емітентів можна віднести до категорії НУВ. Найважливішим ринковим індикатором привабливості облигацій є показник YTM (Yield to Maturity – дохідність до погашення), який відіграє свого

роду ставки дисконтування, за якою усі майбутні грошові потоки за облігаціями приводяться до теперішньої вартості. Показник є досить чутливим до величини та своєчасності сплати купонів за облігаціями. У разі затримки виконання зобов'язань ринкова вартість облігацій різко падає, відповідно параметр YTM різко зростає.

Відповідну картину можемо спостерігати на прикладі деяких вітчизняних емітентів єврооблігацій (агрохолдинг «Мрія», ПАТ «Авангард», ПАТ «Укрлендфармінг»). Якщо ставка YTM є вищою, ніж ставка доходності за купоном, то ринкова ціна облігації буде вищою за їх номінальну вартість. Компанії Кернел, Ферекспо та МХП, не дивлячись рейтинги субінвестиційного рівня, демонструють позитивну динаміку щодо ринкової вартості та доходності до погашення.

Важливою детермінантною, що визначає надійність та інвестиційну привабливість облігацій, є їх забезпеченість. Відповідно до вітчизняних нормативно-правових актів, емітенти можуть розміщувати як забезпечені, так і незабезпечені облігації. Облігації є забезпеченими, якщо емітентом укладаються відповідні договори поруки щодо забезпечення виконання зобов'язання стосовно погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями або якщо емітенту видається гарантія щодо виконання зазначених зобов'язань. Облігації вважаються забезпеченими порукою, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії та уклав відповідний договір поруки з поручителем щодо забезпечення виконання зобов'язання. Якщо гарант (банк, інша фінансова установа) гарантує перед власниками облігацій виконання емітентом зобов'язання за облігаціями і про це зазначено в проспекті емісії, то вони вважаються забезпеченими гарантією [56]. Аналіз емпіричних даних засвідчує, що значна кількість вітчизняних емітентів вдаються до емісії незабезпечених

облігацій та за відсутності кредитних рейтингів. Ця обставина на порядок підвищує ризики інвестування коштів у облігації та є одним із пояснень відсутності попиту на них.

Договори, що регламентують відносини між емітентами облігацій та інвесторами, мають містити статті, що зобов'язують емітентів здійснювати свою фінансово-господарську діяльність таким чином, щоб це не призвело до погіршення їх кредитоспроможності та здатності виконувати свої зобов'язання. Практикою використання НУВ у США з часом вироблено стандартизований перелік запобіжних кovenант (covenants) для емітентів облігацій:

1) негативні кovenанти (Negative Covenants, Restrictive Covenants) – зобов'язання не вдаватися до певних дій, спрямованих на погіршення здатності виконувати зобов'язання перед кредиторами, що є держателями облігацій;

2) активні кovenанти (Affirmative Covenants) – зобов'язання щодо вчинення певних дій, спрямованих на забезпечення кредитоспроможності емітента та його здатності виконувати зобов'язання перед кредиторами;

3) фінансові кovenанти – зобов'язують емітента підтримувати на певному рівні ключові фінансові параметри;

4) кovenанти ризикової події (Event Risk Covenants) – містять запобіжники на випадок критичного погіршення ліквідності емітента та у разі загрози злиття чи поглинання.

Типові обмеження, що накладаються на емітентів у рамках першої групи кovenант, зводяться до такого: заборонна щодо взяття на себе додаткових зобов'язань, заборона щодо надання активів у забезпечення за іншими кредитами чи позиками, обмеження щодо продажу окремих активів (зазвичай встановлюється максимальна вартість активів, які можуть бути реалізовані без узгодження з кредиторами), обмеження щодо виплати дивідендів та зменшення статутного капіталу, не вживати дій, спрямованих на реорганізацію

емітента, обмеження щодо операцій з пов'язаними особами. Зазначимо, що окреслені обмеження можуть бути пом'якшені за згоди колективних представників кредиторів.

Набір активних ковенант може включати в себе зобов'язання емітента страхувати активи та забезпечувати їх збереження у належному стані, здійснювати господарську діяльність відповідно до законодавства, дотримуватися принципу безперервної діяльності (Going Concern), надавати колективним представникам держателів облігацій доступ до фінансової та управлінської звітності підприємства. До цього типу запобіжників слід віднести також зобов'язання щодо цільового використання залучених у результаті емісії коштів.

Фінансові ковенанти спрямовані на здійснення ефективної фінансово-господарської діяльності емітента, яка б забезпечила належний рівень ключових фінансових показників підприємства. Йдеться, зокрема, про структуру капіталу, показники ліквідності, рентабельності, мінімальне значення власного капіталу, частку поточних зобов'язань та ряд інших. Ковенанти ризикової події можуть передбачати право держателів облігацій на довгострокове їх погашення у разі порушення умов погашення облігацій інших емісій або ж порушення умов інших кредитних договорів. В окремих випадках, зокрема, у разі зміни контролюючого власника або ж за суттєвої зміни структури емітента умовами випуску може бути передбачено зобов'язання щодо дострокового погашення облігацій.

Відповідно до американської та європейської практики, таке погашення здійснюється здебільшого за курсом 101% до номіналу. Загалом, у разі порушення окреслених ковенант кредитори за облігаціями мають залишати за собою право на дострокове погашення облігацій або ж на вимогу щодо додаткового кредитного забезпечення. Вітчизняними нормативно-правовими актами до цього часу не запроваджено запобіжних ковенант у разі емісії

корпоративних облігацій загалом та незабезпечених облігацій зокрема. Імплементация зазначених запобіжників, на наш погляд, має бути складовою комплексу заходів щодо активізації вітчизняного ринку корпоративних облігацій.

5.3 Кредитний рейтинг підприємства та його вплив на ціну залучення капіталу

Визначальним чинником, від якого залежить діяльність емітента на ринку капіталів та успішність розміщення облігацій, є оцінка ймовірності дефолту (Default Probability). Згідно з нормативно-правовими актами, обставини, що становлять дефолт, вказуються у проспекті емісії цінних паперів. Дефолтом визнається настання будь-якої з таких обставин:

- прострочення виконання зобов'язання із виплати будь-якої суми, яка підлягає сплаті згідно з умовами розміщення цінних паперів;
- порушення щодо емітента або особи, яка надає забезпечення за облігаціями, провадження у справі про банкрутство;
- дії або бездіяльність емітента, що завдають істотної шкоди інтересам власників облігацій [63].

Відповідно до новітніх тенденцій щодо аналізу кредитних ризиків основним інструментом оцінки ймовірності дефолту емітента облігацій є кредитний рейтинг. У науково-практичній літературі здебільшого виокремлюються такі функції рейтингування: зменшення інформаційної асиметрії, регулювання фінансових відносин на ринку капіталів, функція підвищення іміджу компанії та раннього попередження кризи, сигнальна функція [57, с. 31–36].

Проблематика оцінювання ймовірності дефолту, відповідно, кредитних ризиків не втрачає своєї актуальності. Це зумовлено тим, що з плином часу змінюються зовнішні та внутрішні умови діяльності позичальників, з'являються нові

ризиків та методи їх оцінювання, змінюються нормативно-правові вимоги щодо формування резервів під кредитні операції банків, щодо емісії боргових зобов'язань тощо. Зазначену проблематику кредитних рейтингів слід розглядати у двох площинах:

– якість методології оцінювання ризику дефолту – порядок (методика) визначення рейтингового класу та спосіб розрахунку ймовірності дефолту позичальника, порядок інтегрування показника ймовірності дефолту у механізм прийняття фінансових рішень, у тому числі рішень щодо величини процентних ставок, порядок врахування якісних ознак кредитоспроможності;

– способи уникнення дефолту та підтримання фінансових параметрів емітентів на достатньому рівні.

Не дивлячись на численні дослідження у відповідній сфері, на сьогодні відсутня методика, яка б повністю задовольняла запити практики щодо адекватного оцінювання кредитних ризиків за корпоративними облігаціями та показників ймовірності дефолту емітентів. Коректність оцінювання кредитних ризиків значною мірою впливає на ціну залучення капіталу підприємствами. Таким чином, в адекватних методиках оцінки ймовірності дефолту зацікавлені як інвестори на ринку капіталів, так і підприємства-емітенти корпоративних прав.

Питання оцінки кредитних ризиків та рейтингування є досить багатогранним та контроверсійним. Як вітчизняні, так і міжнародні рейтингові агенції практично не розкривають інформацію щодо алгоритмів та методик присвоєння рейтингових класів позичальникам. Це ускладнює процес регулювання та оцінку якості діяльності рейтингових агенцій. Окрім цього, для діяльності з присвоєнню рейтингу характерним є конфлікт інтересів, який полягає у необхідності надання об'єктивних оцінок та у прагненні зберегти клієнтів.

Останні схильні обирати найбільш лояльні рейтингові агенції. З огляду на вищевикладене, а також функції системи рейтингування, основні вимоги до її побудови можна сформулювати наступним чином:

- рейтингова система має враховувати актуальну інформацію щодо емітента (як внутрішню так і публічну);
- поточні рейтинги мають встановлюватися незалежно від минулих рейтингових класів;
- методика рейтингування має бути об'єктивною, зокрема ґрунтуватися на математично-статистичних методах;
- рейтингові системи мають бути транспарентними, тобто користувачі рейтингів мають розуміти, на основі якої інформації та з використанням яких методів вони присвоєні;
- для забезпечення стабільної якості рейтингової системи слід проводити так званий «Backtesting», що полягає у перманентному оцінюванні реалістичності результатів рейтингування.

У рейтинговому класі знаходить свій вираз кількісна оцінка ймовірності дефолту (Probability of Default, PD) підприємства. Це означає, що кожному рейтинговому класу відповідає певне значення PD або ж певний діапазон ймовірності дефолту. Показник PD власне і є інтегрованим виразом кредитоспроможності (потенційної платоспроможності) підприємства. Чим вищою є ймовірність дефолту, тим нижчою кредитоспроможністю характеризується позичальник і навпаки. Зв'язок між рейтинговим класом та дефолтом позичальника характеризує емпірично розрахована частка підприємств відповідного рейтингового класу, які виявилися неплатоспроможними протягом певного періоду часу (зокрема, протягом одного року). Однак, за використання суто емпіричного підходу до калібрування рейтингових систем не завжди виконується вимога щодо рівномірного зростання PD з погіршенням рейтингу. Для усунення цього недоліку в

практиці рейтингування використовують метод згладжування емпірично отриманих значень частоти дефолту [79, с. 4–8]. У рамках розробки власних рейтингових систем крупні банки, рейтингові агенції, дослідницькі інститути будують так звані матриці міграції рейтингів протягом тривалого періоду часу.

Показник PD визначається за результатами так званого кредитного скорингу, що є методом оцінювання кредитних ризиків, в основі якого покладено емпірично-статистичні моделі. Скоринг є способом класифікації елементів певної сукупності на певні групи (класи). Для здійснення самої класифікації у рамках скорингу використовуються різні статистичні методи, зокрема, метод дискримінантного аналізу, логістичної регресії та ряд інших. За допомогою цих методів будуються різного роду класифікаційні моделі та розраховуються скорингові значення. Рейтингова шкала будується на основі визначення інтервалу скорингових значень для окремих рейтингових класів. За результатами аналізу інформації щодо статистики проблемних кредитів за окремими класами для кожного з них встановлюється діапазон PD. Слід враховувати, що для розробки власних рейтингових систем звичайному банку потрібно декілька років для накопичення інформації щодо статистики проблемних кредитів. Окрім цього, перед впровадження рейтингових систем їх слід протестувати, тобто на певний період запровадити тестовий режим оцінювання кредитних ризиків.

Світова практика засвідчує, що процентні ставки, за якими можуть залучати капітал суверенні уряди країн, фінансові установи та окремі підприємства залежать саме від їх кредитно-інвестиційних рейтингів. Причому рейтинг впливає на премію за ризик надання як боргового, так і інвестиційного капіталу. Низькі рейтинги свідчать про високий рівень ймовірності дефолту об'єкта фінансування. Отже, капіталодавці очікуватимуть високу премію за ризик.

Якщо актив не спроможний генерувати прибуток, достатній для покриття премії за ризик вкладення капіталу, то виникає розрив між очікуваними процентними ставками та фактичною дохідністю підприємств. Через це фінансовий ринок перестає функціонувати та згортається ділова активність. Досить часто має місце як недооцінка, так і переоцінка ризиків. У відношенні України більшість іноземних інвесторів переоцінюють ризики. Надто низькі рейтинги України провокують високі очікування інвесторів щодо премії за ризик, яку на практиці неможливо реалізувати. Причому значний вплив на можливі ризики вкладень справляє суб'єктивна оцінка латентних ознак [92]. Саме тому має місце хронічний брак інвестиційних ресурсів.

Оскільки вітчизняний фінансовий ринок є банкоцентричним, основним оферентом капіталу на ньому є банківські установи. Останні досить часто недооцінюють ризики, у тому числі для цілей оптимізації резервів під активні операції. Недооцінка є наслідком неповного врахування латентних суб'єктивних характеристик позичальників.

Згідно з пропонованою гіпотезою, для визначення ймовірності тривалого дефолту підприємства (відповідно при формування рейтингу), слід враховувати:

- кількісні показники діяльності підприємства, що розраховуються на базі звітності минулих періодів;

- поточні експертні оцінки щодо динаміки потенційних кількісних та якісних факторів впливу на здатність підприємства виконувати свої зобов'язання.

Останні формуються виходячи з комплексу інтуїтивних, прямих та непрямих оцінок латентних ознак дефолту. Науково-практична проблема полягає у способі «оцифрування» зазначених ознак та механізмі інтегрування відповідних оцінок у модель рейтингування [77]. Причому кваліфіковано оцінені латентні ознаки дефолту доцільно враховувати як при прийнятті інвестиційних, так і кредитних рішень.

Суб'єктивність врахування латентних ознак ймовірності дефолту є слабким місцем багатьох систем рейтингової оцінки. Прямі методи оцінки ймовірності дефолту не дозволяють уникнути зазначеного недоліку. Пропонований підхід ґрунтується на непрямому порядку розрахунку. Вихідною величиною для розрахунків є експертні або ринкові оцінки процентних ставок, за якими залучається інвестиційний капітал, у тому числі з використанням інформації щодо підприємств-аналогів (Peer-Group).

Виражена у відсотках надбавка за латентні ознаки ризику дефолту може розраховуватися як різниця між ставкою витрат підприємства на власний капітал, безризиковою ставкою, премією за ризик та інтегральним виразом кількісних факторів ймовірності дефолту. Причому при розрахунку не мають враховуватися чинники, що відносяться до латентних ознак ймовірності дефолту. Підхід вирішує проблему «оцифрування» латентних характеристик ризиків фінансування. Він дозволяє з високим рівнем точності визначити ймовірність дефолту, але необхідною умовою його використання є наявність об'єктивних оцінок ставки витрат на інвестиційний капітал. Одним із способів отримання останньої є агрегація експертних оцінок, з теоретичної точки зору такий підхід не є ідеальними. Однак розробники теоретичних моделей здебільшого не враховують чинника відповідальності за прийняття рішень та численних суб'єктивних факторів, що на них впливають. Комплексом зазначених факторів володіють експерти. Сформований банк даних оцінок латентних ознак дефолту може слугувати орієнтиром для всього фінансового ринку. Зрозуміло, що зазначені оцінки впливатимуть на процентні ставки через додаткову надбавку за латентний ризик.

Рейтингові агенції та фінансові аналітики є складовою інфраструктури ринку капіталів і мають сприяти недопущенню принципал-агент конфліктів, що виникають на ґрунті інформаційної асиметрії на ринку. Відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», рейтингові оцінки мають право визначати виключно уповноважені рейтингові агентства та/або міжнародні рейтингові агентства. Будучи інструментом державного регулювання ринку капіталів, рейтингові агенції є самі об'єктом регулювання та нагляду, що, зокрема, передбачено Принципами IOSCO.

Згідно з принципом 22, регуляторна система повинна забезпечувати реєстрацію та поточний нагляд за рейтинговими агентствами, рейтинги яких використовуються в регуляторних цілях. Принцип 23 вимагає, щоб інші особи, які пропонують інвесторам аналітичні послуги або послуги з оцінки, підлягали нагляду та регулюванню відповідно до впливу, який їх діяльність має на ринок [159].

Необхідність регулювання діяльності рейтингових агентств і фінансових аналітиків зумовлена тим, що на ринку рейтингових та аналітичних послуг присутні недобросовісні offerenti, які досить часто надають неякісну інформацію, зокрема, підтверджують рейтинги токсичних активів та їх емітентів. Це зумовлено конфліктом інтересів, що виникає на рівні рейтингових компаній: з одного боку, вони зацікавлені в максимізації кількості клієнтів та своїх доходів, а з іншого – слід забезпечувати об'єктивність і якість рейтингових оцінок.

Досить часто для забезпечення лояльності клієнтів рейтингові агенції присвоюють наперед узгоджені із замовником рейтингові оцінки. Для вирішення окресленого конфлікту інтересів в діяльності рейтингових агенцій і підвищення їх ролі у процесах регулювання ринку капіталів слід запровадити дієві механізми контролю за їх діяльністю

та посилити відповідальність за присвоєння необґрунтованих рейтингів. Важливим аспектом контролю за оферентами рейтингових послуг має бути перевірка на адекватність методів, внутрішніх методик та регламентів, на основі яких присвоюються рейтинги. Серед завдань рейтингових агенцій має бути, окрім іншого, виявлення фіктивних активів. Сама ж діяльність рейтингових агенцій та фінансових аналітиків має відповідати професійному кодексу та міжнародним етичним нормам.

Зменшенню інформаційних ризиків кредиторів сприятиме застосування інноваційних прийомів фінансової комунікації з одного боку, та оцінювання кредитоспроможності і інвестиційної привабливості підприємств – з іншого. Оцінювання кредитних ризиків має ґрунтуватися на емпіричних даних щодо статистики дефолтів позичальників та здійснюватися за принципами внутрішнього рейтингування [79, с. 4–8]. Рейтингова система оцінювання кредитних ризиків дозволить гармонізувати технології зменшення інформаційної асиметрії між держателями облігацій та емітентами, а отже, досягти зменшення ризиків та зниження процентних ставок. Ще одним напрямком реалізації інформаційної функції корпоративних фінансів є запровадження інструментарію фінансової комунікації підприємств з потенційними капіталодавцями. Мова йде про систему позиціонування підприємства на ринку капіталів як привабливого для вкладень об'єкту.

Висновки до розділу 5

За результатами дослідження тенденцій розвитку ринкових інструментів залучення боргового капіталу, специфіки функціонування ринку корпоративних облігацій в Україні, потенціалу високоризикових корпоративних облігацій як інструменту залучення фінансових ресурсів та ролі кредитного рейтингу підприємства у процесі залучення коштів на ринку капіталів обґрунтовано ряд висновків і пропозицій, зокрема:

1. Незважаючи на те, що вітчизняні емітенти корпоративних облігацій більш схильні до публічності, порівняно з емітентами акцій, а частка корпоративних облігацій у торгах на організованому фондовому ринку є вищою, ніж частка акцій, абсолютні обсяги залучення коштів з використанням цього інструменту вкрай незначні. Причинами такої ситуації є: ефект витіснення зазначених облігацій державними борговими зобов'язаннями через високі процентні ставки за останніми; нерозвиненість ринку капіталів та неякісна його інфраструктура; відсутність належного нормативно-правового забезпечення емісії, обігу та погашення корпоративних облігацій; слабкість вітчизняних інституційних інвесторів; високі накладні витрати; низькі кредитні рейтинги потенційних емітентів облігацій; неготовність більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому; неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

2. Для обґрунтування технологій зниження витрат підприємств на залучення капіталу важливим є дослідження детермінант премії за ризик вкладень у фінансові інструменти. Ключовими детермінантами премії за ризик вкладень у корпоративні облігації є такі: ризик дефолту емітента та потенціал розвитку підприємства (кредитна компонента); базова ставка та довгострокові процентні ставки на фінансовому ринку (компонентна процентних ставок); ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності); рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента); інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

3. На відміну від ринків розвинених країн, характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облігації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень в корпоративні облігації в таких країнах справляє фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значимістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни процентних ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, однак компонента кредитоспроможності є менш значимим фактором у сукупності систематичних ризиків.

4. Через низькі суверенні рейтинги України кредитні рейтинги облігацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Враховуючи цю обставину, всіх їх можна віднести до категорії високоризикових, відповідно високодоходних бондів (High Yield Bond), які також позначаються як «сміттєві». Йдеться як про облігації, що обертаються на внутрішньому ринку

капіталів, так і про єврооблігації, що розміщені на міжнародних фондових площадках. Для зменшення ризику вкладень в корпоративні облігації необхідно на нормативно-правовому рівні імплементувати комплекс заходів щодо зменшення накладних витрат та підвищення надійності вкладень. До числа таких заходів слід віднести впровадження системи запобіжних ковенант.

5. Інструментом зменшення інформаційних ризиків у разі емісії корпоративних облігацій, базою для розрахунку їх доходності та критерієм віднесення до тієї чи іншої категорії є кредитний рейтинг емітента. Невирішеною досі науково-практичною проблемою є об'єктивність врахування латентних (якісних) ознак можливого дефолту емітента. Пропонований підхід ґрунтується на непрямому порядку «оцифрування» зазначених ознак. Вихідною величиною для розрахунків є експертні або ринкові оцінки процентних ставок, за якими залучається інвестиційний капітал, у тому числі з використанням інформації щодо підприємств-аналогів (Peer-Group).

РОЗДІЛ 6. НАПРЯМКИ АКТИВІЗАЦІЇ РИНКУ КАПІТАЛІВ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

6.1. Оздоровлення ринку капіталів крізь призму проблем економічного розвитку України

З огляду на перманентну банківську кризу, підвищені вимоги до оцінювання кредитних ризиків, високі процентні ставки за кредитами, у найближчому майбутньому слід очікувати певних зрушень у структурі вітчизняного фінансового ринку в бік активізації використання інструментів ринку капіталів. Тенденція до послаблення жорсткої банкоцентричності фінансових ринків спостерігається у багатьох європейських країнах з традиційно сильним банківським сектором. Це зумовлено як впровадженням у банківську практику Базельських рекомендацій щодо посилення вимог до управління операційними та кредитними ризиками банків, так і значною гнучкістю інструментів ринку капіталів, що є альтернативою банківському кредитуванню.

Ефективно функціонуючий ринок капіталів позитивно впливає на реальний сектор економіки не лише завдяки додатковим можливостям фінансування, а й через ефективну алокацію капіталу та фінансову комунікацію. Можна очікувати, що суттєвий вплив на порядок фінансування підприємств найближчим часом справлятимуть технології блокчейн.

Незважаючи на банкоцентричний характер фінансового ринку України, через інструменти фондового ринку пройшла основна маса операцій з виведення коштів із банків [87]. Отже, реформування системи регулювання відносин на ринку цінних паперів відповідає інтересам усього фінансового ринку та економіки загалом. Через серйозні прорахунки та зловживання протягом минулих років на сьогодні роль ринку капіталів у фінансуванні реального сектору є мінімальною. Питання ж активізації ринку лежить не у площині прийняття певного нормативно-правового акту, зміни окремих гравців на ринку чи посадових осіб у складі регулятора. Перезапуск ринку є комплексним та багатоплановим завданням, яке включає в себе реформування усього фінансового сектору та більшої частини фінансового і господарського законодавства.

Відповідно до Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р., запорукою розбудову конкурентоспроможного фінансового сектору є досягнення макроекономічної стабілізації, проведення економічної дерегуляції та стимулюючої податкової реформи, що забезпечить приплив місцевого та зовнішнього капіталу в економіку, дотримання гарантій прав власності та принципів відповідальності за завдані збитки через реалізацію судової реформи й реформи правоохоронної системи [33].

Протягом 2015–2017 рр. НКЦПФР здійснювала кроки щодо активізації вітчизняного ринку капіталів. У рамках цієї роботи було частково реформовано нормативно-правове поле, що регламентує діяльність учасників ринку капіталів, проведена очистка ринку від фіктивних цінних паперів тощо. Водночас перезапуск ринку залежить не лише від діяльності регулятора та наявності інвесторів, а й від бажання потенційних емітентів виходити на ринок та дотримуватися установлених на ньому правил гри. Основи проблем, що стримують розвиток ринку капіталу, криються на обох сторонах ринку –

пропозиції капіталу та попиту на нього. Саме тому пожвавити ринок можна лише розвиваючи одночасно попит на капітал та його пропозицію [64]. Підкреслимо, що це питання стоїть на порядку денному та не знаходить свого вирішення починаючи з моменту зародження вітчизняного фондового ринку.

Низька ліквідність фондового ринку насамперед пояснюється дефіцитом інвестиційно-привабливих активів. Таким чином, маємо замкнене коло: низька інвестиційна привабливість вітчизняного ринку капіталів через високі ризики і відсутність привабливих активів – з одного боку, та небажання емітентів виходити на ринок через відсутність інвесторів і адекватних правил гри – з іншого. Ефективний ринок капіталів є несумісний з тіньовою економікою, оскільки правила гри на ефективному фондовому ринку та у тіньовому секторі є діаметрально протилежними. Можна зробити висновок, що заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів і навпаки.

Як відомо, ринок капіталів репрезентує сукупність всіх інституцій та трансакцій, які забезпечують попит та пропозицію на середньо- та довгостроковий капітал. Він включає в себе ринок боргових цінних паперів, насамперед корпоративних облігацій та ринок акцій. За налагодженого фондового ринку, у структурі капіталу підприємств значна питома вага припадає на ресурси, що залучені на основі емісії облігацій. Так, якщо в середньому по країнах ЄС у структурі позиченого капіталу близько 88% припадає на банківські кредити (банкоцентрична модель), то у США протилежна ситуація – близько 86% займають зобов'язання за емітованими корпоративними облігаціями. Відмінності у розмірі власного капіталу підприємств за різних моделей побудови фінансового ринку є незначними.

У таблиці 6.1 наведена інформація щодо місця ринку цінних паперів та окремих його сегментів (акцій та корпоративних облігацій) у фінансуванні вітчизняних підприємств. Як ба-

чимо, частка коштів, залучених підприємствами за допомогою інструментів ринку капіталів, є вкрай низькою.

Таблиця 6.1

Ринок цінних паперів у формуванні капіталу підприємств України, 2010–2016 рр.*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд. грн.	40,6	58,2	15,8	64,2	144,3	122,3	199,4
Обсяг зареєстрованих емісій корпоративних облігацій, млрд. грн.	9,49	35,91	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52
Кредити, надані банками суб'єктам господарювання (залишок, за станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	508,2	580,9	609,2	698,7	802,6	785,9	786,3
Зобов'язання підприємств за короткостроковими кредитами банків, млрд. грн.	225,8	275,2	316,9	371,7	428,2	455,7	457,0
Кредиторська заборгованість підприємств, млрд. грн.	1596,1	1839,5	2065,1	2169,8	1733,2	2196,3	2143,0
Зареєстрований капітал підприємств (за станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	767,0	842,6	909,6	1173,3	1256,3	1655,9	1985,1
Капітал підприємств (за станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	4096,9	4646,9	5356,5	5712,1	6060,0	8073,0	7939

* Джерело: побудовано автором на основі звітних даних НБУ, НКЦПФР та Державної служби статистики України

За станом на кінець 2016 р. рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку склав близько 20 млрд. грн.

Різде зниження капіталізації ринку, окрім іншого, пояснюється очищенням його від недобросовісних учасників. Сьогодні показники капіталізації, які були штучно завищені, приводяться до реальних значень. Загальний рівень капіталізації ринку складає лише близько 1% від величини зареєстрованого капіталу вітчизняних підприємств. Він є суттєво нижчим, не лише за сумарні обсяги раніше зареєстрованих випусків акцій, а й від обсягу випуску, що мав місце у 2016 р.

Якщо врахувати ту обставину, що на обсяг випуску акцій за 2014–2016 рр. значно вплинули емісії цінних паперів, що здійснені банками у рамках приведення у відповідність обсягу статутного капіталу до нормативно-правових вимог, а також знецінення національної валюти, то стає очевидним, що реальний обсяг коштів, що перерозподіляється через вітчизняний фондовий ринок і вкладається у реальний сектор, є мізерним.

Низькими є також показники, що характеризують рівень фінансування підприємств за рахунок емісії облігацій. Величина нових емісій є значно нижчою за обсяг погашених облігацій. Сума зареєстрованих протягом досліджуваного періоду емісій корпоративних облігацій становить лише 23% від зобов'язань підприємств за банківськими кредитами. Реальна ж величина зобов'язань за облігаційними позиками за нашими оцінками складає не більше 10% від зобов'язань за кредитами банків. Загальна сума коштів, залучених підприємствами на фінансовому ринку (банківські позики, облігації та акції), не досягає 10% загальної суми капіталу підприємств.

Отже, задекларовані НКЦПФР основні функції фондового ринку (залучення капіталу та забезпечення його ефективного використання; забезпечення переливу капіталу між

галузями та сферами економіки; розподіл і перерозподіл капіталу корпорацій, контроль за їх діяльністю; інформаційне забезпечення руху приватних капіталів) фактично не виконуються. Натомість досить чітко проявляється ефект витіснення капіталів із реального сектору економіки у спекулятивну та фінансову сфери, а також у державний сектор (через облігації внутрішньої державної позики).

Незадовільний стан алокації капіталу через ринок можна пояснити дефіцитами якості на всіх рівнях функціонування ринку. Органи державної влади є відповідальними за низьку якість нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів, незадовільний стан регулювання та нагляду за ринком. Фінансові посередники та інші професійні учасники ринку здебільшого недотримуються етичних правил у відносинах зі споживачами фінансових послуг. Домінуючі власники та топ-менеджмент підприємств-емітентів формально підходять до дотримання принципів корпоративного управління.

Наслідком такої ситуації є відсутність у інвесторів довіри до ринку та їх неготовність вкладати кошти у надто ризиковий ринок. З іншого боку, підприємства-емітенти є недостатньо відкритими для публічного розміщення своїх цінних паперів та не готові йти на ризики, пов'язані з випуском цінних паперів. Один із ключових ризиків при цьому полягає у загрозі рейдерського захоплення підприємства.

У комплексі інструментів активізації ринку капіталів непересічну роль відіграє система захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку капіталів. Надзвичайно низький рівень захисту прав власності, зокрема власності на фінансові активи, є значною проблемою, що стримує розвиток ринку капіталів в Україні та зумовлює низький рівень інвестиційної привабливості країни.

Так, за станом на 2016 р. показник індексу захисту прав власності (The International Property Right Index, IPRI) для України склав лише 3,9 пункти із десяти. У 2017 р. значення індексу стало ще гіршим (3,4 пункти). Зазначимо, що IPRI є комбінованим показником, що розраховується Міжнародним альянсом прав власності (The Property Rights Alliance) з використанням результатів статистичного аналізу даних Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD), Світового банку та Всесвітньої торгової організації. За цим показником у 2017 р. країна займала 123 місце із 127 країн, що були задіяні у рейтингуванні; в 2016 р. – 113 місце; в 2015 р. – 105 місце [141]. Фактично за всіма складовими, які впливають на зазначений індекс, країна займає останні місця в рейтингу: політична нестабільність – індекс 1,36; рівень незалежності судової влади – індекс 2,04; проблеми з реєстрацією прав власності – індекс 3,38; фізичний захист власності – індекс 3,37; контроль корупції – індекс 3,04.

За рівнем захисту прав власності Україна знаходиться в групі таких країн, як Албанія, Нікарагуа, Чад, Молдова та ряд інших найбідніших та найменш розвинених країн світу. Лідерами рейтингу є Фінляндія, Нова Зеландія, Норвегія, Швейцарія, Швеція та Японія, сукупні індекси яких перевищують 8 балів. Таким чином, державне регулювання у сфері захисту прав інвесторів в Україні здійснюється на незадовільному рівні та потребує кардинального реформування.

Дослідження показують наявність тісного кореляційного зв'язку між індексом захисту прав власності та рівнем доходів в країні. Так, дохід на душу населення в країнах з найвищим індексом більш, ніж у 20 разів перевищує рівень доходів у країнах-аутсайдерах.

Враховуючи вищевикладене, можна стверджувати, що питання розвитку ринку капіталів знаходиться не лише у площині його регулювання, запуску сучасних фінансових інструментів, наявності фінансових ресурсів у інвесторів.

Найбільший ризик, який не дозволяє запустити ефективний ринок, пов'язаний саме із захистом прав власності інвесторів та емітентів. Це створює сприятливі умови для маніпуляцій на ринку. Для вирішення цієї проблеми слід провести реформи насамперед на рівні судової та правоохоронної системи, а також у сфері боротьби з корупцією. НКЦПФР у межах своїх повноважень проводить роботу, спрямовану на підвищення рівня захисту прав власності. Так, 1 травня 2016 р. набув чинності Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів», який містить ряд інструментів, спрямованих на нейтралізацію наслідків принципал-агент конфліктів на рівні акціонерних товариств. Законодавчий акт запроваджує більш дієві інструменти відповідальності посадових осіб за збитки, завдані підприємству, вводить інститут незалежних директорів, забороняє включення акцій публічного акціонерного товариства до біржового списку більш, ніж однієї фондової біржі в Україні та ряд інших нововведень [60].

Водночас невирішеним залишається питання визначення ринкової вартості цінних паперів АТ, що не перебувають в обігу на фондовій біржі, а також емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу, однак, ринковий курс яких не визначено. Посилання на законодавство про оцінку майна, майнових прав та професійну оцінку діяльність є досить контроверсійним, оскільки зазначене законодавство містить суттєві прогалини і не дає відповіді на питання, як об'єктивно провести оцінку бізнесу.

Ще одне питання, на яке слід звернути увагу у контексті активізації ринку капіталів, пов'язане із діяльністю інституційних інвесторів, роль яких у глобальному вимірі суттєво зростає. За останнє десятиліття, величина контрольованих ними активів зросла у два з половиною рази. У середньому

в країнах ЄС обсяг активів, що знаходяться під управлінням інституційних інвесторів, складає близько 125% від ВВП. У США та Японії цей показник є ще вищим. Причому, як доводять Т. Казерер та С. Рапп, у континентальній Європі ключове місце серед інституційних інвесторів належить банкам та страховим компаніям [145].

В Україні через недостатній рівень капіталізації банків та страхових компаній, законодавче лімітування їх вкладень у корпоративні цінні папери, високий рівень ризиковості функціонування фондового ринку як такого, зазначені фінансові установи не відіграють належної їм ролі на ринку корпоративних цінних паперів. Так, за інформацією Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, за результатами аналізу звітності страхових компаній, обсяг акцій у структурі їх активів протягом 2015–2016 рр. суттєво знизився, що зумовлено насамперед виведенням з інвестиційних портфелів цінних паперів, які мали ознаки фіктивних. На фоні очищення інвестиційних портфелів мали місце також процеси виведення коштів за допомогою окремих інструментів фондового ринку, зокрема через акції корпоративних венчурних фондів [29].

У сукупності чинників, що не сприяють активній участі інституційних інвесторів у розвитку ринку, слід відзначити також ефект витіснення державними облігаціями корпоративних цінних паперів. Саме банки та страхові компанії є основними держателями ОВДП. Так за станом протягом 2016–2017 рр. більш, як 95% усього обсягу торгів на фондовому ринку України припадало на державні облігації та на депозитні сертифікати НБУ.

Для активізації банків та страхових компаній як інституційних інвесторів слід підвищити статус корпоративних цінних паперів як інструменту забезпечення, а також пом'якшити вимоги щодо інвестування в корпоративні цінні

папери. Довгострокові резерви страховиків є, зокрема, важливим ресурсом збільшення інвестицій у реальний сектор економіки України.

Досить часто у процесі розбудови фінансових відносин між емітентами та інституційними інвесторами виникають конфлікти інтересів. Наприклад, у разі, якщо банку чи страховій компанії належить частка корпоративних прав підприємств, які вони обслуговують, то на рівні підприємства можуть прийматися фінансові рішення на користь банку чи відповідної страхової компанії, однак на шкоду фінансовим результатам самого підприємства. Наслідком цього є порушення прав дрібних акціонерів. Подібного роду конфлікти інтересів виникають і в інших крупних інституційних інвесторів. Для вирішення цієї проблеми слід чітко розмежувати основну діяльність інституційних інвесторів від діяльності з управління активами, а також посилити можливості контролю за діяльністю емітента з боку дрібних інвесторів.

Важливим напрямком активізації ринку капіталів України є створення умов для спрямування на цей ринок заощаджень приватних осіб (домогосподарств). Щоб заощадження населення були ефективно використані іншими економічними одиницями, вони повинні бути спершу належним чином організовані, а потім трансформовані в інвестиції за допомогою різноманітних інструментів, що обертаються на фінансовому ринку [30, с. 43–48]. Для цього слід ліквідувати бар'єри для доступу дрібних приватних інвесторів на ринок, з одного боку, та підвищити рівень довіри до ринку – з іншого. У рамках вирішення останнього завдання слід запровадити реальні механізми компенсації втрат інвесторів у разі виникнення проблем у оферентів фінансових послуг. У кризовий період шанси на спрямування заощаджень домогосподарств на інвестиційні цілі є незначними.

Зниження реальних доходів населення внаслідок падіння виробництва, високого рівня інфляції, знецінення національної грошової одиниці та безробіття суттєво погіршило платоспроможність домогосподарств та знизило їх схильність до заощаджень. Водночас, як слушно зауважує Т. В. Майорова, першочерговим є не розмір заощаджень, а їх відповідність наявним інструментам фінансового ринку та спонукальна дія щодо появи нових інструментів. Відповідно, відштовхуючись від кількісних та якісних параметрів сформованих у фізичних осіб заощаджень, необхідно виявити їх структуру, напрямки вкладення [42]. За оцінками НБУ у 2015–2017 рр., приріст вкладень у фінансові та нефінансові активи становив лише 0,5–2% отриманого наявного доходу домогосподарств, що є найгіршим показником з 2008 р. З огляду на банкоцентричний характер фінансової системи України роль населення як чистого кредитора банківського сектору є значною, а депозити домогосподарств залишаються основою фондування банків [24].

Одним із елементів комплексу заходів із активізації фондового ринку України є зміна структури фінансових активів (готівкові кошти, депозити, цінні папери, кредити) домогосподарств у бік збільшення частки цінних паперів. У європейських країнах, наприклад, досить значною є частка заощаджень домогосподарств, яка інвестована в акції підприємств, що мають обіг на фондовому ринку. Так, в Німеччині ця частка складає 10,6%, у Франції та Бельгії – 14,7%, у Фінляндії – 22,2 %, у США – близько 18%.

Стриманість приватних інвесторів до інвестування коштів у ринок капіталів може мати податкові, регуляторні або ж психологічні причини. Психологічні чинники криються переважно у низькій довірі до ринку та у відсутності в приватних інвесторів достатніх знань для прийняття інвестиційних рішень. Як справедливо наголошує Т. О. Кізіма, фінансова

поведінка домогосподарства в Україні має ірраціональний характер. Отже, пріоритетами державної політики стимулювання ощадно-інвестиційної поведінки населення мають стати: підвищення рівня фінансової грамотності та популяризація ощадно-інвестиційної ідеології та культури, підвищення надійності систем захисту організованих заощаджень, розвиток фінансового посередництва та урізноманітнення фінансових інструментів [30, с. 43–48]. З іншого боку, через відсутність усталеної практики корпоративного управління та необхідних знань самі підприємства – потенційні емітенти цінних паперів – не розглядають ринок капіталів загалом та домогосподарства зокрема як альтернативну опцію залучення фінансових ресурсів.

В умовах глобалізації економічних процесів, усунення бар'єрів для руху капіталу та підвищення його мобільності загострюється конкуренція за обмежений ресурс «капітал». Ключовими гравцями на глобальному фінансовому ринку стають транснаціональні корпорації, які походять переважно із найбільш економічно потужних країн і є складним конгломератом фінансових та нефінансових установ. Слабким економікам та їх локальним фінансовим ринкам досить важко протистояти у конкурентній боротьбі з представниками фінансової системи розвинених країн. Локальні ринки програють як у питаннях інфраструктури та якості регулювання, так і щодо ліквідності, капіталізації та ризиковості.

Національні уряди багатьох країн з перехідною економікою здійснюють перманентні, однак здебільшого невдалі спроби оживити свої мізерні та неефективні ринки капіталів. За таких обставин найбільш прийнятною опцією для розвитку дрібних локальних ринків є об'єднання на регіональному рівні, зокрема, створення регіональних фондових бірж (на рівні декількох країн з однаковим рівнем розвитку фондового ринку та співставними економічними умовами).

За відсутності критичної маси інвесторів та емітентів для забезпечення ліквідності на вітчизняному фондовому ринку, значну його волатильність для України, наприклад, доцільно вивчити питання щодо створення спільної регіональної фондової біржі разом з Польщею, Румунією та Балтійськими країнами (або ж в іншому форматі). Пропозиція щодо запровадження регіональної інфраструктури ринку капіталів відповідає глобальній тенденції щодо об'єднання зусиль груп країн для отримання конкурентних переваг. Попри те, що фондова біржа – вкрай важливий елемент інфраструктури фондового ринку, жодна українська біржа не зосереджує критичного обсягу ліквідності, тому закриття декількох із них не є критичним для ринку. Із 9 формально діючих фондових бірж на двох із них (ПФТС та Перспектива) зосереджено близько 98% усіх торгів, обсяг яких є вкрай мізерним. За оцінками окремих експертів, на вітчизняному ринку цінних паперів має працювати лише одна фондова біржа з прозорими механізмами ринкового ціноутворення [31, с. 107–125]. На наш погляд, з огляду на необхідність забезпечення конкуренції на ринку виправданим усе ж є функціонування 2–3 бірж, включно із можливими міждержавними регіональними біржами.

Один із кроків до активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств, на наш погляд, полягає у максимальному спрощенні на національному рівні допуску локальних емітентів до міжнародних ринків капіталів. Регулювання ринків капіталів слід реформувати у напрямку його уніфікації з міжнародними тенденціями. Навіть найбільш економічно розвинені країни ЄС визнають доцільність поглиблення інтеграційних процесів на рівні ринків капіталів.

Так, сьогодні опрацьовується ініціатива Єврокомісії щодо запровадження з 2019 р. на рівні ЄС союзу ринку капіталів (CMU). Метою CMU є підвищення ефективності ринку капіталів, у тому числі покращення доступу до фінансування

всіх європейських підприємств, зокрема, середніх та малих підприємств, стартапів; спрощення фінансування довгострокових проєктів; диверсифікація джерел фінансування підприємств [110].

Формування регіональних ринків капіталів дозволяє, з одного боку, скористатися перевагами міжнародних ринків, а з іншого, – пом'якшити негативні наслідки можливих зовнішніх шоків, пов'язаних із періодичними кризами, що виникають на ринках. При цьому слід враховувати існування традиційної дилеми між можливістю залучення дешевих ресурсів у результаті відкриття локальних ринків і залучення іноземних інвесторів та загрозою впливу зовнішніх факторів, зокрема криз зовнішнього походження та ризиків волатильності.

Розвиток ринку капіталів до певної міри залежить від моделі фінансування, яка домінує та стимулюється в країні. У ряді досліджень (Beck T. H., Levine R.) показано, що обрана модель фінансування суттєво не впливає на темпи економічного зростання. Структура фінансової системи (співвідношення ринку капіталів та кредитного ринку) сигніфікативно не корелює з економічним ростом країни. Водночас обсяги фінансового ринку, його ліквідність, процентні ставки та процентна маржа є релевантними для росту економіки [102, с. 147–180]. На наш погляд, окремі сегменти фінансового ринку мають гармонійно доповнювати один одного. У процесі реалізації державної фінансової політики не слід ставити за ціль запровадити ту чи іншу модель фінансування чи форсувати розвиток одного із сегментів фінансового ринку. Водночас не слід також створювати дискримінаційні умови для того чи іншого сегменту ринку.

Для формування однакових конкурентних умов для розвитку різних сегментів фінансового ринку слід зважати на рівень зарегульованості ринку капіталів та кредитного ринку.

Прямі та непрямі накладні витрати, пов'язані з регулюванням зазначених ринків, мають бути приблизно однаковими. Лише у цьому разі вдасться досягти збалансованого розвитку фінансового ринку. Окрім цього, зіставними мають бути ризики здійснення операцій на згаданих сегментах фінансового ринку. У цьому контексті слід зазначити, що однією (хоча й не основною) причиною нерозвиненості вітчизняного фондового ринку є різні підходи до оподаткування доходів від інвестиційного та позичкового капіталу. Йдеться як про подвійне оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств, так і про ефект податкового щита: проценти за позиками підприємства відносяться на витрати і тим самим знижуються податкові платежі.

Для активізації ринку капіталів слід усунути дискримінаційні умови оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств, порівняно з доходами від надання позичкового капіталу. Зазначена пропозиція відповідає вимогам Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р. якою, окрім іншого, визначена необхідність забезпечення податкового стимулювання та гармонізації системи оподаткування інструментів фінансового сектору [33].

Численні емпіричні дослідження з використанням даних різних країн доводять наявність кореляційного зв'язку між величиною інвестицій, розвитком економіки та розвиненістю фінансового сектору [132; 149]. У чому ж причина зазначеної кореляції? Очевидно, має місце двосторонній вплив. Так, розвиток реального сектору економіки зумовлює попит на фінансові ресурси та на послуги фінансового сектору. Це зумовлює поживлення на фінансовому ринку.

За визначенням Й. Шумпетера, фінансування розвитку є головною функцією ринку капіталів. Розвиток його створює і від розвитку він живе [174]. Таким чином, можна припустити, що розвиток ринку капіталів безпосередньо залежить від попиту на

відповідні інструменти з боку підприємств та інвесторів. Отже, нерозвиненість відповідного локального ринку можна пояснити відсутністю попиту на відповідні послуги. Однак неодноразовий вихід крупних українських підприємств з IPO або ж з борговими інструментами на західні фондові майданчик свідчить про наявність запиту на цивілізований ринок капіталів з боку емітентів. Один із прикладів: розміщення аграрною групою «Кернел» єврооблігацій на 500 млн. дол. США з прибутковістю 8,875% річних. Зазначені цінні папери, рейтинг яких (B+) був вищим за суверенний рейтинг України, включені в лістинг Ірландської фондової біржі.

Статистика використання складних схем інвестування коштів у вітчизняну економіку через офшорні юрисдикції засвідчує наявність значного інвестиційного потенціалу у національного бізнесу. Однак досить часто джерелом інвестиційних ресурсів є тіньова економіка, закони якої, на наш погляд, є несумісними із принципами функціонування ефективного ринку капіталів. Формування ринку капіталів зі зрозумілими та коректними для всіх учасників правилами гри відповідало б актуальним запитам як емітентів, так і інвесторів.

Першим кроком до формування такого ринку є підвищення довіри до нього. Для цього необхідно запровадити дієві інструменти контролю за діяльністю його учасників та очистити його від недобросовісних інвесторів, емітентів та фінансових посередників. Протягом 2015–2017 рр. НКЦПФР практично виконала завдання очистки ринку від токсичних активів.

Однак для запуску повноцінного ринку капіталів слід вирішити цілий ряд інших проблем, пов'язаних з так званими «сплячими акціонерами», реалізацією переважних прав держателів акцій та облігацій, впровадженням принципів корпоративного управління, технічним забезпеченням обігу цінних паперів. Окрім цього, слід посилити повноваження регулятора цінних паперів щодо превентивного нагляду за діяльністю учасників рин-

ку.

Однак посилення регуляторного впливу та нагляду за діяльністю учасників ринку капіталів не має зменшувати можливості корпоративного сектору економіки залучати кошти для фінансування інвестиційної діяльності. Має бути забезпечено баланс між належним захистом інвесторів та підтримкою ефективності та конкурентоспроможності ринку. Надто висока зарегульованість фондового ринку створює додаткові перешкоди для потенційних його учасників та додаткові витрати. Як відомо, кількісні параметри, що характеризують рівень регулювання ринку, завжди збільшують накладні витрати, однак рідко призводять до якісного регулювання.

Перезапуск фінансового ринку та окремих його сегментів слід розглядати у контексті впливу якісних та кількісних параметрів ринку на інвестиційну активність та економічних розвиток. Саме собою покращення кількісних показників ринку має сенс лише у разі наявності позитивної кореляції між експансією фінансового сектору та економічним зростанням національної економіки. Поряд із кількісними характеристиками важливе значення для економіки має рівень та простота доступу до інструментів ринку капіталів середніх та невеликих інвесторів і емітентів. Ринок капіталів має бути максимально доступним для широкого спектру oferentів та споживачів капіталу. Не останню роль в активізації ринку капіталів відіграє загальна фінансова грамотність потенційних учасників ринку. На розвиток ринку капіталів принциповим чином впливає макроекономічна стабільність в країні та загальний рівень кредитно-інвестиційних ризиків. Зниження останніх залежить від комплексу економічних та політичних реформ у країні.

6.2. Реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні

Формальні індикатори, що характеризують рівень розвитку ринку капіталів (капіталізація, ліквідність, кількість емітентів) в Україні, є вкрай низькими і поступаються не лише розвиненим країнам, а й відповідним показникам перехідних економік. Така ситуація зумовлена цілим комплексом факторів, особливе місце серед яких займає недорозвиненість ринкової інфраструктури та низька якість регулювання. Проблема полягає в тому, що з початку зародження вітчизняного ринку капіталів він знаходився у стані перманентного реформування.

Однак половинчастість реформ, їх суб'єктивне бачення окремими функціонерами від фондового ринку, призвели до того, що рівень конкурентоспроможності ринку капіталів України є одним із найнижчих у світі. Більше того, має місце хронічна відмова функціонування ринкових механізмів. Новації у сфері регулювання вітчизняного фондового ринку слугували передусім обслуговуванню корпоративних інтересів окремих політико-економічних угруповань та ринкових спекулянтів. Наслідком фактичного невиконання системою регулювання ринку капіталів своїх функцій стала руйнація ринку як такого.

Більшість експертів концентрують свою увагу на необхідності реформування окремих ланок системи регулювання фондового ринку, абстрагуючись від загальносвітових тенденцій. При цьому не враховується та обставина, що реформування системи регулювання ринку капіталів має здійснюватися комплексно та у напрямку забезпечення його міжнародної конкурентоспроможності. Як наслідок, заходи з удосконалення системи регулювання ринку капіталів були половинчастими, а сама система не сприяла ефективній алокації капіталу.

Засаднича ціль регулювання ринку капіталів полягає у забезпеченні стабільності на зазначеному ринку та захисті інвесторів (вкладників) від зловживань з боку оферентів фінансових послуг. У цьому разі ринок капіталів зможе виконувати свої основні функції – забезпечення ефективної трансформації та алокації капіталу. Відповідно до постулатів неокласичної теорії, за ефективного ринку капіталів процеси на ньому мають тенденцію до саморегулювання. Однак на практиці ефективного ринку не існує. Отже, має місце відмова у функціонуванні окремих ринкових механізмів та виникає потреба у державному та міжнародному регулюванні відповідних ринків.

Вагомим аргументом на користь посилення регуляторного втручання у процеси на ринках капіталів є періодичні фінансові кризи, глобальні та локальні шоки, що спостерігаються на ринках. Один із досвідчених світових гравців на ринку капіталів Дж. Сорос ще у 1998 р. ставив під сумнів ключове припущення неокласичної теорії, що фінансові ринки функціонують за принципом маятника, маючи тенденцію до стану рівноваги. Замість того, щоб коливатися як маятник, фінансові ринки, на думку Дж. Сороса, функціонують як «руйнівна залізобетонна груша», що може призвести до краху економік [179, с. 15]. З огляду на те, що рух капіталів не визнає національних кордонів, реформування вітчизняної системи регулювання ринку капіталів має здійснюватися з врахуванням таких стратегічних цілей:

- система регулювання ринку має бути не автономним локальним утворенням, а бути інтегрована у міжнародні інституції, що забезпечують глобальний нагляд за рухом капіталів;

- зорієнтованість на забезпечення міжнародної конкурентоспроможності ринку;

- система регулювання ринку має передбачати захисні механізми для недопущення негативних зовнішніх впливів на економіку.

З огляду на фактичну відсутність ринку капіталів Україні наразі не загрожують так звані «залізобетонні» наслідки його краху. Оперативним завданням системи регулювання ринку є нейтралізація чинників, які призвели до фактичної відмови функціонування вітчизняного ринку капіталів та до катастрофічного рівня його міжнародної конкурентоспроможності. Відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності (The Global Competitiveness Index, GCI) на 2016–2017 рр, який визначається Всесвітнім економічним форумом, за рівнем розвитку фінансового ринку загалом і ринку капіталів зокрема країна займає 120 місце із 137. Причому за якістю регулювання діяльності фондових бірж Україна з індексом 2,4 займає 134 місце, а за рівнем фінансування через локальний ринок капіталу – 114 місце (індекс 2,7). Проблемним місцем у функціонуванні вітчизняного фінансового ринку є також рівень доступності венчурного капіталу. За цим критерієм наша країна займає 118 місце (індекс 2,3).

У таблиці 6.2. наведена динаміка ключових індикаторів, що визначають якість та рівень конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів протягом 2010–2017 рр. Як бачимо, якість регулювання фондових бірж, доступність фінансових послуг та фінансування підприємств через локальний ринок капіталу протягом аналізованого періоду завжди знаходилися на гранично низьких рівнях. Отже, якість регулювання ринку капіталів та його доступність в Україні знаходяться на рівні найвідсталіших африканських та латиноамериканських країн. Причому така ситуація є незмінною з моменту формального утворення вітчизняного ринку капіталів.

Таблиця 6.2

**Динаміка індикаторів міжнародної
конкурентоспроможності ринку капіталів
України, 2010–2016 рр.***

Індикатори	2016/ 2017	2015/ 2016	2014 /2015	2013/ 2014	2012/ 2013	2011/ 2012	2010/ 2011
Розвиток фінансового ринку (Місце в загальному рейтингу/Індексе)	120/3,11	121/3,2	107/3,5	117/3,5	114/3,5	116/3,4	119/3,3
Фінансування через локальний ринок капіталу	114/2,7	118/2,6	108/2,7	127/2,4	129/2,3	123/2,4	120/2,3
Доступність фінансових послуг	112/3,6	123/3,5	123/3,5	126/3,4	111/3,5	123/3,3	122/3,2
Регулювання фондових бірж	134/2,4	135/2,5	127/2,9	129/2,9	124/3,1	127/3,0	127/2,7
Всього країн в рейтингу	137	140	144	148	144	142	139

*Джерело: складено автором на основі The Global Competitiveness Index 2016–2017 [183]

Як свідчать результати аналізу, наведені в таблиці 6.2, перманентні спроби Уряду країни удосконалити рівень регулювання локального ринку капіталів не мають жодного позитивного ефекту з точки зору підвищення інвестиційної привабливості вітчизняного ринку та покращення умов його функціонування. Вітчизняний фондовий ринок стикається з одними і тими ж проблемами, які не знаходять свого вирішення: запровадження правових механізмів,

спрямованих на попередження інсайдерської торгівлі та маніпулювання на ринку; побудова дієвої системи пруденційного нагляду за професійними учасниками ринку цінних паперів; створення умов для сек'юритизації фінансових активів; широке залучення дрібних інвесторів; розвиток інфраструктури вітчизняного ринку фінансових послуг; невідповідність інформації та форм фінансової звітності; відсутність досконалих систем контролю за фондовим ринком; відсутність розвинутих національних біржової, депозитарної та розрахунково-клірингової систем з цінних паперів [74, с. 109–114].

Для визначення напрямків реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні з'ясуємо, що включає ця система. Ключовими її елементами є органи, які регулюють ринок, законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують діяльність учасників ринку капіталів та функціонування ринкової інфраструктури, національні та міжнародні стандарти у відповідній сфері. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка забезпечує розробку проектів регуляторних актів, аналізує регуляторний вплив на ринок та контролює його учасників. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень. До таких органів насамперед слід віднести Антимонопольний комітет, податкові органи, Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національний банк України.

Інструменти системи державного регулювання ринку капіталів можуть класифікуватися як прямі та непрямі. Прямий вплив на ринок здійснюється через використання адміністративних важелів, які регламентують конкретні завдання та обмеження (або розширення) діяльності регулятора та суб'єктів ринку капіталу. Непряме регулювання

реалізується за допомогою ряду сегментів економічної політики: приватизаційної, податкової, бюджетної, грошово-кредитної, валютної, інвестиційної, страхової, зовнішньоекономічної. Застосовуючи ці інструменти, держава безпосередньо нічого не змінює в ринковому механізмі, а створює лише передумови для цих змін [69, с. 111–116].

Для підвищення конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів слід здійснювати реформи у відповідних сегментах господарського та податкового законодавства, удосконалити вітчизняні стандарти аудиту та нормативно-правові акти, що регулюють аудиторську діяльність, реформувати законодавство, що регламентує захист прав власності тощо. Окрім цього, слід запровадити механізми забезпечення прозорості структури власності оферентів фінансових послуг та порядок компенсації втрат інвесторів у разі виникнення проблем у оферентів фінансових послуг. Для відновлення довіри до ринку слід створити прозорі, зрозумілі та однакові для всіх правила гри на ньому.

Через функціональну неспроможність системи регулювання ринок капіталів України розвивається за однією з найгірших моделей, що характерні для країн, що розвиваються. У цьому контексті Т. Бек, Х. Казерер та С. Рапп наголошують, що більшість країн з низькими доходами мають фінансову систему, що є банкоцентричною та з недорозвиненим і неліквідним ринком капіталів. Для таких країн характерною є слабкість страхових компаній та інвестиційних фондів. Вплив останніх на ринок капіталів є мізерним [101].

Незадовільний стан системи регулювання ринку капіталу в Україні пояснюється комплексом чинників, які пов'язані із декларативним і неоднозначним законодавчим забезпеченням ринку, недоліками у діяльності держаних органів, деформованою інфраструктурою ринку. Дефіцити

у регуляторному забезпеченні функціонування ринку провокують порушення з боку фінансових посередників, інвесторів та споживачів капіталу. Слабкі місця системи регулювання ринком капіталів, які потребують нагального вирішення, пов'язані з браком механізмів виявлення та нейтралізації фіктивних емітентів, фактів маніпулювання ринком та інсайдерської торгівлі.

Через недосконалу систему регулювання та контролю ринку капіталів в Україні досить поширеними є факти маніпулювання як ринком загалом, так і окремими його сегментами. Для цілей маніпуляцій та шахрайства використовують схеми (фіктивні продажі, корнери, пули тощо), які є неможливі на фондових ринках розвинених країн через жорсткий контроль. Через маніпулювання ринком офіційні показники його капіталізації до 2015 р. систематично завищувалися. За оцінками Комісії, абсолютна величина торгів фіктивними цінними паперами на початок 2015 р. на організованому ринку склала близько 12 млрд. грн. (73% від обсягу ринку), а на неорганізованому ринку – 311 млрд. грн. (62% ринку) [88]. Протягом 2015–2017 рр. показники капіталізації суттєво зменшилися.

Для усунення причин повної неефективності вітчизняного ринку капіталів, посиленого контролю вимагають не лише емітенти та фінансові посередники, а й усі інституції, що формують інфраструктуру фондового ринку. У рамках системи державного регулювання передбачено такі види контролю [23]:

- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;

- контроль за дотриманням емітентами цінних паперів та особами, що здійснюють професійну діяльність на ринку, прав інвесторів;

- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
- контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Для досягнення оперативних цілей регулювання ринку, починаючи з кінця 2014 р., НКЦПФР започаткувала ряд заходів з підвищення довіри до вітчизняного ринку капіталів та його інформаційної ефективності. Протягом 2015–2017 рр. була проведена значна робота з очищення ринку від так званих «сміттєвих» (токсичних) цінних паперів. Мова йде про виявлення фіктивних цінних паперів, фіктивної капіталізації емітентів та інших зловживань.

Основні види зловживань на ринку капіталів – торгівля фіктивними цінними паперами, маніпулювання цінами та маніпулювання ринком загалом. Маніпулювання цінами – це укладання угод купівлі-продажу, яке здійснюється одним або кількома учасниками ринку з метою зміни природної ринкової вартості цінного папера, а також фіксації та стабілізації курсу цього цінного папера. Маніпулювання ринком – це здійснення впливу на курсову вартість цінних паперів, які обертаються на ринку, за рахунок проведення короткострокових та довгострокових угод великого обсягу [73, с. 56–62].

У рамках очищення ринку, регулятором зупинено обіг акцій більше 150 емітентів на загальну суму понад 500 млрд. грн., щодо яких мали місце ознаки маніпулювання. За даними НКЦПФР, лише за 2016 р. за фактами маніпулювання цінами на фондовому ринку порушено більш, як 150 справ, з них протягом 2016 р. прийнято рішення у 65 справах. За результатами розгляду накладено фінансових санкцій на загальну суму 4,64 млн. грн. У відношенні 8 тор-

говців цінними паперами застосовані санкції у вигляді анулювання ліцензій [29].

Загалом же в Україні діє більше 300 торговців цінними паперами. З огляду на незначну кількість емітентів цінних паперів та низьку якість виконання професійних функцій торговцями цінними паперами (більшість із них є основними генераторами недовіри до ринку), вважаємо за необхідне здійснити їх переатестацію та запровадити більш жорсткі умови ліцензування.

У системі регулювання ринку капіталів особливе значення має принцип превентивності, оскільки мета такого регулювання – запобігти можливим зловживанням і порушенням, а не реагувати на випадки порушень після того, як вони вже сталися [74, с. 109–114].

Для своєчасного виявлення фактів маніпулювання ринком непересічну роль має неупереджена ідентифікація фіктивних цінних паперів. Позитивної оцінки у цьому зв'язку заслуговує прийняте 17.07.2015 р. НКЦПРФ Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Однак рішення про державну реєстрацію Положення скасовано на підставі Наказу Міністерства юстиції від 05.09.2016 р. Це пояснюється суттєвим опором з боку окремих гравців ринку його очищенню. Комісія на засіданні від 30.05.2017 р. схвалила нову редакцію Положення, яке визначає ознаки фіктивності емітента цінних паперів та порядок прийняття рішення про включення емітента до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Відповідність емітента щонайменше трьом ознакам фіктивності може стати підставою для прийняття рішення про включення його до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності та зупинення обігу його цінних паперів.

На наш погляд, деякі з ознак, які є підставою для прийняття рішення про включення емітента до зазначеного списку, є досить дискусійними. Йдеться про більше, ніж трьохкратне перевищення капіталізації емітента над розміром чистого доходу від реалізації продукції, а також про більше, ніж трьохкратне перевищення капіталізації емітента над вартістю чистих активів такого емітента [61]. На наш погляд, в окремі періоди діяльності підприємств обсяги їх чистого доходу можуть тимчасово падати. Одночасно учасники ринку можуть позитивно оцінювати перспективи діяльності емітента. За такої ситуації обсяги капіталізації можуть суттєво перевищувати чистий дохід та чисті активи підприємства. Рівень капіталізації може суттєво перевищувати чисті активи у разі наявності значних прихованих резервів (наприклад, недооцінені активи чи переоцінені пасиви). Те ж саме може мати місце, коли ринок очікує на успішну реорганізацію чи санацію суб'єкта господарювання.

Окрім цього, час від часу підприємства можуть опинитися в кризі, для подолання якої може застосовуватися інструментарій антикризового менеджменту. Інформація про це може позитивно сприйматися ринком з одночасним рефлектуванням у ціні активу. Однак це не може бути підставою для включення підприємства до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності. На наш погляд, важливим для виявлення фіктивних цінних паперів є з'ясування фактів маніпуляції зі звітністю емітентів.

Досвід засвідчує, що як вітчизняні, так і міжнародні аудиторські компанії за різних причин не завжди спроможні виявити зазначені маніпуляції. Саме тому НКЦПФР має мати право проводити вибіркочну перевірку звітності емітентів цінних паперів на предмет її достовірності. Особлива увага при цьому має надаватися перевірці дотримання принципів складання звітності за МСФО, зокрема принципу

безперервної діяльності (Going Concern). Останній означає, що діяльність підприємства не буде зупинена протягом наступних 12 місяців.

Тривалий час фондовий ринок України був монополізований діючими національними ФПГ та деякими іноземними ТНК і ФПГ, насамперед із Росії. Їх монопольна влада дозволяла бути присутньою незначній частині реальних продавців цінних паперів. Пропозиції інвестиційних компаній, пенсійних фондів та інших фінансових структур, які реально мали б представляти інтереси міноритарних акціонерів на фондовому ринку, були фактично відсутні, реальної конкуренції між інституційними інвесторами як на галузевому, так і на регіональному рівнях фактично не було [35, с. 31].

Таким чином, системою регулювання ринку капіталів в Україні не виконувалося одне із засадничих завдань, яке полягає у запобіганні монополізації ринку та створенні умов для розвитку добросовісної конкуренції між учасниками ринку. На відміну від цього, увага регуляторних органів на розвинених ринках спрямована передусім на недопущення монопольного впливу, забезпечення дотримання принципів корпоративного управління, прозорості та зменшення трансакційних витрат. Отже, повноцінне регулювання ринку капіталів неможливе без реформування законодавчого забезпечення діяльності НКЦПФР.

Відповідно до висновків фахівців МВФ, українська нормативна база щодо маніпулювання на ринках і вимог до розкриття інформації емітентами цінних паперів має істотні прогалини, вплив яких підсилюється відсутністю у НКЦПФР достатніх повноважень із нагляду, розслідування та забезпечення дотримання законодавства. Вона не має можливостей дотримуватися взаємних зобов'язань через брак слідчих, правозастосовних повноважень, а також повноважень у сфері міжнародного співробітництва.

Це сприяє загальному браку прозорості та поширенню неправомірної поведінки на ринках, зокрема шляхом емісії «фіктивних» цінних паперів і торгівлі ними [186].

Без реформування законодавства у напрямку приведення повноважень НКЦПФР до принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO Україна не зможе стати повноправною стороною Багатостороннього меморандуму про взаємопорозуміння (БМВ) IOSCO. У стратегічному плані без приєднання до БМВ вітчизняна система регулювання ринку капіталів залишається осторонь від міжнародних процесів у відповідній сфері.

Приведення діяльності регулятора та регуляторних актів у відповідність до міжнародних стандартів передбачає дотримання широкого спектру норм, принципів та правил, що упорядковують діяльність регулятора, безпосередніх учасників ринку капіталів та інституцій, що їх обслуговують. Перелік основних міжнародних стандартів, принципів та норм, які прямо чи опосередковано впливають на ринок капіталів, включає в себе:

- Принципи регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів).

- Принципи корпоративного управління (Principles of Corporate Governance) прийняті OECD.

- Міжнародні стандарти фінансової звітності (прийняті IASB).

- Міжнародні стандарти аудиту (прийняті IAASB).

- Принципи для інфраструктур фінансового ринку (прийняті CPMI/IOSCO).

Зазначені принципи та стандарти мають бути стратегічним орієнтиром для удосконалення вітчизняних нормативно-правових актів, що регулюють ринок капіталів. Окрім цього, вони є інструментом інтегрування локальний ринків капіталів у європейські та світові ринки.

На сьогодні глобальний фінансовий ринок і навіть ринок ЄС є досить сильно фрагментованими, має різну локальну структуру. Це пов'язано із відмінностями у національних законодавствах про банкрутство, господарському законодавстві, локальними особливостями розвитку корпоративного управління та різними регуляторними вимогами. Окрім цього, нерівномірний розвиток фінансових ринків у різних країнах зумовлений локальними особливостями розвитку ринкової інфраструктури. Саме тому європейськими країнами реалізується політика, спрямована на гармонізацію та уніфікацію системи регулювання ринку капіталів і ринкової інфраструктури.

Враховуючи те, що відповідно до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», серед завдань державного регулювання ринку визначено інтеграцію в європейський та світовий фондові ринки, питання гармонізації нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів зі стандартами ЄС є для України надзвичайно актуальним [23].

Для досягнення цих стратегічних цілей слід здійснювати комплексні та узгоджені реформи за багатьма напрямками, зокрема:

– нормативно-правове забезпечення діяльності Oferentів фінансових послуг слід привести у відповідність до директив ЄС, у тому числі слід імплементувати європейські регуляторні моделі та методології у процес здійснення наглядових функцій на ринку капіталів. У подальшому необхідно запровадити моніторинг змін у законодавстві ЄС, що стосуються регулювання ринку капіталів. Слід налагодити процес оперативного адаптування вітчизняних нормативно-правових актів до нововведень на рівні ЄС;

– доцільно запровадити консолідований нагляд за діяльністю Oferentів фінансових послуг на основі передового досвіду ЄС та з врахування діяльності Європейської служби банківсько-

го нагляду (EBA), ЄЦБ, Європейської служби нагляду за ринком цінних паперів (ESMA) і Європейської служби нагляду у сфері страхування і недержавного пенсійного забезпечення (EIOPA). У цьому контексті слухними є ідеї щодо запровадження єдиного мегарегулятора (наприклад, на основі злиття Нацкомфін-послуг та департаменту банківського нагляду НБУ). За мегарегулятором варто було б залишити лише контрольно-наглядові функції, що значною мірою підвищить ефективність нагляду за дотриманням законодавства учасниками ринку [74, с. 109–114]. Водночас НКЦПФР має залишатися незалежним регулятором;

- продовжувати реформи у напрямку створення умов для вільного руху капіталів, у тому числі шляхом лібералізації контролю за рухом капіталу у комплексі із забезпеченням прозорості структури власності оферентів фінансових послуг;

- привести у відповідність систему регулювання ринку капіталів до Принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів);

- уніфікувати та інтегрувати вимоги щодо звітності, встановлені європейськими директивами та іншими нормативними актами, в існуючі національні процедури нагляду, у тому числі проводити роботу щодо поступового запровадження стандартів фінансової звітності згідно з таксономіями XBRL (eXtensible Business Reporting Language), що узгоджується з рекомендаціями ESMA, відповідно до яких з 2020 р. підприємства, акції яких котируються на біржі, мають надавати фінансову звітність в електронному форматі XBRL [111].

У експертному середовищі серед основних переваг XBRL найчастіше згадуються такі:

- автоматичне введення-вивід даних без повторної трансформації;

- швидкість і автоматичне складання фінансового звіту; швидкий, ефективний і надійний аналіз та зіставлення даних; відстеження даних та скорочення часу для ухвалення рішень;

– підвищення ефективності та економічності регуляторного процесу [65].

Однак, плани відносно запровадження на рівні ЄС електронного формату звітності XBRL неоднозначно сприймаються ринком. Так, експерти Німецького інституту акцій (DAI) критично оцінюють рекомендації ESMA починаючи з 2020 р. запровадити для підприємств, цінні папери яких мають обіг на біржі, звітність за форматом XBRL. На їх думку, запровадження нового формату звітності призведе до відчутних додаткових витрат підприємств та підвищить ризики для емітентів.

Однак інвестори та аналітики не проявляють серйозного інтересу до звітності на основі XBRL [140]. Це означає, що витрати на запровадження нового формату звітності будуть вищими, ніж позитивний ефект у питаннях оптимізації фінансового-інвестиційних рішень. Водночас таку рекомендацію підтримує Рада з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB).

Важливим стратегічним інструментом регулювання ринку капіталів, який має сигналізувати інвесторам про якість активів, що мають обіг на ринку капіталів, є кредитний рейтинг. З теоретичної точки зору рейтинг є інструментом зменшення інформаційної асиметрії на ринку капіталів, про що йшлося у п'ятому розділі монографії.

У процесі реформування системи регулювання ринку капіталів слід приділити належну увагу саморегульним організаціям. Так, відповідно до принципу 9 IOSCO, у регуляторній системі можуть використовуватися саморегульні організації, які здійснюють окремі прямі повноваження з нагляду у їх відповідній сфері компетенції, такі організації повинні підлягати нагляду регулятора та відповідати стандартам справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків [159].

Ключовими перевагами діяльності саморегульвних організацій на ринку є швидкість прийняття рішень, гнучкість, компетентність, розуміння потреб ринку. На наш погляд, через природну наявність конфліктів інтересів, дефіцит демократичності у прийнятті рішень, низький рівень транспарентності та проблеми з імплементацією рішень роль саморегульвних організацій у розвитку ринку капіталів в Україні є другорядною. Посилення цієї ролі є стратегічним завданням системи регулювання ринку капіталів.

Таким чином, регуляторний процес має забезпечувати баланс між належним захистом інвесторів (споживачів фінансових послуг) і підтримкою конкурентоспроможності ринку капіталів. Реформування системи регулювання ринку капіталів має бути зорієнтоване на підвищення рівня довіри до ринку, що є необхідною умовою його повноцінного запуску. На відміну від розвинених ринків, основною проблемою вітчизняного ринку капіталів є не стільки інсайдерська інформація, скільки засилля фіктивних активів та шахрайських маніпуляцій. Саме тому оперативною ціллю регуляторних та контрольних заходів є очищення ринку від фіктивних активів та попередження спроб маніпулювання цінами на окремі активи і ринком загалом. Перезапуск ринку має передбачати також очищення ринкової інфраструктури від недобросовісних інституцій та посадових осіб. Водночас слід уникати економічно невиправданих критеріїв щодо визначення фіктивності емітентів. Натомість слід надати право регулятору перевіряти достовірність звітності емітентів.

У стратегічному плані система регулювання ринку капіталів має бути інтегрована у міжнародний простір. Це є комплексним процесом, що включає в себе: приведення у відповідність до директив ЄС та принципів IOSCO законодавчих та регуляторних актів; удосконалення нормативно-правового регулювання корпоративного управління, забезпечення

ефективного нагляду за діяльністю рейтингових агенцій, фінансових аналітиків, аудиторських компаній та інших інститутів, що формують інфраструктуру ринку. Для ефективного регулювання ринку необхідно розробити відсутнє на сьогодні методичне забезпечення для обчислення рівня ліквідності, капіталізації цінних паперів, ставок капіталізації та дисконтування.

Реалізуючи заходи із вдосконалення системи регулювання ринку капіталу, слід враховувати часовий лаг з моменту здійснення відповідних реформ до поживлення ринку. З огляду на багаторічну втрату довіри до ринку відповідний лаг буде досить тривалим, за нашими оцінками він складатиме не менше трьох років за умови реального запровадження найкращої практики у системі регулювання ринку.

6.3. Підвищення якості корпоративного управління

Важливим чинником активізації ринку капіталів є запровадження на вітчизняних підприємствах, що є емітентами цінних паперів, а також у професійних учасників ринку капіталів ефективного корпоративного управління. Відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів», а також згідно з Принципами корпоративного управління, завдяки забезпеченню належної уваги до інтересів акціонерів, запровадження правил ефективного менеджменту та належного контролю корпоративне управління є важливим чинником генерування вартості компанії [59].

Корпоративне управління як система, що регулює відносини між власниками (інвесторами) та керівництвом компаній, має вирішити такі групи проблем:

- підвищення рівня фінансової прозорості компаній;
- узгодження інтересів учасників корпоративних відносин, зокрема інтересів дрібних інвесторів;
- збалансування поточних та стратегічних цілей інвесторів;
- зниження потенціалу конфліктів інтересів між власниками та менеджментом підприємств;
- зниження корпоративних ризиків.

До числа найважливіших критеріїв ефективності корпоративного управління слід віднести здатність підприємства залучати капітал та величину витрат на капітал. Загальний успіх підприємницької діяльності визначається змогою суб'єкта господарювання залучити капітал за якомога меншою ціною. Проблема полягає в тому, що на ринку капіталів загострюється конкуренція як на стороні пошуку інвесторів, так і на стороні ідентифікації надійних і прибуткових об'єктів інвестицій. Важливим завданням корпоративного управління у цьому контексті є створення умов для довіри до підприємства з боку інвесторів та інших груп інтересів. Довіра до об'єкта інвестицій формується в результаті поєднання цілого ряду факторів, таких як наявність ефективного механізму захисту прав інвесторів, надійність механізмів управління та контролю, відкритість та прозорість діяльності, змога інвесторів реалізувати своє право на участь в управлінні.

В останній час у світі значного поширення набули так звані кодекси корпоративного управління. В кінці 90-х рр. минулого століття у Великобританії вступив у силу кодекс Cadbury (Cadbury Code of Best Practice). Творці кодексу хотіли допомогти компаніям удосконалити практику управління і тим самим попередити майбутні скандали та відновити довіру громадськості й інвесторів до бізнесу [40, с. 20]. Глобальний вплив на процеси імплементації основних принципів корпоративного управління здійснив прийнятий у 2002 р. в

США «Акт Сарбан-Окслей» (SOX), яким суттєво посилюються вимоги щодо дієвості системи внутрішнього контролю на підприємствах, цінні папери яких мають обіг на фондовому ринку. Важливим орієнтиром для розробки національних стандартів (кодексів) корпоративного управління є Принципи корпоративного управління ОЕСР СРГ20/2015. Прийняття принципів корпоративного управління, різного роду кодексів, законодавчих актів у відповідній сфері є спробою встановити загальноприйнятні, прозорі та зрозумілі в усьому світі «правила гри» на фінансовому ринку.

Визначальним елементом стандартів корпоративного управління є забезпечення достатнього рівня прозорості діяльності компаній. Зокрема, товариство повинно своєчасно та доступними засобами розкривати повну і достовірну інформацію з усіх суттєвих питань, що стосуються товариства, з метою надання можливості користувачам інформації (акціонерам, кредиторам, потенційним інвесторам тощо) приймати виважені рішення [59]. Як приклад, наведемо витяг із Кодексу корпоративного управління одного з лідерів українського бізнесу, корпоративні права якого мають обіг на закордонних ринках капіталів ПАТ «МХП», зокрема спорідненої компанії МХП СЕ: «компанія «МХП СЕ» підтверджує, що вона дотримується десяти принципів корпоративного управління, затверджених Люксембурзькою фондовою біржею, і добровільного режиму корпоративного управління, викладеного у Кодексі корпоративного управління Великої Британії. Компанія впровадила та практикує найвищі стандарти професійної етики та неупередженості у своїх відносинах із акціонерами, директорами, персоналом, бізнес-спільнотою та іншими третіми сторонами, у тому числі з урядом та регуляторними органами» [32].

Належна система корпоративного управління дозволяє інвесторам (у тому числі дрібним) бути впевненими у тому,

що їх корпоративні права не будуть розмиті, а керівництво підприємств розумно використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, таким чином, збільшується вартість частки у капіталі. Відповідно до Принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів), необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами (принцип 16). Ставлення до власників цінних паперів компанії повинно бути справедливим та рівноправним (принцип 17) [159].

У контексті вирішення проблеми підвищення рівня корпоративного управління в Україні прийнято Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах». Нормативно-правовий акт частково вирішує питання зменшення високого рівня накладних витрат, пов'язаних з виходом підприємств на фондовий ринок, дещо послаблює рівень регулювання та запроваджує діючі в розвинених країнах інструменти «корпоративного витіснення» на основі процедур примусового викупу (squeeze-out) та придбання (sell-out), відповідно до Директиви 2004/25/ЄС. Зазначені механізми, окрім іншого, сприятимуть захисту прав міноритарних акціонерів. Цим самим нейтралізується одна із схем рейдерського захоплення підприємств.

Загалом позитивно оцінюючи вказані нововведення, слід зазначити, що окреслений Закон усе ж не вирішує питання зниження так званих агентських витрат на основі підвищення якості корпоративного управління. На наш погляд, доцільно запровадити звітність про корпоративне управління, а також комплекс інструментів щодо адекватного оцінювання якості та релевантності публічної звітності емітентів. Питання звітності певним чином вирішується Законом «Про внесення

змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів», відповідно до якого звіт про корпоративне управління повинен містити:

- посилання на власний кодекс корпоративного управління, яким керується емітент, кодекс корпоративного управління фондової біржі, об'єднання юридичних осіб або інший кодекс корпоративного управління, який емітент добровільно вирішив застосовувати;

- пояснення зі сторони емітента, від яких частин кодексу корпоративного управління він відхиляється і причини таких відхилень;

- інформацію про проведені загальні збори акціонерів (учасників) та загальний опис прийнятих на них рішень, про персональний склад наглядової ради та колегіального виконавчого органу емітента, їхніх комітетів (за наявності), інформацію про проведені засідання та загальний опис прийнятих на них рішень;

- опис основних характеристик систем внутрішнього контролю і управління ризиками емітента;

- перелік осіб, які прямо або опосередковано є власниками значного пакета акцій емітента та інформацію про будь-які обмеження прав участі та голосування акціонерів (учасників) на загальних зборах емітента;

- порядок призначення та звільнення посадових осіб емітента, їх повноваження.

Слід визнати, що органи внутрішнього корпоративного контролю у більшості вітчизняних компаній здебільшого відіграють формальну функцію, а аудиторські компанії не у повній мірі вирішують проблематику верифікації звітності та функціонування внутрішнього фінансового контролю. Про це свідчать численні випадки маніпулювання показниками звітності як в Україні, так і за її межами, що залишалися без

уваги під час аудиторських перевірок. Досить згадати недавні приклади націоналізації чи ліквідації банків, у яких величина активів за даними звітності суттєво відрізнялась від їх реальної величини.

Нагальним у цьому контексті є реформування нормативно-правового забезпечення оцінювання вартості активів суб'єктів бізнесу, діяльності внутрішнього та зовнішнього аудиту. Зазначимо, що окреслена проблема виходить за національні рамки і носить глобальний характер. Однак якщо в розвинутих економіках через усталені традиції та численні запобіжні механізми розмитість міжнародних стандартів аудиту та оцінної діяльності призводить до епізодичних зловживань, то в слабких економіках, що розвиваються, надто узагальнені алгоритми міжнародних стандартів зумовлюють системні проблеми. Прикладом може слугувати формальний підхід аудиторських компаній до перевірки рівня дотримання принципу безперервної діяльності (Going concern) або ж до перевірки якості внутрішніх контролів та систем ризик-менеджменту. На наш погляд, для уникнення двоякого трактування окремих положень міжнародні стандарти внутрішнього та зовнішнього аудиту, а також стандарти оцінювання вартості активів потребують серйозного реформування у напрямку їх конкретизації. Окрім цього, для ефективної верифікації звітів про корпоративне управління слід розробити деталізовані методики.

У рамках проблематики корпоративного управління слід розглядати також питання використання переважних прав власників на придбання цінних паперів нової емісії. В Україні до цього часу це питання до кінця не урегульоване. До ключових недоліків нормативно-правового регулювання використання переважних прав слід віднести відсутність порядку оцінювання вартості переважних прав, а також заборону на їх реалізацію третім особам. Так, Законом

України «Про акціонерні товариства» визначено, що у разі, якщо акціонери не скористаються переважним правом на придбання всіх акцій, що пропонуються для продажу, протягом строку, встановленого Законом або статутом акціонерного товариства, акції можуть бути продані третій особі за ціною та на умовах, що повідомлені акціонерам товариства. На наш погляд, доцільно передбачити можливість продажу переважних прав, які належать окремим власникам. Завдяки цьому буде створено реальний механізм компенсації збитків власникам від розмивання статутного капіталу у разі, якщо вони не беруть участі у його збільшенні.

Практика корпоративного управління стала набагато відкритішою завдяки підходу «дотримуйся або пояснюй», який передбачає, що у разі недотримання компаніями певних стандартів корпоративного управління вони мають пояснити причини такої ситуації [40, с. 20]. Не потребує доведення той факт, що наявність своєчасної, достовірної та вичерпної інформації про компанію є важливою умовою для здійснення акціонерами і потенційними інвесторами об'єктивної оцінки фінансово-економічного стану підприємства та для прийняття ними виважених рішень щодо придбання або відчуження цінних паперів, а також голосування на загальних зборах акціонерів. Розкриття інформації про товариство є необхідною передумовою довіри до товариства з боку інвесторів та сприяє залученню капіталу. Саме тому адресатами інформації мають бути нинішні та потенційні капіталодавці, а також фінансові аналітики, рейтингові агентства та фінансові посередники, за участі яких капіталодавці приймають рішення щодо здійснення вкладів. Реалізуючи інформаційно-комунікаційну політику, слід враховувати тип капіталодавця: кредитори чи власники корпоративних прав. Від цього залежить зміст його інформаційних потреб. У той час, як кредиторів цікавить насамперед інформація про рух грошових коштів,

актуальна та потенційна платоспроможність підприємства, власники надають пріоритет інформації, яка свідчить про потенціал зростання вартості компанії.

Адресатом інформації є також менеджмент підприємства. Розкриття інформації має велике значення для підвищення ефективності управлінських рішень в самій компанії, оскільки повна та достовірна інформація надає можливість керівництву об'єктивно оцінити досягнення товариства та розробити ефективну стратегію його подальшого розвитку.

Аналіз ситуації на фінансових ринках показує, що на сьогодні значна частина прибутків від інвестицій осідає у фінансових посередників. Водночас спостерігається тенденція до загострення конкуренції на ринку капіталів, зокрема конкуренції між емітентами цінних паперів, фінансовими посередниками (брокерами, аналітиками, торговцями цінних паперів). Результатом загострення конкуренції, на наш погляд, буде поступовий перерозподіл прибутків від операцій на ринку капіталів від фінансових посередників у бік безпосередніх інвесторів. Це стане наслідком підвищення прозорості на ринках, інформаційної відкритості емітентів та «електроніфікації» інструментів ринку капіталів. Вважаємо, революцію у цьому питанні має здійснити проникнення в інфраструктуру ринку капіталів блокчейн технологій.

Зниження накладних витрат, пов'язаних із виходом на ринки капіталів, можливе лише за умови підвищення ефективності корпоративного управління в емітентів у частині забезпечення прозорості діяльності, оскільки роль фінансових посередників зводиться у значній мірі до зменшення інформаційної асиметрії між емітентом та інвестором. Результатом зменшення інформаційної асиметрії між безпосереднім оферентом та споживачем капіталу буде тренд у напрямку наближення інвесторів та емітентів. Завдяки зближенню покупців та продавців на ринку капіталів суттєво зменшиться маржа фінансових посередників.

Окрім інвестицій, в інформаційні технології для забезпечення дієвого корпоративного управління слід здійснювати також капіталовкладення в персонал, який має реалізовувати інформаційно-комунікативну політику. Більшість підприємств, цінні папери яких мають обіг на фондовому ринку, мають у своїй структурі підрозділи, що займаються так званим інвестор-релейшнз, тобто виконують роботу щодо реалізації заходів з інвестиційно-комунікаційної політики.

Серед найбільш ефективних інструментів та прийомів інвестор-релейшнз виділимо внутрішнє та зовнішнє рейтингування, публікацію корпоративних звітів, оприлюднення інформації про діяльність компанії на власному інтернет-сайті, презентації різного роду інвестиційних проєктів, складання звітів про вартість підприємства та про систему ризик-менеджменту.

Метою інвестор-релейшнз є забезпечення активної, транспарентної та регулярної комунікації з інвесторами та фінансовими посередниками для досягнення високого рівня довіри до емітента та привернення уваги до чергової емісії цінних паперів. В рамках реалізації комунікаційної політики слід чітко визначити цільову групу капіталодавців, їх структуру, інформаційні потреби та канали комунікації з ними.

Важливим для організації ефективного корпоративного управління є забезпечення прозорості у відповідності з інформаційними потребами учасників ринку капіталів. Іншими словами, не слід оприлюднювати технічні деталі інвестиційних проєктів, наявні ноу-хау чи іншу подібну інформацію. Учасників ринку цікавить насамперед інформація щодо майбутньої платоспроможності та зростання вартості компанії.

Зазначимо, що запроваджуючи власну модель корпоративного управління, компанії мають знайти баланс між необхідністю оприлюднення інформації, контролю за діяльністю

менеджменту та забезпечення так званого «помірного апетиту до ризиків». Жорстке дотримання принципів корпоративного управління та виконання положень кодексів створює передумови для більш етичного управління компанією, проте на практиці це може призвести до надмірної регламентації діяльності керівництва та менеджменту компанії, що знижує схильність до ризиків при розробці та виконанні корпоративної стратегії [27].

Надмірне регулювання та контроль корпоративних відносин своїм наслідком має підвищення рівня постійних витрат (порушення принципу економічності) та зниження прибутків через уникнення ризиків. Таким чином, слід забезпечити постійний моніторинг витрат, пов'язаних з корпоративним управлінням та витрат підприємства на капітал. Ефект зниження витрат на капітал має бути вищим, ніж зростання витрат, пов'язаних із корпоративним управлінням.

Логіка нашого дослідження підводить до висновку, що підвищення ефективності корпоративного управління, зокрема на основі впровадження інноваційних інструментів інформаційно-комунікаційної політики, сприятиме зменшенню витрат на залучення капіталу компаніями-емітентами та підвищенню рентабельності вкладень для інвесторів. Зменшення вартості капіталу за рахунок вказаного фактора можливе лише завдяки здійсненню суттєвих інвестицій в персонал, імплементацію інтегрованих систем та процесів для забезпечення зростаючих у всьому світі вимог до транспарентності та стандартизації звітності.

Висновки до розділу 6

Перезапуск ринку капіталів в Україні має здійснюватися для вирішення єдиного, але, архіважливого завдання: ринок має слугувати інструментом залучення коштів для фінансування корпоративного сектора економіки. Всі інші цільові орієнтири є допоміжними щодо цього завдання. Однак санацію ринку капіталів неможливо здійснити без врахування існуючої в країні макроекономічної ситуації та ігноруючи проблематику загального економічного розвитку країни.

Для розвитку ринку значення має зважена макроекономічна політика, якісна ринкова інфраструктура, інституційне та правове забезпечення. Реформування потребує система регулювання ринку капіталів, оскільки через значні прогалини у цій системі відбулася фактична руйнація зазначеного ринку. Інший комплекс нагальних питань, без вирішення яких залучення інвесторів є неможливим, пов'язаний із запровадження реальної, а не фіктивної публічності на рівні підприємств-емітентів. Для цього слід імплементувати визнані у світі стандарти корпоративного управління.

Дослідження напрямків активізації ринку капіталів для забезпечення фінансування корпоративних підприємств дає можливість зробити ряд узагальнень:

1. Необхідною умовою перезапуску вітчизняного ринку капіталів є вирішення спектру завдань, пов'язаних із макроекономічною стабілізацією країни, зниженням інвестиційних ризиків та реформуванням законодавства у напрямку імплементатції положень, що містяться у відповідних Директивах ЄС.

Цивілізовані правила гри на ринку капіталів передбачають наявність ефективних механізмів захисту прав власності усіх учасників ринку, зменшення накладних витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку. З цієї метою слід реформувати судову систему, законодавство про акціонерні товариства, діяльність регуляторів, підвищити прозорість функціонування фондових бірж, андеррайтерів, інвесторів та емітентів, а також змінити філософію прийняття фінансових рішень менеджментом підприємств-емітентів. Ефективний ринок капіталів є несумісний з тіньовою економікою. Отже, заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів і навпаки.

2. Для активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств слід усунути податкову дискримінацію фінансування підприємств за рахунок власного капіталу, ліквідувати бар'єри для доступу на ринок капіталів дрібних інвесторів, імплементувати інструменти

заохочення діяльності інституційних інвесторів. Крім цього, слід стимулювати розвиток регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн з порівняними економічними умовами. Інструментом інтегрування вітчизняного ринку капіталів у європейські та світові ринки мають стати міжнародні стандарти, принципи та норми, що упорядковують окремі аспекти функціонування учасників ринку та інституцій, що їх обслуговують.

3. У рамках реформування системи регулювання ринку капіталів має бути забезпечена уніфікація вітчизняних нормативних актів з міжнародними нормами та стандартами. Аналіз міжнародних рейтингів засвідчує, що за якістю регулювання ринку цінних паперів країна займає одне з останніх місць у світовому рейтингу конкурентоспроможності.

Ключовими оперативними завданнями регуляторних та контрольних заходів на ринку капіталів є очищення ринку від фіктивних активів та попередження спроб маніпулювання цінами на окремі активи і ринком загалом, а також запровадження прозорих, зрозумілих та однакових для всіх правил гри на ринку капіталів.

Стратегічної ціллю має бути інтегрування вітчизняного ринку у європейський та глобальний ринки. Для забезпечення повноцінного регулювання ринку необхідно посилити повноваження регулятора, а також здійснювати дієвий нагляд за інституціями, які формують інфраструктуру ринку (аудиторські компанії, рейтингові агенції, реєстратори, фінансові аналітики). Одночасно із реформування системи регулювання ринку капіталів слід реалізувати заходи з підвищення рівня довіри до ринку.

4. До числа пріоритетних завдань, які слід вирішити для формування ефективного ринку капіталів, належать: запуск повноцінної діяльності регулятора (НКЦПФР), що передбачає приведення його компетенцій у відповідність до принципів IOSCO та відповідне законодавче забезпечення; реформування законодавства про акціонерні товариства та обіг цінних паперів у напрямку адаптації його до вимог Євродиректив; очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг; очищення ринку від фіктивних цінних паперів. Необхідною умовою виконання цих завдань є зменшення інформаційної асиметрії на всіх рівнях функціонування ринку та забезпечення інформаційної прозорості усіх учасників ринку.

5. Суттєвим фактором, який стримує розвиток локального ринку капіталів, є низький індекс захисту прав власності. Недостатній рівень захисту прав власності створює сприятливі

умови для рейдерства та маніпуляцій на ринку. Регуляторний процес має забезпечувати баланс між належним захистом інвесторів (споживачів фінансових послуг) і підтримкою конкурентоспроможності ринку капіталів. Водночас висока зарегульованість фондового ринку створює додаткові перешкоди для потенційних його учасників та додаткові витрати.

6. З підвищенням якості корпоративного управління, зростанням інформаційної відкритості компаній будуть оптимізуватись інформаційні ризики, що сприятиме зближенню покупців та продавців на фінансовому ринку. Як наслідок, зменшуватимуться накладні витрати обох сторін, а витрати на капітал зменшуватимуться за рахунок зниження доходів різного роду фінансових посередників та консультантів. З іншого боку, слід забезпечити баланс між накладними витратами на підвищення ефективності корпоративного управління та ефектом зниження витрат на капітал, що може бути наслідком запровадження якісного корпоративного управління.

ВИСНОВКИ

В Україні тривалий час має місце класичний випадок відмови функціонування ринку (Market Failure) капіталів. Логічним теоретичним поясненням цього є повна інформаційна неефективність ринку (відповідно до критеріїв Ю. Фама) та фактичне невиконання державою комплексу функцій, пов'язаних із запровадженням справедливих правил гри на ньому. Йдеться як про фактично недієздатну інфраструктуру ринку та декларативне законодавче забезпечення діяльності його учасників, так і про неефективну роботу регулятора ринку. Як наслідок, на ринку відсутні впливові інвестори та емітенти, а сам ринок є формальним утворенням, яке не виконує функції, притаманні ринку капіталів. Перезапуск ринку капіталів в Україні має здійснюватися для вирішення архіважливого завдання: ринок має слугувати інструментом залучення коштів для фінансування корпоративного сектора економіки. Всі інші цільові орієнтири є допоміжними щодо цього завдання.

У монографії поглиблено теоретико-методологічні засади корпоративних фінансів та ринку капіталів. За результатами аналізу сучасного стану ринку капіталів в Україні під ракурсом глобальної конкурентоспроможності, тенденцій його розвитку у контексті впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі економіки обґрунтовано ряд практично-орієнтованих рекомендацій щодо посилення ролі ринку капіталів у фінансуванні операційної та інвестиційної діяльності підприємств. Ключові висновки, що впливають із монографічного дослідження полягають, у такому:

– причинно-наслідкові зв'язки корпоративних фінансів і ринку капіталів криються у площині руху капіталу та фінансових відносин, що виникають у процесі його мобілізації та освоєння. Корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі діяльності усіх типів корпоративних підприємств, у тому числі великих транснаціональних корпорацій, заснованих у формі публічних акціонерних товариств, а також невеликих за обсягами товариств з обмеженою відповідальністю, що діють на локальному рівні. Під ринком капіталів слід розуміти складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів. Інститути ринку капіталів обслуговують емітентів цінних паперів, зокрема корпоративний сектор, та інвесторів з метою забезпечення узгодження попиту і пропозиції на довгостроковий капітал. До цього сегменту належить ринок акцій та довгострокових боргових інструментів ринку цінних паперів. Кредитний ринок не доцільно відносити до ринку капіталів, оскільки він є окремим, самодостатнім сегментом фінансового ринку;

– у процесі формування власного та середньо- і довгострокового боргового капіталу корпоративних підприємств має місце накладання фінансових відносин, що є характерними як для корпоративних фінансів, так і для ринку капіталів. Як наслідок, окремі функції корпоративних фінансів та ринку капіталу накладаються одна на одну. Для обох категорій, окрім загальновідомих функцій, характерними є функція управління поведінкою учасників фінансових відносин та інформаційно-комунікаційна функція. Ці функції можна інтерпретувати як допоміжні, оскільки вони є необхідними для виконання основних функцій (формування капіталу, трансформація капіталу). Зазначені функції мають об'єктивний характер і поглинають відому функцію аналізу та контролю;

– вкрай низька частка корпоративних цінних паперів на ринку капіталів України є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту з боку інвесторів та зростання рівня кредитно-інвестиційних ризиків, а й ефектом витіснення з ринку корпоративних цінних паперів державними облігаціями. Структура організованого фондового ринку України є деформованою через критично високу частку присутності на ньому державних облігацій. За критеріями ризику та прибутковості останні є більш привабливими для інвесторів, порівняно з корпоративними цінними паперами. Через дію ефекту витіснення значно зменшуються обсяги інвестицій у корпоративні цінні папери. Для нейтралізації цього ефекту слід суттєво зменшити дохідність державних цінних паперів. У цьому разі інвестори будуть мати стимули вкладати кошти у більш ризикові, однак дохідніші корпоративні цінні папери;

– нерозвиненість вітчизняного ринку капіталів пояснюється не лише дефіцитами інфраструктурного та системного характеру, а й пасивністю менеджменту підприємств. Для цього слід розробити механізми, які б мотивували менеджмент та фінансових посередників до більш активної участі у процесах, які відбуваються на вітчизняному фондовому ринку. Заходи НКЦПФР щодо очищення ринку від недобросовісних учасників та від фіктивних активів можна віднести до числа позитивних сигналів, що надходять з ринку. Однак для пожвавлення ринку такого роду сигнали повинні мати довготривалий характер. Враховуючи незначні обсяги капіталізації вітчизняного бізнесу, низький рівень корпоративного управління, традиційну схильність до використання непублічної інформації для прийняття фінансових рішень, можна стверджувати, що навіть у віддаленій перспективі в Україні буде збережена модель банкоцентричного фінансового ринку;

– значна група чинників, які впливають на рішення щодо фінансування корпоративного сектору, знаходить свій вираз

у кредитно-інвестиційних рейтингах країни. Суверенні рейтинги впливають на рівень локальних процентних ставок, а отже, визначають витрати на капітал для корпоративного сектору. Окрім цього, низькі рейтинги країни та висока премія за ризики, що очікується капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу із реального сектору економіки у спекулятивний. Зростання обсягів останніх перетворюється на чинник фінансової кризи в країні. Зменшення премії за ризик країни, а отже, і рівня локальних процентних ставок можна досягти здійснюючи планомірний вплив на параметри, що визначають суверенний рейтинг країни. Рейтинги формуються як за рахунок чинників, які не підконтрольні суверенному Уряду країни (високий рівень боргового навантаження, що сформувався у результаті діяльності попередніх урядів, зовнішні військові загрози, закриття ринків з боку окремих країн), так і під впливом факторів, які можуть бути взяті під контроль державними органами (рівень корупції, захист прав інвесторів, інфляція, більшість макроекономічних показників, якість державного регулювання економічних процесів). Саме на цьому блоці факторів мають бути сконцентровані реформи, які, зрештою, сприятимуть покращенню суверенних рейтингів країни;

– інтегрування українських корпорацій у глобальний ринок капіталів здійснюється переважно через розміщення ними акцій та облігацій на міжнародних ринках. Міжнародний ринок IPO має циклічний характер, а пікові значення кількості та обсягів залучення коштів можуть бути наслідком відкладеного через нестабільність і ризики попиту на корпоративні цінні папери з боку інвесторів та на капітал з боку емітентів. Домінантним мотивом до IPO у підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання, покращення структури капіталу та приросту вартості. До чинників,

які стримують вітчизняні підприємства до публічного розміщення цінних паперів, слід віднести складність, витратність, довготривалість та високий рівень ризиковості процесу IPO;

– для координації, інформаційного забезпечення та планування заходів у рамках первинного розміщення корпоративних прав доцільним є запровадження комплексу заходів з контролінгу IPO. Оптимізувати процедуру публічного розміщення акцій, тобто сприяти прискоренню процесу розміщення, зменшенню витрат та можливих ризиків допомагає залучення як організатора IPO андеррайтера, який може відігравати функцію емісійного банку. Для підтримки прийняття рішень щодо інвестування коштів у корпоративні права підприємств, зменшення ризиків операцій типу M&A необхідним є проведення дью-ділідженс. Дью-ділідженс слід розглядати як інструмент зменшення інформаційних ризиків для інвесторів під час первинного розміщення корпоративних прав підприємства на ринку капіталів. Основними напрямками дью-ділідженс є фінансовий, податковий, правовий, комерційний, організаційний, сталого розвитку та політичний;

– з огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростання у міжнародних інвесторів так званих «апетитів до ризику» досить перспективним інструментом залучення коштів українськими підприємствами є корпоративні єврооблігації. Технології зниження витрат підприємств на капітал безпосередньо залежать від детермінант премії за ризик вкладень у фінансові інструменти. Ключовими детермінантами премії за ризик вкладень у корпоративні облігації є такі: ризик дефолту емітента та потенціал розвитку підприємства (кредитна компонента); базова ставка та довгострокові процентні ставки на фінансовому ринку (компонентна процентних ставок); ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності); рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компо-

нента); інформаційні та поведінкові ризики (біхевіористична компонента). Через низькі суверенні рейтинги України, кредитні рейтинги облігацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Отже, їх відносять до категорії високоризикових, відповідно, високодоходних бондів (High Yield Bond), які також позначаються як «сміттєві». Характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облігації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії в таких країнах справляє фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значимістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни процентних ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, однак компонента кредитоспроможності є менш значимим фактором у сукупності систематичних ризиків;

– до числа ключових критеріїв прийняття фінансових рішень сучасними корпораціями слід віднести орієнтацію на максимізацію вартості. Це зумовлено тим, що очікуваний приріст вартості активів є основним індикатором, на який орієнтуються капіталодавці, приймаючи рішення щодо фінансових вкладень. Отже, на рівні корпоративного сектору мають бути імplementовані інструменти, спрямовані на забезпечення виконання вартісноформуючої та інформаційної функції корпоративних фінансів. До таких інструментів належать: фінансовий контролінг, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, сучасні прийоми управління ризиками. Для спрямування рішень менеджменту на досягнення вартісних орієнтирів слід запровадити вартісно-орієнтовану ієрархію фінансових показників, що полегшує управління поведінкою агентів, планування, аналіз та контроль чинників, що впливають на вартість;

– для активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств слід усунути податкову дискримінацію фінансу-

вання підприємств за рахунок власного капіталу, ліквідувати бар'єри для доступу на ринок капіталів дрібних інвесторів, імплементувати інструменти заохочення діяльності інституційних інвесторів. Окрім цього, слід стимулювати розвиток регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн з порівняними економічними умовами. Інструментом інтегрування вітчизняного ринку капіталів у європейські та світові ринки мають стати міжнародні стандарти, принципи та норми, що упорядковують окремі аспекти функціонування учасників ринку та інституцій, що їх обслуговують;

– аналіз міжнародних рейтингів конкурентоспроможності засвідчує, що за якістю регулювання ринку цінних паперів країна займає одне з останніх місць у світі. До числа пріоритетних завдань, які слід вирішити для формування ефективного ринку капіталів, належать: запуск повноцінної діяльності регулятора, що передбачає приведення його компетенцій у відповідність до принципів IOSCO та відповідне законодавче забезпечення; реформування законодавства про акціонерні товариства та обіг цінних паперів у напрямку адаптації його до вимог Євродиректив; очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг; очищення ринку від фіктивних цінних паперів. Стратегічної ціллю має бути інтегрування вітчизняного ринку у європейський та глобальний ринки. Для забезпечення повноцінного регулювання ринку необхідно посилити повноваження регулятора. Водночас слід уникати ефекту зайвої зарегульованості ринку та вибіркового підходу до нагляду за учасниками ринку. Наслідком дії цього ефекту є відтік емітентів та інвесторів через непомірні вимоги до учасників ринку та значні витрати для їх дотримання. Необхідною умовою виконання цих завдань є зменшення інформаційної асиметрії на всіх рівнях функціонування ринку та забезпечення інформаційної прозорості

усіх учасників ринку.

Необхідною умовою перезапуску вітчизняного ринку капіталів є вирішення спектру завдань, пов'язаних із макроекономічною стабілізацією країни, зниженням інвестиційних ризиків та реформуванням законодавства у напрямку імплементації положень, що містяться у відповідних Директивах ЄС. Цивілізовані правила гри на ринку капіталів передбачають наявність ефективних механізмів захисту прав власності усіх учасників ринку, зменшення накладних витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку. З цією метою слід реформувати судову систему, діяльність регуляторів, підвищити прозорість функціонування фондових бірж, андеррайтерів, інвесторів та емітентів, а також змінити філософію прийняття фінансових рішень менеджментом підприємств-емітентів. Ефективний ринок капіталів є несумісний з тіньовою економікою. Заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів і навпаки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеєнко Л. М. Управління структурою капіталу підприємства / Л. М. Алексеєнко, Д. М. Любінецький // Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. – 2011. – Вип. 2 (22). – С. 132–136.

2. Бабіченко В. В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку: моногр. / В. В. Бабіченко – К. : ІД «Винниченко», 2014. – 552 с.

3. Бабіченко В. В. Домінанта корпорацій в сучасній економіці: фінансові чинники / В. В. Бабіченко // Інвестиції: практика та досвід. – № 6 – 2015. – С. 43–46.

4. Баженова О. ІРО українських компаній як фактор підвищення конкурентоспроможності національної економіки / О. Баженова, Ю. Баженова // Вісник КНУ ім. Тараса Шевченка. – Вип. № 139. – 2012. – С. 14–17. – (Сер. «Економіка»).

5. Баліцька В. В. Капітал підприємств в Україні: тенденції, пріоритети / В. В. Баліцька / Ін-т екон. та прогнозування. – К., 2007. – 480 с.

6. Беленький П. Ю. Фінансовий ринок та його інфраструктура в умовах глобалізації (проблеми, перспективи, регіональні аспекти) / П. Ю. Беленький, В. І. Шевченко-Марсель, О. О. Другов : Ін-т регіон. дослідж. НАН України. – Львів, 2006. – 523 с.

7. Благодравин М. Как сделать будущее прозрачным / М. Благодравин // Эксперт. Украина. – 2006. – № 5 (56). – С. 22–27.

8. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, Эльга. – 2002. – 512 с.

9. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. Н. Барышникова. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 1008 с.

10. Брус С. І. Розвиток фондового ринку України як перспектива інноваційної спроможності корпоративних фінансів [Електронний ресурс] / С. І. Брус // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матер. І Міжнар. наук.-практ. конф. – К. : КНЕУ, 2017. – Режим доступу : <http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/21972/1/212-215.pdf>.

11. Буй Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу / Т. Г. Буй // Економіка та держава – № 8. – 2011. – С. 25–28.

12. Бюлетень щодо стану ринку цінних паперів (Серпень 2017) [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/2017/09/18/byuleteny-shtodo-stanu-rinku-tsnnih-paperv-serpeny-2017/>.

13. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента / Дж. Ван Хорн, Дж. Вахович. – [12-е изд.]. – М. : ООО Вильямс, 2006. – 1232 с.

14. Васильчук І. П. Фінансове забезпечення сталого розвитку корпорацій: монографія / І. П. Васильчук. – К. : КНЕУ, 2015. – 516 с.

15. Гавкалова Н. Л. Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування: моногр. / Н. Л. Гавкалова, О. Ю. Шутєєва. – Х. : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. – 184 с.

16. Гапонюк М. А. Корпорації та їх роль на фондовому ринку України / М. А. Гапонюк // Фінанси, облік і аудит: зб. наук. праць. – 2017. – Вип. 1(29) – С. 54–64.

17. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] // Закон України № 436-IV від 16.01.2003 р. – Ст. 120. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.

18. Грабовська Є. В. Досвід виходу українських компаній на ринок IPO / Є. В. Грабовська // *Магістеріум. Економічні студії*. – 2014. – Випуск 56. – С. 51–55.

19. *Гроші та кредит : підруч.* – 3-тє вид., перероб. і доп. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна [та ін.] ; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2002. – 598 с.

20. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран.* – [6-е изд.] – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – 1338 с.

21. Дробязко А. Банківська система України: шляхи подолання кризи / А. Дробязко, А. Крисоватий, В. Федосов // *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. – Тернопіль, 2015. – Вип. 2. – С. 39–57.

22. *Енциклопедичний словник бізнесмена: менеджмент, маркетинг, інформатика / За заг. ред. М. І. Молдованова.* – К. : Техніка, 1993. – 856 с.

23. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // *Відомості Верховної Ради України № 51 від 17.12.1996 р.* – Ст. 292.

24. *Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // Національний банк України – 2017 р.* – Випуск 3–4. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=32236491.

25. Зимовець В. В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки / В. В. Зимовець, О. О. Терещенко // *Фінанси України*. – 2015. – № 9. – С. 78–95.

26. Зимовець В. В. Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи [Електронний ресурс] / В. В. Зимовець, Н. М. Шелудько // *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матер. І Міжнар. наук.-практ. конф. 21 черв. 2017 р.* – К. : КНЕУ, 2017. – С. 378–380. – Режим доступу : <http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/22024/1/378-380.pdf>.

27. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи: моногр. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк, А. І. Івашенко [та ін.] ; за заг. ред. д.е.н., проф. О. О. Терещенка. – К. : КНЕУ, 2017. – 495 с.

28. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом 2012–2017 р. [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку – Режим доступу : <http://old.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.

29. Інформаційне повідомлення від 25.07.2016 р. [Електронний ресурс] // Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (SMIDA) – Режим доступу : https://smida.gov.ua/news/allnews/z_aktiviv_strakhovikh_kompanij_protuyagom_2015_-_i_kvartalu_2016_roku_vivedeno_fiktivnih_cinnikh_paperiv_na_9_milyardiv_griven1.

30. Кізима Т. О. Домогосподарства на фінансовому ринку України / Т. О. Кізима // Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія : зб. наук. праць / за ред. д.е.н., проф. О. П. Кириленко. (28 лист. 2016 р.). – Тернопіль : ТНЕУ, 2016. – С. 43–48.

31. Клименко К. В. Особливості боротьби з маніпулюванням та фіктивними емітентами на фондовому ринку України в контексті Євроінтеграції / К. В. Клименко // Наукові праці НДФІ. – 2016. – № 1(74). – С. 107–125.

32. Кодекс корпоративного управління МХП СЕ [Електронний ресурс] // Агроіндустріальний холдинг «МХП СЕ» – Режим доступу : <https://www.mhp.com.ua/uk/dlja-investoriv/korporativne-upravlinnja/MHP-S-A-Luxm>.

33. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс] // Рішення Національного банку України № 28 від 16 січня 2017 р. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>.

34. Корнеєв В. В. Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. В. Корнеєв // Економіка і прогнозування. – 2008. – № 2. – С. 24–48.

35. Корнійчук О. П. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України / О. П. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. – К. : КНЕУ, 2007. – № 1–2. – С. 27–42. – (Сер. «Макроекономіка»).

36. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.

37. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки [Електронний ресурс] / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. – 2013. – № 9 (214). – С. 7–28. – Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2013_9_3.

38. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України / М. І. Крупка. – Львів : ВЦ ЛНУ ім. Івана Франка, 2011. – 601 с.

39. Кукса В. Це солодке слово ІРО. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. / В. Кукса // Дзеркало тижня – № 35 (664) 22–28 вересня 2007.

40. Кумз П. Чому працюють кодекси корпоративного управління? / П. Кумз, С. Вонг // Проект МФК «Корпоративний розвиток в Україні», Круглий стіл. – 2005. – № 4. – С. 19–22.

41. Лукашев А. В. Корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы / А. Лукашев // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 2. – С. 35–47.

42. Майорова Т. В. Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні: монографія / Т. В. Майорова. – К. : КНЕУ, 2013. – 332 с.

43. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. / К. Маркс. Т. 1. – М. : Политиздат, 1983. – 905 с.

44. Міжнародне рейтингове агентство S&P Global Ratings [Електронний ресурс] // S&P Global Ratings. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.com/>.

45. Мозговий О. М. Інтегративно-індексний метод оцінювання рівня фінансової глобалізації країн світу / О. М. Мозговий, Н. В. Стукало // Міжнародна економічна політика. – 2009. – № 8. – С. 5–26.

46. Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах нової фінансової архітектури: моногр. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К. : Університет банківської справи НБУ, 2009. – 384 с.

47. Науменкова С. В. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2013. – № 2(15). – С. 3–11.

48. Онікієнко О. В. Сутність фінансового ринку, його роль у фінансовій системі та перспективи розвитку / О. В. Онікієнко, С. О. Передерієва // Вісник СНУ імені Володимира Даля – 2014. – № 8(215). – С. 127–134.

49. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посіб. / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2011. – 240 с.

50. Павловський С. В. Ризики і витрати на залучення підприємствами інвестиційного капіталу в період фінансово-економічної кризи / С. В. Павловський // Бізнес-Інформ. – 2016. – № 2. – С. 340–346.

51. Павловський С. В. Ставка витрат на капітал як критерій прийняття антикризових фінансових рішень у корпоративному секторі економіки / С. В. Павловський // Економічний потенціал країни: наукові підходи та практика реалізації: матер. міжнар. наук.-практ. конф. – Одеса : ОНУ ім. Мечникова, 2016. – С. 182–185.

52. Персональна сторінка Асвата Дамодарана [Електронний ресурс] // Damodaran Online. – Режим доступу : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

53. Плетнев Д. А. Остаточные права контроля и дохода субъектов корпорации: развитие стейкхолдерского подхода / Д. А. Плетнев // Корпоративные финансы. – 2014. – № 1(29). – С. 47–59.

54. Фінанси підприємств / А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк, А. П. Куліш, Г. Г. Нам, В. З. Потій [та ін.]; за наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогіна. – 6-те вид. – К. : КНЕУ, 2006. – 552 с.

55. Показники динаміки торгівлі цінними паперами за червень 2017 рік [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : http://nssmc.gov.ua/user_files/news/28501/1500366146.pdf.

56. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу. Затверджено Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 2998 27.12.2013 р., // Офіційний вісник України. – 2014 р. – № 12. – С. 56, ст. 384, код акта 71405/2014.

57. Приймак С. В. Система рейтингової оцінки підприємств / С. В. Приймак // Інвестиції: практика та досвід. – 2007. – № 12. – С. 31–36.

58. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] // Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

59. Про затвердження Принципів корпоративного управління № 955 від 22 липня 2014 року [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <https://www.ssmc.gov.ua/forum/viewtopic.php?id=8067>.

60. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів. Закон України // Відомості Верховної Ради України. – № 25. – С. 1331, ст. 188.

61. Про затвердження Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності від 30.05.2017 р. [Електронний ресурс] // Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків

фінансових послуг. – Режим доступу : // <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/en/z1260-17>.

62. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами № 1449 від 12.12.2006 [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0052-07>.

63. Про ринки капіталу та регульовані ринки [Електронний ресурс] // Проект Закону України (реєстр. № 7055 від 01.09.2017 р.). – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443.

64. Ринок капіталу в Україні: Рекомендації для збільшення пропозиції та попиту [Електронний ресурс] // Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні, німецька консультативна група при уряді України. – Режим доступу : http://www.ier.com.ua/ua/publications/consultancy_work?pid=1756.

65. Річний звіт за 2016 рік Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку: на шляху до системних змін [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : http://www.ssmc.gov.ua/user_files/content/58/1499943860.pdf.

66. Рогов Г. К. Фактори вибору виду розміщення акцій / Г. К. Рогов // Бізнес-Інформ. – 2014. – № 3. – С. 311–316.

67. Рязанова Н. С. Фінансовий ринок: його генезис, сутність та функції / Н. С. Рязанова // Фінанси, облік і аудит: зб. наук. праць / М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана» ; відп. ред. А. М. Мороз. – К. : КНЕУ, 2011. – Вип. 17. – С. 179–185.

68. Семенюк В. О. Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх

ефективності: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук : спец. 08.00.08 / В. О. Семенюк. – Львів, 2017. – 21 с.

69. Стефанишин В. Розвиток державного регулювання і саморегулювання ринку капіталів в національній економіці України / В. Стефанишин // Формування ринкової економіки в Україні. – 2014. – Вип. 33. – Ч. 2. – С. 111–116.

70. Стеценко Б. С. Інформаційна функція фінансових посередників у постіндустріальній економіці : зб. наук. праць / Б. С. Стеценко // Фінанси, облік і аудит. – 2017. – Вип. 2 (30). – С. 163–173.

71. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підруч. / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.

72. Сьомченко О. А. Сучасна концепція сутності та структури фінансового ринку / О. А. Сьомченко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – Вип. 9. Ч. 2. – С. 160–165.

73. Терещенко Г. М. Вплив асиметричності інформації на маніпулювання на ринку цінних паперів / Г. М. Терещенко // Наукові праці НДФІ. – 2007. – № 1 (38). – С. 56–62.

74. Терещенко Г. М. Напрями удосконалення системи державного регулювання ринку фінансових послуг / Г. М. Терещенко // Наукові праці НДФІ. – 2010. – № 4 (53) – С. 109–114.

75. Терещенко О. О. Антикризовий фінансовий менеджмент – вимога «нової економіки» / О. О. Терещенко // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 9–10. – С. 25–32.

76. Терещенко О. О. Детермінанти ставки витрат на капітал на ринках, що розвиваються [Електронний ресурс] / О. О. Терещенко // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матер. І Міжнар. наук.-практ. конференції (21 черв. 2017 р.). – К. : КНЕУ, 2017. – С. 20–27. – Режим доступу : <http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/21914/1/20-27.pdf>.

77. Терещенко О. О. Діагностика неплатоспроможності підприємств як технологія підтримки прийняття фінансових рішень [Електронний ресурс] / О. О. Терещенко, М. В. Стецько // Ефективна економіка. – 2017. – № 3. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5521>.

78. Терещенко О. О. Контролінг поведінки у концепції біхевіористичних фінансів / О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2011. – № 10. – С. 104–116.

79. Терещенко О. О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці / О. О. Терещенко // Вісник НБУ. – 2012. – № 9. – С. 4–8.

80. Терещенко О. О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень // Фінанси України. – 2010. – № 9. – С. 77–91.

81. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О. О. Терещенко – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.

82. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг: навч. посіб. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. – К. : КНЕУ, 2013. – 407 с.

83. Терещенко О. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу / О. Терещенко, С. Приймак // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 1–2. – С. 53–60.

84. Терещенко О. О. Дью-ділідженс (Due Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. / О. О. Терещенко, М. В. Стецько // Економічні науки : зб. наук. праць. – Чернівці : Буковинський університет, 2007. – Вип. 3. – С. 84–94.

85. Федосов В. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів / В. Федосов, Н. Рязанова // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 3–4. – С. 39–55.

86. Хвостенко В. Теоретичні засади інформаційної ефективності як базовий інструмент ціноутворення на фондовому ринку / В. Хвостенко, М. Бабич // Економічний аналіз – 2013. – Т. 12 (2). – С. 159–162.

87. Хромаєв Т. З усіх європейських країн лише в Україні немає повноцінного регулятора ринку цінних паперів [Електронний ресурс] / Т. Хромаєв // Forbes Україна. – Режим доступу : <http://forbes.net.ua/nation/1427827-timur-hromaev-iz-vseh-evropejskih-stran-tolko-ukraina-ne-imeet-polnocennogo-regulyatora-cennyh-bum>.

88. Хромаєв Т. Як створити в Україні ефективний ринок капіталу : круглий стіл [Електронний ресурс] / Т. Хромаєв // КНЕУ, 2016. – Режим доступу : http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finansiv_pidpryjemstv/market/.

89. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій / І. О. Школьник // Фінанси України. – 2011. – № 4. – С. 65–74.

90. Школьник І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку / І. О. Школьник // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. – № 1 (24) – С. 64–70.

91. Шумпетер Й. А. Теорія економічного розвитку (Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1912). / Й. А. Шумпетер – М. : Прогресс, 1982. – 455 с.

92. Янковий О. Г. Латентні ознаки в економіці : моногр. / О. Г. Янковий – Одеса : Атлант, 2015. – 168 с.

93. Aghion, P., Howitt, P. and Mayer-Foulkes D. (2005). – The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*, 120 (1), 173–222.

94. Akerlof, G.A. (1970) The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.

95. Altman, E. I. (1998). The Anatomy of the High Yield Bond Market. Stern School NYU Working Paper, November, 25.

96. Baghestani, H. (2005). On the Rationality of Professional Forecasts of Corporate Bond Yield Spread. *Applied Economics Letter*, 12 (4), 213-216.

97. Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.

98. Bank for International settlements. 86 th Annual Report, 2015-2016 (2016) [Electronic resource] // Bank for International Settlements (BIS), 26 June 2016. – Mode of access: World Wide Web: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e.htm>.

99. Bator, F. (1958). The Anatomy of Market Failure. *Quarterly Journal of Economics* 72 (3), 351-379.

100. Beck, Th., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., Levine R. (2008). Finance, Firm Size, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*. Blackwell Publishing, 40 (7), 1379-1405.

101. Beck, Th., Kaserer, Ch., Rapp, M-S. (2015). Beteiligungs und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven [Electronic resource] / Th. Beck, Ch. Kaserer, M-S. Rapp. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, 23.Juli.2015. – Mode of access: World Wide Web: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/beteiligungsfinanzierung-kapitalmarktfinanzierung-deutsches-finanzsystem-zustand-entwicklungsperspektiven.pdf?__blob=publicationFile&v=3.

102. Beck, T. H., Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 64 (1), 147-180.

103. Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012). Benchmarking Financial Systems around the World Policy Research Working Paper 6175. The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency August, 56.

104. Bender J., Briand R., Nielsen F., Stefek D. (2010). Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification. *Journal of Portfolio Management*, 36 (2), 17-25.

105. Blankart, Ch. (2011). *Öffentliche Finanzen in der Demokratie: Eine Einführung in die Finanzwissenschaft*. München: 8 Ausgabe.

106. Brealey, R., Myers, S, Allen, F. (2005). *Corporate Finance*. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA.

107. Breuer W. (1977). Die Marktwertmaximierung als finanzwirtschaftliche Entscheidungsregel. *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 26, 222-226.

108. Clare, A., Thomas, St., Motson, N. (2016). *Fallen Angels: The investment opportunity* [Electronic resource] / A. Clare, St. Thomas, N. Motson, // Centre for Asset Management Research Cass Business School in cooperation with Invesco Power Shares, September 2016. – Mode of access: World Wide Web: https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0020/362207/fallen-angels-investment-opportunity-cass-business-school-invesco-powershares-sep-2016.pdf.

109. Coenberg, A., Salfeld, R. (2003). *Wertorientierte Unternehmensführung: vom Strategieentwurf zur Implementierung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 7.

110. Communication from the commission to the european parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions. *Action plan on building a Capital Markets Union (2015)* [Electronic resource] // European Commission. Brussels, 30.9.2015. – Mode of access: World Wide Web: http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf.

111. Consultation Paper on the Regulatory Technical Standards on the European Single Electronic Format (ESEF) (2015) [Electronic resource] // The European Securities and Markets Authority (ESMA), 25 September 2015. – Mode of access: World Wide Web: <https://www.esma.europa.eu>.

112. Cornell, B., and Roll, R. (1981). *Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations*. *Bell Journal of Economics*. 12, 201-213.

113. Dealogic, Thomson Financial (2017) [Electronic resource] // Ernst & Young, december-2017. – Mode of access:

World Wide Web: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-pe-capital-briefing-december-2017/\\$FILE/ey-pe-capital-briefing-december-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-pe-capital-briefing-december-2017/$FILE/ey-pe-capital-briefing-december-2017.pdf).

114. Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld (2017). Deutsche Bundes Bank, Monatsbericht, Juli, 17-33.

115. Dietrich, R., Dierkes, S. (2015). Kapiatalmarktorientierte Unternehmensbewertung. Stuttgart: Verlag W. Kohlhamme.

116. Donaldson, G. Corporate debt capacity. (1961). Harvard University Press. Boston.

117. Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.

118. Elton, E. J., Gruber, M. J., Agrawal, D., Mann, C. (2001). Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds. *Journal of Finance*, 56 (1), 247-277.

119. European Commission (2003) [Electronic resource] // Review of Capital Requirements for Banks and Investment Firms, Commission Services Third Consultation Paper, Working Document (July 2003). – Mode of access: World Wide Web: http://www.oenb.at/de/img/articles_en_tcm14-15513.pdf.

120. EY GLOBAL IPO TRENDS Q3 (2017) [Electronic resource] // Ernst & Young, 2017. – Mode of access: World Wide Web: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q3-2017/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-q3-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q3-2017/$FILE/ey-global-ipo-trends-q3-2017.pdf).

121. Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed Income Analysis Workbook*, 2. Ed. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ.

122. Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*, 46 (5), 1575-1617.

123. Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 5, 383-417.

124. Fama, E. French, K. (2004). Financing decisions: Who issues stock? Working Paper.

125. Fama, E., French, K. (2002). Testing trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.

126. Fama, E. F. & Fench, K. R. (1989). Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 23-49.

127. Fridson, M. S. (2001). The High Yield Asset Class. *Extra Credit. The Journal of High Yield Bond Research*, May/June, 3-18.

128. Fisher, L. (1959). Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds // *Journal of Political Economy*, 67(3), 217-237.

129. Gerke, W., Bank, M. (2003). *Finanzierung*. Stuttgart: W. Kolhammer.

130. Giesecke, K. (2004). Correlated Default with Incomplete Information. *Journal of Banking and Finance*, 28, 1521-1545.

131. Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 (2017) [Electronic resource] // Financial Stability Board, 2017. – Mode of access: World Wide Web: <http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016/>.

132. Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.

133. Graham, J., Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.

134. Granger, C. W. J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37 (3), 424-438.

135. Grossman, S. J., Stiglitz, J. E. (1977). On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm. *Journal of Finance*, 32, 389-402.

136. Grossman, S. J., Stiglitz, J. (1976). Information und Competitive Price System. *American Economic Review*. May 1976, 246-253.

137. Grossman, S. J., Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70 (3), 393-408.

138. Gutenberg, E. (1987). Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Band III: Die Finanzen, 8. Auflage, Berlin.

139. Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43 (4), 843-882.

140. Impact Assessment Questionnaire on the European Single Electronic Format (ESEF) (2014) [Electronic resource] // Deutsche Aktieninstitut, Positionspapier von 15.09.2014. – Mode of access: World Wide Web: https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15.

141. International property rights index 2017 (2017) [Electronic resource] // IPRI 2017. – Mode of access: World Wide Web: <http://internationalpropertyrightsindex.org>.

142. Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

143. Jensen, Michael C. and Clifford W. Smith (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, in E. Altman and M. Subrahmanyam (editors): *Recent Advances in Corporate Finance* by, Irwin: Homewood, IL, 93-131.

144. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling (2000). *American economic review*, 90 (2), 22-27.

145. Kaserer, C., Rapp, S. (2014). Capital Markets Development in the European Union – LongTerm Trends, Economic Drivers and Policy Challenges [Electronic resource] / C. Kaserer, S. Rapp // AIMA, Resear Report, March 2014. – Mode of access: World Wide Web: <https://www.aima.org/download.cfm/>.

146. Koch, W., Wegmann, J. (1998). *IPO Praktikerhandbuch Börseneinführung*. Stuttgart: Schäffer Pöschel-Verlag.

147. KPMG's Valuation News – Sammelband 2011-2013 (2014) [Electronic resource] // KPMG 2014, 42-45. – Mode of access: World Wide Web: <https://www.kpmg.com/de/de/bibliothek/valuation-news/seiten/sammelband-valuation-news.aspx>.

148. Latcham, M. (1985). Defining Capital Market Efficiency. Finance Working Paper 150, Institute for Business and Economic Research, University of California at Berkeley.

149. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 688–726.

150. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.

151. Littkemann, J., Reinbacher, Ph., Dick, S. (2011). Direkte und indirekte Einflüsse eines Ratings auf den Unternehmenswert: Eine kritische Analyse am Beispiel der RWE AG. *Corporate Finance*, 4, 74-83.

152. Mauldin John (2017). China's Growth Driven By Shadow Banking Is A Potential Trigger For The Next Global Recession [Electronic resource] / John Mauldin // Mauldin Economics, August 4, 2017. – Mode of access: World Wide Web: <http://www.mauldineconomics.com>.

153. Meitner, M., Streiferdt, F. (2014). Was sind Kapitalkosten? – eine integrierende Analyse. *Corporate Finance*, 12, 527-536.

154. Modigliani, F.; Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.

155. Moody's downgrades Ukraine's sovereign ratings to Ca; outlook remains negative (2015) [Electronic resource] // Moody's, March 24, 2015. – Mode of access: World Wide Web: https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Ukraines-sovereign-ratings-to-Ca-outlook-remains-negative--PR_320764.

156. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.

157. Myers, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

158. Neumann, J., Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*.

159. Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO (2010) [Electronic resource] // International Organization of Securities Commissions, June 2010. – Mode of access: World Wide Web: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.

160. Perridon, L. Steiner, M. (2002). *Finanzwirtschaft der Unternehmen*. München: Vahlen.

161. Picot, G. (2002). *Handbuch Mergers&Acquisition*. Stuttgart: Schaeffer-Poeschel Verlag., 230-274.

162. Pratt, J. W. (1964). Risk Aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*, January-April, 32, 122-136.

163. Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, September, 68-76.

164. Rappaport Alfred (1999). *Shareholder Value*. – Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag.

165. Richard, A. Brealey, Stewart, C. Myers, Franklin Allen (2005). *Corporate Finance*. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA.

166. Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in: *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

167. Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D. (2013). *Fundamentals of Corporate Finance*, 10th Edition, McGraw-Hill.

168. Rubinstein, M. (1975). Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy. *American Economic Review*, December, 812-824.

169. Rydqvist, K., Hogholm, K. (1995). European Financial Management. Going public in the 1980 s: Evidence from Sweden, 1, 287-315.

170. Sargent, Th. (1976). Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. *Journal of Monetary Economics*, 2, 169-183.

171. Sarig, O. & Warga, A. (1989). Bond Price Data and Bond Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (3), 367-378.

172. Schmalenbach, E. (1961). Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. Koeln / Opladen.

173. Schoemaker, P. (1982). The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations. *Journal of Economic Literature*, 20 (2), 529-563.

174. Schumpeter, A. J. (1911). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge.

175. Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. – N. Y.: McGraw-Hill.

176. Shadow banking in China: a looming shadow [Electronic resource] // CaixaBank, 16 febrero 2017. – Mode of access: World Wide Web: <http://www.caixabankresearch.com/node/30487>.

177. Sharpe, W. F. (1964). *Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Theory of Finance*, 19 (3), 425-442.

178. Song, F., Thakor, A. (2013). Notes on Financial System Development and Political Intervention [Electronic resource] / F. Song, A. Thakor // World Bank Policy Research Working Paper, 6350, 20 Apr 2016. – Mode of access: World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=2210301>.

179. Soros, G. (1998). *Die Krise des globalen Kapitalismus*. Berlin: Alexander Fest Verlag.

180. Svensson, L. (1995). Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson-Siegel Method. *Sveriges Riskbank*, 17, 13-26.

181. The Deloitte M&A Index 2017 (2017) [Electronic resource] // Deloitte. – Mode of access: World Wide Web: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-advisory/articles/deloitte-m-and-a-index.html>.

182. The Global Competitiveness Index 2015-2016 (2016) [Electronic resource] // The World Economic Forum 2016. – Mode of access: World Wide Web: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/>.

183. The Global Competitiveness Index 2016-2017 (2017). [Electronic resource]. // The World Economic Forum 2017. – Mode of access: World Wide Web: [ttp://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2017/](http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2017/).

184. Titman, Sh., Tsyplakov, S. A. (2007). Dynamic Model of Optimal Capital Structure. *Review of Finance*, 11(3), 401-451.

185. Tong, G. Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies (2005). *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189.

186. Ukraine: Technical Assistance Report-Regulation of Market Abuse and Issuer Disclosure Requirements (2016) [Electronic resource] // The International Monetary Fund (IMF), Monetary and Capital Markets Department, July 21, 2016. – Mode of access: World Wide Web: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Ukraine-Technical-Assistance-Report-Regulation-of-Market-Abuse-and-Issuer-Disclosure-44105>.

187. Valk, T. (2006). Unternehmenstransaktion und Due Dilligence. *Der Schweizer Treuhänder*, 4, 244-247.

188. Vickrey, W. (1961). Counterspeculation, Auctions and Competitive Sealed Tenders. *Journal of Finance*, 16, 8-37.

189. Volkart, R. (2003). *Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition*. – Zürich: Versus.

190. Weiser, F. (2006). Preisfindung bei Börsengängen – des Accelerated Bookbuilding Verfahren. *Finanz Betrieb*, 6, 385-399.

191. World Bank. Global financial development report 2015-2016: long-term finance (2015) [Electronic resource] // Global financial development report. Washington, D. C.: World Bank Group, 2015/09/14. – Mode of access: World Wide Web: <http://documents.worldbank.org/curated/en/955811467986333727/Global-financial-development-report-2015-2016-long-term-finance>.

192. Yun, Lu. (2013). Risikoprämien von Unternehmensanleihen: eine theoretische und empirische Untersuchung. Dresden: Techn. Univ., 224.

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

Микола Васильович СТЕЦЬКО

**РИНОК КАПІТАЛІВ У ФІНАНСУВАННІ
ПІДПРИЄМСТВ: СУЧАСНИЙ
СТАН І ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ**

Монографія

Редактор: *Оксана Катрусяк*
Комп'ютерна верстка: *Ольга Слимак*
Дизайн обкладинки: *Марія Одобецька*

Підписано до друку 21.12.2017 р.
Формат 60x84 1/16. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублікаторі.
Умов. друк. арк. 20 Облік.-вид. арк. 20,5
Зам. № М-029-17. Тираж 300 прим.

Видавець та виготовлювач
Тернопільський національний економічний університет
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46004

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.

Видавничо-поліграфічний центр «Економічна думка ТНЕУ»
вул. Бережанська, 2, м. Тернопіль, 46004
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua