

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

Кваліфікаційна наукова праця  
на правах рукопису

**СТЕЦЬКО МИКОЛА ВАСИЛЬОВИЧ**

УДК 336.02 ; 336.64; 336.77.067; 368.01; 658.15

**ДИСЕРТАЦІЯ**

**РИНОК КАПІТАЛІВ У ФІНАНСОВОМУ ЗАБЕЗПЕЧЕННІ**  
**КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит  
Галузь знань – економіка та підприємництво

Подається на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

\_\_\_\_\_ М. В. Стецько

**Науковий консультант:**  
**Терещенко Олег Олександрович**  
доктор економічних наук, професор

**Тернопіль – 2019**

## АНОТАЦІЯ

*Стецько М. В.* Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Тернопільський національний економічний університет, Тернопіль, 2019.

Дисертація присвячена обґрунтуванню теоретичних та прикладних засад функціонування ринку капіталів та визначенню напрямків посилення його ваги у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств.

Періодичні кризи на глобальному та локальних ринках капіталів актуалізують питання удосконалення регулювання фінансових відносин на відповідних ринках та зміни філософії фінансового забезпечення сучасного підприємства. Стратегія і тактика фінансування має враховувати підвищений рівень фінансових ризиків, за яких функціонує бізнес, та додаткові опції залучення ресурсів, які надає ринок капіталів. За ряду суб'єктивних та об'єктивних причин вітчизняний ринок капіталів протягом усього періоду його функціонування був неефективним та практично не відігравав будь-якої ролі у фінансуванні підприємств. Знаковими проблемами функціонування зазначеного ринку в Україні є його інформаційна неефективність, високий рівень маніпулювання, низькі показники капіталізації та ліквідності, незахищеність прав власності інвесторів, низька якість корпоративного управління на рівні емітентів цінних паперів.

Встановлено, що ринок капіталів як складова фінансового ринку характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів. Систематизовано основні класифікаційні ознаки ринку капіталів: забезпечення попиту та пропозиції на довгостроковий капітал, використання цінних паперів як інструменту обігу, корпоративних прав та боргових цінних паперів як інструментів залучення капіталу.

Аргументовано, що поряд із традиційними функціями корпоративних фінансів необхідним є виокремлення інформаційно-комунікаційної функції та функції управління поведінкою 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. Необхідність виокремлення функції управління поведінкою (яка поглинає традиційну контрольну функцію) зумовлена інформаційною асиметрією та об'єктивно існуючими конфліктами інтересів між учасниками фінансових відносин (принципал-агент конфлікти).

Обґрунтовано, що в умовах нерозвиненого ринку капіталів найбільш дієвими методологічними прийомами зменшення інформаційної асиметрії на ринку є рейтингування (внутрішнє та зовнішнє), дью-ділідженс та заходи з інвестор-релейшнз, що забезпечуються фінансовим контролінгом. Зменшення інформаційної асиметрії є необхідною умовою перезапуску ринку капіталів.

За результатами дослідження методологічної компоненти рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів систематизовано ключові елементи моделі прийняття рішень щодо фінансування підприємств, визначено чинники, що зумовлюють ціну капіталу, та удосконалено інструментарій кредитно-інвестиційних рейтингів як індикаторів інвестиційної привабливості підприємств.

Ключовим критерієм прийняття фінансових рішень сучасними корпораціями та їх шехолдерами є максимізація вартості. Відтак, розвиток методологічної компоненти рішень щодо залучення ресурсів на ринку капіталів у роботі здійснено під кутом зору реалізації вартість-формуючої функції корпоративних фінансів. На виконання цього завдання розроблена вартісно-орієнтована ієрархія фінансових показників, що полегшує управління поведінкою агентів, планування, аналіз та контроль чинників, що впливають на вартість. Розроблена вартісно-орієнтована піраміда показників враховує параметри цільової функції інвесторів та емітентів.

Доведено, що важливою детермінантою прийняття рішень щодо фінансування та критерієм прийняття фінансових рішень як на рівні капіталодавців, так і підприємств, які є об'єктами вкладень, є ставка витрат на капітал, що характеризує його ціну. Вона відповідає очікуваній капіталодавцями дохідності вкладень в актив з урахуванням комплексу чинників, які є узагальненим виразом макроекономічних, операційних та фінансових ризиків вкладень у конкретне підприємство. Встановлена стійка залежність між ставкою витрат на капітал підприємств та рівнем корпоративного управління.

Аргументовано, що кредитно-інвестиційні рейтинги є тригером для прийняття фінансових рішень на ринку капіталів. Експерти рейтингових агенцій, завдяки аналізу і оцінці публічної та певної інсайдерської інформації, відіграють суттєву роль у зниженні інформаційних ризиків на ринку капіталів. Суверенні рейтинги визначають рівень локальних процентних ставок, а відтак, значним чином впливають на ціну капіталу для корпоративного сектору. Низькі рейтинги країни та високі премії за ризики, що очікуються капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу з реального сектору економіки у спекулятивний, що є чинником фінансової кризи в країні. Наявність рейтингу в емітента цінних паперів безпосередньо впливає на можливості залучення фінансових ресурсів підприємства. За його відсутності зростають ризики, що знаходить своє відображення у зростанні ціни капіталу та заниженні курсу цінних паперів.

Встановлено, що 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, інфляція, більшість макроекономічних показників, якість державного регулювання економічних процесів). Зменшення премії за ризик країни, а отже, і рівня локальних процентних ставок можна забезпечити,

здійснюючи планомірний вплив на параметри, що визначають рейтинг країни.

Структура організованого фондового ринку України є деформованою через критично високу частку присутності на ньому державних облігацій. Вони є більш привабливими для інвесторів, порівняно з корпоративними цінними паперами, як з точки зору ризику, так і за критерієм прибутковості. Аргументовано, що 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 ефекту витіснення з ринку корпоративних цінних паперів державними облігаціями. Через дію ефекту витіснення, зменшуються обсяги інвестицій у корпоративні цінні папери. Для нейтралізації цього ефекту доцільно суттєво знизити дохідність державних цінних паперів.

Проведений компаративний аналіз ринку капіталів і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах показав, що 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 набагато гіршими, ніж у інших країн аналізованого сегменту. Обґрунтовано, що домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку не впливають на його глобальну конкурентоспроможність. Як англосаксонська, так і континентальна модель час від часу дають збої та призводять до фінансових криз. Конкурентоспроможність фінансового ринку країни визначається його обсягом та ліквідністю.

Встановлено, що міжнародний ринок IPO має циклічний характер, а пікові значення кількості та обсягів залучення коштів можуть бути наслідком відкладеного попиту через нестабільність та ризики вкладання в корпоративні цінні папери з боку інвесторів та на капітал з боку емітентів. З огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростання у міжнародних

інвесторів «апетитів до ризику» досить перспективним інструментом залучення коштів українськими підприємствами є корпоративні Єврооблігації.

Вихід підприємства на фондовий ринок, перш за все, є чинником зростання вартості компанії. Саме тому публічне розміщення акцій, за якісного його здійснення, є вигідним як для емітента, так і для його власників та потенційних інвесторів. Вдаючись до залучення коштів через IPO необхідно приймати 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 запропоновано запровадити комплекс процедур із контролінгу IPO.

Визначено, що перспективним інструментом залучення коштів вітчизняними підприємствами є корпоративні облигації. Характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облигації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень у корпоративні облигації в таких країнах справляє фактор ліквідності ринку в цілому та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значимістю фактором впливу є ризик зміни процентних ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах є також досить високим, однак компонента кредитоспроможності є менш значущою у сукупності систематичних ризиків.

Засвідчено, що через низькі суверенні рейтинги України кредитні рейтинги облигацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Враховуючи цю обставину, всіх їх доцільно віднести до категорії високоризикових, відповідно -- високодохідних (*НУВ*). Йдеться як про облигації, що обертаються на внутрішньому ринку капіталів, так і про єврооблігації, що розміщені на міжнародних фондових площадках. Для зменшення ризику вкладень у корпоративні облигації необхідно на нормативно-правовому рівні імплементувати комплекс заходів щодо зменшення накладних витрат та підвищення надійності вкладень. До таких заходів варто віднести

впровадження системи запобіжних ковенант.

Доведено, що необхідною умовою перезапуску вітчизняного ринку капіталів є вирішення спектру завдань, пов'язаних із макроекономічною стабілізацією країни, зі 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 (транзакційних) витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку. З цією метою необхідно 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. Відтак, заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів і навпаки.

Обґрунтовано гіпотезу, відповідно до якої для підвищення ваги ринку капіталів у фінансуванні підприємств доцільно усунути податкову дискримінацію фінансування підприємств за рахунок власного капіталу (порівняно з позиченим), ліквідувати бар'єри для доступу на ринок капіталів дрібних інвесторів, імплементувати інструменти заохочення діяльності інституційних інвесторів.

Аргументовано, що дієвими інструментами інтегрування вітчизняного ринку капіталів у європейські та світові ринки є міжнародні стандарти, принципи та норми, що упорядковують окремі аспекти функціонування учасників ринку та інституцій, що їх обслуговують. Для вирішення проблеми низької ліквідності локального ринку варто стимулювати розвиток регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн із подібними економічними умовами.

Визначено, що 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 у цілому, а також запровадження прозорих, зрозумілих та однакових для всіх правил гри на ринку. Стратегічною 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).

Підвищення якості корпоративного управління, зростання інформаційної відкритості компаній сприяє зменшенню інформаційних ризиків та ціни залучення капіталу. Обґрунтовано необхідність забезпечення балансу між накладними витратами на підвищення ефективності корпоративного управління та ефектом зниження витрат на капітал, що є наслідком запровадження якісного корпоративного управління.

Принципами корпоративного управління передбачено необхідність забезпечення рівного переважного права всіх акціонерів на придбання додатково випущених акцій. Зазначене право є важливою складовою механізму захисту прав дрібних акціонерів. З метою створення умов для практичної імплементації переважних прав обґрунтована модель розрахунку внутрішньої справедливої вартості переважних прав з урахуванням таких факторів: ринковий курс акцій перед додатковою емісією, курс емісії, співвідношення, з яким здійснюються емісії, та додаткові грошові потоки, які генеруватиме компанія за результатами емісії. Визначено алгоритм розрахунку мінімального обсягу додаткових грошових потоків, які має генерувати компанія для підтримання курсу акцій на стабільному рівні. Для компенсації акціонерам збитків, пов'язаних із додатковою емісією акцій, обґрунтована необхідність дозволу на торгівлю переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав.

**Ключові слова:** ринок капіталів, корпоративні фінанси, ціна залучення капіталу, фінансування підприємств, корпоративне управління, кредитно-



інвестиційний рейтинг, публічне розміщення корпоративних цінних паперів, дью-ділідженс, фінансовий контролінг, вартісно-орієнтоване управління.

## ANNOTATION

*Stetsko M. V.* The capital market in the financial support of corporate enterprises in Ukraine. – Qualifying scientific work on the rights of a manuscript.

Thesis for a Doctor of Economics degree in specialty 08.00.08 – Money, Finance and Credit. – Ternopil National Economic University, Ternopil, 2019.

The dissertation is aimed at substantiation of theoretical and applied principles of functioning of the capital market and defining directions of increasing its significance in financial support of corporate enterprises.

Periodic crises hitting the global and local capital markets raise the issue of improving the regulation of financial relations in these markets and changing the philosophy of a modern enterprise financial security. Financing strategies and tactics should take into account the increased level of financial risks under which the business operates and the additional options for attracting resources provided by the capital market. For a number of subjective and objective reasons, the domestic capital market has been ineffective throughout its period of operation thus playing hardly any role in the financing of enterprises. Information inefficiency, high level of manipulation, low rates of capitalization and liquidity, insecurity of property rights of investors, low quality of corporate governance at the level of securities issuers have been the key problems of capital market functioning in Ukraine.

It is established that the capital market, as a component of the financial market, is characterized by the set of financial relations between the long-term capital market participants, whose capital is attracted on the basis of the issue of financial instruments. The main classification features of the capital market such as: supply and demand for long-term capital, use of securities as instruments of circulation, corporate rights and debt securities as instruments of raising capital, are systematized.

It is argued that, along with the traditional corporate finance functions, it is necessary to separate the information-communication function and the behavioral

management function of participants in financial relations. The information-communication function is a product of the evolutionary development of the information function, since it involves not only providing information, but also using modern methods of its analysis, channels of exchange and feedback. The need to distinguish the behavioral management function (which takes up the traditional control function) is caused by information asymmetry and objectively existing conflicts of interest between participants in financial relations (principal-agent conflicts).

It is substantiated that in the conditions of the underdeveloped capital market, the most effective methodological methods of reducing information asymmetry in the market are ratings (internal and external), due diligence and investor-relations measures provided by financial control. Reducing information asymmetry is a prerequisite for restarting the capital market.

According to the results of the research of the methodological component of decisions on attraction of resources by the enterprises in the capital market, key elements of the model of decision-making on enterprise financing were systematized, factors determining the price of capital were specified, and the instrument of credit and investment ratings as indicators of the investment attractiveness of enterprises was improved.

Maximizing value is the key criterion for financial decision-making by modern corporations and their shareholders. Thus, the development of the methodological component of decisions on attracting resources in the capital market in the work is carried out from the perspective of realizing the value-forming function of corporate finance. To accomplish this task, a value based hierarchy of financial indicators has been developed that facilitates agent behavior management, planning, analysis and control of factors that affect value. The developed value based pyramid of indicators takes into account the parameters of the target function of investors and issuers.

It is proved that an important determinant of financing decisions and the criterion for making financial decisions both at the level of the depositors and the enterprises that are the objects of investment, is the cost of capital, which

characterizes its price. It meets the expected return on investment in an asset, taking into account a set of factors that is a generalized expression of the macroeconomic, operational and financial risks of investing in a particular enterprise. There is a stable relationship between the cost of capital of enterprises and the level of corporate governance.

It is argued that credit ratings are a trigger that determines financial decisions in the capital market. Rating agencies, through the analysis and evaluation of public and certain insider information, play a significant role in reducing information risks in the capital market. Sovereign ratings determine the level of local interest rates, thus having a significant impact on the cost of capital for the corporate sector. The country's low ratings and high risk premiums, which are expected by the investors, cause the capital to be displaced from the real economy into speculative sector, which is a considerable factor in the country's financial crisis. Presence of rating directly affects securities issuer's ability to attract financial resources of the company. In its absence, the risks increase, thus resulting in the rise in the price of capital and the depreciation of the securities.

It is established that sovereign ratings of a country are formed both due to factors that are beyond control of the sovereign Government of the country (high level of debt load, external military threats, closing of markets by individual countries, a number of macroeconomic indicators), and under the influence of factors that can be taken under the control of state bodies (corruption level, protection of investor rights, inflation, most macroeconomic indicators, quality of state regulation of economic processes). Reducing the country's risk premium and therefore the level of local interest rates can be achieved by systematically influencing the parameters that determine the country's rating.

The structure of the organized stock market in Ukraine is deformed due to the critically high share of the government bonds, which are more attractive to investors than corporate securities both in terms of risk and profitability. It is argued that the low share of corporate securities in the capital market of Ukraine is a consequence not only of a decrease in solvent demand from investors and an increase in the level

of credit and investment risks, but also of the corporate securities being displaced from the market by government bonds. Due to the exclusion effect, the volume of investments in corporate securities decreases. To counteract this effect, yields on government securities should be substantially reduced.

A comparative analysis of the capital market and its individual segments in the national and global dimensions showed that Ukraine's low level of global competitiveness is largely due to the underdevelopment of its financial market. Key indicators of market development (banking system reliability, stock market regulation, availability of financial services, and the ability to attract resources through the local capital market) are much worse than in other countries in the analyzed segment. It is substantiated that the country's dominant financing model and financial market structure do not affect its global competitiveness. Both the Anglo-Saxon and the Continental models occasionally fail and lead to financial crises. The competitiveness of a country's financial market is determined by its volume and liquidity.

It is established that the international IPO market is cyclical, and the peak value of the amount and volume of attracting funds can be a consequence of issuers' delayed demand for capital due to instability and risks of investing in corporate securities by investors. Given the low interest rates on corporate bonds and international investors' "risk appetite", corporate Eurobonds are a very promising tool for attracting funds by Ukrainian companies.

Company's entry to the stock market is first of all a factor in the growth of the company's value. For this reason, the public offering of shares, provided its quality realization, is beneficial for the issuer and its owners as well as its potential investors. When deciding whether to raise funds through an IPO, it is advisory to make well-grounded decisions about choosing the underwriter, the trading venue on which the issue will be realized (stock exchange selection), the amount of financial resources needed, and the share issue rate. In order to coordinate, provide information and plan events in the framework of the initial placement of corporate rights, it is proposed to introduce a set of IPO controlling procedures.

It has been found out that corporate bonds are a promising tool for attracting money from domestic enterprises. A characteristic feature of the formation of a risk premium for bonds in emerging markets is that the largest influence on the value of the risk premium on corporate bonds in such countries is exerted by the market liquidity factor in general and that of specific securities in particular. The second most important factor is the risk of interest rate changes. The risk of default of issuers in such countries is also quite high; however, the credit component is less significant in the aggregate of systematic risks.

It is evidenced that due to the low sovereign ratings of Ukraine, the credit ratings of bonds of all domestic issuers have a speculative level. Considering this fact, it is advisable to classify them all as high risk bonds, and consequently HYB. It is a question of both bonds circulating on the domestic capital market and Eurobonds placed on international stock markets. To reduce the risk of investing in corporate bonds, it is necessary to implement a set of measures to reduce overheads and increase the reliability of investments at the regulatory level. Such measures include the introduction of a preventive covenant system.

It is proved that a necessary condition for restarting the domestic capital market is to solve a range of tasks related to the macroeconomic stabilization of the country, reduce investment risks and reform the legislation towards the implementation of the provisions contained in the relevant EU Directives. Civilized rules of the game in the capital market imply the existence of effective mechanisms for the protection of property rights of all market participants, reducing overhead (transaction) costs, while reducing the level of market regulation. To this end, it is necessary to reform the judicial system, the legislation pertaining to joint-stock companies and the activity of regulators, increase the transparency of the functioning of stock exchanges, underwriters, investors and issuers, as well as change the philosophy of financial decision-making by the management of the issuing companies. An efficient capital market is incompatible with the shadow economy. Therefore, measures to reduce the shadow economy will help to develop an efficient capital market and vice versa.

The hypothesis is substantiated that in order to increase the weight of the

capital market in the financing of enterprises it is necessary to eliminate tax discrimination of the financing of enterprises at the expense of equity (compared to the borrowed capital), to eliminate barriers preventing small investors from accessing the capital market, to implement instruments for encouraging the activities of institutional investors.

It is argued that effective tools for integrating the domestic capital market into European and world markets are international standards, principles and norms that regulate certain aspects of the functioning of market participants and service-providing institutions. To address the problem of low liquidity in the local market, the development of the regional capital market, including the creation of regional stock exchanges with the participation of several countries with comparable economic conditions, should be encouraged.

It is determined that the key operational tasks of regulatory and control measures in the capital market are to clean the market of fictitious assets and to prevent attempts to manipulate the prices of individual assets and the market as a whole, as well as to introduce transparent, clear and uniform rules for playing in the market. The strategic goal should be to integrate the domestic market into the European and global markets. In order to ensure full regulation of the market, it is necessary to strengthen the powers of the regulator, as well as to carry out effective supervision of the institutions that form the market infrastructure (audit companies, rating agencies, registrars, financial analysts).

Improving the quality of corporate governance and increasing the information openness of companies help to reduce information risks and the cost of raising capital. The necessity to ensure a balance between the overhead costs to improve the efficiency of corporate governance and the effect of reducing the cost of capital, which is a consequence of the introduction of quality corporate governance, has been substantiated.

The principles of corporate governance provide for the need to ensure the equal pre-emptive right of all shareholders to purchase additional issued shares. This right is an important component of the mechanism for protecting the rights of small

shareholders. In order to create the conditions for the practical implementation of pre-emption rights, a model for calculating the internal fair value of pre-emption rights is justified, taking into account the following factors: the market price of the shares before the additional issue, the issue rate, the ratio of the issue and the additional cash flows that the company will generate. The algorithm for calculating the minimum amount of additional cash flows that a company must generate to maintain the stock price at a stable level is determined. In order to compensate for the losses to shareholders related to the additional issue of shares, the necessity of authorizing sale of rights of pre-emption and the exemption from taxation of the proceeds from the exercise of these rights are justified.

**Keywords:** capital market, corporate finance, cost of raising capital, financing of enterprises, corporate governance, credit rating, corporate securities, IPO, due diligence, financial control, VBM.

### Список публікацій здобувача

#### Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансуванні підприємств: сучасний стан і тенденції розвитку : монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2017. 345 с. (20,5 д. а.).

2. Stetsko M., Kvasovskyi O. Motivation of Initial Public Offering of Corporate Rights on the Stock Market: Global Trends and Ukrainian Realities. Modern tendencies of fiscal policy in European economic space : monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty. Ternopol : Economic thought, 2017. P. 359–368 (особистий внесок автора: доведено, що в Україні недостатньо уваги приділяється мотивації первинного публічного розміщення корпоративних прав на фондових ринках, та визначено напрями подолання негативних тенденцій) (0,42 д. а.).

3. Стецько М. В. Акціонерні товариства – основна організаційно-економічна форма підприємництва в умовах ринкової економіки. Фінансові

аспекти ринкового господарства: теорія та практика : зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1995. С. 102–107 (0,44 д. а.).

4. Стецько М. В. Фінансове планування – основна стратегія акціонерних товариств в умовах поглиблення ринкових реформ. Фінансові аспекти ринкового господарства: теорія та практика : зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1997. С. 76–79 (0,36 д. а.).

5. Стецько Н. В. Формы и виды кредитного обеспечения. Экономика предприятия. 2000. № 2–3. С. 59–64 (0,65 д. а.).

6. Стецько М. В., Яценко С. А. Важелі посилення інвестиційного потенціалу України. Фінанси України. 1998. № 1. С. 116–118 (особистий внесок автора: визначено проблеми залучення підприємствами фінансових ресурсів і виокремлено основні важелі посилення інвестиційного потенціалу) (0,35 д. а.).

7. Стецько М. В., Юрій І. С. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи. Фінанси України. 2000. № 4. С. 54–58 (особистий внесок автора: виявлено проблеми формування фінансових ресурсів корпоративних підприємств та обґрунтовано шляхи покращення їх фінансового забезпечення) (0,4 д. а.).

8. Стецько Н. В. Особенности формирования и управления капиталом акционерных обществ. Финансовая теория и политика современного государства : сб. науч. трудов / под ред. Величко Адамова. Изд. 1-е Болгария : АБАГАР Велико Тырново, 2002. С. 197–202 (0,4 д. а.).

9. Стецько М. В. Особливості організації фінансів суб'єктів господарювання різних форм власності. Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка». 2002. Вип. 13. С. 42–44 (0,4 д. а.).

10. Стецько М. В., Рендович П. М. Інвестиційна політика України: сучасний стан та перспективи розвитку. Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка». 2005. Вип. 19. С. 126–129 (особистий внесок автора: проведено аналіз тенденцій



інвестиційного клімату України та визначено шляхи його покращення) (0,3 д. а.).

11. Стецько М. В., Рендович П. М. Спеціальні (вільні) економічні зони. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2006. Вип. 8. С. 473–478 (особистий внесок автора: запропоновано шляхи створення сприятливих умов інвесторам на ринку капіталів України) (0,3 д. а.).

12. Стецько М. В. Використання «сигналів» з ринку капіталів для прийняття фінансових рішень підприємств. Світ фінансів. 2007. Вип. 1 (10). С. 116–123 (0,4 д. а.).

13. Стецько М. В., Терещенко О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту. Фінанси України. 2007. № 3. С. 91–99 (особистий внесок автора: обґрунтовано необхідність переходу фінансового менеджменту на засади стимулювання зростання вартості компанії) (0,4 д. а.).

14. Стецько М. В., Вовк Ю. Я. Капіталізація знань в управлінні інтелектуальним капіталом підприємства. Економічний аналіз. 2007. Вип. 1 (17). С. 293–298 (особистий внесок автора: проведено аналіз компонентів в управлінні інтелектуальним капіталом як складової фінансового забезпечення підприємств) (0,4 д. а.).

15. Стецько М. В., Терещенко О. О. Дью-ділідженс (Du Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. Збірник наукових праць Буковинського університету. Сер. «Економічні науки». 2007. Вип. 3. С. 84–93 (особистий внесок автора: доведено, що дью ділідженс є інструментом зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів) (0,4 д. а.).

16. Стецько М. В. Виявлення і оцінка непрямих витрат інвесторів при ухваленні рішень по емісії цінних паперів. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2007. Вип. 9, ч. 4. С. 341–349 (0,4 д. а.).

17. Стецько М. В. Підвищення ефективності корпоративного управління як фактор активізації ринку капіталів. Экономические проблемы и перспективы

стабилизации экономики Украины. Актуальные проблемы реформирования экономики в регионе : сб. науч. тр. Ин-та экономики промышленности НАН Украины; Краматорского экономико-гуманитарного ин-та. 2007. С. 260–265 (0,5 д. а.).

18. Стецько Н. В. Влияние деятельности фондовых рынков на формирование рыночной цены корпоративных ценных бумаг: мировые тенденции и перспективы. Бизнес-Информ. 2007. № 12 (1). С. 166–168 (0,4 д. а.).

19. Стецько М. В. Контролінг первинного розміщення акцій підприємств на фондовому ринку. Формування ринкової економіки : зб. наук. праць КНЕУ. Спецвип. Київ, 2008. С. 456–464 (0,5 д. а.).

20. Stetsko N. Problemy ukraïnskich przedsiebiorstw na miedzynarodowym rynku kapitalowym. Wdrażanie rozwoju zrownowazonego: strategie i instrumenty. Czestochowa : Wydawnictwo Akademii Polonijnej w Czestochowie «Educator», 2008. Wydanie 1. P. 63–73 (0,7 д. а.).

21. Стецько М. В. Оптимізація первинного розміщення корпоративних цінних паперів на фондових ринках. Наука й економіка. 2009. Вип. 3 (15), т. 1. С. 108–114 (0,5 д. а.).

22. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Проблемні аспекти прямого оподаткування страхових компаній в Україні. Фінанси України. 2011. № 1 (182). С. 52–63 (особистий внесок автора: доведено, що страхування є одним з джерел довгострокових інвестицій і потребує активного втручання держави з метою нейтралізації негативних явищ) (0,65 д. а.).

23. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М., Радова Н. В. Впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проєктів для інституційних інвесторів. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2012. Вип. 19. С. 291–294 (особистий внесок автора: обґрунтовано механізми впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проєктів на ринку капіталів) (0,2 д. а.).

24. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Аналіз фінансових активів інститутів спільного інвестування в структурній модернізації економіки. Економічний аналіз. 2012. Вип. 10, ч. 2. С. 10–12 (особистий внесок автора: здійснено оцінювання активів інститутів спільного інвестування як важливих інструментів ринку капіталів) (0,2 д. а.).

25. Стецько М. В., Терещенко О. О. Системи показників у концепції фінансового контролінгу у сфері бізнесу. Фінанси України. 2013. № 11. С. 66–83 (особистий внесок автора: обґрунтовано та запропоновано рекомендації щодо вдосконалення алгоритмів розрахунку системи вартісно-орієнтованих показників) (0,8 д. а.).

26. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Механізм фінансування зовнішньоекономічної діяльності в умовах реалізації пріоритетних економічних реформ. Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. «Економічні науки». 2015. Вип. 13, ч. 2. С. 111–114 (особистий внесок автора: досліджено доцільність застосування портфельних методів у процесі формування фінансових ресурсів, а також можливості використання новітніх систем розрахунків) (0,3 д. а.).

27. Стецько М. В. Залежність ціни залучення капіталу корпоративним сектором економіки від кредитних рейтингів країни. Фінанси України. 2015. № 5. С. 92–103 (0,8 д. а.).

28. Стецько М. В. Вплив ймовірності дефолту на ставку витрат підприємства на позичений капітал. Фінанси України. 2015. № 8. С. 88–100 (0,9 д. а.).

29. Стецько М. В. Прагматика теоретичних досліджень у сфері корпоративних фінансів. Світ фінансів. 2015. Вип. 3. С. 130–143 (1,2 д. а.).

30. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. Економічний аналіз. 2016. Т. 25, № 1. С. 158–168 (1,05 д. а.).

31. Стецько М. В. До питання про формування ринку капіталів в Україні. Бізнес Інформ. 2016. № 12. С. 193–199 (1,45 д. а.).

32. Стецько М. В. Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. Глобальні та національні проблеми економіки. 2016. Вип. 10. С. 860–865. URL: <http://global-national.in.ua/archive/10-2016/179.pdf> (0,65 д. а.).

33. Стецько М. В. Функціональні зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів. Світ фінансів. 2016. Вип. 4 (49). С. 95–107 (1,05 д. а.).

34. Стецько М. В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. Економічний аналіз. 2017. Т. 27, № 2. С. 57–67 (0,95 д. а.).

35. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Сучасні трансформації та проблемні аспекти оподаткування фінансових результатів діяльності страховиків в Україні. Світ фінансів. 2017. Вип. 3 (52). С. 19–33 (особистий внесок автора: виявлено певні проблеми у діючому порядку визначення оподатковуваного прибутку страхових компаній і запропоновано рекомендації з удосконалення технології оподаткування) (0,55 д. а.).

36. Стецько М. В. Система регулювання ринку капіталів України: міжнародний вимір. Фінанси України. 2017. № 2. С. 96–109 (0,95 д. а.).

37. Стецько М. В., Терещенко О. О. Діагностика неплатоспроможності підприємств як технологія підтримки прийняття фінансових рішень. Ефективна економіка. 2017. Вип. 3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5521> (особистий внесок автора: досліджено питання, пов'язані з діагностикою неплатоспроможності підприємств, та обґрунтовано концепцію прогнозування їх банкрутства) (0,55 д. а.).

38. Стецько М. В. Активізація ринку капіталів у фінансуванні реального сектору економіки. Облік і фінанси. 2017. № 2 (76). С. 107–115 (1,2 д. а.).

39. Stetsko M. Due-diligence in initial public offering of corporate securities. *Evropský časopis ekonomiky a managementu*. 2018. Vol. 4, is. 4. P. 61–67 (0,7 д. а.).

40. Стецько М. В. Рейтинг підприємства як детермінанта прийняття рішень на ринку капіталів. Економічний простір. 2018. № 133. С. 200–213 (0,75 д. а.).

41. Стецько М. В. Переважні права на придбання акцій нової емісії як інструмент корпоративного управління. Світ фінансів. 2018. Вип. 3 (56). С. 117–127 (0,95 д. а.).

#### **Наукові праці апробаційного характеру:**

42. Stetsko N. The Problems of Globalization of World Finances. Finance : 50th Anniversary Financial Conference (Svishtov, 11–12 April 2002). Bulgaria : Abagar, Veliko Tarnovo, 2002. P. 225–232 (0,5 д. а.).

43. Стецько М. В. Залучення іноземних інвестицій у процесі євроінтеграції України. Проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 13 квіт. 2006 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2006. С. 29–31 (0,2 д. а.).

44. Стецько М. В. Вплив витрат інвесторів на емісію корпоративних цінних паперів. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 18 квіт. 2007 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 174–176 (0,2 д. а.).

45. Стецько М. В. Механізм обмеження трансакційних витрат інвесторів. Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 8–9 жовт. 2007 р.). Чернівці : Буковин. держ. фін. акад., 2007. С. 26–30 (0,3 д. а.).

46. Стецько М. В. Корпоративні цінні папери на ринку фінансових послуг: стратегія і тактика. Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали 1-ї наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 24–26 жовт. 2007 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 344–346 (0,2 д. а.).

47. Стецько М. В. Розвиток фондового ринку: реалії та перспективи. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 16 квіт. 2008 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 11–16 (0,2 д. а.).

48. Стецько М. В. Особливості залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 16–17 жовт. 2008 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 225–229 (0,2 д. а.).

49. Стецько М. В. Концепція первинного розміщення акцій підприємств на ринку капіталів. Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва : матеріали Наук.-практ. конф. (м. Ірпінь, 28 берез. 2008 р.). Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2008. С. 315–316 (0,2 д. а.).

50. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Сучасний ринок фінансових послуг в умовах системних перетворень. Фінансова система України : становлення та розвиток : матеріали Наук.-практ. конф. (м. Острог, 2012 р.). Острог : Нац. ун-т «Остроз. акад.», 2012. С. 135–137 (особистий внесок автора: визначено сучасний стан ринку фінансових послуг та шляхи його активізації) (0,1 д. а.).

51. Стецько М. В. Особливості розміщення корпоративних цінних паперів в Україні. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в умовах проведення системних реформ : матеріали Загально-унів. підсумк. наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 10 квіт. 2013 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2013. С. 121–123 (0,2 д. а.).

52. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Страховий ринок і міжнародна інтеграція: інституційний підхід. Грудневі читання – 2013 : зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 13 груд. 2013 р.). Київ : Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2013. С. 20–23 (особистий внесок автора: визначено сучасний стан страхового ринку та шляхи його активізації) (0,1 д. а.).

53. Стецько М. В. Механізми залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. Фінансово-банківські та адміністративні послуги: проблеми управління та перспективи розвитку : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 12–13 лист. 2015 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2015. С. 288–289 (0,1 д. а.).

54. Стецько М. В. До питання щодо сутності та функцій корпоративних фінансів. Інноваційна економіка: макро-, мезо- та мікрорівні : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Херсон, 10–11 груд. 2015 р.). Херсон : Херсон. Держ. ун-т, 2015. С. 137–140 (0,3 д. а.).

55. Стецько М. В. Інформаційна асиметрія на ринку капіталів та її вплив на прийняття фінансових рішень. Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 11–12 груд. 2015 р.). Ч. 2. Ужгород : Ужгород. нац. ун-т, 2015. С. 84–87 (0,3 д. а.).

56. Стецько М. В. Напрямки реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : матеріали I Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 22 черв. 2016 р.). Київ : КНЕУ, 2016. С. 322–325 (0,3 д. а.).

57. Стецько М. В. Фактори впливу на ставку витрат підприємства за користування позичковим капіталом. Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія : зб. наук. праць (м. Тернопіль, 28 листоп. 2016 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 135–139 (0,25 д. а.).

58. Стецько М. В. Короткострокові джерела фінансування та інструменти короткострокових запозичень корпоративних підприємств. Формування єдиного європейського фінансового простору та розвиток світової фінансової думки : зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 25 трав. 2016 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 103–107 (0,2 д. а.).

59. Стецько М. В. Каузальні взаємозв'язки між ймовірністю дефолту підприємства та процентними ставками на капітал. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матеріалів I Міжнар.

наук.-практ. конф. (м. Київ, 21 черв. 2017 р.). Київ : КНЕУ, 2017. С. 160–162 (0,2 д. а.).

60. Стецько М. В. Детермінанти спреду доходності за корпоративними облигаціями. Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України : зб. матеріалів Наук.-практ. конф. (м. Київ, 28–29 верес. 2017 р.). Київ : Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2017. С. 475–479 (0,2 д. а.).

61. Стецько М. В. Вплив інформаційної ефективності ринку капіталів на алокацію ресурсів. Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 3–4 берез. 2017 р.). Одеса : ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2017. С. 204–206 (0,2 д. а.).

62. Стецько М. В. Інструменти зменшення інформаційної асиметрії у процесі публічного розміщення цінних паперів. The Modern Trends in the Development of Business Social Responsibility : II International Scientific Conference (Lisbon, Portugal, 29 June 2018). Part II. Lisbon : Nova University, Nova School of Business and Economics, 2018. P. 111–113 (0,2 д. а.).

63. Стецько М. В. Пріоритети розвитку вітчизняного ринку капіталу. Сучасні проблеми обліку, аналізу, аудиту й оподаткування суб'єктів господарської діяльності: теоретичні, практичні та освітні аспекти : зб. наук. пр. за матеріалами III Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 28–29 берез. 2019 р.). Ч. 2. Дніпро : НМетАУ, 2019. С. 345–349 (0,2 д. а.).

64. Stetsko M., Brych V., Manzhula V., Halysh N., Holubchak O., Korol S. Management of Enterprise Assortment Policy by Production of Solid Biofuels. 2019 9th International Conference on Advanced Computer Information Technologies (Ceske Budejovice, Czech Republic, 5–7 June 2019). Ceske Budejovice : University of South Bohemia, Czech Republic, 2019. P. 370–373 (особистий внесок автора: обґрунтовано та розраховано взаємозв'язок рішень менеджменту з ефективною діяльністю підприємств) (0,1 д. а.).

65. Стецько М. В. Ринок капіталу як фактор корпоративного розвитку. Сучасні детермінанти фіскальної політики: локальний та міжнародний вимір :



матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 10 верес. 2019 р.).  
Тернопіль : ТНЕУ, 2019. С. 153–156 (0,2 д. а.).

66. Стецько М. В. Важелі вибору інструментів довгострокового та середньострокового фінансування підприємств. Інноваційний розвиток та безпека підприємства в умовах неоіндустріального суспільства : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луцьк, 31 жовт. 2019 р.). Луцьк : Східноєвроп. нац. ун-т ім. Лесі Українки. 2019. С. 131–133 (0,15 д. а.).

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП.....</b>	<b>5</b>
<b>Розділ 1. Теоретико-методологічні засади формування і функціонування ринку капіталів та його місце у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств.....</b>	<b>20</b>
1.1. Економічна природа ринку капіталів та його роль у розвитку корпоративних фінансів.....	20
1.2. Еволюція концептуальних засад фінансового забезпечення підприємств...43	43
1.3. Методологічні особливості імплементації теоретичних постулатів ринку капіталів.....	71
Висновки до розділу 1.....	91
<b>Розділ 2. Методологічна компонента прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів.....</b>	<b>95</b>
2.1. Методологічний каркас прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративних підприємств.....	95
2.2. Ціна залучення капіталу як ринкова детермінанта фінансових рішень.....	116
2.3. Кредитно-інвестиційний рейтинг підприємства та його вплив на прийняття фінансових рішень учасниками ринку капіталів.....	137
2.4. Вплив макроекономічних факторів на процеси прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративного сектору економіки.....	151
Висновки до розділу 2.....	165
<b>Розділ 3. Ринок капіталів України та його вплив на розподіл ресурсів у корпоративному секторі.....</b>	<b>170</b>
3.1. Оцінка стану ринку капіталів України та його відповідність до критеріїв ефективності.....	170
3.2. Вітчизняний ринок капіталів в алокації ресурсів у корпоративному секторі економіки .....	184
3.3. Закономірності та суперечності розвитку ринку капіталів України в умовах глобалізації фінансового простору.....	203
3.4. Аналіз процесів інтеграції українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів.....	220
Висновки до розділу 3.....	230
<b>Розділ 4. Залучення власного та боргового капіталу підприємствами з використанням інструментарію ринку капіталів.....</b>	<b>234</b>
4.1. Оцінка стану та перспектив фінансового забезпечення підприємств на основі публічного розміщення акцій.....	234
4.2. Корпоративні облігації як інструмент фінансового забезпечення підприємств.....	256

4.3. Удосконалення процесу публічного розміщення корпоративних цінних паперів.....	280
Висновки до розділу 4.....	302

**Розділ 5. Напрями активізації ринку капіталів для забезпечення фінансування корпоративних підприємств.....306**

5.1. Фінансове оздоровлення ринку капіталів крізь призму проблем економічного розвитку України.....306

5.2. Реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні.....323

5.3. Удосконалення системи корпоративного управління підприємств у підвищенні дієздатності ринку капіталів .....339

Висновки до розділу 5.....361

**Висновки.....365**

**Список використаних джерел.....374**

**Додатки.....417**

## ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

**АТ** – акціонерне товариство;

**Нацкомфінпослуг** – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг;

**НКЦПФР** – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;

**ОВДП** – облігації внутрішньої державної позики України;

**СVA** – Грошова додана вартість (Cash Value Added);

**DD** – дью-ділідженс (Due Diligence);

**EAD** – вимоги за кредитом на момент дефолту (Exposure at default);

**EY** – Британська аудиторсько-консалтингова компанія (Ernst & Young);

**EP** – економічний прибуток (Economic Profit);

**ESMA** – Європейська служба нагляду за ринком цінних паперів (European Securities and Markets Authority);

**EVA** – економічна додана вартість (Economic Value Added);

**Fitch Ratings** – міжнародне рейтингове агентство (Fitch Ratings Inc.);

**HYB** – високоприбуткові облігації (High Yield бонди);

**IOSCO** – Міжнародна організація комісій з цінних паперів (The International Organization of Securities Commissions);

**IPO** – первинна публічна пропозиція (Initial Public Offering);

**Moody's** – міжнародне рейтингове агентство (Moody's Investors Service);

**OECD** – Організація економічного співробітництва та розвитку (Organisation for Economic Cooperation and Development);

**PD** – клас ризику, що залежить від імовірності дефолту позичальника (Probability of Default);

**VBM** – вартісно-орієнтована модель фінансового менеджменту (Value Based Management);

**WFE** – Світова федерація бірж (World Federation of Exchanges);

**S&P Global Ratings** – міжнародне рейтингове агентство (Standard & Poor's Global Ratings)

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Глобалізація економічних процесів, прогрес інформаційно-комунікаційної економіки, загострення конкуренції за всі види ресурсів, консолідація міжнародних ринків капіталів – усе це сприяє зміні філософії фінансового забезпечення сучасного підприємства. Стратегія і тактика фінансування має враховувати підвищений рівень фінансових ризиків, за яких функціонує бізнес, та додаткові опції залучення ресурсів, які надає ринок капіталів. Ринок капіталів, виконуючи функції трансформації, збалансування та алокації капіталу, зорієнтований насамперед на фінансове забезпечення операційної й інвестиційної діяльності підприємств. За низки суб'єктивних та об'єктивних причин вітчизняний ринок капіталів упродовж усього періоду його функціонування був неефективним та практично не відігравав суттєвої ролі у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств. Вагомими проблемами функціонування зазначеного ринку в Україні є його інформаційна неефективність, високий рівень маніпулювання, низька капіталізація та ліквідність, незахищеність прав власності інвесторів, низька якість корпоративного управління на рівні емітентів цінних паперів. Характерною особливістю вітчизняного фондового ринку є те, що на ньому обертаються переважно державні облігації.

З огляду на періодичні кризи на світових ринках капіталів питання удосконалення регулювання фінансових відносин на відповідних ринках, посилення науково-методологічного забезпечення діяльності корпоративних підприємств на ринку капіталів не втрачає своєї актуальності як на локальному, так і глобальному рівнях.

Розвитку теорії ринку капіталів та його ролі у фінансуванні корпорацій присвячені праці лауреатів Нобелівської премії з економіки Дж. Акерлофа, Ф. Модільяні, М. Міллера, М. Спенса, Д. Стігліца. Проблематика ринкових аномалій та інформаційної неефективності ринку капіталів ґрунтовно досліджена у працях Д. Канемана, В. Сміта, Ю. Фама, М. Рубінштайна,

М. Латхама, М. Дженсена, У. Меклінга та Р. Шіллера. Каузальні зв'язки між станом фінансових ринків, витратами підприємств на капітал та їх вартістю обґрунтовані у науковому доробку Г. Міллера, С. Росса, Ю. Фама, К. Френча, Р. Фолкарта, У. Шарпа та ін.

Місце та роль ринку капіталів у фінансуванні корпоративних підприємств в Україні досліджені у працях таких вітчизняних економістів: Г. Азаренкової, Л. Алексеєнко, В. Баранової, Н. Давиденко, О. Дзюблюка, І. Зятковського, Д. Леонова, Б. Луціва, Т. Майорової, А. Мороза, С. Науменкової, О. Мозгового, В. Опаріна, М. Прозорова, І. Школьник, В. Шапрана та ін. Категоріальний апарат ринку капіталів та корпоративних фінансів обґрунтовано у працях В. Зимовця, А. Крисоватого, Н. Рязанової, В. Суторміної, О. Терещенка, С. Юрія, В. Федосова та ін.

Дослідження наукових публікацій, присвячених розвитку ринку капіталів, підтверджує, що у більшості праць вітчизняних науковців головні акценти зроблено, передусім, на з'ясуванні категоріального апарату та окремих технічних питань розміщення акцій, порядку їх реєстрації, формуванні проспекту емісії, уточненні понятійного апарату у відповідній сфері, удосконаленні системи регулювання банківських операцій на ринку капіталів тощо. Ознайомлення з відповідними працями засвідчує, що питанням підвищення інформаційної ефективності ринку капіталів, розвитку його інфраструктури, специфіки залучення коштів на ринку підприємствами, які функціонують на ринках, що розвиваються, мінімізації витрат на капітал, залучений на відкритому ринку, оптимізації фінансових відносин учасників ринку капіталів приділяється недостатня увага. Отже очевидною є потреба наукового обґрунтування прийняття рішень щодо залучення підприємствами фінансових ресурсів на ринку капіталів.

Недостатність наукового обґрунтування прийняття відповідних рішень є одним із чинників мізерної кількості українських емітентів, що розміщують свої цінні папери на вітчизняному та міжнародних ринках, невеликих обсягів залучення капіталу, високого рівня витрат на залучення власного та позиченого

капіталу. Відповідно, актуальність теми дисертаційної роботи визначена необхідністю удосконалення теоретико-методологічних підходів до фінансового забезпечення корпоративних підприємств з максимальним використанням можливостей, які надає ринок капіталів.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансового менеджменту та страхування Тернопільського національного економічного університету: «Сучасні фінансово-управлінські проблеми господарської діяльності» (державний реєстраційний номер 0108U002108), у межах якої запропоновано розглядати фондовий ринок як складову ринку капіталів, що відображає ефективність фінансово-господарської діяльності підприємств; «Перспективи розвитку фінансів суб'єктів господарювання та фінансового ринку в умовах глобальних трансформацій» (державний реєстраційний номер 0112U008451), у межах якої визначено зовнішні та внутрішні чинники впливу на кредитні ризики суб'єкта господарювання; «Перспективи розвитку фінансового ринку України» (державний реєстраційний номер 0118U003176), у межах якої визначено вплив умов кредитування підприємств на їх рейтингові позиції; «Економічне обґрунтування та прогнозування розвитку ринків основних видів агропродовольчої продукції для ТзОВ НВА «Перлина Поділля» (державний реєстраційний номер 0116U008540), у межах якої запропоновано напрями підвищення інвестиційної привабливості корпоративних підприємств.

Окрім цього, дослідження проводилося у рамках комплексної науково-дослідної теми «Інновації у корпоративних фінансах» (номер державної реєстрації 0116U001554) кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені В. Гетьмана», у межах якої поглиблено теоретико-методичні підходи та обґрунтовано практичні рекомендації щодо фінансування підприємств з використанням інструментарію ринку капіталів.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертації є поглиблення теоретико-методологічних засад функціонування ринку капіталів та обґрунтування напрямів посилення його вагомості у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств. Для реалізації поставленої мети визначено такі завдання дослідження:

– з’ясувати економічну природу ринку капіталів для визначення його ролі у розвитку корпоративних фінансів;

– поглибити концептуальні засади фінансового забезпечення підприємств та проаналізувати їх еволюцію для систематизації сучасних критеріїв прийняття фінансових рішень;

– обґрунтувати способи зменшення інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин для з’ясування методологічних особливостей реалізації базових теоретичних постулатів ринку капіталів;

– розвинути елементи базової моделі прийняття рішень щодо фінансування підприємств у рамках формування методологічної компоненти залучення ресурсів на ринку капіталів;

– визначити основні чинники, що зумовлюють ціну капіталу, для з’ясування характеру впливу цієї детермінанти на рішення щодо фінансового забезпечення підприємств;

– систематизувати методологічний інструментарій кредитно-інвестиційних рейтингів для визначення їх ролі як індикатора інвестиційної привабливості підприємств;

– визначити канали впливу макроекономічних факторів на процеси прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративного сектору для ідентифікації відповідних ризиків і підвищення рейтингів;

– здійснити аналіз стану ринку капіталів України для визначення його відповідності критеріям ефективності;

– розкрити специфіку вітчизняного ринку капіталів для з’ясування його ролі в алокації ресурсів у корпоративному секторі економіки;



– провести компаративний аналіз ринку капіталів у національному та наднаціональному вимірах для визначення рівня його глобальної конкурентоспроможності;

– дослідити процеси інтеграції українських корпоративних підприємств у міжнародні ринки капіталів для ідентифікації чинників, що стримують їхній вихід на публічні ринки;

– критично оцінити стан використання вітчизняними підприємствами інструментарію ринку капіталів для з'ясування перспектив розвитку процесів публічного розміщення цінних паперів;

– виокремити основні тенденції на ринку корпоративних облігацій з метою ідентифікації його місця у фінансовому забезпеченні підприємств;

– систематизувати процес публічного розміщення корпоративних цінних паперів для визначення напрямів його удосконалення;

– оцінити взаємозв'язки між проблемами економічного розвитку країни та рівнем розвитку локального ринку капіталів для обґрунтування рекомендацій щодо його оздоровлення;

– ідентифікувати недоліки системи регулювання ринку капіталів для визначення основних напрямів її реформування;

– детермінувати напрями підвищення ефективності корпоративного управління як необхідної умови посилення дієздатності ринку капіталів.

**Об'єктом дослідження** є ринок капіталів у процесах фінансового забезпечення корпоративних підприємств.

**Предмет дослідження** – теоретико-методологічні та прикладні засади використання ринку капіталів для фінансового забезпечення корпоративних підприємств в Україні.

**Методологія та методи дослідження.** Теоретико-методологічною основою роботи є фундаментальні положення сучасної економічної та фінансової науки. Для дослідження фінансових відносин на ринку капіталів у дисертації застосовано такі загальнонаукові та спеціальні методи: компаративного аналізу – для порівняння функціонування вітчизняного і

міжнародного ринку капіталів; дедуктивний – у процесі поглиблення теоретико-методологічних засад фінансового забезпечення корпоративних підприємств; логічного узагальнення – для розкриття економічної природи інформаційно-ефективного ринку капіталів; емпірично-статистичні методи – для визначення ціни капіталу, який підприємства залучають на фінансових ринках; факторного аналізу – для аналізу чинників, що впливають на інвестиційну привабливість підприємств; системний підхід – у процесі обґрунтування рекомендацій щодо напрямків активізації ринку капіталів для забезпечення фінансування реального сектору економіки.

**Інформаційно-фактологічною базою дослідження** є монографічні праці та публікації вітчизняних і зарубіжних учених-економістів з проблематики ринку капіталів і корпоративних підприємств, законодавчі акти, нормативно-правові документи, міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності, принципи регулювання ринку цінних паперів IOSCO, аналітична інформація рейтингових агентств, офіційні матеріали Державної служби статистики України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, матеріали фінансової звітності підприємств-емітентів цінних паперів.

**Наукова новизна одержаних результатів.** Найбільш вагомим положенням, які визначають наукову новизну дослідження, полягають у такому:

*вперше:*

– визначено стан «відмова функціонування ринку капіталу», за якого ринок не виконує своїх функцій через інформаційну неефективність, квазіраціональну поведінку учасників ринку, деформовану інфраструктуру та недієздатність регулятора. Ознаками відмови функціонування ринку капіталів є генерування хибних сигналів, які перестають бути релевантними для учасників ринку, численні маніпуляції та наявність фіктивних активів, суб'єктивне ціноутворення, неможливість визначити реальний рівень ліквідності й капіталізації, вплив інвесторів та емітентів. Ідентифікація стану відмови функціонування ринку капіталів дає змогу з'ясувати природу негативних процесів, що тривалий час відбуваються на вітчизняному фондовому ринку;

– розроблено логічно-дедуктивну систему показників, в основу якої покладено розщеплення вартісно-орієнтованого показника (економічної доданої вартості) на окремі складові, що впливають на рівень досягнення вартісно-орієнтованих цілей підприємства. Обґрунтована вартісно-орієнтована система показників враховує параметри цільової функції інвесторів та емітента, які визначені внутрішніми і зовнішніми факторами впливу. Система показників допоможе приймати фінансові рішення, спрямовані на забезпечення вартісно-формулюючої та інформаційно-комунікаційної функцій корпоративних фінансів;

– визначено та сформовано концепцію фінансового контролінгу первинного публічного розміщення корпоративних цінних паперів як системи інформаційної підтримки, координації, планування, аналізу, управління ризиками та контролю, яка загалом зорієнтована на підвищення ефективності первинного публічного розміщення акцій. Фінансовий контролінг IPO дає змогу забезпечити координацію процедур, які є необхідною умовою допуску цінних паперів до торгівлі на фондовій біржі (вимоги щодо розкриття інформації, публікації проспекту емісії, різноманітні реєстрації у регуляторних органах), а також заходів щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу);

*удосконалено:*

– визначення ринку капіталів як складової фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, залученого на основі емісії фінансових інструментів. Характерною рисою такого трактування, на відміну від наявних, є виокремлення таких класифікаційних ознак ринку капіталів: забезпечення попиту та пропозиції на довгостроковий капітал, використання цінних паперів як інструменту обігу, корпоративних прав та боргових цінних паперів як інструментів залучення. Такий підхід дає змогу упорядкувати нормативно-правове забезпечення з метою підвищення ефективності функціонування окремих сегментів фінансового ринку;

– методологічні підходи до забезпечення інформаційної ефективності ринку капіталів. Зокрема, визначено, що в умовах нерозвиненого ринку капіталів найбільш адекватними інструментами подання інформаційних сигналів щодо здатності підприємства генерувати вартість, з одного боку, та виконувати свої зобов'язання – з іншого, є дью-ділідженс-репорт та рейтингові оцінки. На відміну від діючої практики, такий підхід дозволяє інтерпретувати експертів рейтингових агенцій та аналітиків дью-ділідженс як інформаційних посередників між учасниками ринку. Активне використання інструментарію рейтингування та дью-ділідженс сприятиме зменшенню інформаційних ризиків на ринку капіталів;

– науково-методичні засади до рейтингування підприємств, які передбачають їхню класифікацію залежно від здатності своєчасно виконувати боргові зобов'язання за емітованими цінними паперами чи отриманими кредитами на основі оцінювання ймовірності дефолту. На відміну від наявних підходів, таке удосконалення рейтингування підкреслює його класифікаційні властивості, що підтверджується базуванням рейтингових методологій на класифікаційних методах обробки кількісної та якісної фінансової інформації. Це відповідно уможливить коректну інтерпретацію сигналів, які посиляються рейтингами;

– методологічний підхід до оцінювання ефективності корпоративного управління на підприємстві, за основу якого взято відношення рівня зменшення ставки витрат на капітал, що є наслідком підвищення якості корпоративного управління, та величини накладних витрат, пов'язаних із забезпеченням відповідності діяльності підприємства принципам корпоративного управління. Ефект зниження витрат на капітал має бути вищим, ніж зростання витрат, пов'язаних із корпоративним управлінням (принцип економічності). Це, на відміну від наявних підходів, дозволить оптимізувати політику підприємств, пов'язану з виходом на публічні ринки капіталів;

– критерії оцінювання ефективності виконавчого органу (як агента) у межах системи корпоративного управління та засади його дієвої мотивації.

Вихідною величиною при цьому є цільові орієнтири інвесторів щодо максимізації ринкової вартості корпоративних прав. З огляду на біхевіористичну складову ціноутворення на фондовому ринку за критерій ефективності рекомендовано взяти показники, що характеризують фундаментальні чинники генерування ринкової вартості, зокрема абсолютні та відносні вартісно-орієнтовані показники (наприклад, EVA, EP, CVA). Це, на відміну від наявних критеріїв, дозволить гармонізувати цільові функції інвесторів та емітентів, що сприятиме зниженню конфлікту інтересів при залученні підприємствами капіталу;

*набули подальшого розвитку:*

– теоретичні засади корпоративних фінансів та ринку капіталів у частині формулювання їхніх функцій. Зокрема, поряд із традиційними, обґрунтована необхідність виокремлення функції управління поведінкою та інформаційно-комунікаційної. Виокремлення функції управління поведінкою (яка поглинає традиційну контрольну функцію) зумовлене інформаційною асиметрією та об'єктивними конфліктами інтересів між учасниками фінансових відносин (принципал-агент-конфлікти). Інформаційно-комунікаційна функція є результатом еволюційного розвитку інформаційної функції, оскільки передбачає не лише надання інформації, а й використання сучасних методів її аналізу, каналів обміну та зворотного зв'язку. Завдяки механізмам контролю, моніторингу та мотивації практична імплементація запропонованих функцій дозволить зменшити схильність економічних агентів до опортуністичної поведінки;

– теоретичні концепції у сфері фінансового забезпечення підприємств, за результатами чого з'ясовано основні критерії оптимуму структури капіталу, що передбачені різними теоретичними постулатами. Такими критеріями є: середньозважені витрати на капітал; рентабельність власного капіталу; мінімізація накладних витрат, пов'язаних із залученням коштів; агентські витрати, пов'язані із залученням боргового та власного капіталів; рівень оптимізму та самодостатності менеджменту. Виокремлення критеріїв та

відповідних оптимумів структури капіталу сприятиме підвищенню ефективності рішень щодо фінансового забезпечення підприємств;

– науково-методичні положення щодо моделі фінансування корпоративного сектору країн з транзитивною та посттранзитивною економікою. Виявлено, що у таких країнах спостерігається стійка залежність між рівнем фінансово-інвестиційних ризиків та індексом розвитку ринку капіталів. Доведено, що ця обставина разом з низьким рівнем доходів та імпліцитною державною підтримкою банківської системи призводить до домінування у більшості країн згаданого сегмента банкоцентричної моделі фінансування. З'ясування вказаної залежності та ризиків, які її зумовлюють (ризик корупції та кримінальні ризики, інформаційні ризики і непрозорість фінансових рішень, політичні й макроекономічні ризики), дає змогу визначити пріоритетні напрямки підвищення індексу міжнародної конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів;

– методологічні компоненти прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів у частині побудови вартісно-орієнтованої моделі прийняття фінансових рішень, цільової функції носіїв рішень, інструментів зменшення інформаційної асиметрії та принципів забезпечення вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів. Це сприятиме покращенню методологічного забезпечення прийняття фінансових рішень, зниженню витрат на капітал і максимізації вартості підприємств;

– систематизація визначальних чинників, що гальмують розвиток локального ринку корпоративних цінних паперів. Зокрема, поряд із інфраструктурними дефіцитами, інформаційною неефективністю, макроекономічними факторами виокремлено ефект витіснення капіталів із реального сектору економіки у спекулятивну та фінансову сфери через високу дохідність облігацій внутрішньої державної позики. Ідентифікація відповідних чинників уможливилює розробку заходів щодо активізації ринку капіталів в Україні;

– методологічні засади проведення дью-ділідженс як інструменту зниження інформаційних ризиків у процесі розміщення цінних паперів. Окрім традиційних напрямків дью-ділідженс (фінансовий, комерційний, правовий, податковий, організаційний), виокремлено комплаєнс та дью-ділідженс сталого розвитку. Комплаєнс пропонується сконцентрувати на виявленні корупційних ризиків та комплексу загроз, пов'язаних із відмиванням коштів, накладанням фінансових санкцій, кіберзлочинністю. Потенціал впливу на вартість підприємства екологічних, соціальних і загально-економічних ризиків доцільно з'ясувати у процесі перевірки діяльності підприємства на предмет відповідності критеріям сталого розвитку. Це дозволяє, враховуючи новітні ризики та фактори, що впливають на ринкову капіталізацію підприємств, реалізувати базовий постулат ефективного ринку капіталу;

– науково-методологічні підходи до реалізації інструменту переважних прав на придбання дійсними власниками цінних паперів нової емісії. Зокрема, обґрунтовано модель первинної грошової оцінки справедливої вартості переважних прав та механізм компенсації збитків власникам від «розмивання» часток статутного капіталу у разі, якщо вони не беруть участі у його збільшенні. Практична імплементація моделі дозволить підвищити рівень корпоративного управління підприємств та захисту прав власності інвесторів.

**Практичне значення одержаних результатів.** Результати дисертаційної роботи можуть бути використані у практичній діяльності промислових підприємств, банків та небанківських фінансових установ, міністерств і відомств, а також при формуванні законодавчих актів, спрямованих на удосконалення фінансового забезпечення корпоративних підприємств і функціонування ринків капіталів.

Рекомендації щодо адаптації законодавчих актів у сфері регулювання ринку капіталів до вимог євродиректив, забезпечення транспарентної діяльності емітентів цінних паперів та урегулювання механізму використання переважних прав (зокрема, обґрунтування необхідності запровадження торгівлі переважними правами і звільнення від оподаткування виручки від реалізації

зазначених прав) ураховані при розробці нових законодавчих ініціатив Комітетом з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України (довідка № 04-37/9-282 від 21.08.2018 р.). Пропозиції щодо оцінки банкоцентричного характеру фінансового ринку України та методичний підхід до визначення прямих та зворотних каузальних зв'язків між макроекономічними показниками і показниками розвитку ринку капіталів використовувались у процесі напрацювання окремих рекомендацій та розробки Радою Національного банку України Основних засад грошово-кредитної політики України на 2019 рік (довідка № 10-0007/56693 від 23.10.2018 р.). Рекомендації щодо посилення контролю за діяльністю рейтингових агентств, введення поняття «відмова функціонування ринку капіталів», заснування міждержавної (регіональної) біржі та удосконалення механізму реалізації акціонерами переважних прав використовувались НКЦПФР у процесі розробки заходів, передбачених Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року (довідка № 07/34900 від 23.11.2018 р.). Пропозиції щодо запровадження у вітчизняну практику альтернативних моделей вирішення проблем фінансового забезпечення корпоративних підприємств, запобігання конфліктам між власниками і менеджментом та напрямів підвищення ефективності корпоративного управління були використані Департаментом економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації при розробці проєкту соціально-економічного та культурного розвитку Тернопільської області на 2018 р. (довідка № 01/1-854 від 30.08.2018 р.). Запропоновані методичні підходи до трактування детермінант прийняття рішень на ринку капіталів і критерії оцінювання ефективності виконавчого органу у межах системи корпоративного управління та мотивації використовуються у діяльності компанії «МРІЯ Агрохолдинг» (Mriya Agro Holding Public Limite) (довідка від 31.08.2018 р.). Рекомендована логічно-дедуктивна система показників, що впливають на рівень досягнення вартісно-орієнтованих цілей підприємства, та концепція контролінгу первинного публічного розміщення корпоративних цінних паперів, яка загалом



зорієнтована на підвищення його ефективності, застосовані в процесі розробки фінансової стратегії в командитному товаристві «Запорізький завод високовольтної апаратури» (довідка № 2/01-04-209 від 17.05.2017 р.). Окремі теоретико-методологічні положення наукового дослідження використані в процесі розробки та викладання курсу «Інновації у корпоративних фінансах» у ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана» (довідка від 12.06.2018 р.). Теоретичні положення та висновки, які містяться у дисертації, використані в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання» та «Ринок фінансових послуг» (довідка № 126-10/1110 від 20.06.2018 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є одноосібним завершеним науковим дослідженням, в якому викладено авторський підхід до формування теоретико-методологічних та прикладних аспектів функціонування ринку капіталів і визначення його ролі у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні. З наукових праць, що опубліковані у співавторстві, у дисертації вміщені лише ті положення, пропозиції та висновки, які належать особисто здобувачеві. Особистий внесок у таких наукових працях зазначений у списку публікацій. Теоретичні положення, розробки прикладного характеру, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно.

**Апробація результатів дисертації.** Основні теоретичні результати дослідження і практичні рекомендації доповідались і одержали позитивну оцінку на таких міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях: «Finance» (м. Свіщов, 2002 р.), «Проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період» (м. Тернопіль, 2006 р.), «Методологічні проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період» (м. Тернопіль, 2007 р.), «Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону» (м. Чернівці, 2007 р.), «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки»

(м. Тернопіль, 2007 р., 2008 р.), «Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва» (м. Ірпінь, 2008 р.), «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період» (м. Тернопіль, 2008 р.), «Контролінг у бізнесі: теорія і практика» (м. Київ, 2008 р.), «Фінансова система України: становлення та розвиток» (м. Острог, 2012 р.), «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в умовах проведення системних реформ» (м. Тернопіль, 2013 р.), «Грудневі читання – 2013» (м. Київ, 2013 р.), «Фінансово-банківські та адміністративні послуги: проблеми управління та перспективи розвитку» (м. Тернопіль, 2015 р.), «Інноваційна економіка: макро-, мезо- та мікрорівні» (м. Херсон, 2015 р.), «Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції» (м. Ужгород, 2015 р.), «Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку» (м. Київ, 2016 р.), «Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія» (м. Тернопіль, 2016 р.), «Формування єдиного європейського фінансового простору та розвиток світової фінансової думки» (м. Тернопіль, 2016 р.), «Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку» (м. Київ, 2017 р.), «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України» (м. Київ, 2017 р.), «Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи» (м. Одеса, 2017 р.), «The Modern Trends in the Development of Business Social Responsibility» (м. Лісабон, 2018 р.), «Сучасні проблеми обліку, аналізу, аудиту й оподаткування суб'єктів господарської діяльності» (м. Дніпро, 2019 р.), «Advanced Computer Information Technologies» (м. Ческе Будейовіце, 2019 р.), «Сучасні детермінанти фіскальної політики: локальний та міжнародний вимір» (м. Тернопіль, 2019 р.), «Інноваційний розвиток та безпека підприємства в умовах неоіндустріального суспільства» (м. Луцьк, 2019 р.).

**Публікації.** Основні наукові положення, висновки та результати дисертаційної роботи опубліковано у 66 наукових працях, серед яких: 1 одноосібна монографія; 1 стаття – в 1 колективній монографії; 32 статті – у наукових фахових виданнях України (з них 13 – у виданнях, що внесені до

реєстру міжнародних наукометричних баз); 1 стаття – в науковому періодичному виданні іншої держави (Чехія); 6 статей – в інших наукових виданнях; 25 праць апробаційного характеру. Загальний обсяг опублікованих особисто автором наукових праць становить 50,27 д. а.

**Структура та обсяг роботи.** Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел (424 найменування розміщено на 44 сторінках). 18 додатків охоплюють 38 сторінок. Основний текст роботи розміщений на 373 сторінках, містить 38 таблиць та 29 рисунків. Повний обсяг роботи становить 454 сторінок.

# РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛІВ ТА ЙОГО МІСЦЕ У ФІНАНСОВОМУ ЗАБЕЗПЕЧЕННІ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

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

Сьогодні ні в кого не викликає сумніву та обставина, що сучасна економіка має яскраво виражений тренд до широкого використання інформаційно-комунікаційних технологій та впровадження інноваційних розробок на рівні усіх фінансово-господарських процесів. Інформаційно-інноваційна модель розвитку економіки передбачає впровадження інновацій не лише у виробничі процеси на підприємствах, а й у схеми фінансового забезпечення підприємств та процеси прийняття фінансових рішень. З огляду на появу новітніх методів та технологій оцінювання ризиків, залучення капіталу, раціоналізації інвестицій, оновлення потребує теоретико-методологічне забезпечення функціонування ринку капіталів та розуміння його ролі у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств.

З метою з'ясування місця ринку капіталів у корпоративних фінансах та визначення його ролі у фінансуванні підприємств перш за все необхідно розтлумачити дефініцію «ринок капіталів» та розмежувати її від дефініції «фінансовий ринок». Так, С. Юрій та В. Стоян фінансовий ринок визначають як сукупність економічних відносин, пов'язаних із розподілом фінансових ресурсів, купівлею-продажем тимчасово вільних грошових коштів і цінних паперів [272, с. 363-371]. За твердженням Л. Алексеєнко, фінансовий ринок – це місце, на якому здійснюється перерозподіл фінансових ресурсів, включаючи ринок грошей та ринок капіталів [5]. 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 твердження є дещо некоректним. Як справедливо наголошують Н. Гавкалова та О. Шутєєва ринок цінних паперів є неоднорідним і включає в себе ринок акцій та облігацій, ринок векселів, ринок грошових цінних паперів. Відтак, можна виокремити 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 [42]. Так, М. 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) [100]. У цьому трактуванні йдеться про розмежування кредитного ринку та ринку цінних паперів.

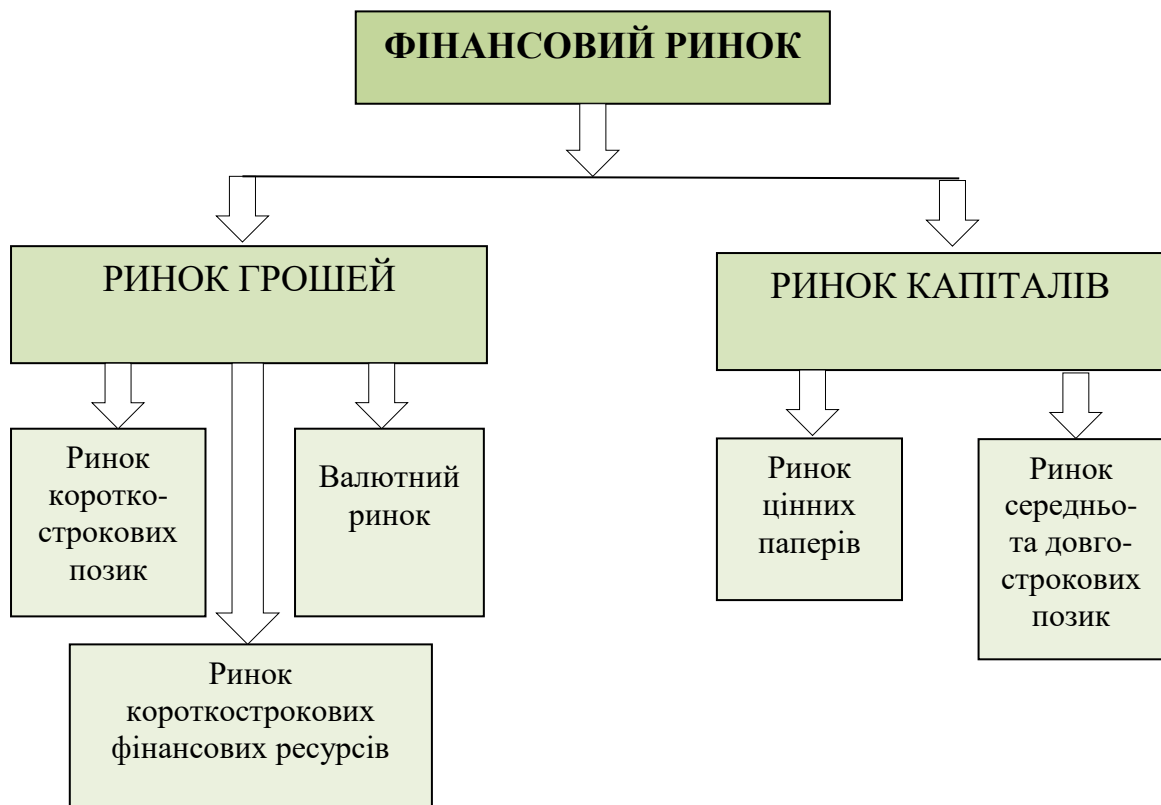
Ми підтримуємо тезу Н. Гавкалової про те, що у тій частині, в якій ринок цінних паперів ґрунтується на грошах як на капіталі, він є фондовим ринком і в цій якості є складовою частиною фінансового ринку [42, с. 8-11]. Таким чином, не увесь ринок цінних паперів можна віднести до фондового ринку, відповідно – і до ринку капіталів. На думку Дж. Ван Хорна та Дж. Ваховича, на ринку капіталу проводяться операції з довгостроковими (з погашенням більше одного року) цінними паперами: облігаціями та акціями [56]. У цьому контексті В. 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 [129]. Л. Алексеєнко у монографії «Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку» звертає увагу на те, що ринок

капіталів є частиною фінансового ринку, де формується попит і пропозиція на грошовий капітал [5].

Окремі науковці, зокрема Г. Миськів та С. Арутюнян, до сегменту ринку капіталів відносять також кредитний ринок та ринок середньострокового капіталу. При цьому наголошується, що кредитний ринок є цілісним і єдиним явищем, у якому функціонують ринок грошей та ринок капіталів як структурні одиниці. Ринок грошей є місцем укладання короткострокових кредитних угод, а ринок капіталів – довгострокових [12; 119; 120]. На наш погляд, уже у цьому визначенні закладена суперечність: з одного боку вказується, що кредитний ринок є «цілісним і єдиним явищем», а з іншого – цей ринок частково належить до ринку грошей, а частково – до ринку капіталів. З огляду на вищевикладені думки, виникає логічне запитання, чи належить до ринку капіталів кредитний ринок, який має справу з довгостроковими та короткостроковими позиками банку. Часто, структуруючи фінансовий ринок за ознакою тривалості надання коштів, виокремлюють ринок капіталу та грошовий ринок, що забезпечує короткострокове фінансування. За цим підходом ринок середньострокових та довгострокових позик належить до ринку капіталів.

Для розуміння економічної природи ринку капіталів та з'ясування його місця у структурі фінансового ринку наведемо типову сегментацію фінансового ринку за критерієм строковості, яку можна зустріти у численних літературних джерелах, що наведена на рис. 1.1.

Основний критичний момент наведено на схемі підходу до структуризації фінансового ринку, який, на наше переконання, полягає у віднесенні до ринку капіталів частини кредитного ринку (середньострокові та довгострокові позики). Вважаємо, що така інтерпретація складових ринку капіталів суперечить його природі та є недоцільною, оскільки 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.



**Рис 1.1. Структура фінансового ринку за критерієм тривалості вкладення кошів**

*Джерело:* складено автором на основі теоретичних підходів [30; 129; 258].

Як доводить О. Сьомченко, 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 [258 с. 160–165]. Загалом, підтримуючи викладену версію структуризації фінансового ринку, все ж вважаємо, що замість сегменту фондового ринку доцільно виокремити сегмент ринку капіталів.

Відповідно до Закону України від 23.02.2006 р. № 3480–IV «Про цінні папери та фондовий ринок» фондовим ринком (ринком цінних паперів) вважається сукупність учасників фондового ринку і правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів та похідних (деривативів). За цим підходом ринок цінних паперів прирівнюється до фондового ринку. Логіці цього визначення відповідає дефініція цінних паперів, під якими розуміються

документи установлені форми, що посвідчують грошові або інші майнові права та визначають взаємовідносини емітента цінного папера і особи, що має права на нього, та передбачають виконання зобов'язань за цінними паперами, а також можливість передачі прав на (та за) цінними паперами іншим особам [163]. На наш погляд, не увесь ринок цінних паперів варто відносити до фондового ринку, а фондовий ринок недоцільно ототожнювати з ринком капіталів, як це зазвичай має місце на пострадянських теренах. Вважаємо, що поняття фондовий ринок (англ. *stock market*; нім. *aktienmarkt*) у його класичному розумінні охоплює лише частину ринку цінних паперів та ринку капіталів, а саме – ринок акцій.

У проекті нового Закону України «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 [161]. Такий підхід до трактування ринку капіталів містить ряд недоліків. По-перше, з огляду на вищенаведену аргументацію, ринок капіталів недоцільно прирівнювати до фондового ринку. По-друге, спірним є ототожнення ринку капіталів і учасників цього ринку. У науковій літературі наводяться численні визначення терміну «ринок», однак жодне з них не прирівнює ринок до сукупності його учасників. Так, Енциклопедичний словник бізнесмена під редакцією М. Молдованова дає трактування ринку як сукупності соціально-економічних відносин в сфері обміну, завдяки чому здійснюється реалізація товарів і послуг [61]. Відомі американські економісти Р. Брейлі та С. Майєрс роблять висновок, що ринок капіталу – це джерело довгострокового фінансування [35]. Відтак, 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 кредитний ринок є самодостатнім сегментом, який не належить до ринку капіталів. Цієї логіки дотримується цілий ряд вітчизняних та зарубіжних вчених. Зокрема, Л. Алексеєнко звертає увагу на доцільність виокремлення у складі фінансового ринку (залежно від форми обігу грошей) ринку банківських позик і ринку цінних паперів (ринку капіталів) [5; 10]. Класик швейцарської школи корпоративних фінансів Р. Фолкарт доводить, що алокація капіталу для здійснення інвестицій може здійснюватися на основі торгівлі цінними паперами через грошовий ринок та ринок капіталів або ж через кредитний ринок [420]. Думки щодо необхідності розмежування ринку кредитів та ринку цінних паперів дотримуються також І. Школьник, І. Рекуненко, які виокремлюють такі самостійні сегменти фінансового ринку: валютний ринок; ринок кредитів; ринок цінних паперів; ринок фінансових послуг [287, с. 89–92]. До комплексу аргументів на користь чіткого розмежування кредитного ринку та ринку капіталів варто віднести також ту обставину, що за функціонування відповідних ринків відповідають різні регулятори. У першому випадку – це НБУ, а в другому – НКЦПФР.

Очевидно, що фінансовий ринок в цілому координує попит та пропозицію на фінансові ресурси. Різноманітні фінансові інструменти, зокрема боргові та часткові цінні папери, валютні цінності обертаються у відповідних сегментах фінансового ринку. Як підкреслюють С. Юрій та О. Луцишин, кругообіг фінансових ресурсів у розгалуженій системі фінансового ринку здійснюється через канали прямого й непрямого фінансування [292, с. 48–52]. Натомість ринок капіталу передбачає обіг цінних паперів та зорієнтований на забезпечення попиту та пропозиції на довгостроковий капітал. З огляду на вищевикладене, класифікаційні ознаки ринку капіталів, які розкривають його економічну природу, сформулюємо наступним чином:

- забезпечення попиту та пропозиції на довгостроковий капітал;
- використання цінних паперів як інструменту обігу;
- інструментами залучення капіталу є корпоративні права та боргові цінні

папери.

Наведена аргументація щодо економічної сутності ринку капіталів та структуризації фінансового ринку дозволяє побудувати структурно-логічну схему фінансового ринку, як це наведено на рис. 1.2.

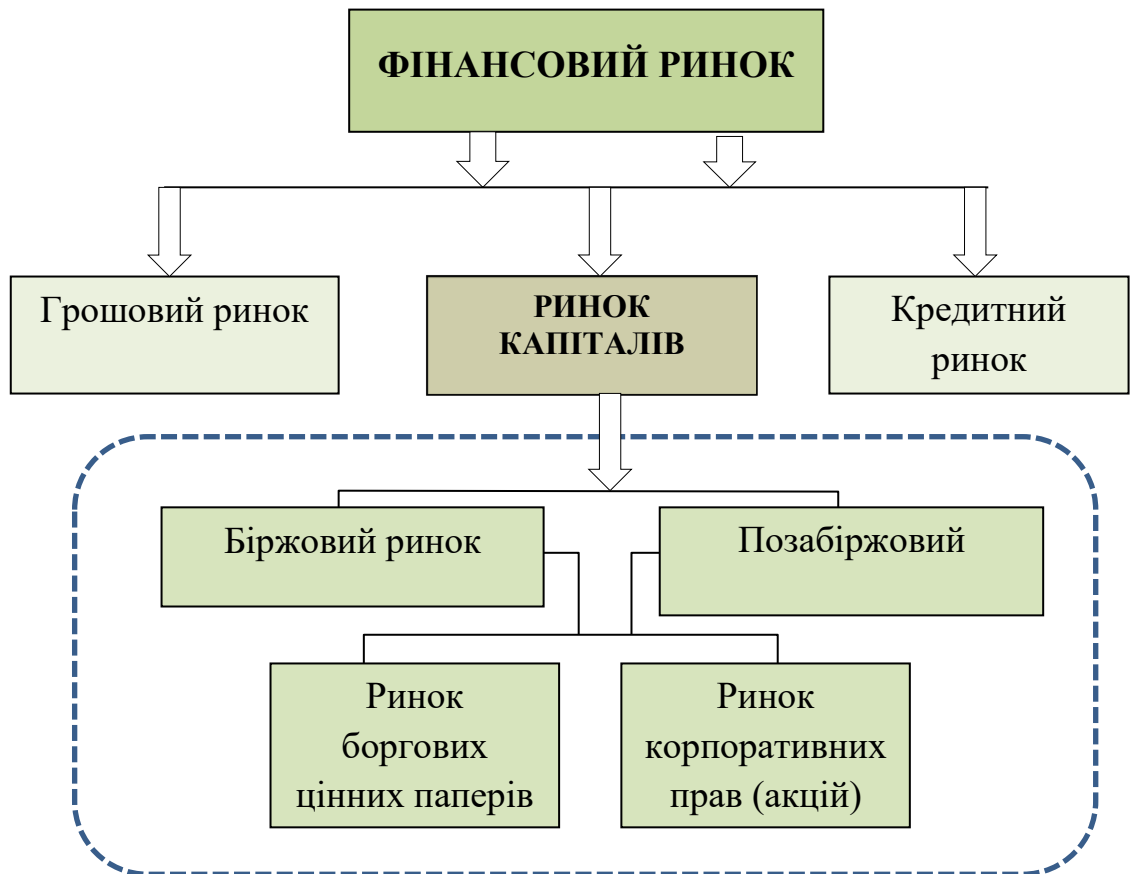


Рис. 1.2. Сегменти фінансового ринку

Джерело: узагальнено та запропоновано автором.

Результати дослідження економічної природи ринку капіталів дозволяють сформулювати наступну його дефініцію: під ринком капіталів треба розуміти складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів (корпоративних прав та боргових цінних паперів). 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. Щоправда, 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 [23].

На розвинених ринках корпоративні підприємства значну частину свого капіталу формують саме на ринку капіталів. Тому 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 відбуваються фрагментарні спроби адаптувати понятійний та функціональний апарат фінансів мікроекономічного рівня та ринку капіталів до міжнародних трендів та вимог нової економіки. Фундаментальним з точки зору обґрунтування сучасних тенденцій, сутності та об'єктів корпоративних фінансів та ринку капіталів є праці В. Зимовця, А. Крисоватого, Н. Рязанової, О. Терещенка, В. Федосова [64; 99; 184; 270]. 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 апріорною. Окрім цього, поза увагою дослідників залишаються питання допоміжних функцій корпоративних фінансів та ринку капіталів, необхідність яких випливає із невиконання останнім критеріїв ефективності.

З'ясування теоретико-методологічних засад ринку капіталів та його ролі у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств буде неповним без розкриття сутності та функцій категорії «корпоративні фінанси». Дискусію щодо сутності корпоративних фінансів доцільно розпочати з типового визначення фінансів підприємств. Для свого часу наведене визначення досить повно характеризує сутність фінансів підприємств як економічної категорії.

Але, 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, застосовуються 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 нього 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 [47]. Втрачають значення грошові фонди підприємств, які у суб'єктів господарювання на сьогодні не формуються взагалі.

З розвитком новітніх критеріїв оцінювання результативності діяльності переоцінюється також роль доходів підприємств та значення їх розподілу. На фінансово-інвестиційну діяльність підприємств все більший вплив здійснюють інститути та інструменти ринку капіталів. Окрім цього, сутність суб'єктно-об'єктних відносин на рівні корпоративних підприємств неможливо з'ясувати без поділу прав власності на володіння, користування й розпорядження капіталом. Як справедливо наголошує С. Юрій, важливо розрізнити функціональні особливості власника, що виступає у вигляді: власника-власника, власника-користувача, власника-розпорядника, особливо в тих випадках, коли ці елементи відносин власності представлені різними фундаторами [290, с. 3–6].

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 Бабіченко В., корпоратизація економічних відносин привела до формування на сучасному етапі особливої, корпоративної економіки, що

обумовило необхідність переорієнтації вітчизняної фінансової науки на вивчення та дослідження саме корпоративних фінансів, а не фінансів підприємств [14, с. 43–46]. Водночас різні автори вкладають у поняття «корпоративні фінанси» різний зміст. Досить часто під згаданою дефініцією розуміють фінанси крупних транснаціональних корпорацій (вузьке розуміння) [20]. В інших джерелах зустрічаємо трактування корпоративних фінансів у широкому розумінні як фінансів усіх підприємств, що належать до реального сектору економіки. Відповідно до визначення І. 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 вузькому 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) [40, с. 189]. На наш погляд, зазначене визначення містить у собі стандартний набір думок вітчизняних науковців щодо сутності фінансів мікроекономічного рівня і повністю характеризує економічну природу відповідної категорії.

Широким трактуванням корпоративних фінансів оперують також Н. Рязанова та В. Федосов, які, окрім іншого, вказують, що корпорація створюється з метою ринкового виробництва товарів та послуг для принесення фінансової чи іншої вигоди власнику, має можливість обмінюватися правами власності з іншими інституційними одиницями [270, с. 39]. У контексті корпоративних фінансів В. Зимовець та О. Терещенко обґрунтовують необхідність використовувати термін «корпоративне підприємство», а не «корпорація», оскільки останній більше стосується характеристики об'єднання підприємств [64, с. 78–82]. Подібна логіка прослідковується також у дослідженнях І. Зятковського, який вказує, що такого роду об'єднання підприємств функціонують на холдингових принципах управління і за сутнісними ознаками відмінні від організаційних форм (корпорацій),

передбачених нормами доктрини торгового права, що застосовують у розвинутих країнах. Згадані об'єднання є групою самостійних суб'єктів господарювання, що проводять спільну діяльність на засадах консолідації активів для досягнення загальної мети [67]. Відтак, об'єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів має бути фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств, що належать як до реального, так і до фінансового сектору економіки [64, с. 82–83]. Предметом корпоративних фінансів є широкий спектр фінансових відносин, що виникають на рівні корпоративних підприємств. Йдеться про специфічні відносини, що мають місце у процесі формування капіталу, його використання 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. Наголошується, зокрема, що однією з визначальних ознак корпорації є використання акцій як інструменту залучення капіталу для функціонування компанії [44, с. 54–57]. Вважаємо, що такий підхід є дещо поверхневим, оскільки враховує обмежене коло характеристик корпоративної форми організації бізнесу. У цьому контексті слушною є теза Д. Плетнева, 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 корпорації – це окремий випадок більш загальної, єдиної моделі організації суб'єктів в економіці [138, с. 47–49]. Відтак, ставити знак рівності між корпораціями та крупними акціонерними товариства є недоречно. Заслуговує на увагу визначення поняття «корпорація», обґрунтоване у дослідженні В. 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. Корпоративні права дають право власникам на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства [189]. Отже, термін «корпоративні фінанси» не варто 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 [14, с. 43–46].

Відтак, корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини на рівні корпоративних підприємств (корпорацій), до яких, окрім акціонерних товариств, належать й інші «капітальні товариства», зокрема товариства з обмеженою відповідальністю, командитні товариства та ряд інших форм. На думку 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)*») [387, 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 [47].

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, 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 й 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».

Серед праць, присвячених фінансам мікроекономічного рівня та ринку капіталів, варто виокремити дослідження одного з фундаторів наукової школи фінансів України – професора В. Суторміної. 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 [257, с. 12–26].

Згідно з дослідженнями А. Крисоватого, В. Федосова, Н. 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 [99; 183; 270]. Вони є теоретичною абстракцією, що лише узагальнено відображає характерні риси фінансових відносин, які формують сферу їх функціонування. Вважаємо, що наведене



авторитетними науковцями обґрунтування корпоративних фінансів як економічної категорії є об'єктивним, вичерпним і не підлягає сумніву.

Таблиця 1.1

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

<b>Характеристики</b>	<b>Корпоративні фінанси</b>	<b>Ринок капіталів</b>
<b>Визначення</b>	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 довгостроковим капіталом
<b>Суспільне призначення</b>	Задоволення інтересів шехолдерів та стейкхолдерів через зростання вартості капіталу корпоративних підприємств	Узгодження попиту та пропозиції на довгостроковий капітал
<b>Функції</b>	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
<b>Учасники фінансових відносин</b>	Шехолдери та широка група стейкхолдерів	Емітенти, інвестори, фінансові посередники, представники інфраструктури ринку, регулятивні та контролюючі органи

*Джерело:* узагальнено та запропоновано автором.

На погляд В. Зимовця та 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 [64]. Узагальнюючи наведені думки, вважаємо, що корпоративні фінанси як економічна категорія характеризують фінансові відносини з точки зору формування та використання капіталу корпоративних підприємств.

Як справедливо наголошують Н. Рязанова та В. Федосов, саме термін «капітал», а не «фінансові ресурси», найбільш точно передає сутність того, що відбувається у процесі фінансових відносин корпорацій з іншими економічними агентами [270, с. 45]. Інституційною площадкою, на якій формуються фінансові відносини між корпоративними підприємствами та їх шехолдерами та стейкхолдерами, є ринок капіталів, на якому узгоджується попит на капітал та його пропозиція. В контексті тлумачень С. Савлука, капітал розглядається як один із трьох основних чинників виробництва, формується у самій економічній системі, що дає можливість підпорядкувати його розвиток динаміці попиту підприємств. Це робить його найбільш активним та продуктивним чинником виробництва [186]. Відтак, від ефективності функціонування ринку капіталів як платформи для залучення капіталу безпосередньо залежить економічне зростання як окремих корпоративних підприємств, так і економіки в цілому.

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. Таким чином, 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 [23, с. 427].

Як переконливо доводять В. Федосов та Н. Рязанова, атрибутом корпоративних фінансів є капітал, що 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 [270, с. 45–46]. Концентрація різних типів грошових відносин корпоративних підприємств з метою формування та використання капіталу здійснюється на організованому чи неорганізованому ринку капіталів, який, власне і призначений для координації попиту та пропозиції на середньо- та довгостроковий капітал.

Ефективність функціонування корпоративних фінансів та ринку капіталів визначається якістю виконання ними своїх функцій. Систематизуючи результати численних наукових досліджень, В. Зимовець та О. Терещенко виокремлюють традиційні та новітні функції корпоративних фінансів. До традиційних належать 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 [64, с. 80–81]. Вважаємо, що зазначений перелік функцій глибоко 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 урахуванням власного бачення сутності корпоративних фінансів, їх функції сформулюємо наступним чином:

– 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;

– 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 локального ринку капіталів, від рівня його капіталізації, ліквідності, здатності збалансовувати потоки капіталів та встановлювати об'єктивні ціни на ресурси;

– вартісноформуюча функція – репрезентує націленість фінансового менеджменту корпоративних підприємств на максимізацію вартості активів, відповідно, капіталу. Відтак, створює умови для можливого руху мінової вартості капіталу та її зростання. Обґрунтовуючи вартісноформуючу функцію корпоративних фінансів, Н. Рязанова та В. Федосов зазначають, що у процесі реалізації фінансових відносин відбувається рух мінової вартості капіталу, і саме під час такого руху формуються умови зростання мінової вартості капіталу [270, с. 47]. Забезпечення генерування доданої вартості здійснюється через реалізацію всіх інших функцій корпоративних фінансів;

– інформаційно-комунікаційна функція – є відповіддю на поступ інформаційно-інноваційної економіки. Вона реалізує об'єктивну потребу в якісному інформаційному забезпеченні процесів формування, використання та приросту капіталу корпоративних підприємств. На наш погляд, у сучасних умовах розвитку економічних відносин без ефективною інформаційно-комунікаційної політики фінансовий менеджмент підприємств не в змозі виконати ті завдання, що ставляться перед ним. У наукових джерелах виокремлюють інформаційну функцію корпоративних фінансів. Соціально-економічне призначення цієї функції полягає у зменшенні або ж повному усуненні невизначеності [270, с. 50].

Слушною у цьому контексті є теза Б. Стеценка, що виокремлення на теоретичному рівні інформаційної функції як певної абстракції дає можливість у прагматичній площині виокремити конкурентну інформаційну стратегію, як окрему функціональну підстратегію [194, с. 163–167]. З огляду на стрімкий розвиток інформаційних технологій та каналів передачі інформації, соціальних мереж тощо, на передній план виступає не лише інформаційне забезпечення однієї зі сторін фінансових відносин, а взаємний обмін інформацією, тобто комунікація між сторонами, що генерують рішення щодо фінансового забезпечення. Йдеться не лише про інформаційне забезпечення фінансових рішень, а й про комунікацію з широким колом учасників фінансових відносин.

Саме тому інформаційну функцію є сенс трансформувати в інформаційно-комунікаційну, яка є продуктом еволюційного розвитку інформаційної функції. Вона 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 разі потенційні інвестори та кредитори мають отримувати не лише сиру інформацію, а й фінансову аналітику щодо підприємства. 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 рілейшнз» (*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 дохідність інвестицій;

– 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 впливає із нерівномірного розподілу інформації та об'єктивного 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. На думку В. Меклінга та М. Дженсена, із функцією інформаційного забезпечення тісно пов'язана функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин [357, с. 305-360]. 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, варто обирати форми фінансування, які орієнтують менеджмент на максимізацію доданої вартості.

Враховуючи обмеженість ресурсу «капітал», для корпоративних фінансів пріоритетною є функція формування капіталу, яка у прикладному плані реалізується шляхом використання інструментів, методів та технологій фінансування корпоративних підприємств. Якісне фінансове забезпечення підприємств, його інвестиційні можливості значною мірою обмежуються

дефіцитами в інформаційному забезпеченні, нераціональними фінансовими рішеннями та недостатнім рівнем розвитку локального ринку капіталів. Щоправда, за відсутності надійно функціонуючого локального ринку крупні підприємства мають змогу вийти на глобальні ринки. З іншого боку, за недостатньої потужності локальних корпоративних фінансів сформувати ліквідний та капіталомісткий локальний ринок капіталів неможливо.

При детальному розгляді, окремі із наведених вище функцій корпоративних фінансів є неоднозначними. Зокрема, у контексті висновків М. Міллера та Ф. 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 відповідного 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 дійсні на практиці [372].

Реалізація зазначених вище функцій корпоративних фінансів значною мірою здійснюється шляхом виходу підприємств на ринок капіталу. Останній, у свою чергу, 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 та відповідні фінансові інструменти);
- алокації (спрямування капіталів за найбільш раціональними з точки зору «ризик-дохідність» напрямками);
- інформаційну (забезпечення інвесторів максимально повною інформацією щодо об'єктів вкладень).

На наш погляд, визначальною є функція алокації капіталу. Для ефективного забезпечення цієї функції необхідною є трансформація 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.

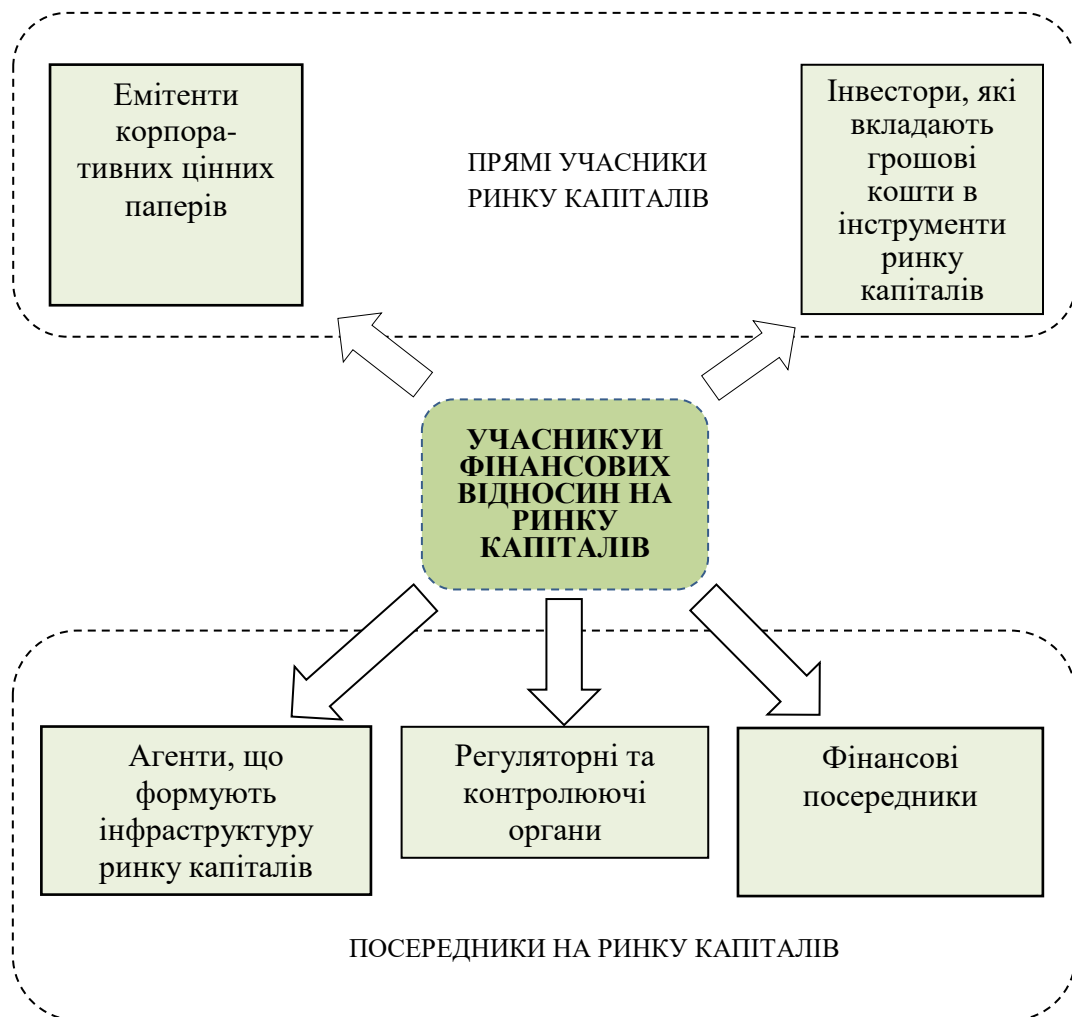
Ступінь необхідності інших функцій, які умовно можна назвати допоміжними залежить від рівня досконалості (ефективності) ринку капіталів. Відповідно до неокласичних постулатів, ринок капіталів є ефективним (досконалим), якщо:

- є 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 змісту, з'ясуємо, чи виконуються критерії досконалості ринку капіталів на практиці. З цією метою визначимо коло учасників фінансових відносин, які пересікаються на відповідному ринку, та їх мотивації. У процесі реалізації функцій ринку капіталів виникає комплекс фінансово-економічних відносин, учасниками яких є корпоративні підприємства, банки, інституційні інвестори, держава.

Наведена аргументація щодо визначення кола учасників ринку капіталів та його структуризація дозволяє побудувати структурно-логічну схему їх взаємодії, як це наведено на рис. 1.3.





**Рис. 1.3. Учасники ринку капіталів та їх структуризація**

*Джерело:* узагальнено та запропоновано автором.

Залежно від ролі та цілей участі у процесі кругообігу капіталу учасників фінансових відносин можна класифікувати наступним чином:

- емітенти корпоративних цінних паперів (часткових та боргових);
- інвестори, котрі мають вільні грошові кошти та вкладають їх в інструменти ринку капіталів;
- фінансові посередники;
- агенти, що формують інфраструктуру 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 не завжди є раціональною (щонайменше щодо 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 нерациональної поведінки. Таким чином, аналогічно до корпоративних фінансів, окрім загальноприйнятних функцій, ринок капіталів має виконувати як інформаційно-комунікаційну функцію, так і функцію управління поведінкою. При цьому 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 значною мірою 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 ринко-орієнтованого фінансового менеджменту на рівні корпоративних підприємств. Важливу роль в обґрунтуванні ефективних фінансових рішень відіграють тлумачення теоретичних концепцій у сфері корпоративних фінансів, які розглядатимуться далі.

## **1.2. Еволюція концептуальних засад фінансового забезпечення підприємств**

Загострення конкуренції, тиск 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 [263, 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 [64, 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 оцінюванню. 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-дохідність». Таким чином, продукти наукової думки впливають на змінні функції максимізації вартості та сприяють генеруванню доданої вартості.

Специфічне суспільне призначення корпоративних фінансів полягає у тому, що в процесі фінансових відносин створюються умови для руху капіталу й тим самим уможлиблюється зростання вартості активів корпорації [99, с. 13]. Відтак, корпоративні фінанси сприяють задоволенню фінансово-економічних інтересів стейкхолдерів та шехолдерів окремих компаній. Щодо змісту поняття «фінансове забезпечення підприємств» у науково-практичних джерелах можна знайти дві точки зору. Відповідно до першої (С. Юрій, В. Федосов) – фінансове забезпечення характеризує процес формування цільових грошових фондів суб'єктів господарювання у достатньому розмірі [272].

Головна мета фінансового забезпечення підприємства, згідно визначення Н. Давиденко, – визначення і забезпечення необхідного обсягу фінансових ресурсів задля задоволення потреб, які пов'язані з операційною та інвестиційною діяльністю, що в свою чергу буде сприяти економічному розвитку суб'єкта господарювання [51 с. 68].

Водночас процес фінансування полягає у залученні капіталу у достатньому розмірі для забезпечення виконання поставлених перед підприємством завдань. Не викликає сумніву та обставина, що залучення капіталу підприємства здійснюється лише за наявності ефективних проектів щодо його використання. Відтак, рішення про фінансування приймаються з урахуванням інформації щодо можливих ефективних сфер використання ресурсів. Оскільки формування грошових фондів здійснюється у процесі

фінансування підприємств, можна стверджувати, що фінансове забезпечення, по суті, полягає у фінансуванні підприємств. Подібний висновок прослідковується також у працях В. Зимовця, І. Зятковського, О. Терещенка. Інший підхід базується скоріше на макроекономічному розумінні фінансового забезпечення, обґрунтованому В. Опаріним, відповідно до якого фінансове забезпечення трактується як підсистема фінансового механізму, що характеризує зміст впливу фінансів на різні аспекти розвитку суспільства [130]. Зазначений підхід превалює у наукових працях авторів, які походять переважно з країн СНД. Він практично нівелює зміст понять цілого ряду абстракцій, які не дають можливості зрозуміти, у чому ж власне зміст фінансового забезпечення. Недивно, що окремі автори, дотримуючись канонів фінансового механізму, вважають, що фінансове забезпечення передбачає незалежність підприємств від зовнішніх джерел фінансування [115].

У західній системі координат корпоративних фінансів термін «фінансовий механізм» відсутній як такий. Це підтверджує аналіз праць провідних вчених у відповідній царині (Р. Брейлі, С. Майерс, Р. Фолкарт, С. Росс). Відповідно до англосаксонської теорії та практики корпоративних підприємств, фінансове забезпечення прирівнюється до фінансування і означає комплекс дій та заходів, спрямованих на мобілізацію капіталу [35; 370; 420].

Подібна логіка прослідковується у трактуванні поняття «фінансове забезпечення», яке наводиться у праці С. Юрія та В. Федосова [270; 272; 291]. Саме цим підходом, відповідно до якого роль ринку капіталів у фінансовому забезпеченні підприємств полягає у забезпеченні емітентів корпоративних прав та боргових цінних паперів довгостроковим капіталом ми будемо керуватися у процесі подальшого дисертаційного дослідження. Діяльність із фінансового забезпечення включає в себе вибір джерел фінансування, інструментів залучення коштів з урахуванням критерію максимізації вартості підприємства як необхідної умови. Це у свою чергу передбачає урахування критерію витрат на капітал.

З метою формування методологічних передумов посилення вагомості ринку капіталів у фінансуванні операційної та інвестиційної діяльності корпоративних підприємств, дослідимо ключові теоретичні концепції у сфері корпоративних фінансів і ринку капіталів та еволюцію їх розвитку. При цьому скористаємося визначенням концептуалізаційного підходу до дослідження явищ і процесів, сформованим А. Крисоватим та О. Сидорович. Підхід передбачає поділ процесу пізнання на два рівні: побудову первинного концептуального пояснення, що впроваджує в понятійний простір інтерпретаційний чинник, закріплений у спеціальній одиниці дослідження – концепті; вироблення концептуальної схеми (моделі, системи) досліджуваної галузі, що відображає найсуттєвіші її боки [97].

Як уже зазначалося, сучасна теорія корпоративних фінансів виокремлює ряд їх основних функцій. При цьому обґрунтовуються функції корпоративних фінансів як субкатегорії фінансів, так і окремо функції 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) Визначення інвестиції яку має здійснити фірма. 2) Спосіб оплати цих інвестицій. Перше питання передбачає ухвалення правильних інвестиційних рішень, друге – прийняття рішень щодо вибору джерел їх фінансування [384]. Отже, фінансування та інвестування можна розглядати з двох боків: 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.

З'ясуємо, яким чином та чи інша теоретична концепція сприяє виконанню

окремих функції корпоративних фінансів, забезпечуючи 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 атрибут 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 [99, с. 17]. Принципове питання, яке необхідно 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-дохідність». Треба прийняти рішення 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. Саме тому дослідження еволюції концептуальних засад фінансового забезпечення підприємств варто розпочати із вивчення категорії «капітал», яка є досить неоднозначною. Це пов'язано з тим, що капітал загалом і капітал підприємств має різні форми прояву. Згідно з теоретичними тлумаченнями 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 [111, 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, альтернативної дохідності та трудових зусиль капіталодавців. Значну частину доходів капіталодавця становить саме премія за ризик вкладення капіталу. Ряд авторів наголошують, що у процесі виробництва вартість створюється не лише працею найманих працівників, а й працею власників капіталу, спрямованою на оцінку ризиків, розробку стратегії, удосконалення менеджменту тощо [186].

З науково-практичної точки зору потрібно розмежовувати капітал у макроекономічному розумінні (економіка всіх галузей) та капітал на мікрорівні (економіка підприємств). У першому випадку до капіталу належать 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 (*human capital*). Водночас, для формування якісного персоналу, необхідно здійснювати грошові вкладення, зокрема на навчання, підвищення кваліфікації та виплата зарплати відповідно до рівня кваліфікації.



У наукових джерелах переважає класичне трактування капіталу підприємств, однак достатньо поширеною є також «монетарна» інтерпретація капіталу. Так, засновник німецької школи економіки підприємств О. Шмаленбах під капіталом підприємства розуміє абстрактну суму вартості балансу [392, с. 37]. У цьому полягає класична інтерпретація капіталу у широкому розумінні. Активна сторона балансу показує напрямки використання залученого капіталу, а пасивна – джерела його мобілізації. Цей підхід до трактування капіталу прослідковується також і в працях Й. Шумпетера, який зазначав, що капітал підприємства – це не сукупність благ, що цілеспрямовано використовуються. Капітал протистоїть благам, за рахунок капіталу купуються блага, тобто він вкладається у блага [288].

У більш вузькій інтерпретації класичного підходу під капіталом розуміється сума пасивів, тобто зобов'язання підприємства перед власниками та кредиторами класифікується, відповідно, 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) повніше характеризує поняття «капітал підприємства». У подальшому викладенні буде використовуватися саме класичне 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 фінансування як трансформація [352]. 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

урахування 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 характеризуються різним рівнем ризику, дохідності, відповідальності тощо.

Метою використання альтернативних інструментів фінансування (емісія корпоративних прав, боргових та гібридних інструментів) є максимально повне урахування преференцій різних груп капіталодавців та створення умов для їх готовності вкладати кошти у підприємство. Для оцінки внеску теоретичних концепцій у забезпечення функції трансформації необхідно враховувати висновки Й. Стігліца, С. Гросмана та В. Бройєра, що максимізація обсягів залученого капіталу у цьому випадку відповідатиме максимізації вартості компанії [314; 348]. 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 К. Ерроу та Д. 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, котрі виражені лінійною чи експоненціальною функцією не залежать від зміни рівня добробуту індивіда [380]. Висновки К. Ерроу та Д. Пратта необхідно 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 фінансового забезпечення підприємств. Йдеться про вирішення ключової дилеми фінансового менеджменту: внутрішні джерела фінансування, залучення боргового капіталу чи збільшення власного капіталу. Окреслена проблема тісно пов'язана з питанням оптимізації структури капіталу підприємств, тобто структурою джерел фінансування.

Різні наукові школи та напрямки висувають свої рецепти вирішення проблематики оптимізації джерел фінансування. Таблиця 1.2 дає уявлення про еволюцію концептуальних засад фінансового забезпечення підприємств: від традиційних постулатів до біхевіористичної концепції.

Традиційний підхід постулює залежність відсоткових ставок, за якими залучаються кошти від структури капіталу підприємства. Відтак, співвідношення джерел фінансування є фактором впливу на вартість компанії.

*Таблиця 1.2*

### **Еволюція теоретичних підходів до фінансового забезпечення підприємств**

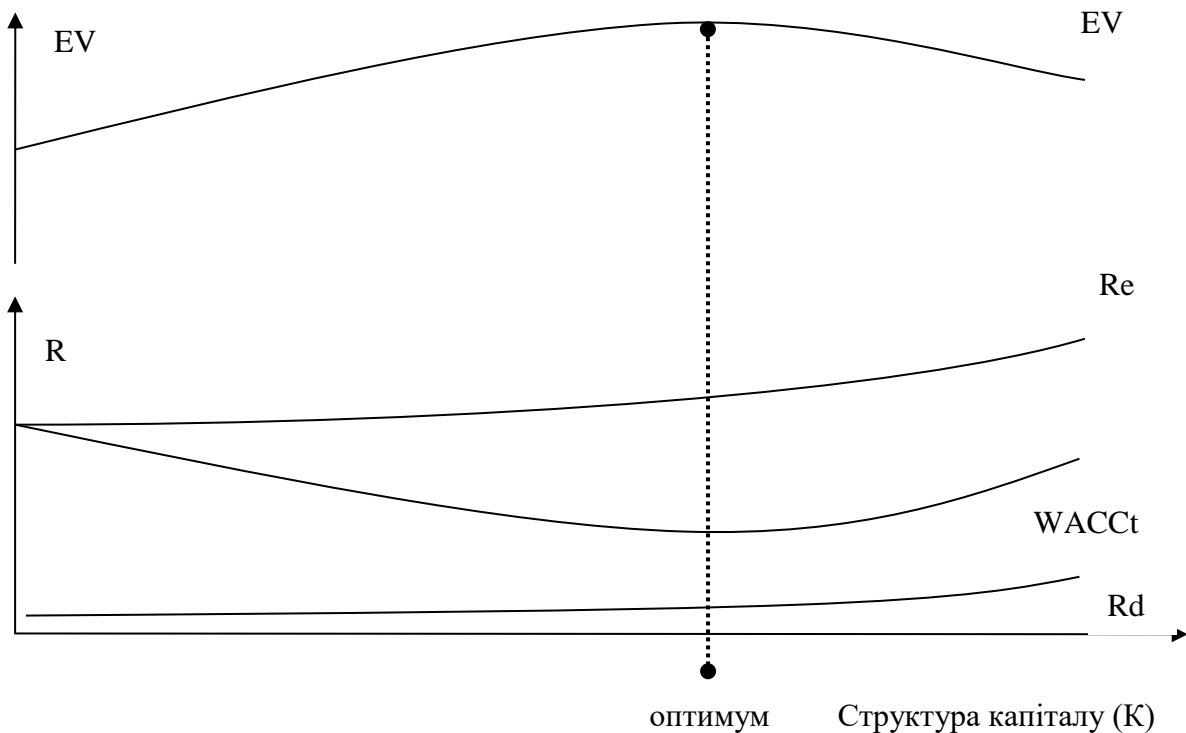
<b>Теоретична концепція</b>	<b>Представники</b>	<b>Основні тези</b>
Традиційний підхід	Р. Фолкарт [420], О. Шмалебах [392]	Відсоткові ставки залежать від структури капіталу. Критерієм оптимальності структури капіталу є величина рентабельності власного капіталу. Структура капіталу впливає на вартість підприємства
Неокласична концепція «іррелевантності фінансування»	Ф. Модільяні, М. Міллер [372]	Наявність досконалого ринку капіталу та раціональна поведінка економічних агентів. Ціна акцій, відповідно вартість підприємства визначаються лише результатами операційної діяльності і не залежать від структури джерел фінансування. Ставка витрат на капітал підприємства не залежить від структури джерел його фінансування; оптимальної структури капіталу не існує

## Продовження табл. 1.2

Компромісна теорія (trade-off)	Дж. Грехем, С. Харвей [346]	Структура капіталу є релевантною щодо середньозваженої ставки витрат на капітал та вартості підприємства в цілому. Оптимум характеризує точку компромісу, за якої забезпечується мінімізація середньозваженої ставки витрат на капітал
Теорія ієрархії джерел фінансування	Г. Доналдсон[327]; С. Майерс, Н. Майлуф [370]	Підприємства обирають джерела фінансування відповідно до принципу мінімізації накладних витрат. Прямі витрати – трансакційні та податкові, а непрямі – зумовлені проблематикою принципал-агент та інформаційною асиметрією. Оптимум – точка мінімальних накладних витрат
Концепція агентських витрат	К. Ейзенхард [328]; М. Дженсен, У. Меклінг [357], Р. Коуз [318]	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. Оптимум – структура капіталу, за якої урівноважуються агентські витрати, пов'язані із залученням боргового та власного капіталу
Біхевіористична концепція	Ю. Фама [333], Д. Канеман [359], В. Сміт [399]	Ціни на активи неможливо спрогнозувати у короткостроковому періоді через наявність ринкових аномалій. Ринкові аномалії та інші поведінкові ефекти є додатковим чинником, що впливає на структуру джерел фінансування підприємств. Структура капіталу підприємства є функцією від рівня оптимізму менеджменту (чим вищим є рівень самовпевненості та оптимізму менеджменту, тим вищою є частка короткострокового боргового капіталу). Оптимум – ціна активу

*Джерело:* узагальнено і представлено автором.

Оптимальне значення структури капіталу знаходиться у точці, в якій максимізується рентабельність власного капіталу. У цій же точці забезпечується максимізація вартості компанії [384]. На рисунку 1.4 показана залежність середньозваженої ціни залучення підприємством капіталу та вартості підприємства (EV) від структури джерел фінансування. Як бачимо, зі зростанням частки позик у структурі капіталу до певного рівня падають витрати на капітал та зростає вартість підприємства.



**Рис. 1.4. Залежність вартості підприємства та ставки витрат на капітал від його структури відповідно до традиційної концепції**

*Джерело:* розроблено автором на основі теоретичних міркувань Р. Брейли та С. Мейерса [384].

Однак після досягнення точки оптимуму зростає як ставка витрат на власний капітал ( $R_e$ ), так і процентна ставка за позиками ( $R_d$ ). Отже, 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 ( $WACC_t$ ) 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 преференцій капіталодавців, які багато у чому визначаються ситуацією на ринку капіталів. Таким чином, оптимальну структуру капіталу можна розрахувати лише для конкретного підприємства з урахуванням його величини, виду діяльності, місця розташування та комплексу каузальних зв'язків між прийняттям рішень на рівні підприємств та ринком капіталів.

Визначальне місце у теоретичному забезпеченні прийняття рішень із фінансування підприємств займає неокласична концепція «іррелевантності фінансування», 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 таким чином: «індивіди, приймаючи рішення прагнуть максимізувати власну вигоду; приріст корисності відповідає приросту прибутку на вкладені кошти». Д. Нойман та О. Моргенштерн довели, що принцип максимізації корисності є критерієм раціональності рішень, що приймаються [376]. Зазначена теорія передбачає, що носії рішень мають здійснювати холістичний (цілісний) аналіз наявних проблем. Ще одним постулатом неокласичної концепції є так званий принцип «*homo oeconomicus*», який полягає у припущенні, що індивіди, приймаючи раціональні рішення, спрямовані на максимізацію вигоди, володіють релевантною для прийняття рішень інформацією щодо зовнішніх чинників та дуже швидко реагують на зміни, що впливають на очікувану корисність. Однак, враховуючи ту обставину, що більшість індивідів не є високопрофесійними економістами, на практиці діє так звана обмежена раціональність. Окреслені тези характеризують найсуттєвіші припущення, на яких ґрунтується неокласична теорія.

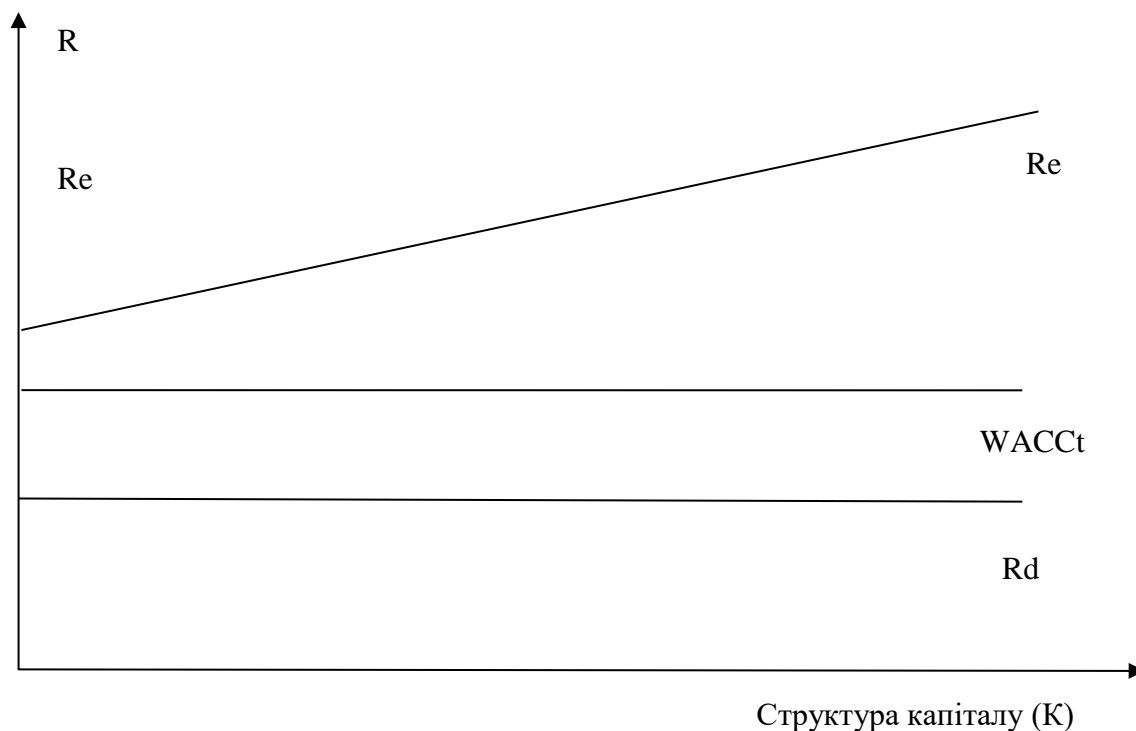
Концепція іррелевантності фінансування характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю акцій підприємства, структурою та ціною залучення капіталу. Ф. Модільяні та М. Міллер довели, що за припущення досконалого ринку капіталів, ціна акцій, відповідно вартість підприємства, визначається 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 [372, с. 261-297].

На рисунку 1.5 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 Ф. Модільяні та М. Міллера (ММ), середньозважена ставка витрат на капітал ( $WACC_t$ ) є іррелевантною до структури капіталу. Однак зазначена теза справджується у разі відсутності ризику банкрутства.

На противагу традиційним постулатам, ММ довели, що оптимальної структури капіталу не існує, або ж будь-яка структура є оптимальною.



**Рис. 1.5. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції ММ**

*Джерело:* Розроблено автором з використанням теоретичних підходів Ф. Модільяні та М. Міллера [372].

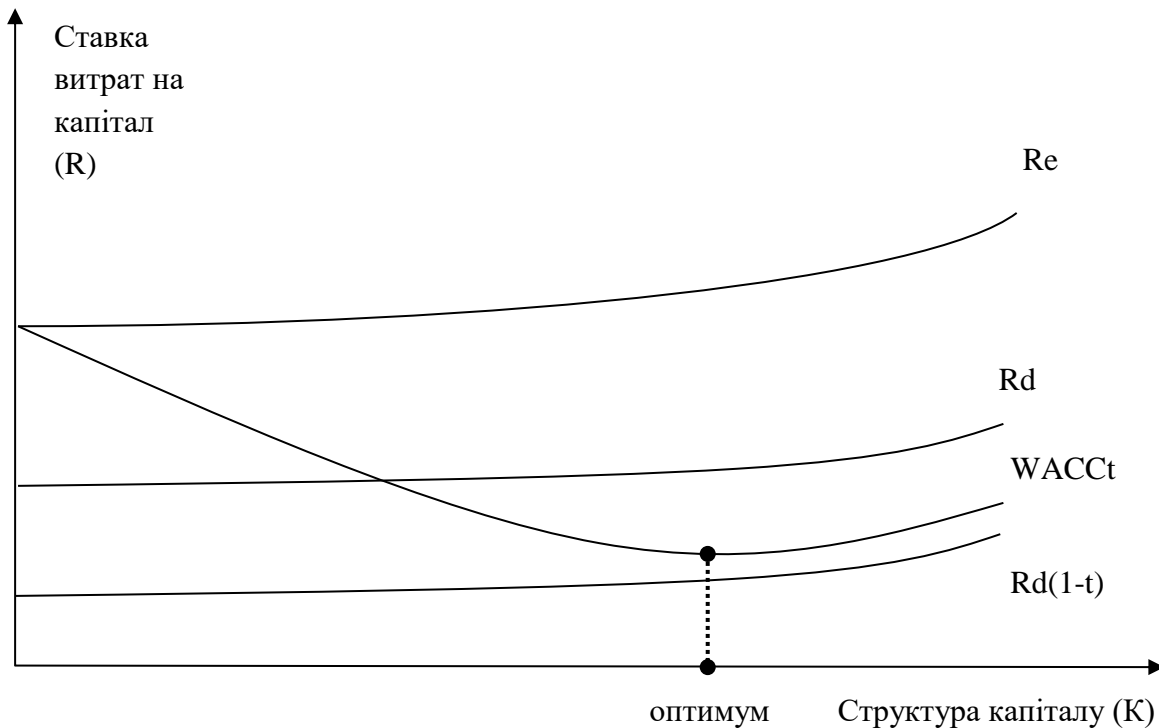
Водночас численні емпіричні дослідження доводять, що в реальності структура капіталу є релевантною як для вартості компанії, так і для ціни капіталу. Не зважаючи на це, теорема ММ є основою для розробки численних практично-орієнтованих методів та моделей оцінювання фінансових ризиків, розрахунку ринкових 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 1.6 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 урахуванням чинника оподаткування прибутку ( $R_d (1 - t)$ ).

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).





**Рис. 1.6. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції trade-off**

*Джерело:* Розроблено автором з використанням теоретичних міркувань Дж. Грехема, С. Харвей [346].

Концептуальною основою розрахунку витрат на капітал підприємств є дослідження У. Шарпа та Г. Міллера, що знайшли своє вираження в моделі оцінки капітальних активів (САРМ). Відповідно до класичного варіанту моделі, очікувана капіталодавцями норма дохідності на вкладений власний капітал залежить від безризикової ставки відсотка ( $r_f$ ), середньої дохідності по ринку ( $R_m$ ) та систематичного ризику вкладень у підприємство ( $\beta$ ):

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 боргового капіталу є виправданим до тих пір, поки оподаткований прибуток не починає знижуватися у результаті збільшення ставки відсотка 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 [346].

$$\text{CAPM (Re)} = r_f + (R_m - r_f) \cdot \beta . \quad (1.1)$$

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

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 належить до числа ключових критеріїв прийняття рішень щодо емісії чи викупу акцій на рівні фінансового менеджменту підприємств [346]. З точки зору капіталодавців, привабливість того чи іншого фінансового інструменту 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 аналіз 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 обраної 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» [386].

Відповідно до концепції «сигналінгу» менеджмент підприємства перебуває у виграші, 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 імовірність банкрутства, відповідно – і ризик отримання збитків менеджментом.

Відтак, у разі емісії боргових зобов'язань, вартість компанії може зростати. Росс дійшов до парадоксального висновку: що меншою є частка боргового капіталу, тим «меншої якості» є об'єкт інвестування. Йдеться про позитивну залежність між вартістю підприємства та коефіцієнтом заборгованості [386]. Такий висновок пояснюється тим, що ринок вище оцінює прогнозні 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) [374]. Хоча концептуальні засади самої теорії були сформовані дещо раніше, у 60-х роках Г. Дональдсоном у праці «*Corporate Debt Capacity*» (Потенціал боргового фінансування) [327]. Ключова теза теорії полягає у тому, що підприємства як джерело фінансування спочатку використовують наявні грошові потоки від операційної діяльності (перш за все нерозподілений прибуток). Прихильником цієї концепції є відомий вітчизняний економіст І. Зятковський. Досліджуючи процеси фінансового забезпечення діяльності промислових підприємств, І. Зятковський стверджує, що власні фінансові ресурси є основою забезпечення відтворювальних процесів. Йдеться про втілення у господарську практику доктрини самофінансування, суть якої – у використанні насамперед власних фінансових ресурсів з метою гарантування фінансової стійкості й незалежності підприємства в умовах мінливої кон'юнктури [66].

Ієрархія способів фінансування будується відповідно до принципу мінімізації накладних витрат. Йдеться як про прямі витрати (транзакційні 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 [370].

Наступними після внутрішніх джерел йдуть форми боргового фінансування (банківські кредити та емісія облігацій). 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 збільшенням статутного капіталу діють мезонінні форми фінансування. Відповідно до висновків С. Майерса, 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 [374].

Теорія ієрархії фінансування дещо суперечить компромісній теорії структури капіталу (*Trade-off-Theory*). Тоді як остання передбачає наявність певної цільової структури капіталу (джерел фінансування), що 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 [415].

У науково-практичних джерелах можна знайти результати численних емпіричних тестів на предмет відповідності до практики різних моделей фінансування. Заслуговують 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 координуються з обома моделями фінансування. Короткострокова варіація доходів та інвестицій при цьому абсорбується борговим капіталом [336].

Більшість емпіричних досліджень віддають усе ж перевагу компромісній теорії (Дж. Грехема та К. Харвей, Г. Тонга та К. Гріна [346; 416]).

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 [267]. Проблема нерівномірного інформаційного забезпечення менеджменту підприємств та капіталодавців загострилася із сімдесятих років минулого сторіччя. Керівництво підприємств, 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. Фама доводить, що на ціну активу впливає не та чи інша подія, що відбувається, а інформація щодо можливості її настання [334]. 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 І. Васильчук у контексті теоретичного забезпечення фінансування корпорацій найбільш значущими є саме теорія трансакційних витрат, теорія інститутів та інституційних змін, теорія прав власності, теорія оптимального контракту, теорія принципал-агент відносин [40]. 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 В. Корнеєва, 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 [89, с. 42].

Об'єктивно існуючі конфлікти інтересів, що відбуваються 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 становлять більшість, та міноритаріями через нерівні можливості впливу на процеси прийняття рішень на підприємстві. По-третє, конфлікти між капіталодавцями та інвесторами, які формують власний капітал, та кредиторами, що формують борговий капітал через різний вплив на процеси прийняття рішень та різнонаправленість інтересів [357].

За першого типу конфліктів виникає так званий моральний ризик (*moral hazard*), що провокує менеджмент підприємства 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 переваги щодо дохідності 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. Але, власники, за своєю природою є нейтральними стосовно ризиків. Таким чином, виникає конфлікт з приводу різних переваг щодо ризику [356]. 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 стосовно власної вигоди діє раціонально, однак щодо інтересів власників та підприємства – нераціонально або ж квазіраціонально. Наприклад, приймаються рішення щодо інвестицій та проектів, які принесуть прибуток (а значить – максимізують винагороду менеджерам) у короткостроковому періоді, а не зростання вартості підприємства у довгостроковому періоді.

Для нейтралізації опортуністичної поведінки менеджменту як агента щодо власників (інвесторів) як принципалів у арсеналі корпоративних фінансів є ряд механізмів. До таких механізмів К. Ейзенхард, М. Дженсен, У. Меклінг відносять зменшення рівня інформаційної асиметрії, контроль діяльності менеджменту та якісні системи мотивації [328; 357]. 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 варто 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 становлять більшість, переводять ресурси компанії на власну користь шляхом транзакцій між собою або ж здійснюють розмивання часток дрібних акціонерів [358]. Досить гостро ця проблема постає в країнах з недостатнім рівнем захисту прав власності, до яких належить Україна. Незахищеність дрібних власників зумовлена як неурегульованістю порядку використання переважних прав на придбання корпоративних цінних паперів нової емісії, інсайдерським характером фондового ринку, так і недосконалістю судової системи, що є толерантною до проявів рейдерства. Окреслені питання тісно пов'язані з проблематикою розмивання прав власності.

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

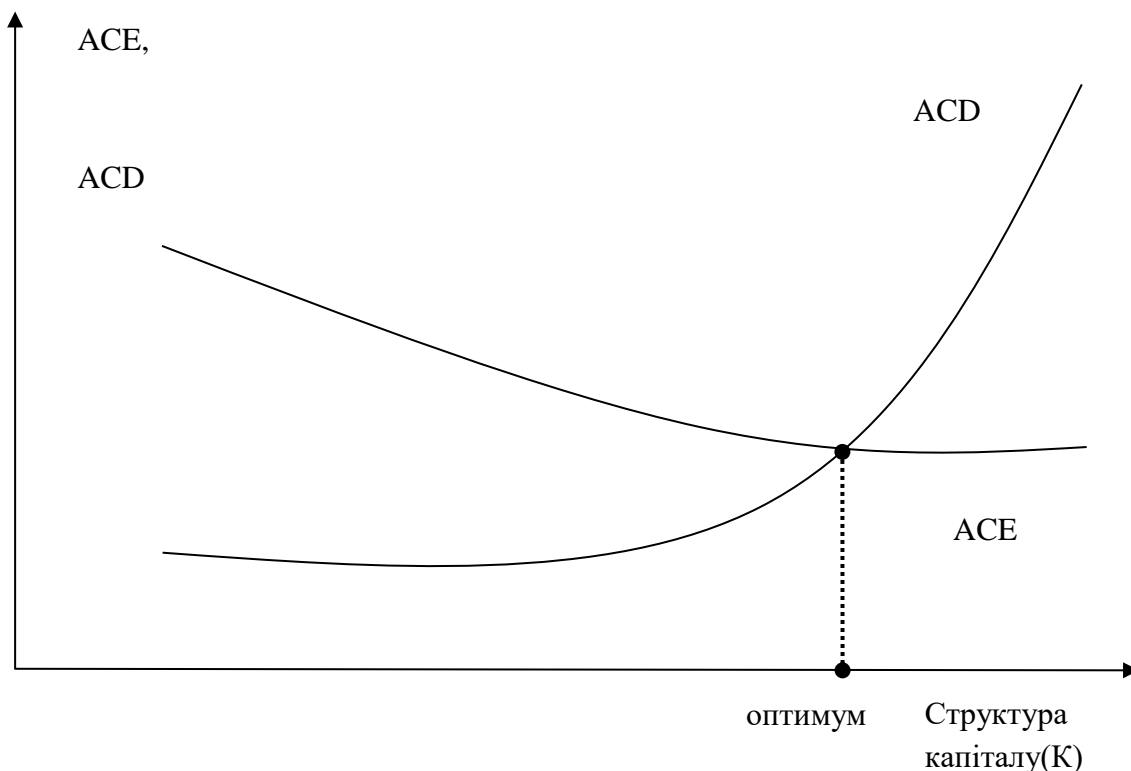
Дуже часто приросту вартості можна досягти лише вдаючись до ризикових операцій чи інвестицій. Відтак, вкладаючи кошти у ризикові проекти, менеджмент підприємства фактично збільшує ризики для кредиторів. Іншими словами, ріст доходів власників здійснюється за рахунок підвищених ризиків кредиторів. Для уникнення додаткових ризиків кредитори мають вживати заходів щодо впливу на поведінку власників та менеджменту. До 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 заходи впливу на управління їх поведінкою. Важливою складовою таких заходів є контроль за діяльністю різних груп інтересів, пов'язаною з процесами формування та використання капіталу підприємств. Тому, поглинання функцією управління поведінкою функції контролю (про що йшлося вище) є логічним та об'єктивним. Загалом, 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. Цим питанням присвячені праці К. Ерроу, Дж. Акерлофа, М. Спенса та Й. Стігліца. Йдеться 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 урахування впливу трансакційних (агентських) витрат [318, с. 386-405].

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 1.7 показана залежність структури капіталу підприємства (К) від величини агентських витрат, пов'язаних із залученням власного (ACE) та боргового (ACD) капіталу.



**Рис. 1.7. Залежність витрат на капітал від його структури відповідно до концепції агентських витрат**

*Джерело:* розроблено автором на основі теоретичних міркувань Г. Франке та Г. Гакса Нах Н. [338].

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 апріорі (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 погоджені, 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 можна вдатися до концепції 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 [106, 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 відбуватися протягом 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 [333]. 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. П. 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 імовірнісних суджень, йдеться про наявну тенденцію прийняття бажаного за дійсне (*wishful thinking*) [393, с. 529–563].

До найважливіших напрямків досліджень представників корпоративних біхевіористичних фінансів належить проблематика впливу нерациональної 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 корпоративне 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. І навпаки – підприємства з високою

часткою боргового капіталу здійснюють залучення власного капіталу у разі низької ринкової вартості [301]. Це є підтвердженням того, що ірраціональні інвестори впливають на рішення раціональних менеджерів. З іншого боку, самовпевненість та оптимізм топ-менеджменту також можуть призвести до нерациональних 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 залежить 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 [353]. Таким чином, ринкові аномалії та інші поведінкові ефекти є додатковим чинником і впливають на структуру джерел фінансування підприємств, а також на строки залучення боргового капіталу.

За результатами аналізу різних теоретичних концепцій, у контексті їх впливу на прийняття рішень, можна систематизувати висновки 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, але найбільш відірваною від реального світу. Водночас дана теза є основою для розвитку інших концепцій та визначення оптимуму через з'ясування причин невідповідності ринку капіталу та поведінки носіїв рішень до критеріїв 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 відбуваються 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 створюють раціональний розробок у розвиток загальної теорії корпоративних фінансів та сприяють науковому обґрунтуванню методів і технологій, спрямованих на виконання їх функцій. Відтак, дані пропозиції є теоретичним підґрунтям для розробки інноваційних технологій раціоналізації фінансових рішень. Тим самим вони вносять посильний внесок у генерування доданої вартості.

### **1.3. Методологічні особливості імплементації теоретичних постулатів ринку капіталів**

Для забезпечення виконання ринком капіталу своїх функцій, зокрема щодо ефективної алокації ресурсів, необхідним є дотримання ряду теоретичних постулатів. Як відомо, постулат є вихідним твердженням, припущенням наукової теорії, що випливає з фактів та практичних (емпіричних) пояснень [271]. Базовим постулатом ринку капіталів є необхідність забезпечення інформаційної ефективності, оскільки за його порушення виникають проблеми із виконанням згаданих функцій.

До теоретичних постулатів ринку капіталів необхідно віднести його функції: трансформації, збалансування, алокації ресурсів, сигнальна та управління поведінкою. Зрозуміло, що зазначені постулати тісно пов'язані між собою: умовою дії одного є виконання іншого. Так, ефективна алокація ресурсів передбачає їх трансформацію та збалансування. Визначальним при

цьому є виконання сигнальної функції, у рамках якої одні учасники фінансових відносин приймають, інтерпретують та посилають сигнали іншим учасникам і навпаки. Ці сигнали стосуються як загальних тенденцій на ринку, в окремих секторах економіки, так і цінних паперів конкретного підприємства. Приймаючи ті чи інші рішення, менеджмент підприємств посилає зворотні сигнали учасникам ринку. Раціональні інвестори мають вчасно та адекватно реагувати на сигнали, які генеруються окремими емітентами та ринком капіталів у цілому. Між сигналами, що зумовлені фінансовими рішеннями на рівні корпоративних підприємств, та сигналами, що надходять з ринку капіталів, існує каузальна взаємозалежність. Необхідність 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 [295].

Перш ніж перейти до обґрунтування методологічного забезпечення реалізації теоретичних постулатів ринку капіталів, з'ясуємо зміст поняття «методологія». У філософському енциклопедичному словнику методологію (від «метод» і грец. «*logos*» – слово, поняття, вчення) визначено як систему принципів і способів організації та побудови теоретичної й практичної діяльності, а також як вчення про цю систему [271, с. 359]. Як підкреслюють А. Крисоватий та О. Сидорович, методологічний інструментарій є нічим іншим, як комплексом методологічних принципів (правил), дослідницьких методів наукового пізнання і допоміжних або спеціальних засобів наукового пошуку, оволодіння якими і комплексне застосування яких здійснюється з метою подальшого розвитку теорії, а відповідно, і практики у відповідній царині [97]. Відтак, методологічний каркас тієї чи іншої діяльності є певною з'єднувальною (імплементуючою) ланкою теорії і практики. Методологія визначає, що і як вивчається за допомогою теорії. Наукова методологія зі своїми методиками має справу з технічними прийомами, приписами, нормативами, формулює принципи, методи конкретно-наукової діяльності, описує і обґрунтовує їх [132].



Для вирішення методологічного завдання, пов'язаного з необхідністю активізації ролі ринку капіталів у фінансовому забезпеченні підприємств дослідимо базовий теоретичний постулат функціонування ринку. 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. Гіпотеза передбачає ідеальне з точки зору інформаційного забезпечення та раціональної поведінки індивідів ринкове середовище. Ідея ефективного ринку капіталів ґрунтується на дефініції інформації та її вартості. Ринок буде ефективним, якщо релевантна інформація автоматично знаходить свій вираз у ціні активів. Відтак, ціна активу є ключовим інструментом алокації ресурсів на ринку. В ідеальному випадку вона є виразом усієї релевантної інформації щодо його потенційної прибутковості та ризиковості. Актуальна та потенційна ціна має бути основним сигналом для інвесторів у питаннях фінансово-інвестиційних рішень. Зміст гіпотези інформаційної ефективності ринку описується наступною тезою: «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» [333]. З огляду на результати емпіричних досліджень у 1970 р. Ю. Фама виокремив три форми інформаційної ефективності ринку [334]:

– 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 своє відображення 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.

На відміну від Ю. Фама, американські економісти М. Рубінштайн та М. Латхам обґрунтовують сильніший рівень інформаційної ефективності: ринок капіталів варто вважати ефективним, якщо будь-який інформаційний привід не впливає як ні на ціну активів, так ні на загальний інвестиційний портфель. Тобто, ефективність ринку за Рубінштайн-Латхамом не передбачає, що інформація спричинює додаткові трансакції [388].

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*) [333]. 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, саморегулювальних організацій та всіх учасників ринку є створення таких рамкових умов, які б не дозволяли зловживати інсайдерською інформацією, оскільки вона є основною причиною руйнування

ринку. А з практичної точки зору, створення 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 урахуванням витрат на отримання та обробку інформації), та прибутком без володіння інформацією. Після вирахування 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 здійснювати додаткові витрати на інформацію, яка не забезпечить додаткового прибутку. У випадку слабкої ефективності за Ю. Фама ніхто не буде сплачувати за інформацію щодо історичних даних про динаміку курсів та рентабельності. За середньої ефективності ціна інформації, що міститься у публічній звітності, дорівнюватиме нулю. За надмірно ефективного ринку будь-яка релевантна інформація щодо активу дорівнюватиме 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. Але прагнучи отримати прибуток, вони несуть значні витрати на збір та аналіз релевантної інформації. Як тільки такого роду діяльність припиняється, рівень

інформаційної ефективності ринку зменшується [56]. 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 [310]. Виникає логічне запитання, яким чином, при цьому функціонуватиме механізм агрегації, а також за рахунок чого (яких доходів) існуватиме численна група 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 «парадокса 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 [349]. Відповідно до їх моделі, на фондовому ринку обертаються безризикові та ризикові цінні папери. Рівень ризику та дохідність 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 урахуванням 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 з ефективним ринком капіталів в інтерпретації Ю. Фама. Більше того, з урахуванням чинника платності інформації, ринки навіть не є наближеними до стану інформаційної ефективності [350].

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, які використовували (1) стратегію інвестиційного аналізу, що 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 [323]. Цим самим гіпотеза Корнела-Ролла, як і парадокс Гросамана-Стігліца, дещо суперечить рестриктивному визначенню ефективного ринку, що наведено у працях Ю. Фама.

З методологічної та прикладної точок зору, раціональний інвестор буде використовувати як сигнали, що надходять із ринку безкоштовно, так і канали інформації, пов'язані із додатковими накладними витратами. Причому питома вага платної інформації буде тим більшою, чим менш ефективним є ринок капіталів. Учасники ринку потребують інформації щодо потенціалу генерування грошових потоків та ризиків, пов'язаних із тим чи іншим фінансовим інструментом та його емітентом. Ризики можуть проявлятися у волатильності фінансових результатів та грошових потоків, а також у загрозі дефолту емітента. Від цих параметрів залежить курс емісії цінних паперів та їх ринкова вартість. Емітенти зацікавлені у максимальній ціні розміщення, а потенційні інвестори – навпаки. З огляду на це, курс емісії має бути відображенням справедливої вартості як з точки зору емітента, так і інвесторів. Однак питання полягає у довірі до інформації, на основі якої формується ціна активів та приймаються інвестиційні рішення.

В умовах недосконалого ринку капіталів найбільш адекватними методологічними прийомами отримання неупередженої та об'єктивної інформації щодо ризиків, які впливають на потенційну вартість підприємств, та імовірності дефолту емітента цінних паперів є рейтингування та дью-ділідженс. У той час як витрати на перший покладаються на емітента цінних паперів, процедура дью-ділідженс здебільшого оплачується потенційним інвестором. Альтернативні методологічні інструменти забезпечення базового теоретичного постулату ринку капіталів, такі, як: висновки окремих експертів, новини аналітичних агентств (*Bloomberg, Thomson-reuters*), інформація, що надається емітентом у рамках «інвестор-рілейшнз», характеризуються або високим рівнем суб'єктивності, або містять загальнодоступну інформацію, що не дозволяє виявити вартісно-орієнтовану специфіку.

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 [146]. У численних дефініціях рейтингу увага концентрується здебільшого на кредитоспроможності емітента та його боргових зобов'язань. Так, відповідно до директиви ЄС, під терміном «рейтинг» розуміється «кредитний рейтинг» як судження щодо кредитоспроможності рейтингованого суб'єкта, боргу, чи фінансового зобов'язання [160; 383].

У більшості науково-практичних розробок у відповідній сфері увага концентрується на наслідках впливу рейтингових оцінок на ринковий курс боргових зобов'язань, зокрема облігацій, та на здатності підприємств залучати борговий капітал. Поза увагою при цьому залишаються питання впливу інформації щодо рейтингу на ринок акцій та на ринкову капіталізацію підприємств. Зокрема, певні емпіричні дослідження (наприклад, Джеремі Гоха та Луїса Едерінга) доводять наявність релевантної залежності ринкового курсу акцій від рейтингів, які присвоюються емітентам [343]. Це є цілком логічним, оскільки здатність підприємства генерувати грошові потоки впливає як на його кредитоспроможність, так і на вартість. Інформація щодо рейтингів впливає не лише на вартість залучення позик, а й на ціну залучення власного капіталу [412]. У контексті теорії «принципал-агент» відносин можна зробити висновок, що експерти рейтингових агенцій та дью-ділідженс аналітики завдяки аналізу й оцінці публічної та певної інсайдерської інформації відіграють суттєву роль у зниженні інформаційних ризиків на ринку капіталів.

У більшості прикладних досліджень та нормативних актів поняття «рейтинг» та «кредитний рейтинг» використовуються як синоніми. При цьому мається на увазі оцінка кредитоспроможності підприємства як здатності виконувати свої зобов'язання своєчасно і у повному обсязі. У Директиві ЄС № 1060/2009 «Щодо діяльності рейтингових агентств» та в проекті Закону України «Про рейтингування» зазначається, що кредитний рейтинг – це

судження щодо кредитоспроможності рейтингового суб'єкта, боргу, чи фінансового зобов'язання, боргового цінного паперу, привілейованої акції або іншого фінансового інструменту або емітента такого боргу чи фінансового зобов'язання, боргового цінного паперу, привілейованої акції або іншого фінансового інструменту, присвоєне з використанням встановленої та визначеної оціночної системи (рейтингової шкали) та рейтингових категорій [383].

На наш погляд, у відомих дефініціях рейтингу не враховується його класифікаційна спрямованість. Йдеться про те, що рейтингування є способом класифікації підприємств залежно від імовірності їх дефолту. Підтвердженням цьому слугує та обставина, що статистично-математичні методи, на яких ґрунтуються рейтингові системи, є насамперед методами класифікації. Таким чином, поняття «рейтингування» можна визначити як спосіб класифікації підприємств залежно від їх здатності своєчасно виконувати боргові зобов'язання за емітованими цінними паперами чи отриманими кредитами на основі оцінювання імовірності дефолту. Методологічні особливості використання рейтингування як детермінанти прийняття фінансових рішень на ринку капіталів детальніше досліджено у другому розділі дисертації.

Незалежні рейтингові агентства та консалтингові компанії, що забезпечують дью-ділідженс, є важливим елементом інфраструктури ринку капіталів. Їх можна трактувати як інформаційних посередників між учасниками ринку. Вони сприяють недопущенню «принципал-агент» конфліктів, що виникають на ґрунті інформаційної асиметрії на ринку. Тоді як інструмент рейтингування досить широко використовується у вітчизняній практиці, процедура дью-ділідженс має досить обмежене використання. З огляду на практичну відсутність ринку капіталів в Україні та мізерну кількість цінних паперів, які знаходяться в лістингу, попит на IPO-дью-ділідженс є невисоким.

В Україні практично відсутні дослідження з даної проблематики, а методологічне забезпечення процесу дью-ділідженс знаходиться на вкрай низькому рівні. З'ясуємо найбільш істотні методологічні аспекти дью-



ділідженс та визначимо його роль в успішному публічному розміщенні корпоративних цінних паперів. Поняття «*due diligence (DD)*» набуло широкого використання серед фінансових менеджерів, аналітиків, юридичних консультантів, починаючи з другої половини 90-х років минулого сторіччя 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 [247].

У науково-практичних джерелах термін «дью-ділідженс» інтерпретується досить неоднозначно. З одного боку, український бізнес вже певною мірою просунувся у розумінні суті «*due diligence*», однак часто процедура DD трактується дещо однобоко: з нахилом на перевірку правових, податкових або ж бухгалтерських питань. Поняття «*due diligence*» означає глибокий і комплексний аналіз усіх аспектів фінансово-господарської діяльності підприємства: організаційних, правових, фінансових, маркетингових, податкових, політичних, ринкових, технологічних тощо. 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 зі 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.

Нині сфера застосування «*due diligence*» є набагато ширшою, ніж оцінювання ризиків емітента у процесі публічного розміщення цінних паперів.

На рисунку 1.8 відображені випадки та сфера застосування «*due diligence*» у світовій практиці.

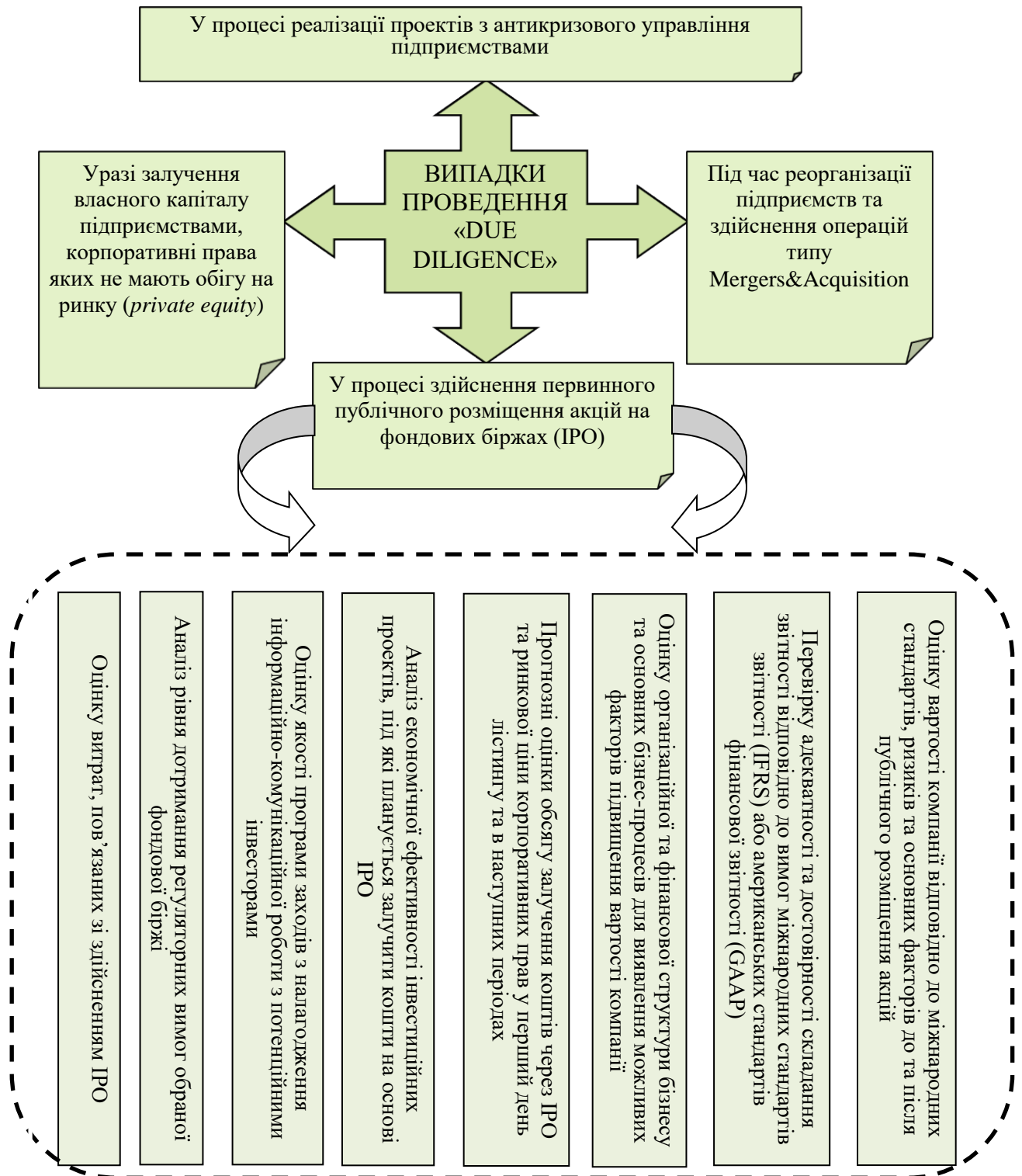


Рис. 1.8. Систематизація зарубіжного досвіду дью-ділідженс

Джерело: систематизовано та складено автором.

Головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів при здійсненні вкладень у цінні папери емітента на основі аналізу шансів та ризиків,

пов'язаних з відповідними інвестиціями. IPO-дью-діліженс має проводитися організатором (*lead-manager*) або ж консультантом з IPO і включає в себе [247]:

- 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 проектів, 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;

- прогнозні оцінки обсягу залучення коштів через IPO та ринкової ціни корпоративних прав у перший день лістингу та в наступних періодах.

Необхідність проведення «*due diligence*» виникає в 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.

З урахуванням систематизації зарубіжного досвіду дью-ділідженс, а також власного бачення особливостей його проведення, в таблиці 1.3 наведена запропонована автором типова схема проведення дью-ділідженс. Позначимо процедуру дью-ділідженс як аудит-експертизу.

Таблиця 1.3

### Типовий порядок проведення «due diligence»

Етап	Зміст робіт
1. Підготовка аудит-експертизи	Вибір таргет-підприємства. Визначення цілей DD. Формування команди експертів для проведення експертизи. Розробка плану аудит-експертизи (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 аудит-експертизи	Ознайомлення з менеджментом та співбесіди з персоналом. Огляд підприємства та аналіз наявної на підприємстві документації. Перевірка пріоритетних генераторів вартості. Попередня оцінка результатів аудит-експертизи. Обговорення попередніх результатів із менеджментом таргет-підприємств.
3. Обробка результатів аудит-експертизи	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 емісією цінних паперів. Розробка плану здійснення трансакцій.

Джерело: розроблено автором з використанням теоретичних підходів Г. Пікота [379].

Поряд з оцінюванням чинників ризику, до важливих завдань дью-ділідженс належить верифікація бізнес-планів таргет-підприємства. У рамках загального дью-ділідженс виокремлюються різні його напрямки (правовий, податковий, комерційний тощо). Огляд напрямків дью-ділідженс та їх загальна характеристика наведена в таблиці 1.4. Визначені в дод. Р напрямки дью-

ділідженс не варто 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 здійснення трансакцій, так і після них.

Таблиця 1.4

## Цілі та предмет дью-ділідженс підприємства

Напрямки «due diligence»	Цілі	Предмет
<b>Фінансовий</b> ( <i>financial DD</i> )	Виявлення ризиків, пов'язаних із ключовими «генераторами вартості» ( <i>value drivers</i> ) підприємства	Генератори вартості – чинники, які впливають на ставку дисконтування, прогнози реалізації, прогнозні показники грошових потоків та чистого прибутку
<b>Комерційний</b> ( <i>commercial DD</i> )	Оцінка операційних та ринкових ризиків	Виробнича програма підприємства, ринки збуту продукції та постачання факторів виробництва, ключові конкуренти та технології
<b>Податковий</b> ( <i>tax DD</i> )	Виявлення податкових ризиків, пов'язаних із правильністю нарахування та сплати податкових платежів як інвестора, так і таргет-підприємства	Податкові декларації, розрахунки та інші документи, що характеризують фактичні та планові платежі підприємства щодо загальнодержавних та місцевих податків і зборів
<b>Правовий</b> ( <i>legal DD</i> )	Ідентифікація та аналіз ризиків, пов'язаних із нормативно-правовими умовами діяльності підприємства	Значимі для діяльності підприємства документи правового характеру (засновницькі документи, договори, ліцензії, дозволи, документи щодо права власності)
<b>Комплаєнс</b> ( <i>compliance DD</i> )	Виявлення ризиків, пов'язаних із корупційними діями посадових осіб підприємства, фактами відмивання коштів, порушенням антимонопольного законодавства, накладанням фінансових санкцій, недостатнім захистом інформації	Чинні на підприємстві правила та положення, у тому числі ті, які встановлені нормативно-правовими актами та глобальними нормами
<b>Організаційний</b> ( <i>organisation &amp; human resources DD</i> )	Виявлення потенціалу впливу на вартість підприємства ризиків, пов'язаних з організаційними аспектами діяльності, якістю менеджменту та персоналу	Якість менеджменту і персоналу, культура бізнес-процесів та управлінська культура, організаційна структура та можливості її удосконалення, системи мотивації персоналу та підвищення кваліфікації тощо
<b>Сталого розвитку</b> ( <i>sustainable development DD</i> )	З'ясування потенційного впливу на вартість підприємства екологічних, соціальних та загальноекономічних ризиків	Критерії сталого розвитку, у тому числі екологічні, економічні та соціальні аспекти діяльності емітента. Відповідність діяльності підприємства до діючих соціальних стандартів та екологічних вимог
<b>Політичний</b> ( <i>political DD</i> )	Виявлення впливу політичних ризиків на діяльність підприємства	Політична ситуація в країні

Джерело: систематизовано та розроблено автором.

З переліку завдань, які ставляться перед дью-ділідженс, випливає, що до аналітичної групи з комплексної перевірки підприємства мають входити юристи, фінансові аналітики, фахівці з питань оподаткування та бухгалтерського обліку.

У певного кола фахівців ця процедура асоціюється з аудитом. Однак ототожнювати дью-ділідженс із аудитом фінансової звітності є некоректно, оскільки метою останнього є перевірка даних бухгалтерського обліку і показників фінансової звітності юридичної особи для висловлення незалежної думки про її відповідність за найбільш суттєвими аспектами до вимог національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку, міжнародних стандартів фінансової звітності або інших вимог.

Предмет, цілі процедури DD та методи її досягнення відрізняють її від аудиту, аналізу, ревізії та інших, на перший погляд подібних, процедур. Ряд авторів за головну мету DD приймають «зібрання інформації про об'єкт та оцінку потенціальних ризиків, пов'язаних з ним». Він інтерпретується як «супутня послуга аудиту, що включає повне дослідження підприємства, базується на аналізі кількісних і якісних показників діяльності суб'єкта господарювання, а також системі менеджменту та внутрішнього контролю» [247]. За такого підходу поза увагою залишається та обставина, що оцінка ризиків не є самоціллю, а засобом вирішення іншого, більш комплексного завдання – визначення граничної вартості підприємства з позиції інвестора та з позиції емітента. З огляду на це, вважаємо, що метою дью-ділідженс підприємства є оцінка вартості підприємства з урахуванням комплексу ризиків, що можуть вплинути на генератори вартості підприємства. В таблиці 1.4 систематизовано цілі та предмети дью-ділідженс у розрізі окремих його напрямків: фінансовий, комерційний, правовий, податковий, комплаєнс, організаційний, сталого розвитку та політичний.

Пріоритетним є фінансовий напрямок, який сфокусований на перевірці фінансових аспектів діяльності підприємства, з'ясуванні генераторів вартості та оцінці самої вартості підприємства.

У процесі фінансового DD експерти концентрують свою увагу на аналізі звітної інформації (дані минулих періодів) та на верифікації планових (прогнозних) розрахунків. Виявляються ключові чинники, які впливають на вартість підприємства, та прогнозуються сценарії їх розвитку. Перевіряється майновий та фінансовий стан підприємства, рівень його прибутковості та потенціал генерування «*cash-flow*». З цією метою проводиться комплексний аналіз фінансового стану підприємства, аналізуються наявні рейтинги та їх динаміка. Аналізу підлягають ключові показники звітності, планових та бюджетних розрахунків, фізична наявність майнових активів та їх справедлива вартість. У разі необхідності проводиться інвентаризація. Перевіряється також якість та об'єктивність внутрішніх (управлінських звітів) та бізнес-планів. Отримана аналітична інформація служить основою для оцінки потенціалу ринкової вартості підприємства, що є базою для прийняття рішення щодо інвестування коштів.

У рамках перевірки достовірності фінансової звітності та обґрунтованості планових показників проводиться аудит активів на предмет їх можливої переоцінки та пасивів – для виявлення недооцінених статей. Виявляються суттєві розбіжності між ринковою та балансовою вартістю необоротних активів.

Особлива увага звертається на коректність оцінки запасів та дебіторської заборгованості. В останньому випадку аналізується реалістичність суми вимог з урахуванням платоспроможності дебіторів. Фінансовий DD виходить за межі аналізу суто фінансової сфери, оскільки результати перевірки інших сфер так чи інакше мають фінансові наслідки, тобто впливають на планові показники та на прогнози чистих грошових потоків. Саме тому експерти, відповідальні за фінансовий дью-ділідженс, мають тісно комунікувати із фахівцями, що перевіряють правові, податкові, технологічні та інші питання. Комерційний DD зорієнтований на оцінку поточної ситуації підприємства на ринку та на його конкурентоспроможності. Аналізу підлягають ринкові та технологічні фактори діяльності підприємства, зокрема: проводиться галузевий аналіз, оцінка

ситуації підприємства на ринку, продуктивний аналіз та оцінка наявних технологій. Для виявлення ризиків та додаткових шансів, пов'язаних зі збутом продукції, необхідно оцінити структуру відповідного ринкового сегменту та показати здатність підприємства зберегти та розширити частку ринку. У рамках аналізу галузі необхідно оцінити експертні висновки щодо можливої поведінки клієнтів та конкурентів. Відповідна інформація слугує для верифікації прогнозів обсягів реалізації та чистих грошових потоків.

У ході проведення правового DD аналізуються найбільш істотні правові аспекти фінансово-господарської діяльності підприємства. З метою виявлення ризиків, що мають правову природу, вивчаються засновницькі документи, перевіряється відповідність діяльності підприємства до вимог щодо ліцензування окремих видів діяльності, оцінюються ризики відповідальності, виконання договірних зобов'язань, правильність оформлення договорів та контрактів. Особлива увага звертається на потенціал ризиків, що закладений у комерційних договорах підприємства із постачальниками, споживачами, страховими компаніями, банками тощо.

Податковий напрямок DD сфокусований на перевірці податкових ризиків, що можуть вплинути на діяльність компанії, зокрема на її ліквідність та фінансові результати. Завданням податкового DD має бути оцінка усіх податкових ризиків, пов'язаних із можливим вкладанням коштів у підприємство. Оцінюється потенціал збільшення податкових платежів у результаті операцій M&A та інших чинників. Окрім цього, аналізується можливе податкове навантаження для інвестора та для підприємства, пов'язане з виплатою дивідендів.

Останнім часом особливого значення у контексті інвестування коштів у підприємства набуває питання комплаєнсу (*compliance*). У даному випадку невід'ємною складовою процедури дью ділідженс став так званий «*compliance due diligence (CDD)*». Комплаєнс бере свій початок із контрольних функцій американських наглядових органів (*US Securities and Exchange Commission (SEC)* та *US Department of Justice (DoJ)*). Зазначені органи, серед іншого,



здійснюють контроль за дотриманням законодавства компаніями у разі здійснення ними операцій на ринку капіталів та у процесі злиття і поглинання (M&A). Під терміном «комплаєнс» розуміють перевірку дотримання усіх чинних на підприємстві правил та положень, у тому числі тих, які встановлені нормативно-правовими актами та глобальними нормами.

Водночас до предмету CDD не належать питання, що становлять стандартну програму DD, зокрема питання дотримання податкового чи екологічного законодавства. До ризиків, які перевіряються у рамках CDD, належать ризики, пов'язані з корупційними діями посадових осіб підприємства, фактами відмивання коштів, порушенням антимонопольного законодавства, накладанням фінансових санкцій, недостатнім захистом інформації [424]. Для запобігання зазначених ризиків на підприємствах мають діяти ефективні системи внутрішнього контролю та управління ризиками. Відповідно до сучасних вимог, керівництво компаній має нести персональну відповідальність за упушення та помилки, що стаються у площині комплаєнс.

Ризики корупції перебувають у центрі уваги CDD. Саме тому для вітчизняної практики IPO та M&A комплаєнс дью-ділідженс відіграє непересічну роль. Ще одним актуальним предметом CDD є перевірка ризиків, пов'язаних із кібербезпекою. Йдеться про захист інформації, несанкціоноване втручання в інформаційні системи сторонніх осіб, несанкціоноване оприлюднення інформації, що шкодить репутації підприємства тощо. Як показує практика, ринковий курс акцій компаній є достатньо чутливим до кіберзагроз. У світлі запровадження санкцій проти Росії, Ірану, КНДР та ряду інших країн, в останні роки CDD значною мірою сфокусований на перевірці дотримання тією чи іншою компанією режиму санкцій. Якщо бізнес компанії залежить від трансакцій з фізичними чи юридичними особами, що є під санкціями або ж потенційно можуть потрапити під них – це є значним ризиком, що може визначальним чином вплинути на ринкову вартість акцій. Як свідчить біржова інформація, біржовий курс акцій компаній, що опинилися під

санкціями, та пов'язаних із ними осіб може впасти на 50 і більше відсотків у перші ж дні після оприлюднення інформації про санкції.

У рамках CDD, окрім аналізу загальнодоступної та внутрішньої інформації, яка стосується комплаєнс, перевірки систем внутрішнього контролю, доцільно здійснювати інтерв'ювання ключових посадових осіб підприємства на предмет розуміння ними комплаєнс-ризиків та шляхів їх нейтралізації.

Важливим напрямком DD є виявлення потенціалу впливу на вартість підприємства ризиків, пов'язаних з організаційними аспектами діяльності, якістю менеджменту та персоналу. Ці питання з'ясовуються у процесі організаційного (*organisation & human resources*) DD. Перевіряється якість менеджменту та персоналу, культура управлінська і бізнес-процесів, організаційна структура, можливості її вдосконалення, а також системи мотивації персоналу і підвищення кваліфікації тощо. Окрім цього, необхідно оцінити відповідність організаційної структури до обсягів та виду діяльності підприємства.

З огляду на глобальні тенденції щодо посилення ролі соціальних та екологічних аспектів діяльності підприємств, на нашу думку, цілком виправданим є введення у практику IPO-дью-ділідженс нового його елемента – перевірки дотримання емітентом критеріїв сталого розвитку (*sustainable development DD*). Йдеться про оцінку потенційного впливу екологічних, соціальних та загальноекономічних ризиків та чинників на майбутню ринкову капіталізацію підприємства. Щоправда, техніка кількісної оцінки такого виду ризиків є досить складною.

Проведений Г. Роговим аналіз звітів вітчизняних емітентів акцій засвідчив, що у звітах підприємств практично відсутня інформація щодо екологічних ризиків, трудових конфліктів, відносин з місцевими громадами та іншими стейкхолдерами. Незважаючи на те, що екологічні та соціальні екстерналиї виробничої діяльності залишаються гострою проблемою держави і українського суспільства, вони не трансформуються у ризики підприємств, які

конкурують у суто економічній площині. Це свідчить про наявність істотного конфлікту інтересів між суспільством та бізнесом стосовно вибору концептуальних моделей корпоративного розвитку [175]. Однак можна припустити, що одночасно з адаптацією вітчизняних екологічних та соціальних нормативів до стандартів ЄС буде зростати вплив чинників сталого розвитку на ринкову капіталізацію підприємств. У рамках цього напрямку DD необхідно оцінити вплив діяльності підприємства на навколишнє середовище, шкідливі викиди, наявні та можливі штрафи, тенденції щодо змін законодавства у цій сфері. Окрім цього, доцільно виявити потенціал конфлікту інтересів між підприємством та різними групами стейкхолдерів, перш за все з місцевими громадами, трудовим колективом тощо.

Таким чином, дью-ділідженс-репорт та рейтингові оцінки посиляють інформаційні сигнали ринку щодо здатності підприємства генерувати вартість, з одного боку, та виконувати свої зобов'язання – з іншого. Цим самим вони чинять суттєвий вплив на забезпечення реалізації ключових теоретичних постулатів ринку капіталів.

## **Висновки до розділу 1**

1. У розділі висвітлено причинно-наслідкові зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів під кутом зору інформаційної асиметрії та конфліктів інтересів, що є між учасниками фінансових відносин. Визначено, що корпоративні фінанси характеризують відносини, які 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 й фінанси усіх корпоративних підприємств.

2. Під ринком капіталів треба розуміти складову фінансового ринку, що 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 недоцільно відносити до ринку капіталів, оскільки він є окремим, самодостатнім сегментом фінансового ринку.

3. Фондовий ринок як складову ринку капіталів, варто розглядати з двох точок зору: по-перше, це місце 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 обґрунтовується апаратом 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.

6. Інформаційно-комунікаційна функція означає також зворотний 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 закордонному) 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.

7. За результатами дослідження еволюції теоретичних концепцій у сфері фінансового забезпечення з'ясовано ключові критерії оптимуму структури капіталу, що передбачені різними теоретичними постулатами. Такими критеріями є середньозважені витрати на капітал, рентабельність власного капіталу, мінімізація накладних витрат, пов'язаних із залученням коштів, агентські витрати, пов'язані із залученням боргового та власного капіталу, рівень оптимізму та самовпевненості менеджменту. Інформація щодо можливих оптимумів сприятиме підвищенню ефективності рішень щодо фінансового забезпечення підприємств.

8. Функціонування ринку капіталів варто досліджувати крізь призму базового теоретичного постулату – необхідності забезпечення інформаційної

ефективності (у розумінні Ю. Фама). В умовах нерозвиненого ринку капіталів найбільш адекватними методологічними прийомами зменшення інформаційної асиметрії на ринку капіталів є рейтингування та дью-ділідженс. Дью-ділідженс-репорт та рейтингові оцінки є інструментами подання інформаційних сигналів щодо здатності підприємства генерувати вартість, з одного боку, та виконувати свої зобов'язання – з іншого. Відтак, експертів рейтингових агенцій та дью-ділідженс аналітиків можна трактувати як інформаційних посередників між учасниками ринку.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [195; 197; 200; 205; 208; 209; 214; 220; 221; 226; 231; 236; 238; 241; 242; 252; 253; 404; 405].

## РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНА КОМПОНЕНТА ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ЩОДО ЗАЛУЧЕННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ РЕСУРСІВ НА РИНКУ КАПІТАЛІВ

### 2.1. Методологічний каркас прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративних підприємств

Вирішенню завдання залучення капіталу вітчизняними підприємствами сприятиме імплементація новітніх технологій прийняття фінансових рішень та управління ризиками. Ці технології мають бути спрямовані на подолання інформаційної асиметрії, яка існує між учасниками ринку капіталів і на забезпечення вартісно-орієнтованих інтересів інвесторів. Відповідно до класичної теорії ринку капіталів, рішення інвесторів залежать від їх пріференцій щодо очікуваної корисності. З теоретичної точки зору, завдання зниження ризиків вкладення капіталу у підприємства, а відтак і забезпечення інвестицій у реальний сектор економіки, буде досягнуте у разі, якщо будуть виконуватися вартісноформуюча та інформаційно-комунікаційна функції корпоративних фінансів. Виходячи з нового бачення взаємозв'язку корпоративних фінансів із рухом капіталу, особливостей розвитку сучасного інформаційного суспільства та атрибутивної концепції інформації, А. Крисоватий, В. Федосов та Н. Рязанова доводять, що корпоративним фінансам притаманна вартісноформуюча функція [99, с. 14].

Питання, які пов'язані з необхідністю перенацілювання управління корпоративними фінансами на вартісні показники вперше набуло системного дослідження у працях професора Келлогського університету (США) А. Раппапорта, який належить до числа засновників шехолдерського підходу до управління [382]. У своїй книзі «*Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*» (Створення доходів власників: нові стандарти ведення бізнесу) Раппапорт вперше обґрунтовано доводить, що менеджери компанії мають концентрувати власні зусилля задля максимального збільшення

вартості на користь інвесторів. Практичним вираженням теоретичних напрацювань щодо необхідності урахування вартісноформуючих критеріїв у процесі прийняття фінансових рішень стала вартісно-орієнтована модель фінансового менеджменту (*value based management (VBM)*). Система VBM є інноваційним інструментом забезпечення виконання вартісноформуючої функції корпоративних фінансів. Імплементация 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) [262, с. 59-60].

Запровадження системи вартісно-орієнтованого управління передбачає принципово нову філософію управління підприємством. Ця філософія означає реалізацію принципів сталого розвитку, що передбачають налагодження взаємовигідних відносин підприємства з усіма групами інтересів, соціальну відповідальність перед суспільством та персоналом, вартісно-орієнтовану відповідальність перед інвесторами, розвиток культури договірних відносин. Вважаємо, що в основі сучасної методології прийняття рішень щодо фінансування підприємств мають бути покладені саме вартісно-орієнтовані принципи та критерії. У цьому напрямку має здійснюватися розвиток методологічної компоненти прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів.

З'ясовуючи сутність філософського поняття «методологія», фахівці в галузі філософії, права та економіки [94; 122; 128; 283] виокремлюють здебільшого дві його основних дефініції, що ґрунтуються на онтологічному та гносеологічному підходах. Відповідно до першого (онтологічного) трактування, під методологією наукового пізнання треба розуміти систему принципів і способів, які застосовуються для організації та побудови певної діяльності [283].

У контексті дослідження фінансово-економічних процесів більш поширеною є гносеологічна дефініція (другий підхід), сфокусована на теорії



методу та на вченні про певну систему. Водночас можна погодитися з тезою академіка М. Костицького щодо застарілості думки про те, що правильна формула методології дає змогу отримати об'єктивний та істинний результат пізнання. Як наголошує філософ, існує методологія як світоглядна система кожного конкретного вченого, тобто вона завжди суб'єктивна [94]. Заслуговує на увагу теза А. Крисоватого та О. Сидорович, відповідно до якої структура методологічної компоненти дослідження представляє собою синтез певним чином відібраних і системно пов'язаних між собою онтології, логіки, семіотики і гносеології. На думку вчених, застосування цих напрямів пізнання дозволяє наблизити об'єкт дослідження до найбільш істинного тлумачення і за допомогою інструментів предметної логіки розгорнути систему методологічних регулятивів [97]. Об'єктом нашого дослідження є ринок капіталів в Україні та його місце у системі фінансового забезпечення підприємств корпоративного сектору економіки. Методологічна проблема дослідження зводиться до обґрунтування принципів, критеріїв та детермінант прийняття фінансових рішень раціональними учасниками ринку капіталів. Перш за все йдеться про рішення підприємств-емітентів цінних паперів та інвесторів.

Обґрунтована у 1944 р. Й. Нойманом та О. Моргенштерном концепція очікуваної корисності доводить, що раціональні інвестори прийматимуть ті рішення, які, відповідно до їх очікувань, принесуть максимальну корисність [376]. Як відомо, ключовими методологічними компонентами базової моделі прийняття фінансових рішень є поле рішень та цільова функція. Поле рішень включає в себе сукупність альтернативних способів дії (A) та множину можливих станів зовнішнього середовища (S). Альтернативними способами дії вважається сукупність операцій та акцій щодо залучення капіталу, стосовно яких приймаються рішення. Так, кожне підприємство має досить широкий набір альтернативних рішень (a), які передбачають різні інструменти залучення коштів та комбінації їх використання. Причому будь-яке альтернативне рішення (a) належить до множини A і може поширюватися на багато періодів. Це вказує саме на стратегічний підхід до прийняття рішень.

Стан зовнішнього середовища характеризує сукупність усіх факторів, які впливають на кінцеві результати прийняття фінансових рішень. Ці фактори не можуть зазнати змін через вплив конкретного учасника фінансових відносин. Так, ціна ресурсів, які залучаються підприємством на ринку капіталів, залежить від кредитних рейтингів країни, безризикової процентної ставки, загального рівня процентних ставок на ринку. На ці чинники окремо взяте підприємство не може вплинути. Певний стан комбінації факторів навколишнього середовища ( $s$ ) належить до множини ( $S$ ).

Зрозуміло, що між параметрами  $a$  та  $s$  діють різносторонні каузальні зв'язки. У довгостроковому періоді обидві складові поля рішень можуть мати різні внутрішні комбінації окремих параметрів. Таким чином, стратегія прийняття рішень щодо залучення коштів має враховувати комбінацію параметрів зовнішнього середовища, яка матиме місце у тому чи іншому періоді. Цільова функція результативності поєднує складові поля рішень, тобто результуюча величина  $R$  залежить від параметрів  $a$  та  $s$ :  $R(a, s)$ . Враховуючи окреслені методологічні передумови, в таблиці 2.1 наведена матриця результативності рішень відповідно до базової моделі.

Таблиця 2.1

**Матриця результативності відповідно до базової моделі прийняття рішень**

Стан зовнішнього середовища	$s_1$	$s_2$	$s_3$	$s_4$	...	$s_n$
Поле рішень						
$a_1$	$R(a_1, s_1)$	$R(a_1, s_2)$	$R(a_1, s_3)$	$R(a_1, s_4)$	...	$R(a_1, s_n)$
$a_2$	$R(a_2, s_1)$	$R(a_2, s_2)$	$R(a_2, s_3)$	$R(a_2, s_4)$	...	$R(a_2, s_n)$
$a_3$	$R(a_3, s_1)$	$R(a_3, s_2)$	$R(a_3, s_3)$	$R(a_3, s_4)$	...	$R(a_3, s_n)$
$a_4$	$R(a_4, s_1)$	$R(a_4, s_2)$	$R(a_4, s_3)$	$R(a_4, s_4)$	...	$R(a_4, s_n)$
...	...	...	...	...	...	...
$A_m$	$R(a_m, s_1)$	$R(a_m, s_2)$	$R(a_m, s_3)$	$R(a_m, s_4)$	...	$R(a_n, s_n)$

*Джерело:* складено автором на основі теоретичних положень Д. Андерсона [298].

Практичне використання наведеної матриці для генерування рішень учасниками ринку капіталів пов'язане з декількома методологічними проблемами.

Перша проблема пов'язана з підбором адекватної цільової функції результативності, яка б оптимально поєднувала обидва параметри базової моделі. Остаточне рішення раціонального інвестора та емітента залежить від їх переваг щодо типу результуючого показника, його величини, ризиків досягнення та часових рамок.

Друга проблема полягає в реальності оцінок поточного та майбутнього стану зовнішнього середовища, до якого мають бути адаптовані фінансові рішення. Якщо інформація не відповідає цій реальності (або відповідає не повною мірою), то не будуть ефективними дії, спрямовані на пристосування до цієї реальності [135]. У контексті нашого дослідження це означає, що ефективність рішень на ринку капіталу значною мірою залежить від рівня інформаційної асиметрії, що має місце на ринку, та адекватності інструментів збору та обробки наявної інформації. Із цим пов'язана проблема оцінки імовірності досягнення того чи іншого рівня корисності. Для порівняння ефективності альтернативних рішень треба знайти добуток очікуваних результатів та імовірності їх настання. Враховуючи зазначені методологічні висновки, поглибимо дійсні підходи до вирішення сформульованої вище проблематики прийняття рішень щодо фінансування підприємств із залученням інструментарію ринку капіталів.

Визначальним компонентом методологічного каркасу прийняття фінансово-інвестиційних рішень є цільова функція інвестора та емітента. Можна припустити, що для обох сторін ця функція буде ідентичною. Пояснимо це, скориставшись методологічним апаратом вартісно-орієнтованого управління фінансами. Відповідно до результатів концептуальних досліджень вартісно-орієнтованого управління А. Раппапорта, Т. Коупленда, Дж. Мурріна, Т. Коллера, вартісно-орієнтований підхід до прийняття фінансових рішень 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 [95]. Такий метод передбачає підпорядкування більшості процесів, що

відбуваються на підприємстві, одній меті, яка полягає в створенні додаткової вартості на користь інвесторів. Останні можливо зможуть відчутти факт формування додаткової вартості коли отримають дивіденди або збільшення ринкового курсу корпоративних прав. Отже, вирішальною умовою прийняття рішення інвесторами із вкладання коштів у підприємство та основним критерієм оцінки ефективності діяльності керівного персоналу та підприємства загалом, повинні бути прогнозні показники доданої вартості. У даних показниках можуть відображатись очікувані доходи від власності цінних паперів корпоративного підприємства, а також можливі ризики інвестування коштів у відповідні інструменти.

Практика функціонування ринків капіталів у розвинених країнах доводить, що найбільш адекватним відображенням ринкових очікувань щодо майбутніх показників результативності діяльності компанії є ринковий курс цінних паперів. А. Раппапорт 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 [382]. З іншого боку, встановлена ринком ціна акцій є сигналом для менеджменту підприємства, який рівень ефективності треба забезпечити, щоб інвестори могли отримати очікувані ними доходи. Ринкову ціну акцій можна також інтерпретувати як індикатор оцінки ринком та інвесторами ефективності діяльності управлінського персоналу, а також самого підприємства. Така практика означає, що раціональні учасники ринку капіталів, приймаючи інвестиційні рішення, орієнтуються, перш за все, на вартісно-орієнтовані критерії. Саме тому менеджмент підприємства має адекватно реагувати на сигнали, які йому посилає ринок капіталів, а не дебатувати про невідповідність ринкових цін до результатів діяльності компанії [382]. Вірно оцінюючи ринкові сигнали, керівництво може порівняти власні плани та прогнози з ринку. Якщо в процесі порівняння виявляються відхилення, то пріоритетними мають бути управлінські рішення, спрямовані на мінімізацію зазначених відхилень. Особливого значення узгодженню ринкових очікувань та

очікувань менеджменту необхідно надавати при прийнятті рішень щодо додаткової емісії корпоративних прав, зменшення статутного капіталу, фінансування значних за обсягом інвестицій, здійснення реорганізації (злиття, поглинання, поділ).

Не зважаючи на значимість вартісно-орієнтованого підходу та залежність свого фінансового від рівня досягнення вартісних орієнтирів, менеджмент значної кількості компаній ігнорує принципи вартісно-орієнтованого управління фінансами і сигнали, котрі надходять з ринку капіталів. Топ-менеджмент, дотримуючись власної цільової функції, у першу чергу переслідує свої власні інтереси; і саме цим визначаються управлінські рішення, у тому числі щодо залучення ресурсів. Вважаємо, що цільові орієнтири на створення додаткової вартості мають бути закладені у стратегіях усіх компаній, які орієнтовані на відкриті ринки капіталів. З метою безпосередньої зацікавленості управлінського персоналу в збільшенні вартості підприємства може використовуватися опціон на придбання акцій менеджментом, надання переважних прав на покупку, або ж прив'язка матеріальної винагороди до вартісно-орієнтованих показників.

У 2006 році у *Harvard Business Review* опублікована відома праця А. Раппапорта «Десять принципів створення вартості для власників» (*Ten Ways to Create Shareholder Value*), у якій автор констатує, що як і раніше, в центрі уваги менеджменту залишаються короткострокові показники ефективності [381]. У такій поведінці менеджменту криється суперечність, оскільки в курсі корпоративних прав, який встановлюється на ринку капіталів знаходять своє відображення, у першу чергу, 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 А. 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, необхідно констатувати, що на більшості із них запровадження вартісного підходу навіть не планується [73].

Для забезпечення відповідності діяльності підприємства до вартісно-орієнтованих критеріїв прийняття рішень на ринку капіталів менеджмент у своїй діяльності, перш за все, має керуватися принципами забезпечення зростання вартості підприємства. А. Раппапорт запропонував десять принципів вартісно-орієнтованого управління. Проведемо адаптацію зазначених принципів у контексті забезпечення вартісноформуючої функції корпоративних фінансів. На рис 2.1 наведено авторське бачення принципів забезпечення вартісноформуючої функції та оцінка їх ролі для успішного залучення капіталу на ринку.

*Перший принцип* зводиться до того, що не потрібно надмірно використовувати прогнозування показників прибутку. Однак інвесторам потрібно обережно ставитися до подібних прогнозів. А. Раппапорт констатує, що майже всі компанії, цінні папери 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 відсотків публічних компаній направляють такого роду прогнози аналітикам з Wall-Street. Результати дослідження, які проведені в США, констатують, що 80 відсотків фінансових директорів крупних компаній вважають рівень інвестицій підприємств у розвиток, в оновлення основних засобів, персонал та інше дуже низьким для того, щоб досягти показників прибутковості, котрі відображені в прогнозах [381].

Загальновідомі фінансові проблеми з такими «надприбутковими» компаніями, як Worldcom, Parmalat, Nortel Networks, Swissair доводять тезу про непотрібність використання прибутку як базового критерію прийняття рішень, оскільки носії рішень не застраховані від маніпуляцій зі звітністю.



**Рис. 2.1. Принципи забезпечення вартісноформуючої функції корпоративних фінансів**

*Джерело:* розроблено автором.

Окрім цього, як доводять численні емпіричні дослідження, прибуток за своєю природою є показником, що зорієнтований на короткострокові рішення [315].

Для з'ясування питання, чи виконується вартісноформуюча функція, необхідні об'єктивні критерії вимірювання вартості підприємств та факту її генерування (чи поглинання). Саме тому *другий принцип* забезпечення вартісноформуючої функції корпоративних фінансів полягає у необхідності використання вартісно-орієнтованих показників як критеріїв прийняття

фінансових рішень. Це передбачає зміну орієнтирів із показників прибутку на показники майбутніх чистих грошових потоків «*cash-flow*», оскільки вартість підприємства – це еквівалент його цінності, який виражений в імовірній сумі грошей.

Величина майбутніх грошових потоків, котрі генеруватиме підприємство, визначає курс корпоративних прав і ринкову капіталізацію компанії. Ринкова капіталізація відображає довгострокові очікування потенційних інвесторів стосовно можливих чистих грошових потоків, котрі генеруватиме підприємство при заданому ринком рівні ризику, котрий знаходить своє відображення в ставці дисконтування. Якщо обсяг «*cash-flow*», очікуваний 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.

У цьому контексті німецькі економісти А. Кьоненберг та Р. Залфельд зазначають, що ринок капіталів засвідчує все більшу готовність до оцінки компаній на базі націлених на перспективу вартісно-орієнтованих показників, замість традиційних короткострокових оціночних критеріїв [320].

Найбільш відомим вартісно-орієтованим критерієм прийняття рішень є обґрунтований Дж. Штерном та Г. Стюартом показник економічної доданої вартості (EVA), який інколи позначається як залишковий, або економічний, прибуток. Він показує різницю між рентабельністю інвестованого капіталу та середньозваженими витратами на капітал [403]. Оцінка вітчизняної практики прийняття рішень із інвестування засвідчує, що, всупереч світовим тенденціям в Україні поширена теза про необхідність вкладання коштів в активи, які відзначаються «високим потенціалом короткострокового зростання». Відтак,



вартісно-орієнтовані критерії прийняття фінансових рішень використовуються дуже рідко.

*Третій принцип* тлумачить, що необхідно вкладати кошти у майбутнє. Аналіз біржової інформації показує, що часто відбувається суттєве зростання курсу акцій корпоративного підприємства протягом невеликого проміжку часу. Це означає відповідне збільшення ринкової вартості підприємства. Необхідно також визначити реакцію менеджменту на цю обставину. На початку, 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, варто перевірити прогнози щодо майбутніх грошових потоків та ризиків, які очікуються підприємством. Якщо зростання курсу акцій адекватне більш високим темпам зростання грошових потоків, котрі компанія не в змозі забезпечити, то така ситуація може свідчити, що ринок перебуває в очікуванні поглинання підприємства іншими зацікавленими суб'єктами та зміни управлінського персоналу. Отже, менеджмент має приймати нагальні рішення щодо масштабної реструктуризації полів бізнесу, які характерні недостатнім генеруванням доданої вартості. Якщо ж адекватні рішення з питань підвищення ефективності діяльності не будуть прийняті, то, на думку А. Раппапорта, підприємство може бути поглинуте іншими суб'єктами, з досить невтішними наслідками для менеджменту [382].

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 знищити) можна набагато швидше [381]. Компанії, у яких достатній обсяг ліквідних ресурсів та

незначний рівень заборгованості, для покращення своїх конкурентних позицій вдаються саме до операцій типу M&A. Так, за оцінками компанії у рекордному 2015 р. обсяг угод зі злиття і поглинання (M&A) в глобальному масштабі перевищив 4 трлн дол США. У 2016 р. сумарна вартість відповідних операцій зменшилася на 16%, але, все ж склала надзвичайно велику суму – 3,2 трлн дол США [413]. Зазначимо, що частка України у глобальному обсязі операцій M&A оцінюється на рівні 0,1%. Стратегічні трансакції з M&A 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 дол США [413].

Фінансовий менеджмент компаній, які залучають ресурси на ринку капіталів у процесі своєї діяльності має враховувати сигнали, що посилає ринок. Вироблення оптимального алгоритму реакції менеджменту компанії-емітента цінних паперів на інформацію, яка надходить з ринку капіталів, зокрема щодо ринкового курсу цінних паперів буде сприяти підвищенню ефективності функціонування всього ринку капіталів та оптимізує фінансове забезпечення підприємств. Результати моніторингу сигналів, що надходять з ринку, менеджмент підприємства має використовувати у процесі 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.

*Четвертий принцип* забезпечення вартісноформуючої функції полягає у необхідності оптимізації обсягів та структури інвестованого капіталу. Це означає, що компанії мають утримувати лише ті активи, 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, необхідно 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 характерні високим рівнем витрат та низькими вартісними показниками, то варто розглянути питання про можливий їх аутсорсинг.

Показники рентабельності мають відповідати ринковим очікуванням, які знаходять своє відображення у ринковому курсі акцій. Якщо підприємство виправдовує ринкові очікування, то доходи інвесторів відповідатимуть лише середній нормі дохідності. Для забезпечення доходів вищих, ніж їх середній рівень на ринку, результати діяльності компанії мають перевищувати ринкові очікування, або ж менеджмент має відкрити нові поля бізнесу, які характеризуються високим рівнем приросту вартості [381]. 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 аспекті А. Раппапорт, треба 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 володіє проект.

Відповідно до логіки цього принципу, необхідно приймати рішення про повернення власникам вкладених у підприємство коштів, за умови відсутні можливості нарощування вартості. Йдеться 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 користуванням капіталом, а з іншого – знижується ризик того, що надлишкові кошти менеджмент може використати для фінансування проектів, які поглинають вартість, наприклад на недостатньо підготовлені аквізиції [381]. Інвестори у цьому разі можуть розглянути більш прибуткові альтернативи вкладення коштів. Дотримання цього принципу не означає, однак, 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.

Урахування довгострокових очікувань ринку щодо зростання вартості компанії вказує на необхідність встановлення винагороди топ-менеджменту компаній за довгострокові вартісноформуючі результати діяльності. Ріст вартості підприємства неможливий також без залучення до вартісно-орієнтованого управління керівників структурних підрозділів та персоналу. Саме тому *п'ятий принцип* зводиться до забезпечення вартісно-орієнтованої мотивації менеджменту та персоналу. 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 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.

А. Раппапорт пропонує зорієнтувати системи мотивації топ-менеджменту на індекси, які залежать від ринкового курсу акцій або ж від 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. Йдеться про так звані DERO (*discounted equity risk option*). Ціна реалізації DERO щорічно збільшується на відсоток дохідності за десятирічними державними облігаціями (безризикова норма дохідності) та на премію за ризик у формі очікуваної ставки рентабельності власного капіталу.

У літературі можна зустріти обґрунтування й інших інструментів мотивації топ-менеджменту. Так, 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.

Винагороду менеджменту лінійних підрозділів також недоцільно прив'язувати до ринкового курсу акцій, чи до інших індикаторів, які

характеризують ефективність діяльності підприємства в цілому. Дана позиція пояснюється тим, що зростання курсу акцій та загальної вартості підприємства може відбуватися за рахунок доданої вартості, створеної іншими підрозділами, а не того, ефективність якого оцінюється. Навпаки, окремий центр відповідальності може генерувати додану вартість, тоді як в цілому по підприємству спостерігається зменшення вартості та зниження курсу корпоративних прав. Саме тому системи винагороди менеджменту децентралізованих підрозділів мають співвідноситися з показниками економічної доданої вартості, які генеруються відповідними підрозділами (центрами відповідальності). В даному випадку можна застосовувати різноманітні концепції: побудовані на показниках EVA, CVA чи DCF. Такий підхід дозволяє гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів.

В процесі реалізації стратегії зростання вартості, топ-менеджменту корпоративного підприємства варто пам'ятати про рядовий персонал. Створення доданої вартості без персоналу є практично неможливим. Показники обсягів реалізації, економічної доданої вартості, CFROI, ROCE тощо є корисними вартісними індикаторами, однак вони слугують орієнтирами для менеджменту підприємства чи структурних підрозділів. Задля забезпечення накопичення вартості необхідно також розробити і запропонувати необхідні кількісні та якісні цільові орієнтири рядовому персоналу. Необхідно також визначити, що, коли та як повинен здійснювати свої функції працівник задля забезпечення приросту вартості. З цією метою вартісно-орієнтовані показники рекомендується розщепити на дрібні фактори, що на них впливають. Зазначені фактори належить формалізувати у вигляді конкретних KPI (ключові показники результативності) для рядових працівників. Зазначені орієнтири мають бути чіткими та зрозумілими. З іншого боку, необхідно раціонально використовувати інструментарій стимулювання рядового персоналу, котрий знаходиться як у площині виплати заробітної плати, премій, соціальних виплат, так і в сфері збереження місця праці, кваліфікаційного та кар'єрного росту, виробничого клімату, участі в капіталі.

*Шостий принцип* полягає у необхідності забезпечення вартісно-орієнтованої комунікації з шехолдерами та стейкхолдерами. Йдеться про необхідність широкої імплементації інструментарію зменшення інформаційної асиметрії між підприємством та усіма групами інтересів, з яким воно має фінансові відносини. Завдяки цьому мають бути зменшені інформаційні ризики шехолдерів та стейкхолдерів. Принцип спрямований на необхідність збалансування ризиків топ-менеджерів, інвесторів, кредиторів та інших учасників фінансових відносин. Характеризуючи цей принцип, варто зауважити, що повністю вирівняти ризики менеджменту, шехолдерів та стейкхолдерів неможливо. Це зумовлено тим, що менеджмент як агент завжди буде мати переваги в інформаційному забезпеченні порівняно з іншими групами інтересів.

Однак компанії мають впроваджувати інструменти та моделі, які спрямовані на зменшення розриву між ризиками зазначених груп. До найбільш дієвих методів, спрямованих на збалансування ризиків менеджменту та власників, відносять ефективні системи корпоративного управління, а також зобов'язання топ-менеджменту до володіння певним пакетом корпоративних прав компанії. Наприклад, спеціальним договором може бути передбачено, що керівник підприємства має володіти пакетом акцій, ринкова ціна якого становить п'ять річних обсягів заробітної плати. Дієвість зазначеного інструмента підвищується, якщо акції, що належать керівництву, матимуть обмежену ліквідність, тобто, керівник не зможе продати їх у будь-який вигідний для себе час.

У рамках виконання цього принципу має бути забезпечення ефективна комунікація компанії з учасниками ринку капіталів. Через якісну комунікацію, як правило, знижується ціна залучення капіталу і зростає ринковий курс акцій. Учасники ринку капіталів повинні бути інформованими щодо майбутньої динаміки чистих грошових потоків й інших можливих факторів впливу на вартість компанії. З цією метою доцільно складати та оприлюднювати так званий репортинг про вартість компанії. Якщо рівень наявної комунікації

управлінського персоналу з інвесторами не задовольняє потреби інвесторів в інформації, то вони повинні ставити питання щодо відповідності менеджменту займаним посадам.

Підсумовуючи вищевикладені міркування щодо змісту та значення принципів забезпечення зростання вартості підприємства, можна стверджувати, що компанії, котрі декларують довгострокову стратегію зростання, не будуть в змозі її реалізувати без дотримання визначених принципів. Якщо менеджмент свою увагу сконцентрує на короткострокових цілях та на існуючій операційній діяльності, ігноруючи про 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 труднощі із залученням коштів. Логічною реакцією власників (інвесторів) на цю обставину буде зміна керівництва компанії.

Для спрямування фінансових рішень менеджменту на вартісно-орієнтовані критерії доцільно запровадити систему управління поведінкою, яка б ґрунтувалася на вартісно-орієнтованих показниках результативності. Це передбачає, зокрема, залежність винагороди (S) топ-менеджменту підприємств від значень вартісно-орієнтованих показників (наприклад EVA). Тобто має виконуватися умова:  $S = f(EVA)$ .

Вищевикладене доводить, що за використання вартісно-орієнтованої методології цільова функція підприємства-емітента в особі його менеджменту має співпадати з цільовою функцією інвесторів, які приймають рішення щодо вкладення коштів у підприємство. На наш погляд, у контексті спрямування діяльності менеджменту на досягнення вартісних цілей на підприємствах рекомендовано 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 у додатку А пропонується вартісно-орієнтована ієрархія ключових показників діяльності. Зазначена ієрархія є візуалізацією цільової функції інвесторів та емітента, що спрямована на максимізацію вартості компанії. На вершині вартісно-орієнтованої піраміди показників зафіксовано показник економічної доданої вартості (EVA). Загальний алгоритм розрахунку економічної доданої вартості має такий вигляд:

$$EVA = NOPAT - CE \times WACC. \quad (2.1)$$

Таким чином, відповідно до пропонованої моделі прийняття фінансових рішень, цільова функція емітента та інвестора полягає у максимізації EVA ( $EVA \Rightarrow \max$ ). Ця функція залежить від трьох змінних:

– NOPAT (*net operating profit after tax*), що характеризує величину прибутку компанії перед сплатою відсотків за кредити та після оподаткування (чистий прибуток + проценти за кредит);

– CE (*capital employed*) – інвестований в операційну діяльність капітал;

– WACC (*weighted average cost of capital*) – середньозважені витрати на капітал.

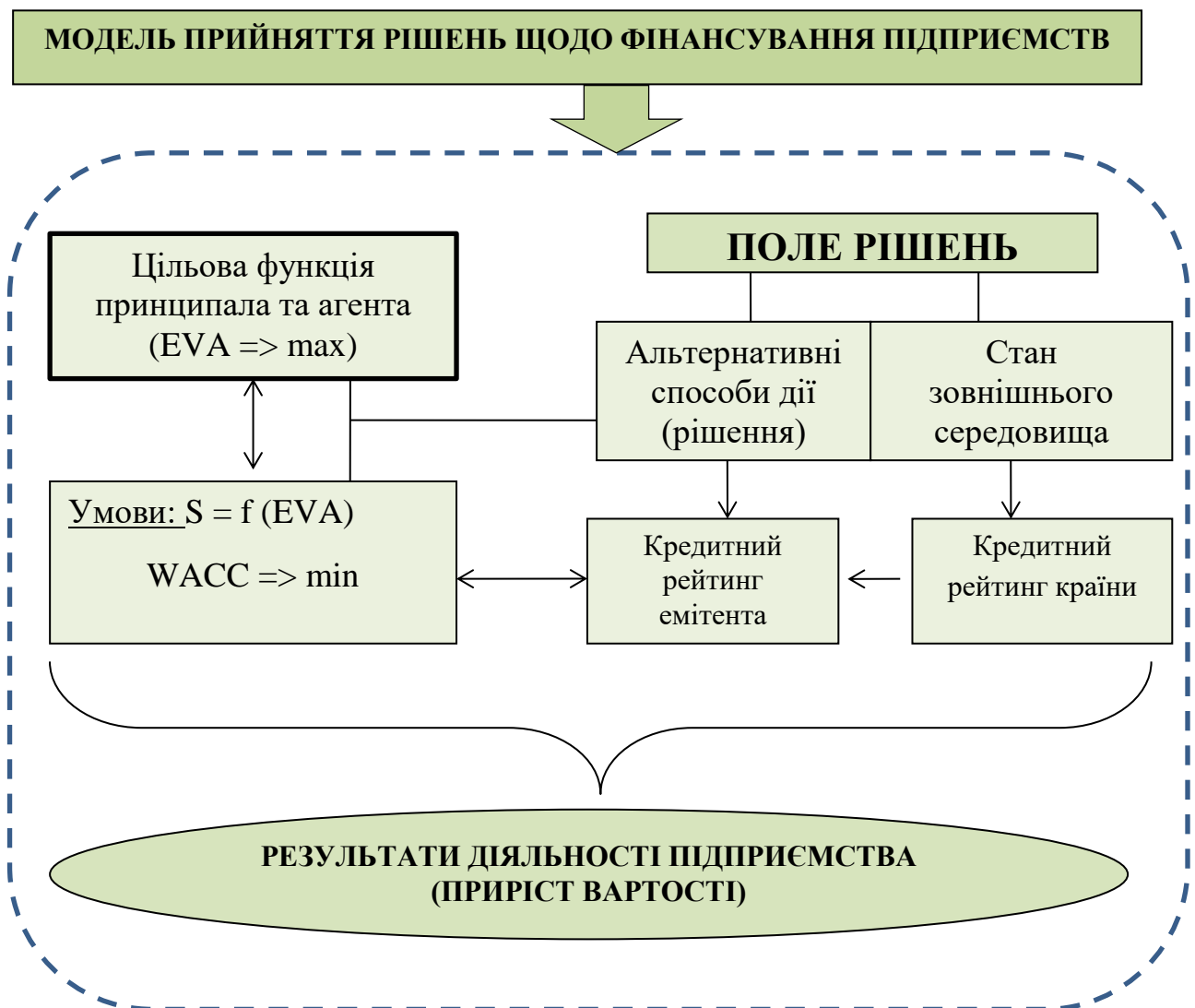
Розщеплення NOPAT на окремі фактори впливу дозволяє проводити ефективний їх моніторинг та аналіз відхилень. У пропонованій ієрархії показників зафіксовано також є ще один важливий індикатор, який характеризує не тільки результативність підприємства, а також його здатність формувати грошові потоки за результатами операційної діяльності (показник EBITDA), що уможливлює 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 конкретизується із залученням показника «*net operating working capital*» (NOWC), що характеризує чистий працюючий операційний капітал і розраховується як різниця між оборотними активами (без урахування поточних фінансових інвестицій) та поточними зобов'язаннями (не враховуючи фінансових зобов'язань). 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 в операційну діяльність капіталу дозволяє здійснювати моніторинг одного із ключових індикаторів ліквідності підприємства, яким є показник NOWC.

Для прийняття рішення щодо залучення коштів на ринку капіталів ключове значення мають середньозважені витрати на капітал (WACC). Цей параметр відображає очікування ринку (перш за все інвесторів) щодо дохідності вкладень у підприємство з урахуванням ризиків. Як впливає із dodatku A, вартісно-орієнтована модель показників містить 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 компанії.

Економічна додана вартість буде мати додатне значення у разі, якщо фактична дохідність інвесторів буде перевищувати вартість капіталу підприємств, що репрезентує очікувану дохідність капіталодавців. Іншими словами, вкладення у підприємство будуть вигідними, якщо кінцеві результати фінансової діяльності будуть кращими за ринкові очікування, котрі знайшли своє відображення в курсі акцій на момент їх придбання або на момент останнього звітного періоду. У разі оптимістичних прогнозів щодо перспектив генерування доданої вартості публічні компанії можуть на сприятливих умовах залучити капітал використовуючи емісію цінних паперів. Такі підприємства можуть суттєво зменшити процентні ставки за користування фінансовими

ресурсами та покращити структуру капіталу. А також навпаки, наслідком несприятливої ситуації зі створенням доданої вартості буде переорієнтація інвесторів на інші об'єкти вкладень або заміна управлінського персоналу компанії. Окреслена система показників логічно вписується у базову модель прийняття рішень щодо фінансування. Вона дозволяє з'ясувати фактори, що впливають на цільову функцію підприємства та інвесторів. З урахуванням вищевикладеного структурно-логічна схема моделі прийняття рішень щодо фінансування підприємств набуває вигляду, як це показано на рис. 2.2.



**Рис. 2.2. Методологічна компонента прийняття рішень щодо фінансування підприємств**

*Джерело: розроблено автором.*

Пропонована схема прийняття рішень щодо фінансування передбачає, що цільові функції агента (менеджменту підприємства-емітента) та інвестора

співпадають і спрямовані на максимізацію показника економічної доданої вартості. Вартісно-орієнтована складова має бути інтегрована у концепцію корпоративного управління на підприємстві, про що буде йтися у п'ятому розділі дисертації. Однією із ключових умов цього є мінімізація витрат на капітал, що передбачає покращення як суверенних кредитних рейтингів країни, так і рейтингів підприємства-емітента. Відтак, на результативність діяльності компанії (показник EVA) впливають обидві складові поля рішень: стан зовнішнього середовища та спосіб дій агента.

У разі необхідності на базі пропонованої системи можна побудувати модифікації для оцінки результативності окремих сегментів бізнесу чи корпорації в цілому. Чітка візуалізація та структурованість ключових детермінант та факторів, що впливають на результуючий показник, суттєво полегшує процес прийняття рішень.

Запровадження вартісно-орієнтованих критеріїв прийняття фінансових рішень сприятиме виконанню вартісноформулюючої функції корпоративних фінансів. Методологічні особливості визначення очікуваних витрат підприємства на капітал досліджуються у наступному підрозділі дисертації.

## **2.2. Ціна залучення капіталу як ринкова детермінанта фінансових рішень**

Поряд із цільовою функцією інвесторів та емітента невід'ємним елементом моделі прийняття фінансових рішень є поле рішень. Як зазначалося вище, поле рішень включає в себе сукупність альтернативних способів дії та множину можливих станів зовнішнього середовища. У контексті розвитку методологічної компоненти прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів вагомого значення набуває дослідження очікуваних ринком витрат підприємства на капітал як визначальної складової поля рішень щодо фінансування підприємств. У сучасній глобалізованій економіці ставка

витрат на капітал стає ключовим чинником алокації капіталу та інтегрованим орієнтиром прийняття рішень щодо фінансування компанії.

В умовах ринкової економіки процент є платою за користування капіталом, його ціною. 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. За усіма економічними канонами, ставка витрат на капітал, яка визначається ринком, враховує зазначені чинники. Відповідно до теорії фінансування, ставка витрат на капітал для підприємств-емітентів є саме тією очікуваною нормою дохідності на вкладений капітал інвесторами. Ціна капіталу є інтегральним виразом сукупності ризиків, факторів і витрат, пов'язаних із наданням підприємствам капіталу, а також його очікуваної результативності [134]. З'ясування ключових факторів, що впливають на усереднену процентну ставку, за якою підприємство залучає капітал у контексті прийняття фінансових рішень, на рівні підприємств належить до числа актуальних наукових проблем.

У науково-практичній літературі можна зустріти численні теоретико-методологічні дослідження взаємозв'язків ризиків та ціни залучення капіталу. Найбільш відомими у цьому контексті є розробки А. Дамодарана [52], Р. Брейлі та С. Майерса [384], Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муріна [95]. Серед вітчизняних фахівців, що вивчають питання розрахунку ставки дисконтування та кредитних рейтингів, досить знаними є роботи А. Груя, В. Лепушинського, С. Николайчука [351], О. Терещенка [261], В. Корнеєва [89], А. Крисоватого, А. Дробязко, В. Федосова [98]. Аналіз наукових праць за відповідною проблематикою засвідчує, що їх автори фокусують свою увагу здебільшого на питаннях розрахунку витрат на капітал для компаній, корпоративні права котрих обертаються на організованому фондовому ринку або ж на базовій процентній ставці. У численних вітчизняних публікаціях акценти робляться на ролі Національного банку та Уряду України в активізації кредитування підприємств. Дуже часто результатом наукових пошуків є нічим не

обґрунтовані заклики до зниження процентних ставок без з'ясування фундаментальних причин реального їх рівня. Натомість ігноруються методологічні постулати прийняття фінансових рішень, що закладені в описаній вище базовій моделі, взаємозв'язки процентної ставки на позичковий капітал та безризикової ставки, імовірності дефолту, а також величина можливих збитків кредитора у разі виникнення проблемної заборгованості. Поза увагою дослідників залишається комплекс проблем, пов'язаних із оцінкою витрат на капітал підприємств, що функціонують в умовах перманентної макро- та мікроекономічної кризи, за відсутності ефективного фондового ринку та суверенних рейтингів спекулятивного та переддефолтного рівнів. Саме в такій ситуації був корпоративний сектор України протягом 2014–2018 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 [98]. У категоріях базової моделі прийняття фінансових рішень зазначені чинники належать до компоненти стану зовнішнього середовища, на які учасники ринку капіталів мають обмежені можливості впливу, та які все ж суттєво впливають як на результуючі показники, так і на характер фінансово-інвестиційних рішень. Вплив на стан зовнішнього середовища, в якому функціонує локальний ринок капіталу, можна здійснювати через інструменти державної фінансової політики, яка, серед іншого, має бути спрямована на локалізацію зазначених фундаментальних факторів.

Окремі представники наукових та політичних кіл відстоюють антиринковий підхід, що полягає у необхідності жорсткого 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.

Тим часом 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 якої не можна ухвалювати рішення про форми залучення капіталу [26]. Визначальним прикладом такого підходу до трактування витрат на капітал є очікування щодо його дохідності з урахуванням оцінок ризиковості вкладень за наявної інформації. Щодо способів визначення зазначеної норми рентабельності можна зустріти досить контroversійні точки зору.

На рисунку 2.3 відображені критерії та ракурси, відповідно до яких доцільно досліджувати питання ціни залучення капіталу корпоративним підприємством.

На наш погляд, питання ціни залучення капіталу корпоративним підприємством варто досліджувати із таких точок зору:

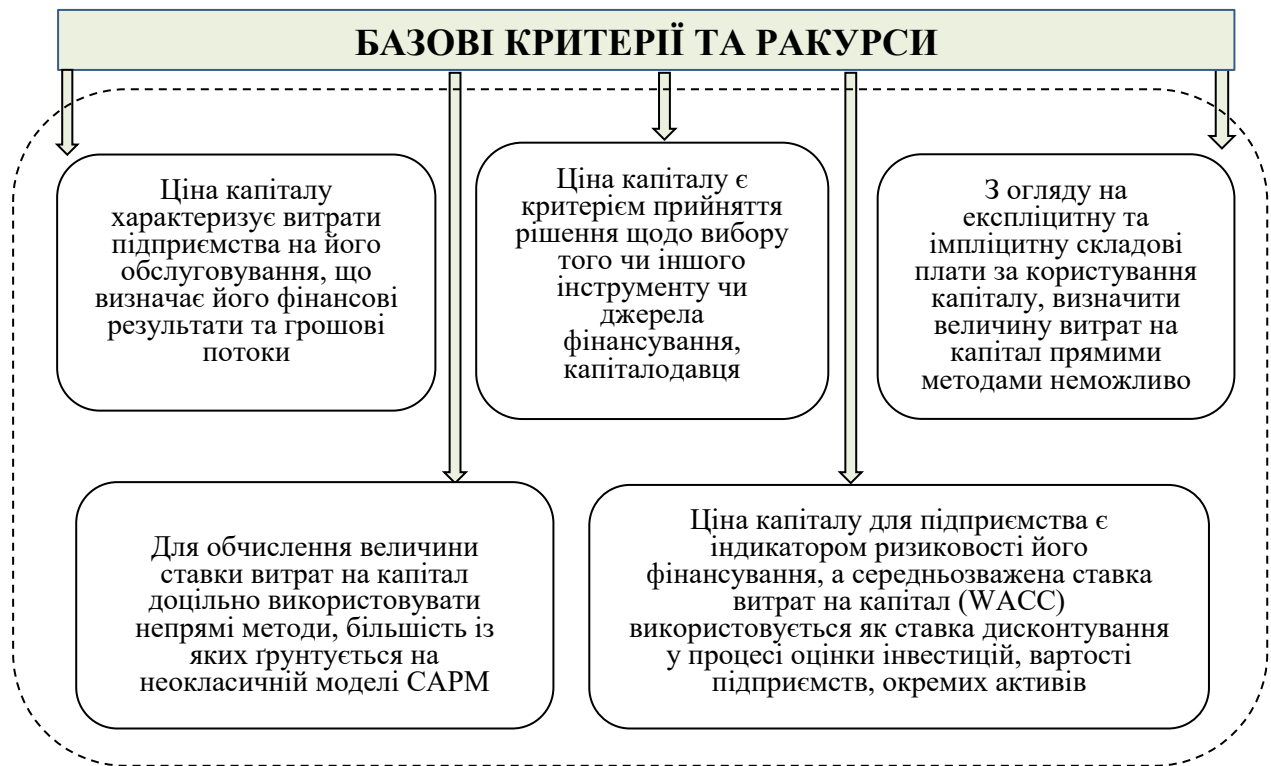
– по-перше, ціна капіталу може бути критерієм доцільності його залучення, відповідно, прийняття рішення щодо вибору того чи іншого інструменту чи джерела фінансування, капіталодавця;

– по-друге, ціна капіталу характеризує 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 користування 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 ґрунтується на неокласичній моделі CAPM.



**Рис. 2.3. Критерії та ракурси, відповідно яких доцільно досліджувати питання ціни залучення капіталу корпоративним підприємством**

*Джерело:* узагальнено та запропоновано автором.

Відповідно до теорії Дж. М. Кейнса, інвестиційні рішення залежать від граничної ефективності капіталу, яка відображає відношення між ціною пропозиції капітальних активів та їх очікуваною дохідністю. Йдеться про ставку відсотка, яка зрівнює теперішню вартість ряду річних доходів від використання активу з ціною його пропозиції [78]. З огляду на те, що інвестиції будуть вигідними до тих пір, доки гранична ефективність капіталу дорівнюватиме ринковій дохідності, інвестори прагнуть вкладати кошти у недооцінені активи. З іншого боку, курс емісії акцій має забезпечити максимальний емісійний дохід для емітента.

Для з’ясування каналів впливу ставки витрат на капітал щодо прийняття фінансових рішень слід з’ясувати фактори, від яких залежить відповідна ставка.



Поняття «витрати на капітал» є досить неоднозначним. Тому необхідно розрізнити 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 дохідності на капітал, що надається інвесторами та кредиторами [367]. Оскільки рівень ризиків кредиторів та інвесторів є неоднаковим, різною є також і очікувана ними норма дохідності. Для кредиторів вона буде нижчою, а для держателів корпоративних прав – вищою. На перший погляд, для оцінки загальної величини витрат корпоративного підприємства на капітал достатньо провести аналіз статей фінансової звітності, які розкривають обсяг фінансових витрат та суму сплачених дивідендів. Однак відповідна інформація є неповною, оскільки не враховує цілий ряд прихованих, імпліцитних витрат. Виникає логічне запитання щодо: значень витрат на капітал, якими необхідно оперувати під час прийняття рішень по залученню капіталу та його вкладення і доцільності використовувати інформацію щодо процентних ставок і ризиків, які мали місце у попередніх періодах в процесі прийнятті поточних фінансових рішень.

Звернемо увагу на досить спірну тезу, яка часто зустрічається у вітчизняних науково-практичних джерелах. Йдеться про твердження, що в Україні сформувалась специфічна структура позичкового капіталу, коли незначна частина його є справді «платною», а більша – безплатною [26]. Автори такої інтерпретації «платності» боргового капіталу використовують виключно експліцитний підхід до урахування 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 відображення у звітності. Перш за все йдеться про платежі за користування комерційними позиками (наприклад кредиторська заборгованість) та приховані платежі на користь окремих власників. Зазначені платежі здебільшого знаходять своє відображення у вигляді завищених витрат

за постачання сировини, матеріалів, інших товарів, робіт, послуг, що відносяться на витрати, або ж у вигляді недоотриманих доходів.

Численні дослідження засвідчують, що ризики, пов'язані з наданням комерційних позик, є вищими порівняно з банківськими чи облігаційними позиками [420]. Відтак, плата за користування такими позиками 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» є хибними як з теоретичної, так із методологічної та практичної точок зору [26].

Це ж стосується висновку, що вартість функціонуючого власного капіталу обчислюється на основі суми чистого прибутку, яка виплачена власникам, поділеної на величину власного капіталу [33]. 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. Хоча ряд авторів саме на цьому і наголошують. Так, характеризуючи переваги IPO як способу залучення власного капіталу, О. Замазій. зазначає, що «IPO – це беззаперечна можливість залучення безоплатного (якщо упустити витрати, пов'язані з підготовкою проведення IPO) і безстрокового капіталу» [62]. На прикладі цієї тези бачимо, що в окремих випадках застосовується методологічно невірне трактування поняття «витрати на капітал», зокрема до зазначених витрат відносять виключно накладні витрати, пов'язані із процедурою залучення капіталу. Витрати ж, пов'язані з оплатою винагороди капіталодавцям (у даному випадку інвесторам), не беруться до уваги.

Як справедливо наголошують А. Крисоватий, В. Федосов та Н. 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 [99, с. 17-21]. Цю думку варто доповнити тезою про те, що зниження ціни капіталу може бути також наслідком застосування невірних підходів до оцінки витрат на капітал та факторів, що на них впливають.

Очевидно, що ставка витрат на капітал, яка дійсна у певний період, використовується задля обґрунтування поточних рішень, а не тих, які були прийняті раніше. Тому потрібно враховувати діючі на ринку на момент оцінки процентні ставки, а також ризики, що впливають із наявної на даний момент часу інформації. У контексті прийняття фінансово-інвестиційних рішень, під витратами на капітал треба 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 [371]. Відтак, визначення ставки витрат на капітал має оціночний характер з елементами прогнозування [326].

Від чіткої ідентифікації факторів впливу на ринковий курс та дохідність залежать усі ключові рішення щодо акцій та облігацій: номінальна вартість, курс емісії, величина купона, терміни погашення тощо. Водночас визначальним параметром, від якого залежать рішення щодо фінансування, є премія за ризик вкладень у фінансові інструменти. Відтак, з'ясування ключових детермінант премії за ризик є запорукою розробки заходів щодо зниження процентних ставок, відповідно – здешевлення ресурсів для підприємств корпоративного сектору економіки. За домінуючим у корпоративних фінансах підходом, середньозважена ставка витрат на капітал (WACC) відповідає граничним

ставкам витрат за кожним із джерел залучення капіталу. Як правило, вона обчислюється виходячи із часток власного (інвестованого) та боргового капіталу [73; 95]:

$$WACC_T = R_E \times \frac{E}{C} + (1 - T) \times R_D \times \frac{D}{C}, \quad (2.2)$$

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 у періоді;

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

$T$  – податковий мультиплікатор, що характеризує величину податкового щита.

Виходячи з алгоритму 2.2, витрати на капітал є інтегрованим відображенням 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 облігації. На величину витрат за кожною із цих складових впливає окремий комплекс факторів. Причому певні із них є спільними для обох ключових інструментів залучення коштів. До спільних факторів впливу можна віднести множину можливих станів зовнішнього середовища ( $S$ ), в якому функціонує підприємство. Відповідний стан зовнішнього середовища знаходить своє кількісне відображення у величині безризикової ставки дохідності та середньої премії за ризик на відповідному ринку капіталів.

Водночас на очікувану дохідність за акціями більшим чином впливають ризики волатильності, а на дохідність за облігаціями – ризики дефолту, які відображаються 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 цього 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*):

$$R_E = r_f + (R_m - r_f) \times \beta . \quad (2.3)$$

Отже, ставка витрат на власний капітал визначається впливом таких факторів: безризикової ставки дохідності ( $r_f$ ), дохідності диверсифікованого ринкового портфеля інвестицій ( $R_m$ ) та величини систематичного ризику ( $\beta$ ). Тоді як перші два чинники 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 [366], Дж. Моссінім та В. Шарпом [366; 397], інвестори можуть диверсифікувати усі інвестиційні ризики, за винятком загальноекономічних ризиків, які впливають на діяльність усіх підприємств. Сукупний ризик фінансування окремого підприємства чи активу складається із систематичного ризику, що характеризує рівень коваріації дохідності конкретного об'єкта вкладень із дохідністю по ринку в цілому, 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.

Проблема, однак, полягає у тому, що для підприємств, корпоративні права яких не мають обігу на розвинених фондових ринках, розрахувати коваріацію між дохідністю відповідних акцій та ринковим індексом неможливо. Для таких підприємств рекомендується використовувати адаптаційні алгоритми, для чого необхідна інформація щодо аналогових чи секторальних величин систематичного ризику ( $\beta$ ) по компаніях, акції яких мають обіг на розвинених ринках.

Досліджуючи питання ціни залучення підприємствами боргового капіталу, необхідно розрізнити капітал залучений на основі емісії корпоративних облігацій та на основі банківського кредитування. В обох випадках процентна ставка є сумою безризикової ставки дохідності та кредитного спреду. Останній визначається у базових пунктах і безпосередньо залежить від рівня ризиковості об'єкта фінансування. Йдеться 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:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{I+F}{(1+rf+cs)^t} , \quad (2.4)$$

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 2.4, 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. Таким чином, що вищою є ринкова вартість фінансового інструменту, тим нижчими будуть витрати підприємства на капітал, відповідно, нижча дохідність вкладень для капіталодавців.

Аналізуючи фактори впливу на ціну боргового капіталу, потрібно розрізнити процентну ставку на позиковий капітал, яка зафіксована в угоді, та витрати на позиковий капітал (*cost of debt*). У першому випадку йдеться про ставку, котра визначає вимоги кредиторів до боржника. Експліцитні витрати на позиковий капітал відображаються у статті «фінансові витрати» Звіту про фінансові результати підприємств. Доволі часто ставку витрат на позиковий капітал розраховують як виражене у процентах 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, враховуючи ризики, які існували на час укладання кредитних договорів чи емісії боргових цінних паперів;

– у статті «фінансові витрати» наводяться зведені дані за всіма витратами на позиковий капітал, відтак, 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 виникати 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, яка розрахована за бухгалтерським підходом, враховує інформацію щодо суми визнаних витрат, пов'язаних із нарахуванням та сплатою процентів тощо за користування кредитами банківських установ, витрат, котрі пов'язані з випуском, обслуговуванням та обігом власних цінних паперів, нарахуванням відсотків за договорами кредитування (окрім банківських кредитів), фінансового лізингу тощо. Очевидно, що визначена таким чином відсоткова ставка відображає фактичні суми фінансових витрат, котрі були нараховані (сплачені) у звітному періоді. Такі суми є наслідком очікуваної кредиторами норми дохідності позичкового капіталу на момент надання позики з урахуванням дійсних на даний момент відсоткових ставок і оцінок щодо ризиковості фінансування відповідного активу корпоративного підприємства.

Дослідимо тепер різницю між процентною ставкою, зафіксованою в умовах емісії облігацій (чи у кредитній угоді), 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 договірної процентної ставки за користування позикою. Це зумовлено фактором податкового щита, а також іншими чинниками, зокрема імовірністю



дефолту позичальника та оціночною величиною можливих збитків кредитора у разі невиконання боржником своїх зобов'язань.

Розглянемо перший зі згаданих чинників, так званий податковий щит (*tax shield*). Податковий щит характеризує певну економію на податкових платежах боржника у результаті того, що відповідно до вітчизняного податкового законодавства, до складу витрат підприємств для цілей оподаткування відносяться будь-які витрати, які пов'язані з нарахуванням відсотків за борговими зобов'язаннями (а також за будь-якими кредитами та позиками) впродовж звітного періоду, якщо такі нарахування відбуваються у зв'язку із 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 ( $r^D$ ). Відтак, реальна ставка залучення позикового капіталу ( $R^D$ ) з урахуванням податкового щита ( $TS$ ) визначається за наступним алгоритмом:

$$R^D(TS) = (1 - T) \times r^D. \quad (2.5)$$

Якщо абстрагуватися від впливу податкового щита, ставки витрат на позичений капітал та проценті ставки, зафіксовані в умовах випуску облігацій, співпадають лише у разі високих кредитних рейтингів позичальників. Що більшою є імовірність дефолту боржника (нижчий рейтинг), тим більшою буде різниця між зазначеними ставками. Саме такою є ситуація в Україні, де левовій частці підприємств характерний низький рівень кредитоспроможності, а відтак – висока імовірність дефолту та рейтинги спекулятивного рівня. Отже, для з'ясування величини витрат на позиковий капітал, перш за все, необхідно оцінити імовірність дефолту позичальника ( $PD$ ). Відповідні розрахунки здійснюються у процесі рейтингування підприємств.

Оскільки процентна ставка на борговий капітал включає в себе безризикову ставку відсотка та надбавку за кредитний ризик, величину  $PD$  можна вважати базою для визначення розміру зазначеної надбавки. Проблема,

однак, полягає у розробці адекватної схеми трансформації значення PD у величину премії за ризик. Залежність кредитного спреду від рейтингу облігацій 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 збільшенням 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 базисних пунктів, а з рейтингом В – 858 базисних пунктів [326].

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:

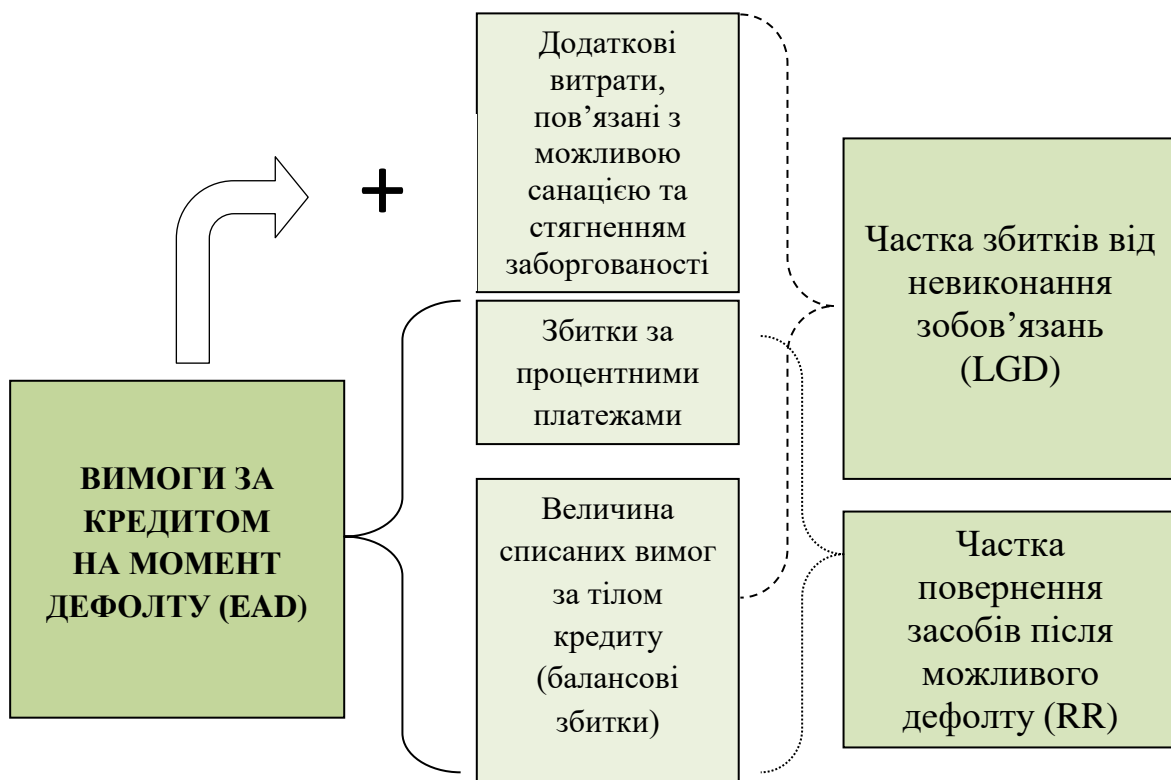
- рівнем безризикової ставки, яка залежить як від глобальних тенденцій розвитку ринків капіталів, так і від комплексу політико-економічних факторів на конкретному локальному ринку;

- розміром плати за користування ресурсами, що визначається локальним ринком;

- величиною надбавки за кредитний ризик (ризик дефолту) конкретного позичальника.

Як уже зазначалося, ціна позикового капіталу відображається у процентній ставці, яка фіксується у відповідній угоді. Відповідно до концепції САРМ, 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 варто 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. 2.4.



**Рис. 2.4. Трансформація EAD у LGD**

*Джерело:* складено автором відповідно до вимог Базель II.

Як бачимо, максимальна частка збитків від невиконання зобов'язань відповідає борговим вимогам на момент дефолту та додатковим витратам, пов'язаним зі стягненням боргу.

Наведена схема трансформації складена відповідно до вимог Базель II і стосується вимог за банківськими кредитами. Однак, її з успіхом можна

використовувати і при аналізі боргових зобов'язань за корпоративними облігаціями.

Визначення зазначених на рис. 2.4 параметрів пов'язано з рядом методичних та інформаційних проблем, які до цього часу не знайшли свого однозначного вирішення. У рамках інтегрування оцінок кредитних ризиків, очікуваних збитків від знецінення активів (вимог за облігаціями) у розрахунку ставки витрат на позиковий капітал визначається показник LGD, який характеризує виражену у відсотках питому вагу збитків кредитора у разі невиконання позичальником зобов'язань (*Loss Given Default*).

Що стосується дефініції «збиток від невиконання зобов'язання», то за визначенням Європейської комісії (*European Commission, 2003, Article 1 (47)*) [330]: «під збитками слід розуміти всі економічні збитки, з урахуванням 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. Показник LGD розраховується з урахуванням оцінки очікуваної частки повернення засобів (*recovery rate, RR*) у разі можливого дефолту позичальника. Ця частка залежить від сум, які кредитор 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 і так званий *workout*-метод (з урахуванням 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 (див. рис. 2.2). Враховуючи вищевикладене, алгоритм розрахунку параметра LGD за workout-методом набуває такого вигляду:

$$\text{LGD} = 1 - \text{RR} = 1 - \frac{\text{CiF}_{\text{PV}} - \text{CoF}_{\text{PV}}}{\text{EAD}} = \frac{\text{EAD} - (\text{CiF}_{\text{PV}} - \text{CoF}_{\text{PV}})}{\text{EAD}} = \frac{\text{EL}}{\text{EAD}}. \quad (2.6)$$

$\text{CiF}_{\text{PV}}$  та  $\text{CoF}_{\text{PV}}$  – відповідно, очікувані вхідні грошові потоки за борговим інструментом та вихідні грошові потоки, пов'язані зі стягненням заборгованості;

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

Якщо різницю між  $\text{CiF}_{\text{PV}}$  та  $\text{CoF}_{\text{PV}}$  позначити як FtD, то матиме місце вираз 2.7, який характеризує величину повернення засобів з урахуванням можливого дефолту:

$$\text{FtD} = \text{EAD} \times (1 - \text{PD}) + \text{EAD} \times \text{RR} \times \text{PD} = \text{EAD} \times (1 - \text{PD} \times \text{LGD}). \quad (2.7)$$

Величина збитків у разі невиконання боржником договірних зобов'язань:

$$\text{EL} = \text{EAD} - \text{FtD} = \text{EAD} \times \text{PD} \times \text{LGD}. \quad (2.8)$$

З урахуванням виразів 2.7 та 2.8 взаємозв'язок між процентною ставкою, зафіксованою в договорі ( $r^D$ ) та ставкою витрат на позиковий капітал ( $R^D$ ) можна виразити такою рівністю:

$$\frac{EAD}{1+r^D} = \frac{EAD \times (1 - PD \times LGD)}{1+R^D} \quad (2.9)$$

З урахуванням рівності 2.9, отримуємо алгоритм для розрахунку ставки витрати на позичений капітал:

$$R^D = r^D \times (1 - PD \times LGD) - PD \times LGD \quad (2.10)$$

Вираз 2.10 діє розрахунків за один період. Однак, у разі необхідності, з використанням відповідної логіки та математичних перетворень можна обґрунтувати відповідний алгоритм для багатьох періодів [326].

Для підтвердження тези щодо збільшення розриву між договірною процентною ставкою та ставкою витрат на борговий капітал зі зростанням імовірності банкрутства, розглянемо борговий інструмент, фіксована (договірна) процентна ставка за яким становить 25%, імовірність дефолту – 5%, а частка очікуваних збитків у разі дефолту 50%. Ставка витрат на борговий капітал за заданих параметрів становитиме 24,35% (різниця 65 базисних пунктів). У разі зростання імовірності дефолту до 20%, величина ставки витрат на капітал становитиме 22,4% (різниця між договірною процентною ставкою та ставкою витрат зросте до 260 базисних пунктів). Таким чином, приходимо до парадоксального, на перший погляд, висновку: за фіксованої ставки відсотка на борговий капітал, зі зростанням кредитних ризиків та імовірності дефолту, знижується ставка витрат на капітал. За інших рівних умов, внутрішня (фундаментальна) вартість підприємства зростатиме. Це пояснюється тим, що за фіксованої процентної ставки за борговим інструментом ризику дефолту

перекладаються на рахунок кредиторів, які уже надали капітал. Такий парадокс проявляється у тому, що ринкова вартість боргу буде зменшуватися.

У контексті прийняття фінансових рішень така ситуація вказує на те, що зі збільшенням імовірності дефолту може зменшуватись ставка дисконтування, і як наслідок, може підвищуватись вартість активів корпоративного підприємства та ефективність інвестицій, забезпечених за рахунок позикового капіталу з фіксованою процентною ставкою. Окрім цього, відбувається перерозподіл бруто-вартості корпоративного підприємства через можливе зниження ринкової вартості зобов'язань (позикового капіталу) і відповідного зростання вартості власного капіталу. Отже, із теоретичної точки зору, при наявності боргів з фіксованою відсотковою ставкою, погіршення рейтингів підприємства може призвести до зниження ставки витрат на позичковий капітал та підвищення вартості компанії. Однак, результати емпіричного аналізу підтверджують, що між біржовим курсом, відповідною ринковою капіталізацією корпоративного підприємства та їх рейтингом, існує стійка кореляційна взаємозалежність: зі зниженням рейтингів падає біржовий курс акцій, внаслідок цього, знижується вартість компаній [368]. З іншого боку, вельми складно підтвердити за допомогою економічних розрахунків, як впливає зниження курсу цінних паперів на біржі на рейтинг. Цілком імовірно, що причиною зниження курсу фінансових інструментів може бути психологічні чинники, котрі досліджуються у межах теорії біхевіористичних корпоративних фінансів [265].

Для кредиторів збільшення імовірності дефолту боржника своїм наслідком має зменшення імовірності отримання платежів за кредитами. Через це вони вимушені зменшувати справедливу вартість активів, що пов'язані із вкладеннями коштів у підприємство через їх можливе знецінення. Факт зростання імовірності дефолту (у разі його своєчасного виявлення) відображається у зростанні процентних ставок за майбутніми кредитами, які надаватимуться підприємству. Одночасно із зростанням договірних процентних ставок, збільшуватимуться також витрати на позичковий капітал підприємства.

Що більш недосконалыми є методики оцінювання кредитних ризиків та імовірності 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 із використанням ринкової процентної як ставки дисконтування. Зазначена ставка має містити в собі актуальні процентні ставки на відповідному ринку, а також імовірність дефолту (рейтингу) позичальника включно із термінами погашення.

Таким чином, відсоткові ставки, за якими залучається позиковий капітал підприємствами, диференціюються залежно від інструменту фінансування, що використовується, та терміну залучення капіталу. Це пояснюється різними ризиками для позикодавців, що характерні для окремих фінансових інструментів. Відповідно до базової моделі прийняття фінансових рішень, зазначені кондиції формують поле фінансових рішень у частині сукупності альтернативних способів дії [298].

Проводячи інвестиційні розрахунки та оцінку вартості цінних паперів, фінансові аналітики та менеджмент підприємств мають чітко диференціювати бухгалтерську ставку витрат на капітал, що мала місце у звітному періоді, процентну ставку на капітал, яка зафіксована в угодах та очікувану ринком ставку витрат на капітал. Така ставка має прийматися задля розрахунку ставки дисконтування і використовуватися для обґрунтування фінансових рішень. Відповідна ставка характеризує очікування (а згодом і вимоги) капіталодавців щодо дохідності вкладень у підприємство з урахуванням ризиків на момент прийняття рішень.



Імовірність дефолту є важливим чинником, що впливає на очікувану норму дохідності інвесторами та кредиторами. Відтак, для зниження процентних ставок (витрат на капітал) необхідно оптимізувати параметр імовірності дефолту. Йдеться про фактор поля прийняття рішень, на який безпосередньо може вплинути підприємство як агент у системі принципал-агент відносин. Цього можна досягти через покращення фінансових показників діяльності підприємств, підвищення їх інформаційної прозорості та використання транспарентних і коректних рейтингових систем. 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 імовірності дефолту позичальника на очікувану ринком ставку витрат на капітал. Це питання тісно пов'язане із проблематикою рейтингування, яке буде розглянуте у наступному підрозділі дисертації.

### **2.3. Кредитно-інвестиційний рейтинг підприємства та його вплив на прийняття фінансових рішень учасниками ринку капіталів**

Світова практика засвідчує, що процентні ставки, за якими можуть залучати капітал суверенні уряди країн, фінансові установи та окремі підприємства значною мірою залежать від їх кредитно-інвестиційних рейтингів. Причому рейтинг впливає на премію за ризик надання як боргового, так і інвестиційного капіталу. Інформація щодо рейтингів використовується як для оцінки кредитних ризиків, так і в процесі управління інвестиційним портфелем. Низькі рейтинги свідчать про високий рівень імовірності дефолту об'єкта фінансування. Відтак, 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. Стосовно України більшість іноземних інвесторів переоцінюють ризики. Надто низькі рейтинги України провокують високі очікування інвесторів щодо премії за ризик, яку на практиці неможливо реалізувати. При цьому значний вплив на можливі ризики вкладень справляє суб'єктивна оцінка латентних ознак [293]. Це є однією з причин хронічного дефіциту інвестиційних ресурсів. Оскільки вітчизняний фінансовий ринок є банкоцентричним, основним оферентом капіталу на ньому є банки. Останні часто недооцінюють ризики, у тому числі для цілей оптимізації резервів під активні операції. Недооцінка є наслідком неповного урахування латентних суб'єктивних характеристик позичальників.

Рейтингова оцінка є важливим інструментом зниження інформаційної асиметрії, перш за все на ринку облігацій. З метою посилення впливу рейтингування на підвищення інформаційної ефективності вітчизняного ринку капіталів у даний час проводиться робота щодо оновлення законодавства з питань рейтингування, зокрема на стадії узгодження знаходиться проект Закону України «Про рейтингування». Ще недостатньо дослідженими залишаються питання методології, яку використовують рейтингові агентства. Це питання тісно пов'язане із впливом інформації щодо рейтингу на здатність підприємства залучати фінансові ресурси з різноманітних джерел.

У проекті Закону України «Про рейтингування» виокремлено такі об'єкти рейтингового оцінювання: рейтингований суб'єкт, борг, фінансове зобов'язання, боргові цінні папери, привілейовані акції або інші фінансові інструменти чи активи, а також рівень корпоративного управління юридичної особи чи інша господарська діяльність суб'єкта господарювання [160]. Ключове методологічне питання, пов'язане із рейтингуванням, полягає в об'єктивності визначення імовірності дефолту. Значення імовірності дефолту (*default probability*) є визначальним чинником, від якого залежить діяльність емітента на ринку капіталів та успішність розміщення цінних паперів, зокрема облігацій. Відповідно до нормативно-правових актів, обставини, що

спричиняють 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 [161].

Проблематика оцінювання імовірності дефолту, відповідно і кредитних ризиків, не втрачає своєї актуальності. Це зумовлено тим, що через певний проміжок часу змінюються зовнішні та внутрішні умови діяльності позичальників, з'являються нові ризики 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 варто розглядати у двох площинах:

- якість методології оцінювання ризику дефолту – порядок (методика) визначення рейтингового класу та спосіб розрахунку імовірності дефолту позичальника, порядок інтегрування показника імовірності дефолту у механізм прийняття фінансових рішень, у тому числі рішень щодо величини процентних ставок, порядок урахування якісних ознак кредитоспроможності;
- способи уникнення дефолту та підтримання фінансових параметрів емітентів на достатньому рівні.

Рівень інформативності рейтингових оцінок залежить від їх об'єктивності. Однак будь-який рейтинговий аналіз не позбавлений суб'єктивності. Це пояснюється вибором того чи іншого методу рейтингування, набором інформаційних джерел та вибіркової сукупності підприємств, на основі яких розробляється рейтинг, суб'єктивністю аналізу якісних критеріїв. На наш погляд, проблематика рейтингового оцінювання полягає у наступній дилемі. З одного боку, об'єктивність рейтингу забезпечується застосуванням статистично-математичних методів для обробки показників фінансової

звітності минулих періодів. Проте використання історичних даних не завжди може об'єктивно описати тенденції, що очікуються у майбутньому. Для цього потрібно застосовувати суб'єктивні експертні оцінки. З іншого боку, зазначені оцінки можуть зменшити об'єктивність рейтингу. Таким чином, чим більше рейтинг зорієнтований на майбутнє, тим менш характерним для нього є рівень об'єктивності. Всупереч цьому, в об'єктивних оцінках інформації минулих періодів відсутні прогностичні елементи. Вважаємо, що рейтинг має не лише інформувати ринок про здатність підприємства виконувати свої боргові зобов'язання (що переважно ґрунтується на аналізі «*ex-post*»), а й надавати сигнали щодо потенціалу генерування вартості (прогностичний аналіз «*ex-ante*»). Це означає, що в основі рейтингу мають бути покладені не лише математичні формули, а й експертні судження.

Згідно з пропонованою гіпотезою, для визначення імовірності тривалого дефолту підприємства (відповідно при формуванні рейтингу), є необхідним взяти до уваги наступне:

- 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 [246]. Варто зазначити, що кваліфіковано оцінені латентні ознаки дефолту доцільно ураховувати як при прийнятті інвестиційних, так і кредитних рішень.

Суб'єктивність урахування латентних ознак імовірності дефолту є слабким місцем багатьох систем рейтингової оцінки. Прямі методи оцінки імовірності 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 кількістю факторів імовірності дефолту. Всупереч описаному при розрахунку не мають ураховуватися чинники, що відносяться до латентних ознак імовірності дефолту. Підхід вирішує проблему «оцифрування» латентних характеристик ризиків фінансування. Він дозволяє з високим рівнем точності визначити імовірність дефолту. Однак 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, оскільки розробники теоретичних моделей здебільшого не ураховують 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.

Якщо існує сигніфікатний зв'язок між рейтингом та ринковою вартістю облігацій та акцій, то рейтинг можна віднести до ключових детермінант прийняття рішень на ринку капіталів. Відповідно до нашого припущення, показники імовірності дефолту, які відображаються у кредитних рейтингах підприємства, впливають як на його кредитоспроможність, так і на вартість. Відтак, виправданою є теза, відповідно до якої інформація щодо рейтингів впливає не лише на вартість залучення позик, а й на ціну залучення власного капіталу [412]. Це означає, що рейтинг впливає на окремі сегменти ринку цінних паперів з одного боку, та є інструментом підвищення інформаційної ефективності усього ринку капіталів – з іншого.

Рейтинговим оцінкам властивий певний суб'єктивізм та помилковість. Саме тому до рейтингів варто ставитися скептично та їх варто інтерпретувати як певний сигнал щодо здатності емітента виконувати свої зобов'язання. Остаточні ж рішення учасники ринку мають приймати враховуючи їх інвестиційну стратегію та результати системного аналізу фінансово-економічної інформації щодо фінансового стану, діяльності підприємства макроекономічної ситуації. Необхідність обережного ставлення до рейтингових оцінок зумовлена рядом чинників:

– по-перше, рейтингова оцінка є продуктом обробки певного масиву інформації (здебільшого минулих періодів), яка не завжди може бути повною та об'єктивною;

– по-друге, характер рейтингу залежить від методів, моделей та суб'єктивних припущень, які апріорі не можуть гарантувати стовідсоткової точності оцінок;

– по-третє, процесу присвоєння рейтингових оцінок властивий значний вплив конфлікту інтересів, оскільки рейтингування є платною послугою, у разі незадоволення якою рейтингове агентство може втратити клієнта та недоотримати прибуток.

Для підтвердження висловлених припущень щодо скептичного ставлення до рейтингових оцінок проведемо зіставлення рейтингових класів, що офіційно присвоєні вітчизняним емітентам облігацій та класів, отриманих у результаті власних розрахунків з використанням чинного Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій [143]. У додатках Б та В наведені моделі, за якими розраховувалися рейтингові класи і таблиця їх інтерпретації. У додатках Д та Е подано алгоритми фінансових показників та розрахунки ключових фінансових параметрів підприємств-емітентів облігацій, які є присутніми у лістингу (л) та виключені з лістингу (д). Результати зіставлень наведені в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

**Рейтингові класи вибіркової сукупності підприємств-емітентів  
корпоративних облігацій, 2017 р.**

№	Підприємство	Рейтинг	Загроза дефолту	Z *	РК **	Загроза дефолту	Відхилення *** (+; -)
1л	ДП «НАЕК «ЕНЕРГОАТОМ»	Aa2	низька	1,01	2	нижче середнього	-
2л	ПАТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1»	uaBBB-	середня	0,55	2	нижче середнього	+
3л	ПАТ «Укртелеком»	uaBBB	середня	1,15	1	низька	+
4л	ПрАТ «ЖИТОМИР- ОБЛЕНЕРГО»	Призупи- нено	відсутня інфор- мація	1,22	2	нижче середнього	0
5л	ПрАТ «КІРОВОГРАД- ОБЛЕНЕРГО»	uaBBB	середня	0,63	2	нижче середнього	+
6л	ТДВ «ЖИТЛОБУД- 2»	uaBBB	середня	0,21	3	вище середнього	-
7л	ТОВ «РУШ»	uaA	нижче серед- нього	0,89	2	нижче середнього	=
8д	ДП «Енергоринок»	Призупи- нено	відсутня інфор- мація	- 0,09	3	середня	0
9д	ПАТ «Київгума»	uaBBB+	середня	- 5,76	5	дефолт	-
10д	ПрАТ «УІФК»	Призупи- нено	відсутня інфор- мація	- 4,76	5	дефолт	0
11д	ТзОВ «ШУВАР»	uaBB+	нижче серед- нього	0,48	2	нижче середнього	=
12д	ТОВ «Інвест- Будресурс»	uaBB	нижче серед- нього	- 3,98	4	висока	-
13д	ТОВ «ЛІКО- ХОЛДИНГ»	Призупи- нено	відсутня інфор- мація	0,08	3	середня	0
14д	ТОВ «СК-АГРО»	uaBBB+	середня	0,70	1	низька	+
15д	ТОВ «ТРИУМФ»	uaCC	висока	0,49	2	нижче середнього	+

Джерело: розраховано автором на основі даних рейтингових агентств [116; 117; 118; 168; 170];

\*Z – інтегральний показник фінансового стану;

\*\*РК – рейтинговий клас емітента;

\*\*\*Відхилення – (+) – відхилення у кращий бік; (-) – відхилення у гірший бік; (=) – відхилення відсутні; 0 – недостатньо інформації).

Як свідчать дані таблиці 2.2, результати рейтингового оцінювання з використанням різних підходів є практично незмінною лише у двох підприємствах-емітентах із п'ятнадцяти. Причому двоє з яких перебувають на межі дефолту, уповноважені рейтингові агенції котрі не були не спромоглися своєчасно подати відповідні сигнали.

Таким чином, у роботі цілком ясно підтверджено доцільність використання більш скептичного ставлення до рейтингових оцінок. Інша проблема (про яку буде йтися далі) полягає у тому, що більшість рейтингових агенцій не оприлюднюють реального змісту своїх рейтингових методик, що ускладнює оцінювання їх ефективності. В адекватних методиках оцінки імовірності дефолту зацікавлені як інвестори на ринку капіталів, так і підприємства-емітенти корпоративних прав.

Не зважаючи на численні дослідження у відповідній сфері, на сьогоднішній день відсутня методика, яка б повністю задовольняла запити практики щодо адекватного оцінювання кредитних ризиків за корпоративними облігаціями та показників імовірності дефолту емітентів.

Відповідно до Правил визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою, рейтингова методологія – це сукупність документів, які визначають критерії визначення рейтингової оцінки уповноваженим рейтинговим агентством за Національною шкалою, у тому числі визначають порядок проведення аналізу емітента та його цінних паперів на предмет відповідно до ознак фіктивності [144]. Дослідження теорії і практики присвоєння рейтингів дозволяє систематизувати ключові методологічні характеристики рейтингових систем (таблиця 2.3).

Для діяльності з присвоєння рейтингу характерним є конфлікт інтересів, який полягає у необхідності надання об'єктивних оцінок та у прагненні зберегти клієнтів. Намагаючись зберегти клієнтів рейтингові агенції можуть проявляти лояльність та присвоювати завищені рейтингові оцінки. З іншого



боку, інструмент рейтингових оцінок може бути використаний у конкурентній боротьбі з боку несумлінних конкурентів підприємства. Саме тому принципового значення набуває контроль діяльності рейтингових агентств та перевірка якості присвоєних рейтингових оцінок.

Таблиця 2.3

### Методологічні характеристики рейтингових систем

Компонент методології	Характеристика
Рейтингова шкала	Складається із набору рейтингових символів, зазвичай у вигляді комбінації певних букв та цифр (AA1, B1, CC тощо)
Рейтинговий символ	Характеризує клас ризику, що залежить від імовірності дефолту (PD), причому навіть найвищі рейтинги також містять певну імовірність дефолту
Калібрування	Відстань між рейтинговими класами та значенням PD для кожного символу не є еквідистатною (рівновіддаленою)
Діапазони PD	Для кожного рейтингового класу з часом можуть змінюватися
Методичний апарат	Системи розробляються на основі статистично-математичних методів класифікації (дискримінантний аналіз, логістична регресія), які потребують значної кількості емпіричної інформації
Критерії та інформація	Поряд із кількісними критеріями (показники фінансової звітності), у процесі присвоєння рейтингів обробляються якісні критерії кредитоспроможності (якість менеджменту, позиції підприємства на ринках, правові умови діяльності)
Контроль якості (backtesting)	Для забезпечення стабільної якості рейтингової системи слід проводити перманентне оцінювання реалістичності результатів рейтингування

*Джерело:* систематизовано та розроблено автором на основі теорії і практики діяльності рейтингових агентств [116; 117; 118; 168; 170].

У рейтинговому класі знаходить своє відображення кількісна оцінка імовірності дефолту (PD) підприємства. Це означає, що кожному рейтинговому класу відповідає певне значення PD або ж певний діапазон імовірності дефолту.

Показник PD, власне, і є інтегрованим показником кредитоспроможності (потенційної платоспроможності) підприємства. Що вищою відсоток дефолту, тим нижча кредитоспроможність позичальника і навпаки. Зв'язок між рейтинговим класом та дефолтом позичальника характеризує емпірично розрахована частка підприємств відповідного рейтингового класу, які виявилися неплатоспроможними протягом певного періоду (зокрема, протягом одного року).

Щоправда, 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 [266]. У рамках розробки власних рейтингових систем крупні банки, рейтингові агенції, дослідницькі інститути будують так звані матриці міграції рейтингів протягом тривалого періоду.

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 ряду інших. За допомогою цих методів будуються різного роду класифікаційні моделі та розраховуються скорингові значення. Рейтингова шкала розробляється 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.

У таблиці 2.4 наведена інформація щодо рейтингів за міжнародною та національною шкалою окремих вітчизняних емітентів облігацій. Як бачимо, за національною шкалою одні й ті ж рейтингові агенції виставляють емітентам більш оптимістичні рейтингові прогнози. Це зумовлено тим, що міжнародні ринки капіталів критичніше сприймають ризики вкладень у цінні папери

українських підприємств. Іншим поясненням цієї ситуації є те, що міжнародні рейтинги враховують стан суверенного рейтингу країни, у якій знаходяться активи підприємства. Оскільки рейтинг України на даний момент розташований на низькому рівні це і спричиняє заниження рейтингів вітчизняних підприємств.

Таблиця 2.4

**Кредитні рейтинги окремих вітчизняних підприємств-емітентів цінних паперів (станом на 01.01.2019 р.)**

Компанія	S&P	Moody's	Fitch ratings	Національна шкала
Авангард (Avangardo IPL)	-	-	WD	Відсутня інформація
Кернел (Kernel Holdings S.A.)	B	-	B-	AA+ (Fitch ratings)
Феррекспо (Ferrexpo Finance Plc)	B-	Caa1	B-	Відсутня інформація
МХП (MHP S.A.)	B-	Caa2	B	AA- (Fitch ratings)
ДТЭК (DTEK Finance plc)	-	Ca-PD	-	Відсутня інформація
Укрзалізниця (Ukrainian Railway)	CCC+	-	CCC	Відсутня інформація
Метінвест (Metinvest B.V.)	B-	Caa2	B	AA+ (Fitch ratings)
НАК Нафтогаз	-	-	B-	Відсутня інформація
Українські аграрні інвестиції	B-	-	-	Відсутня інформація

*Джерело:* розраховано автором на основі даних рейтингового агентства [168; 373; 402].

Для забезпечення контролю за рейтинговою діяльністю є неабияк необхідним застосовувати цілий ряд інструментів контролю та оцінки якості. До числа таких інструментів варто віднести:

– комплаєнс – система заходів із перевірки відповідності діяльності рейтингового агентства до законодавчих вимог та міжнародних стандартів рейтингової діяльності;

– оприлюднення інформації щодо методів, моделей та ключових припущень, які використовуються у процесі присвоєння рейтингів;

– моніторинг якості рейтингів із застосуванням кількісних методів оцінювання (ROC-аналіз, CAP-аналіз);

– оприлюднення звіту про транспарентність діяльності рейтингового агентства;

– нагляд за діяльністю рейтингових агентств з боку регулятора.

Відповідно до Закону України від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», рейтингові оцінки мають право визначати виключно уповноважені рейтингові агентства та/або міжнародні рейтингові агентства [149]. 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 [377]. Необхідність регулювання діяльності рейтингових агентств та фінансових аналітиків зумовлена тим, що на ринку рейтингових та аналітичних послуг присутні недобросовісні oferenti, які часто надають неякісну інформацію, зокрема підтверджують рейтинги токсичних активів та їх емітентів. Дуже часто, для забезпечення лояльності клієнтів, рейтингові агенції присвоюють наперед узгоджені із замовником рейтингові оцінки. Для вирішення окресленого конфлікту інтересів у діяльності рейтингових агенцій та підвищення їх ролі у процесах регулювання ринку капіталів необхідно запровадити дієві механізми контролю за їх діяльністю та посилити відповідальність за присвоєння необґрунтованих рейтингів. Важливим аспектом контролю за oferентами 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.

Рейтингові агентства мають розкривати методології, моделі та ключові рейтингові припущення, які вони використовують у своїй рейтинговій діяльності. Окрім цього, у разі присвоєння рейтингів має бути забезпечений чіткий опис базової методології або версії методології. Йдеться про опис методології, моделей та ключових рейтингових припущень, таких, як математичні або кореляційні припущення, які використовуються у рейтинговій діяльності. Дослідимо, наскільки повно розкривають рейтингові агентства методологію рейтингового оцінювання. Наукова експертиза сучасних методологій дозволить зробити висновки щодо якості та об'єктивності рейтингових оцінок. У додатку Ж наведені вимоги проекту Закону України «Про рейтингування» щодо рейтингової методології, ключові аспекти рейтингових методологій, що оприлюднені провідними вітчизняними рейтинговими агенціями, а також міжнародним рейтинговим агентством Moody's Investors Service (США).

Чинні нормативно-правові акти та їх проекти вимагають оприлюднення вичерпного опису методології рейтингування. До того ж, методи мають бути чітко формалізовані та підлягати оцінці якості. Наведена в додатку Ж інформація засвідчує, що вітчизняні рейтингові агенції у частині методології рейтингового оцінювання оприлюднюють лише загальну інформацію, без вказівки методів класифікації, вагових коефіцієнтів, порядку калібрування, механізму інтегрування кількісних та якісних критеріїв. На відміну від цього, агентство Moody's Investors Service на своєму сайті наводить більш детальний опис базових методик присвоєння рейтингів із вказівкою конкретних показників, методів обробки інформації та вагових коефіцієнтів. Таким чином, можна припустити, що вітчизняні рейтингові агенції не повністю дотримуються принципу прозорості процесу рейтингування. Без цього неможливо оцінити якість та об'єктивність рейтингових методологій та відповідних оцінок.

Відтак, з боку регулятора має бути суттєво посилений контроль за оприлюдненням змістовної частини методологій рейтингового оцінювання.

Важливий аспект рейтингування, який часто залишається поза увагою, пов'язаний із рейтинговим тригером, який характеризує психологічний (а досить часто і договірний) імпульс стосовно певних дій інвесторів та емітентів. Йдеться про те, що рейтингова оцінка може спровокувати інвесторів та кредиторів на продаж цінних паперів, а також вимог на дострокове погашення боргів. Це може безпосередньо вплинути на ринкову ціну акцій та облігацій, а також призвести до фінансової кризи підприємства. Саме тому, рейтингові агентства мають ставитися відповідально до присвоєння та оприлюднення рейтингів.

Дослідження методичного забезпечення рейтингування показує, що більшість рейтингових агентств присвоюють рейтинги на основі аналізу типових кількісних та якісних факторів, які характеризують три рівні ризику: ризик підприємства, галузевий ризик та ризик країни. Оцінюються, зокрема, показники прибутковості, ліквідності та платоспроможності, структура капіталу, ринкові позиції, ситуація в галузі, макроекономічні ризики, якість менеджменту. Підприємства-емітенти, які зацікавлені у стабільних рейтингах мають забезпечити управління кількісними та якісними параметрами таким чином, щоб запобігти їх суттєвому коливанню. Непересічну роль у цьому відіграють ефективні діючі системи контролінгу та корпоративного управління.

Важливим напрямком реалізації інформаційно-комунікаційної функції корпоративних фінансів є запровадження інструментарію фінансової комунікації підприємств із потенційними капіталодавцями. Йдеться про систему позиціонування підприємства на ринку капіталів, як привабливого для вкладень об'єкта. Оскільки рейтингові оцінки ґрунтуються значною мірою на оприлюдненій підприємством інформації, вони безпосередньо залежать від якості дотримання принципів корпоративного управління, зокрема, прозорості, ефективного контролю та ризик-менеджменту.

Зменшенню інформаційних ризиків сприятиме застосування інноваційних прийомів фінансової комунікації з одного боку, та оцінювання кредитоспроможності й інвестиційної привабливості підприємств – з іншого. Оцінювання кредитних ризиків має ґрунтуватися на емпіричних даних щодо статистики дефолтів позичальників та здійснюватися за принципами внутрішнього рейтингування [266, с. 4-8]. Рейтингова система оцінювання ризиків дозволяє гармонізувати технології зменшення інформаційної асиметрії між держателями цінних паперів та емітентами, і таким чином досягти зменшення ризиків та зниженню процентних ставок. Завдяки рейтингу зменшуються витрати капіталодавців на збір та аналіз інформації щодо об'єктів інвестування. Їх інформаційні потреби, зводяться перш за все, до прогнозів щодо кредитних ризиків підприємства та можливої їх зміни. Рейтингування підприємств-емітентів цінних паперів має принципове значення не лише для окремих учасників ринку капіталів, а й для усього ринку. Таким чином, рейтингування можна інтерпретувати як інструмент підвищення інформаційної ефективності ринку капіталів.

#### **2.4. Вплив макроекономічних факторів на процеси прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративного сектору економіки**

Як було обґрунтовано вище, ключовими орієнтирами прийняття рішення капіталодавцями щодо вкладання коштів у те чи інше підприємство є очікувана дохідність вкладень, яка залежить від фінансово-інвестиційних ризиків, та кредитно-інвестиційні рейтинги емітентів цінних паперів. Перший параметр характеризує ризики волатильності, а другий – імовірність дефолту. Більш суттєво впливає макроекономічне середовище, у якому функціонує підприємство. Похідною від макроекономічних показників є безризикова процентна ставка, ринкова премія за ризик, премія за ризик країни. На ці параметри, а також на кредитний рейтинг емітента, безпосередньо впливає

суверенний рейтинг країни, який є виразним індикатором макроекономічної ситуації в державі. Причому рейтинги країни є не причиною (як досить часто вважається), а наслідком незадовільних макроекономічних показників та погіршення інвестиційного клімату в країні. Водночас через ефект триггеру, кредитні рейтинги можуть слугувати поштовхом до загострення кризи.

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. Внаслідок низьких рейтингів, країни галопують процентні ставки, і як результат, 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. 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.

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 та падіння вартості активів (наприклад, ПАТ «Одеський припортовий завод», ПАТ «Нафтогаз України»).

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. Зовнішніми ознаками макроекономічної нестабільності є падіння ВВП, падіння промислового виробництва, високий рівень інфляції, дефіцит державного бюджету, 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, імовірність невиконання зобов'язань перед кредиторами. Відтак, 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. Відтак, 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 впродовж 2014–2017 рр. показує їх дуже низький рівень [373; 402]:

– 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 понизило 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 імовірністю дефолту. Станом на кінець першого кварталу 2015 р. – це найнижчий рейтинг серед майже 140 країн, які оцінювало рейтингове агентство Moody's. Зазначений рейтинговий клас сигналізує, що через комплекс несприятливих чинників інвестори, які вкладають кошти в Україну, ризикують зазнати збитків. Серед факторів, котрі визначають високий рівень ризику вкладень, аналітики Moody's виокремлюють значні геополітичні ризики, а також імовірність 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 [373].

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 торгівельні обмеження, військовий конфлікт на сході країни, боргове навантаження. Все це було спричиняло шкоди торгівлі та довірі учасникам ринку [402].

Ситуація з найнижчими рейтингами зберігалася аж до середини 2017 року. Лише в серпні 2017 року рейтинги дещо покращилися, однак залишалися на низьких позиціях. На наш погляд низькі суверенні рейтинги є одним із тих факторів, які пояснюють, чому жодне вітчизняне підприємство не здійснило ІРО 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 Корнеєва В. В., фінансові спекуляції є засобом отримання прибутку на різницях цінових коливаннях 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 [89, 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 при умові отримання надприбутків. Таким чином, маємо замкнене коло: 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. Відтак, перед інвесторами постає дилема: виведення капіталу із сектору (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 у спекулятивний.

Згідно з традиційним підходом, очікувана норма дохідності на вкладений у підприємство капітал залежить від безризикової (базової) ставки відсотка, середньої по ринку премії за ризик та від систематичного ризику вкладень у конкретний актив (бета-фактор). Суверенні рейтинги країни безпосередньо впливають як на локальну безризикову процентну ставку, так і на середню по локальному ринку 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 спостерігається тенденція до зростання ринкової премії за ризик (MRP). Водночас безризикова (базова) ставка дохідності дещо знижується [363]. 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 дохідність за «квазі-безризиковими» вкладеннями, до яких здебільшого відносять

вкладення у державні боргові зобов'язання. Потрібно 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 з 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 [411]. 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 даний час цей метод є неприйнятним.

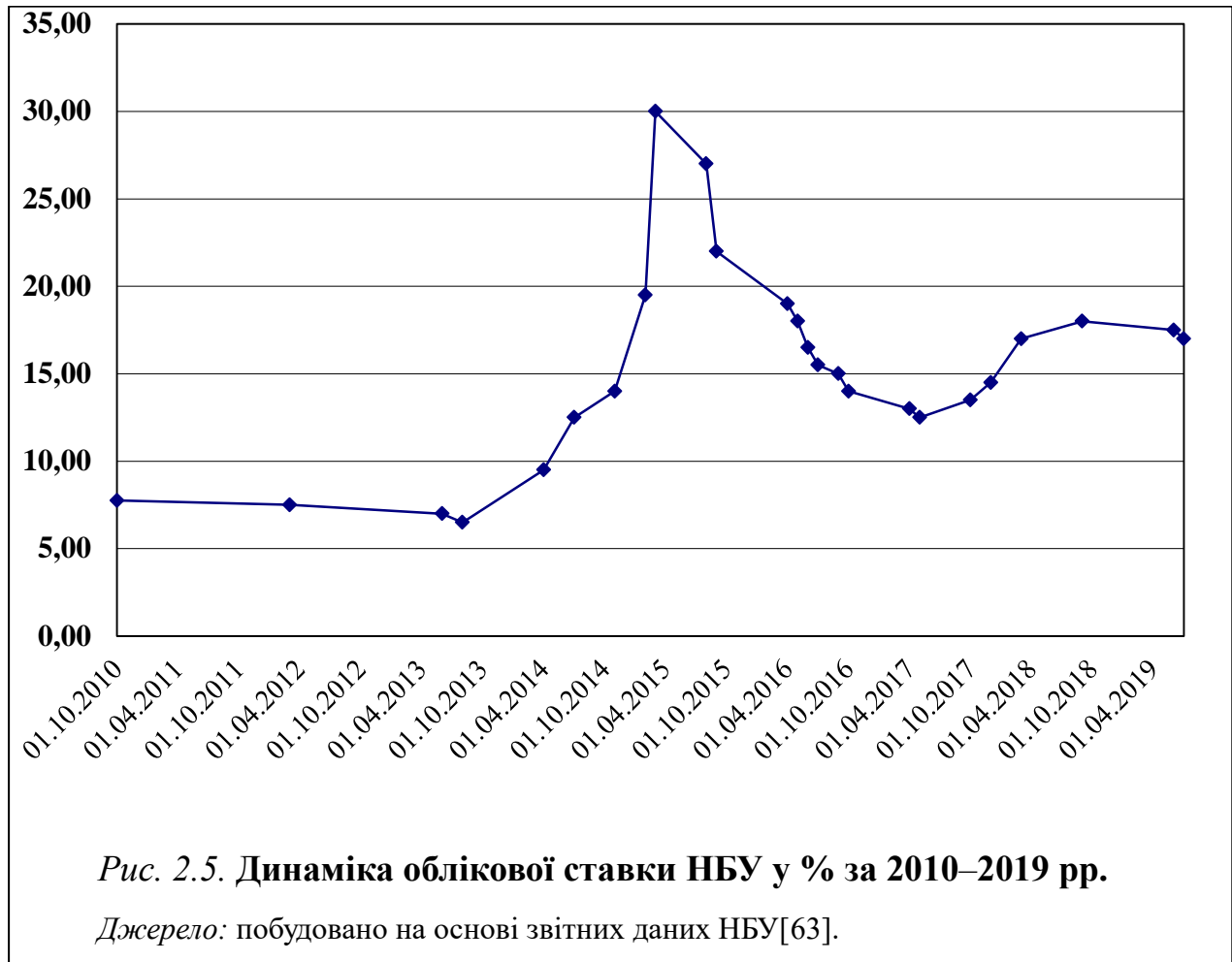
Певного поширення в експертному середовищі України набула концепція рівноважної або нейтральної процентної ставки (*Equilibrium vs. Neutral Interest Rate*), під якою розуміється реальна короткострокова безризикова процентна ставка, коли досягається цільовий рівень інфляції та відсутній розрив між потенційним та фактичним ВВП. Відповідно до оцінок експертів НБУ, ця ставка перебуває на рівні 2% і зменшиться до 1% у 2020 р. [351]. На наш погляд, це досить спірне значення, оскільки воно є навіть нижчим, ніж відповідна ставка у США. Можна припустити, що автори подали досить оптимістичні оцінки, ставлячи певні цілі, які можуть стосуватися пошуку певного оптимуму для зрівноваження макроекономічних параметрів країни. Однак використовувати цю ставку для цілей оцінки активів та як детермінанту прийняття рішень на ринку капіталів є недоречно, оскільки вона, за визначенням Кейнса, характеризує лише гіпотетичний стан оптимуму, за якого рівень ВВП та зайнятості досягають рівноваги, а еластичність зайнятості відповідає нульовому рівню [361].

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 належать 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. Відтак, 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. Станом на квітень 2015 р. значення облікової ставки, яка є базовою процентною ставкою щодо інших процентних ставок НБУ і 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 дешевих грошей, у рамках якої центральні банки вдаються до зниження базових процентних ставок. Відтак, 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 (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 [133]. Цей висновок підтверджується динамікою облікової ставки НБУ протягом 2010-2017 років, яка наведена на рис. 2.5.

Для порівняння: у 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 становить мінус 0,83%). У США облікова процентна ставка, починаючи з кінця 2008 р., до 2017 р. також знаходилася на історичному мінімумі. Однак останнім часом спостерігається певна зміна тренду у бік підвищення процентних ставок. Така ситуація пояснюється оздоровленням економіки.



Катастрофічна ситуація із суверенними рейтингами та процентними ставками є наслідком того, що в Україні діє 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 [95, с. 427].

Зрозуміло, що за таких обставин спроби розрахунку об'єктивної локальної безризикової ставки втрачають сенс. Як зазначає Терещенко О. О., одним із шляхів вирішення цієї проблеми є використання у процесі розрахунку витрат на капітал так званої глобальної безризикової ставки [264, с. 70]. За різними оцінками, глобальна безризикова ставка коливається на рівні 2,5–3,5

відсотків. Використання зазначеної ставки дає можливість уникнути поширеного в теорії і практиці недоліку – подвійного урахування 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) [261, с. 5-86]. З іншого боку – глобальна безризикова ставка вирішує проблему недостатності інформаційного та методичного забезпечення розрахунку базових процентних ставок для країн, що належать до ринків, які розвиваються та знаходяться у гострій фінансовій кризі.

Щодо дискусії, чи може бути використана облікова ставка НБУ як безризикова ставка на локальному фінансовому ринку, зазначимо наступне. Зазначений інструмент може бути орієнтиром для локальної безризикової ставки лише у разі, коли 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 протягом короткого проміжку часу. Аналіз статистичної інформації засвідчує, що протягом 2016–2017 років рівень процентних ставок кредитування під заставу ОВДП на ринку РЕПО досить тісно корелював з обліковою ставкою НБУ. За нашими підрахунками, коефіцієнт кореляції становив 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. Відтак, вона є перш за все інструментом регулювання та впливу на фінансовий ринок, а не критерієм безризиковості. З огляду на вищевикладене можна зробити висновок про недоцільність 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 по 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. У таблиці 2.5 наведена інформація про залежність середньоринкової премії за ризик, що має місце на локальному ринку, та премії за ризик країни, що розраховано на основі бази даних А. Дамодарана.

Як впливає з даних таблиці 2.5, на початок 2015 р. рейтинги України впали до історичного мінімуму, відповідно, премія за ризик становила максимальне за всю історію країни значення – 15%.

З урахуванням премії за ризик для країн з розвиненим фондовим ринком та мінімальним ризиком дефолту (рейтинг Ааа) ринкова премія за ризик вкладення коштів в Україні становила 20,75. Необхідно зазначити, що наведені значення премії за ризик оцінені у дол США. Якщо ж відповідні значення процентних ставок трансформувати у гривневий еквівалент (з урахуванням 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).

Приміром, якщо глобальну безризикову ставку приймемо на рівні 3,5%, а систематичні ризики вкладень (бета-фактор) у підприємство як актив приймемо як 1,5, то за використання моделі CAPM норма дохідності, яка компенсувала б загальні ризики інвестора становила б 34,6% у дол США. Зрозуміло, що необхідна дохідність у гривневому еквіваленті залежить від рівня інфляції в Україні, а тому значно перевищує наведену норму дохідності. Так, якщо у березні 2015 року, порівняно з березнем 2014 року, інфляція в Україні становила 45,8%, а в США близько 1,5%, то у результаті застосування формули

трансформації процентних ставок з урахуванням рівня інфляції отримаємо необхідну ставку дохідності на рівні 64% у гривні.

Таблиця 2.5

**Залежність премії за ризик інвестування від суверенного кредитного рейтингу України, 2001–2017 рр.**

Рік	Рейтинг (Moody's)	Спред дефолту, базисні пункти	Ринкова премія за ризик, в %	Премія за ризик вкладень на розвинених ринках, в %	Премія за ризик країни (Україна), в %
2001	Сaa1	750	13,01	5,51	7,50
2002	Сaa1	750	13,01	5,51	7,50
2003	B2	750	15,76	4,51	11,25
2004	B1	450	11,57	4,82	6,75
2005	B1	450	11,59	4,84	6,75
2006	B1	400	10,80	4,80	6,00
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	Сaa1, Сaa2, Сaa3	750	16,25	5,00	11,25
2015	Сaa3, Са	1000	20,75	5,75	15,00
2016	Сaa3	1108	20,90	6,00	14,90
2017	Сaa3	1155	19,90	5,69	14,21
2018	Сaaa1	846	16,37	5,96	10,41

*Джерело:* складено автором на основі інформації на початок відповідного року за інформаційною базою А. Дамодарана [324].

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 розташовані в країні, зокрема справедливої вартості окремих активів, що перебувають 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 є 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: у розвинених країнах відповідна дохідність становить 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 і фармацевтичних препаратів, і становила 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.

Відповідно до висновку Корнеєва В. В., найбільш уразливими з боку спекулятивного капіталу є саме ринки, що розвиваються, до яких належать 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 [89, с. 29]. Серед найбільш привабливих для спекулятивного капіталу секторів можна назвати короткострокові вкладення у 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 й 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. З метою попередження та уникнення негативних тенденцій менеджмент корпоративних підприємств зобов'язаний періодично змінювати тактику і стратегію функціонування бізнесу. У такому разі ризик-менеджмент стає невід'ємною частиною системи управління компанією [28, с. 60]. Йдеться 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 у 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, у свою чергу, деформує критерії прийняття рішень щодо фінансування. Низькі суверенні рейтинги, відповідно високий ризик дефолту, суттєво впливають на величину та порядок визначення премії за ризик вкладень у конкретну країну. Зазначена премія принциповим чином впливає на рівень локальних процентних ставок, а відтак – 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, з методологічної точки зору, планомірно впливаючи на параметри, що визначають рейтинг країни можна досягти зменшення премії за ризик країни, а отже – 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.

## **Висновки до розділу 2**

Підсумовуючи проведене дослідження методологічної компоненти прийняття рішень щодо фінансування корпоративних підприємств, можна зробити такі висновки:

1. Методологічний каркас прийняття рішень щодо фінансування підприємств включає в себе базову модель прийняття фінансових рішень (зокрема, цільову функцію та поле рішень), алгоритм розрахунку остаточного показника та індикатори стану зовнішнього середовища. З огляду на те, що ключовим критерієм прийняття фінансових рішень сучасними корпораціями та

їх шехолдерами є орієнтація на максимізацію вартості, розвиток методологічної компоненти прийняття рішень щодо фінансування підприємств доцільно здійснювати під кутом зору реалізації вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів. У рамках виконання цього завдання у дисертації розроблена вартісно-орієнтована ієрархія фінансових показників, що полегшує управління поведінкою агентів, планування, аналіз та контроль чинників, що впливають на вартість.

2. У дисертації систематизовано принципи забезпечення вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів, зокрема: принцип скептичного ставлення до прибутку як критерію ефективності фінансових рішень; необхідність використання вартісно-орієнтованих індикаторів; урахування у процесі прийняття рішень довгострокових очікувань та сигналів ринку капіталів; забезпечення оптимізації обсягів та структури інвестованого капіталу; запровадження вартісно-орієнтованої мотивації менеджменту та персоналу; необхідність забезпечення вартісно-орієнтованої комунікації із шехолдерами та стейкхолдерами. За дотримання зазначених принципів цільові функції сторін принципал-агент відносин на ринку капіталів (інвестора та емітента) будуть наближатися і полягатимуть у максимізації вартості компанії (вартісно-орієнтованих показників). Необхідною умовою для цього є прив'язка системи винагороди менеджменту до вартісно-орієнтованих остаточних показників та мінімізація середньозваженої ставки витрат на капітал.

3. Ключовою детермінантою прийняття рішень щодо фінансування та критерієм прийняття фінансових рішень як на рівні капіталодавців, так і підприємств, що є об'єктами вкладень є ставка витрат на капітал. Вона відповідає очікуваній капіталодавцями дохідності вкладень в актив з урахуванням комплексу макроекономічних, операційних та фінансових ризиків вкладень у конкретне підприємство. Залежно від інструменту, на основі якого залучаються кошти, критерієм прийняття рішень може слугувати середньозважена ставка, ставка витрат на власний (інвестований) капітал та ставка витрат на борговий капітал.

4. У процесі обґрунтування фінансово-інвестиційних рішень потрібно 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. За фіксованої процентної ставки за користування позичковим капіталом, зі зростанням імовірності 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 інструменту при цьому знижується. З часом проценті ставки, за якими залучаються позики, узгоджуються зі значеннями імовірності дефолту. Імовірність 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 імовірності дефолту. Цього можна досягти через покращення фінансових показників діяльності підприємств, підвищення їх інформаційної прозорості та використання транспарентних і коректних рейтингових систем.

5. Важливою методологічною компонентою, яка визначає фінансові рішення на ринку капіталів, є кредитно-інвестиційні рейтинги країни та емітентів цінних паперів. Суверенні рейтинги (через величину премії за ризик вкладень в країну) впливають на рівень локальних процентних ставок, а відтак, визначають витрати на капітал для корпоративного сектору. Низькі рейтинги країни та високі премії за ризики, що очікуються капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу із реального сектору економіки у спекулятивний, що є чинником фінансової кризи в країні. Наявність рейтингу в емітента цінних паперів безпосередньо впливає на можливості залучення фінансових ресурсів підприємства та на їх ціну. Рейтинг враховується у калькуляціях щодо очікуваних ставок дохідності на капітал як інвесторами, так і кредиторами. За його відсутності ці очікування зростають. Це проявляється у збільшенні відсоткової ставки та у заниженні курсу цінних паперів. Стосовно концепції

«принципал-агент» відносин можна констатувати, що експерти рейтингових агенцій, завдяки аналізу й оцінці публічної та певної інсайдерської інформації, відіграють суттєву роль у зниженні інформаційних ризиків на ринку капіталів. Їх можна розглядати як інформаційних посередників між учасниками ринку.

6. 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, інфляція, більшість макроекономічних показників, якість державного регулювання економічних процесів). Зменшення премії за ризик країни, а значить, 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. Принципова різниця між фінансовими кризами в країнах з розвиненим ринком цінних паперів та кризами в країнах із ринками, що розвиваються, полягає у тому, що рівень процентних ставок, зокрема базової процентної ставки, в розвинених країнах знижується, а на ринках, що розвиваються – навпаки.

7. Використання сучасних інструментів ведення бізнесу та прийняття фінансово-економічних рішень є дієвим запобіжником переливання капіталу із реального сектору в спекулятивний через зростання ризиків та вартості капіталу. Ці інструменти мають бути спрямовані на забезпечення виконання вартісно-формуючої 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 в цілому, так і окремих корпоративних підприємств. Це створить умови для припливу капіталу у реальний сектор економіки на сприятливих умовах.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [195; 196; 198; 200; 201; 202; 204; 205; 206; 207; 210; 212; 213; 214; 215; 221; 222; 223; 227; 233; 236; 239; 241; 246; 249; 250; 252; 255; 404; 405; 407].

## РОЗДІЛ 3. РИНОК КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА РОЗПОДІЛ РЕСУРСІВ У КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ

### 3.1. Оцінка стану ринку капіталів України та його відповідність до критеріїв ефективності

Метою функціонування ринку капіталів є забезпечення результативного трансферу капіталу від інвесторів (капіталодавців) до підприємств (капіталоотримувачів). Ефективний ринок передбачає не менш ефективну алокацію капіталу та операційну ефективність. Відповідно до постулатів класичної теорії ринку капіталів, ринок буде ефективним, якщо на ньому мають місце гомогенні очікування інвесторів, учасники ринку капіталів мають однаковий доступ до релевантної інформації, відсутні (або мінімальні) трансакційні витрати. Це означає, що ринок капіталів ефективно обробляє всю релевантну інформацію, що відображається у ринковому курсі цінних паперів. Відтак, інформація визначає попит та пропозицію на цінні папери. У цьому разі ринкова ціна фінансових інструментів відповідатиме їх фундаментальній вартості: ринкова капіталізація підприємств буде дорівнювати продисконтованій сумі їх майбутніх грошових потоків. Відповідність до зазначених критеріїв ефективності є запорукою того, що ринок капіталів буде якісно виконувати свої функції, перш за все функцію ефективної алокації капіталу. Що більше локальний ринок не задовольняє згадані критерії, тим нижчий рівень виконання ним функцій.

З вищевикладеного випливає, що необхідною умовою функціонування ринку капіталів є його інформаційна ефективність. Це означає, що сигналам, які надсилаються ринком, мають довіряти як інвестори, так і емітенти. Трансферт капіталу є можливим лише за досягнення точки рівноваги такими параметрами, як ціна на фінансові інструменти та інформаційне забезпечення учасників ринку. Іншими словами, ринок забезпечує ефективну алокацію капіталу тоді, коли ціни на ньому встановлюються таким чином, що скоригована на ризик

очікувана (гранична) рентабельність інвестицій (з урахуванням витрат на інформацію) оферентів капіталу відповідає рентабельності активів одержувачів капіталу. Ще однією умовою ефективної алокації капіталу є мінімізація накладних витрат 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*): він не забезпечує оптимальну алокацію ресурсів [304]. Першопричиною цього є інформаційна неефективність ринку.

У разі відмови функціонування ринку, перш за все, перестає функціонувати механізм координації процесів на ринку, зникає конкуренція, практично не виконуються функції, що покладаються на ринок. Відновити ринок можливо через механізми державного регулювання ринкових процесів. Однак у випадку України тривалий час спостерігалася також функціональна неієздатність держави як головного регулятора ринку. У контексті теоретичної дискусії з приводу доцільності та межі втручання держави у ринкові процеси С. І. Юрій пише, що ця дискусія, зазвичай, має схоластичний характер, що не сприяє реальній оцінці результатів та наслідків такого втручання. Потрібно виокремити фактори, які обумовлюють об'єктивну необхідність такого регулювання та наслідки такої дії на практиці [291]. Саме відсутність тестування наслідків застосування тих чи інших інструментів державного регулювання поглиблюють кризові процеси на ринку. Домінування адміністративних заходів та зарегламентованість ринку невиправдано збільшують трансакційні витрати, що робить локальний ринок ще більш непривабливим в очах інвесторів та емітентів.

Ринок капіталу України із самого початку його формального започаткування не виконував своїх функцій, тобто відбувся не тимчасовий збій ринкового механізму, а домінувала 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 [279]. 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 задовольняв критеріїв 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 [124]; О. Мозговий [121]; Г. Терещенко [260] та інші), проблематику неефективності функціонування вітчизняного ринку капіталів звужують до рівня окремих фрагментарних питань, вирішення яких не впливає на зміну дійсних рамкових умов формального функціонування ринку. Численні західні дослідники (див., наприклад, праці Б. Корнела, Р. Ролла [323], С. Гросмана, Й. Стігліца [350], Т. Бека, Х. Казерера, Ш. Раппа [307]) 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, але досить актуальним. На наш погляд, питання відмови функціонування та механізмів запуску вітчизняного ринку капіталів слід досліджувати крізь призму його руху у напрямках класичних критеріїв ефективності, перш за все інформаційної.

З теоретико-методологічної 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 [419]. Саме таку ситуацію спостерігаємо на вітчизняному ринку капіталів упродовж всього періоду його функціонування. Як уже зазначалося, вирішення проблеми відмови функціонування ринку є у площині державного втручання. Принциповим тут є з'ясування пріоритетних його напрямків та меж. Окрім цього, як наголошує С. І. Юрій, втручання держави не повинно заважати жорсткій конкуренції між учасниками ринкових відносин на стадії первинних розподільчих механізмів, які забезпечують раціональну алокацію факторів виробництва та перехід капіталу у найперспективніші сфери діяльності [291]. Окрім цього, діяльність регулятора щодо відновлення інформаційної ефективності ринку не повинна спричиняти суттєвого зростання накладних витрат інвесторів та емітентів. У разі України може виникнути ситуація, коли виконання одного критерію (інформаційна ефективність) може призвести до ігнорування іншого (операційна ефективність).

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. Зворотна ситуація виникає 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, додатковим 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 потрібно дати відповіді на такі питання:

- швидкість реагування ринкового курсу цінних паперів на нову інформацію, яка є релевантною для цілей оцінки вартості;

- можливість бути використаними результати технічного аналізу цінних паперів, що ґрунтуються на історичній інформації, для формування ефективного портфеля цінних паперів;

- отримання поінформованими інвесторами систематично вищих прибутків від інвестування коштів на ринку, порівняно з непоінформованими учасниками ринку;

- волатильність ринків.

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, що потім трансформується у ринкову ціну корпоративних прав, відповідно, у ринкову капіталізацію підприємств. Інший блок інформації, цікавої для ринку, пов'язаний із імовірністю дефолту емітента. Водночас ринок капіталів також посиляє сигнали корпоративному сектору та інвесторам. 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. З іншого боку, ринкові сигнали є основою прийняття рішень інвесторами. Зазначені сигнали мають бути об'єктивними та релевантними для прийняття рішень усіма учасниками ринку.

За висновками більшості експертів, ринки капіталів у розвинених країнах характерні помірною формою інформаційної ефективності. Щодо вітчизняного ринку капіталу, можна припустити, що починаючи з його започаткування, він

не відповідав жодній із трьох форм інформаційної ефективності за Ю. Фама. Дозволимо собі не погодитися з висновками окремих авторів, що український фондовий ринок є інформаційно-ефективним [276]. На наш погляд, чітко вираженою була 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 ані технічний, ані фундаментальний аналіз емітентів не має жодного сенсу. Це пояснюється, перш за все, маніпуляціями у звітності емітентів, практично повною відсутністю лінійного взаємозв'язку між результатами технічного і фундаментального аналізу активів з їх потенційною дохідністю. За інформацією НКЦПФР, до початку системної роботи з очищення ринку цінних паперів «від сміття», частка торгівлі фіктивними цінними паперами на організованому ринку становила 73%, а на неорганізованому – 62%. Якщо ж враховувати ту обставину, що переважна частка цінних паперів, які належали до фіктивних, були емітовані державою (станом на середину 2016 р. лише акції 15 емітентів, а на початок 2018 р. – лише 6 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 з інформаційною неефективністю ринку [172].

Формуванню чорного ринку інсайдерської інформації, рейдерським захопленням активів, обігу фіктивних цінних паперів та іншим зловживанням на ринку сприяла деформована структура та інфраструктура вітчизняного ринку капіталів. Саме квазідіяльність інституцій, що формують інфраструктуру ринку (а також бездіяльність регулятора), і тривалий час були джерелами основних ризиків для інвесторів та емітентів, призвела до фактичного руйнування 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 подано у монографії Гавкалової Н. Л. та Шутєєвої О. Ю. Автори наводять класифікацію ринків цінних паперів у розрізі таких характеристик [42]:

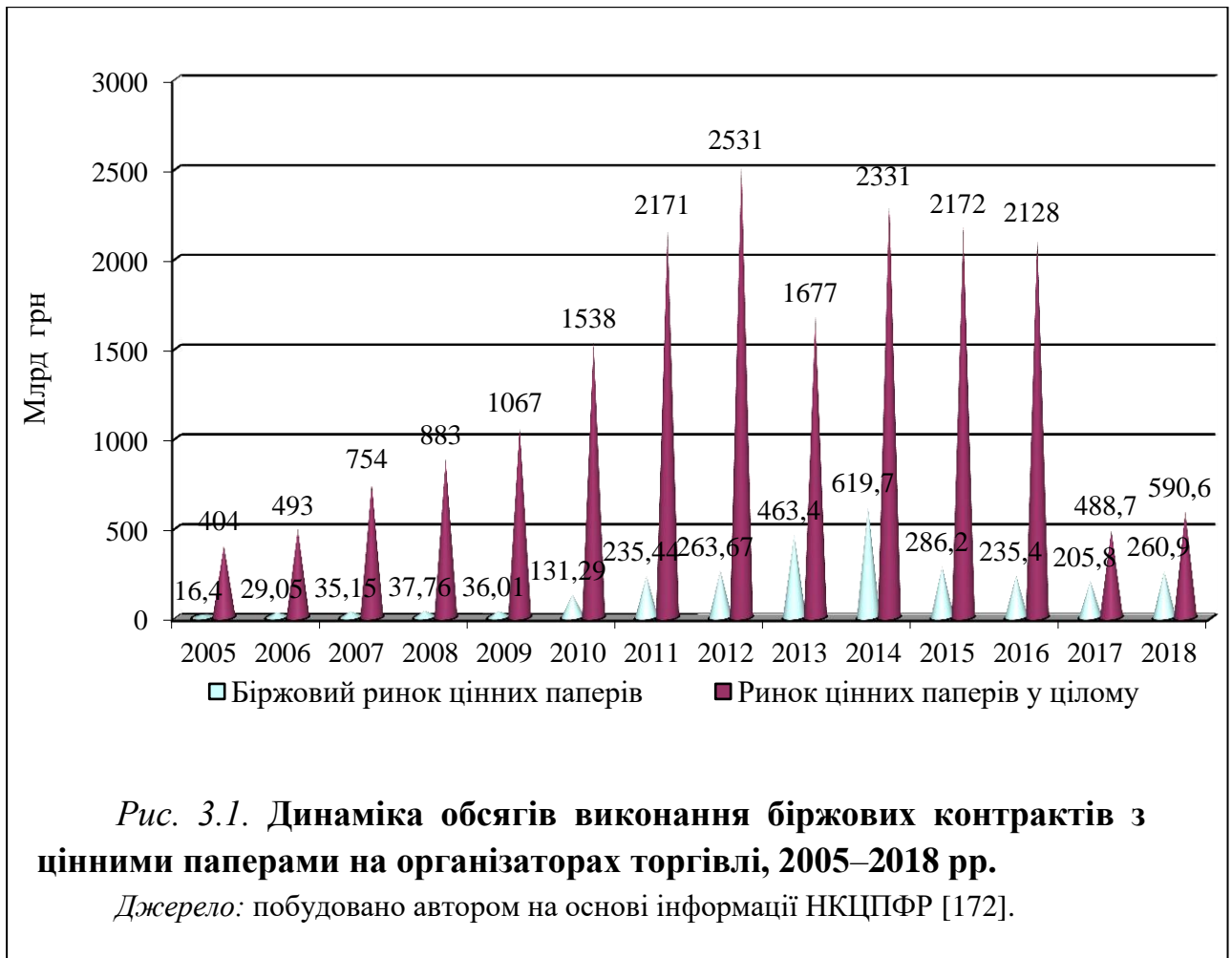
- за регіональною ознакою (національні, міжнародні);
- за строками, на які укладаються угоди (касовий, строковий);
- за характером емітентів (державні та корпоративні цінні папери);
- за типом торгівлі (публічні та комп'ютеризовані торги);
- за специфікою організації (організований та неорганізований 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. 3.1 наведена порівняльна динаміка обсягів виконання угод з цінними паперами в Україні за період 2005–2018 рр. на організованому (біржовому) ринку цінних паперів та на ринку цінних паперів загалом.

Аналіз наведеної на рисунку 3.1 інформації дає можливість констатувати, що за кількісними критеріями як ринок цінних паперів у цілому, так і організований ринок в Україні до 2012 року демонстрував позитивну динаміку. Спад обсягу торгів відбувався у періоди політичних потрясінь та фінансових криз (2009 р. та 2015–2016 рр.).





Відчутне падіння обсягів торгів на фондовому ринку (більш, ніж у п'ять разів) зафіксовано у 2017 році. Падіння зумовлено перш за все суттєвим зменшенням обсягів позабіржового ринку. Якщо у 2016 р. обсяг торгів на позабіржовому ринку становив 1862 млрд грн, то у 2017 р. – всього 469 млрд грн. Діаграма чітко показує, що до 2017 р. біржовий ринок цінних паперів був на порядок меншим за обсягами від позабіржового. Причому найменша частка біржового ринку у структурі торгівлі цінними паперами спостерігається у часи фінансової нестабільності. У 2017–2018 рр. обсяги торгів на обох сегментах ринку цінних паперів стали співставними: 205,8 і 260,9 млрд грн (біржовий ринок) та 262,9 і 329,7 млрд (позабіржовий).

У контексті з'ясування впливу ринку капіталів на алокацію ресурсів рисунок 3.1 дає досить поверхневе загальне уявлення, оскільки не враховує змін в 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 в цілому та окремих фінансових інструментів зокрема. Можна припустити, що значна частина угод на позабіржовому сегменті мала ознаки фіктивності і ніяким чином не впливала на алокацію ресурсів у корпоративному секторі економіки. Неорганізований ринок цінних паперів здебільшого є непрозорим, неліквідний та не виконує функцію формування справедливих цін. «Правила гри» на ньому не структуровані, а «позабіржові» ціни можуть перевищувати номінал в сотні разів та зазвичай використовуються для виведення активів підприємств або відмивання коштів [180]. Ці обставини доводять, що на вітчизняному ринку присутні різнонаправлені інтереси, які порушують постулат гомогенних та раціональних очікувань. На наш погляд, суттєве скорочення позабіржового сегменту у 2017 та 2018 рр. зумовлене посиленням дієвості регулятора (НКЦПФР) на ринку капіталів.

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. Однак в аналітичних довідках щодо стану ринку цінних паперів за окремі періоди відповідні дані подаються як обсяги торгів на організованому та неорганізованому ринках [172].

Аналізуючи обсяги торгів на ринку цінних паперів, необхідно зважати також на ту обставину, що до 2017 р. торгівля депозитними сертифікатами НБУ враховувалася у розрахунку загальних обсягів торгів на ринку цінних паперів. В окремі роки обсяги торгівлі зазначеним інструментом досягали 50 відсотків загального розміру торгів на ринку цінних паперів. Через це були штучно завищеними показники обсягу торгів, відношення торгів до ВВП та інші індикатори ефективності ринку цінних паперів. Хоча, за своєю природою, депозитні сертифікати НБУ є монетарним інструментом регулювання ліквідності банків, який недоцільно відносити до інструменту ринку цінних

паперів. Враховуючи цю особливість, в таблиці 3.1 наведені кількісні характеристики розвитку ринку цінних паперів, який включає у себе організовану (біржову) та неорганізовану (позабіржову) складову. Показники обсягів торгів на ринку наведені без урахування обсягів торгівлі депозитними сертифікатами НБУ.

Наведені в таблиці 3.1 дані показують, що впродовж останніх семи років ринок цінних паперів України перебував у турбулентному стані.

Таблиця 3.1

**Динаміка кількісних характеристик ринку цінних паперів в Україні, 2012–2018 рр.**

<b>Показники</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Обсяги торгів на ринку цінних паперів (без урахування депозитних сертифікатів НБУ), млрд грн	2517,9	1526,23	1438,1	939,58	974,45	488,7	590,6
Обсяг торгів на ринку цінних паперів (з урахуванням депозитних сертифікатів НБУ), у % до ВВП	180,2	114,4	147,0	109,3	89,3	16,3	16,6
Обсяг торгів на ринку цінних паперів (без урахування депозитних сертифікатів НБУ), у % до ВВП	179,3	104,2	90,6	47,2	40,9	16,3	16,6
Обсяг торгів на організованому ринку цінних паперів, млрд грн	263,7	463,4	619,7	286,2	235,4	205,8	260,9
Частка біржового ринку у загальному обсязі торгів цінними паперами, %	10,4	30,3	43,1	30,4	24,0	43,9	44,1
Обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку, у відсотках до ВВП	18,72	31,63	39,05	14,39	9,88	6,9	7,3
Обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів, млрд грн	591,86	171,10	415,50	462,28	482,46	126,61	79,6
Обсяг торгів акціями на біржовому ринку, млрд грн	23,44	44,92	24,46	5,22	2,08	5,02	1,2
Обсяг торгів корпоративними облигаціями на ринку цінних паперів, млрд грн	124,89	98,87	69,92	53,77	55,44	29,80	33,6
Обсяг торгів корпоративними облигаціями на біржовому ринку, млрд грн	26,36	47,51	32,82	13,53	9,17	6,12	10,3

*Джерело:* складено автором на основі даних НКЦПФР [172].

Цілком помітним індикатором величини ринку є показник відношення обсягу торгів на ринку цінних паперів до ВВП. У 2017–2018 рр. цей показник сягнув мінімальних значень за останні 15 років (16,3% у порівнянні з 179,3% у 2012 р.). У 2017 р. обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку також сягнув свого найменшого значення (6,9% від ВВП). На рівні історичних мінімумів знаходиться також показник обсягу торгів на організованому ринку цінних паперів (близько 206 млрд грн у 2017 р.). Водночас, темпи падіння торгів на неорганізованому ринку у 2017 р. у декілька разів перевищили рівень падіння біржового ринку. Відтак, частка торгів на організованому ринку суттєво зросла і досягла у 2018 р. близько 44% (порівняно з 24% у 2016 р.). Феномен, який заслуговує уваги, полягає у тому, що значна частина ринку корпоративних цінних паперів протягом останніх років перемістилася з біржового сегменту у позабіржовий. Однак, через посилення вимог регулятора щодо якості цінних паперів, у 2016–2018 роках значна їх частина була видалена навіть із позабіржового ринку. Як наслідок, за останні два роки позабіржовий ринок акцій скоротився майже у три з половиною рази, а позабіржовий ринок корпоративних облігацій зменшився у два рази.

У випадку, якщо ринок капіталу є інформаційно неефективним, інвестори, які не володіють повною інформацією, ризикують зазнати збитків через дії більш поінформованих учасників ринку. Ця ситуація досить чітко проявлялася протягом усієї історії функціонування українського ринку капіталів. Через абсолютну інформаційну неефективність ринок капіталу в Україні став інструментом «відбору» вартості недобросовісними учасниками ринку у добросовісних інвесторів. На ринку торгували великою кількістю цінних паперів емітентів із ознаками фіктивності, за результатами операцій з такими фінансовими інструментами формувалися фіктивні показники капіталізації. Як наслідок, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам і економіці в цілому [279]. Ми поділяємо точку зору, що розрахунок фондових індексів в Україні має формальний характер і не слугує інформаційною базою для визначення стану ринку. На відміну від фондових індексів розвинених

ринків, жоден з українських індексів не враховує дохідності цінних паперів, а також розміри дивідендів [87]. Відтак, фондові індекси не є індикатором розвитку корпоративного сектору та економіки в цілому. 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 не забезпечених, «активів» НКЦПФР, починаючи з 2014 р., вживає заходи щодо блокування торгівлі цінними паперами ряду емітентів, а також вдається до порушення справ у межах протидії маніпулюванню цінами на фондових торгових площадках. За результатами проведених Комісією заходів ринкову частку торгів фінансовими інструментами, біржова вартість яких не кореспондується з показниками їх фінансово-господарської діяльності, вдалось суттєво знизити. В зв'язку із підвищенням вимог щодо перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, значна кількість емітентів була делістингована. Загалом, впродовж останніх років було делістинговано більше 300 емітентів. Даний факт вплинув на загальний обсяг торгів фінансовими інструментами, адже в учасників зникла необхідність підтримувати торги з цінними паперами, що пройшли делістинг [172]. У таблиці 3.2 наведена інформація щодо кількості випусків цінних паперів корпоративних емітентів, які включені до біржових реєстрів впродовж 2014–2018 рр.

*Таблиця 3.2*

**Динаміка «очищення» ринку капіталів України  
впродовж 2014–2018 рр.**

Рік	Кількість емітентів, цінні папери яких допущено до лістингу				
	Акції	Облігації	Інвестиційні сертифікати	Всього	Зміна
2014	182	147	36	365	–
2015	64	86	24	174	-52%
2016	8	13	1	22	-87%
2017	7	7	1	15	-32%
2018	4	10	1	15	–

*Джерело:* складено автором на основі даних НКЦПФР [172].

Станом на початок 2019 р. кількість емітентів акцій, які відповідають вимогам для знаходження в лістингу фондових бірж, скоротилася із 182 до 4, а облігацій – з 147 до 10. Така ситуація є підтвердженням висновку, що за неефективного ринку капіталів добросовісні емітенти покидають його, а ринок фактично перестає функціонувати. Причиною відмови функціонування ринку є також антиконкурентні дії або ж бездіяльність державних органів влади. В Україні впродовж усього періоду формального функціонування ринку капіталів відбувалася велика кількість 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. Така ситуація зумовлює комплекс проблем щодо низького рівня захисту прав власності інвесторів. Користуючись низьким рівнем виконання державою своїх функцій, а також перевагами в інформаційному забезпеченні, 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 український ринок капіталів фактично формується заново. Отже необхідним є втручання держави у ринкові процеси, зокрема: мають бути створені умови для забезпечення принаймні помірної форми інформаційної ефективності ринку. Непересічна роль в даному процесі має бути відведена Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для забезпечення формування повноцінного ринку капіталів потрібно 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, необхідно вирішити такі пріоритетні завдання:

– запуск повноцінної діяльності регулятора – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Такий запуск є необхідною умовою якісного регулювання ринку та захисту інтересів усіх його учасників. Діяльність регулятора має опиратися на 38 принципів регулювання ринків цінних паперів, що сформовані IOSCO [377]. Для цього потрібно сформувавши адекватне законодавче забезпечення діяльності НКЦПФР, яке серед іншого, дозволило б Україні підписати Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва й обміну інформацією (IOSCO-ММОУ);

– 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, забезпеченням 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;

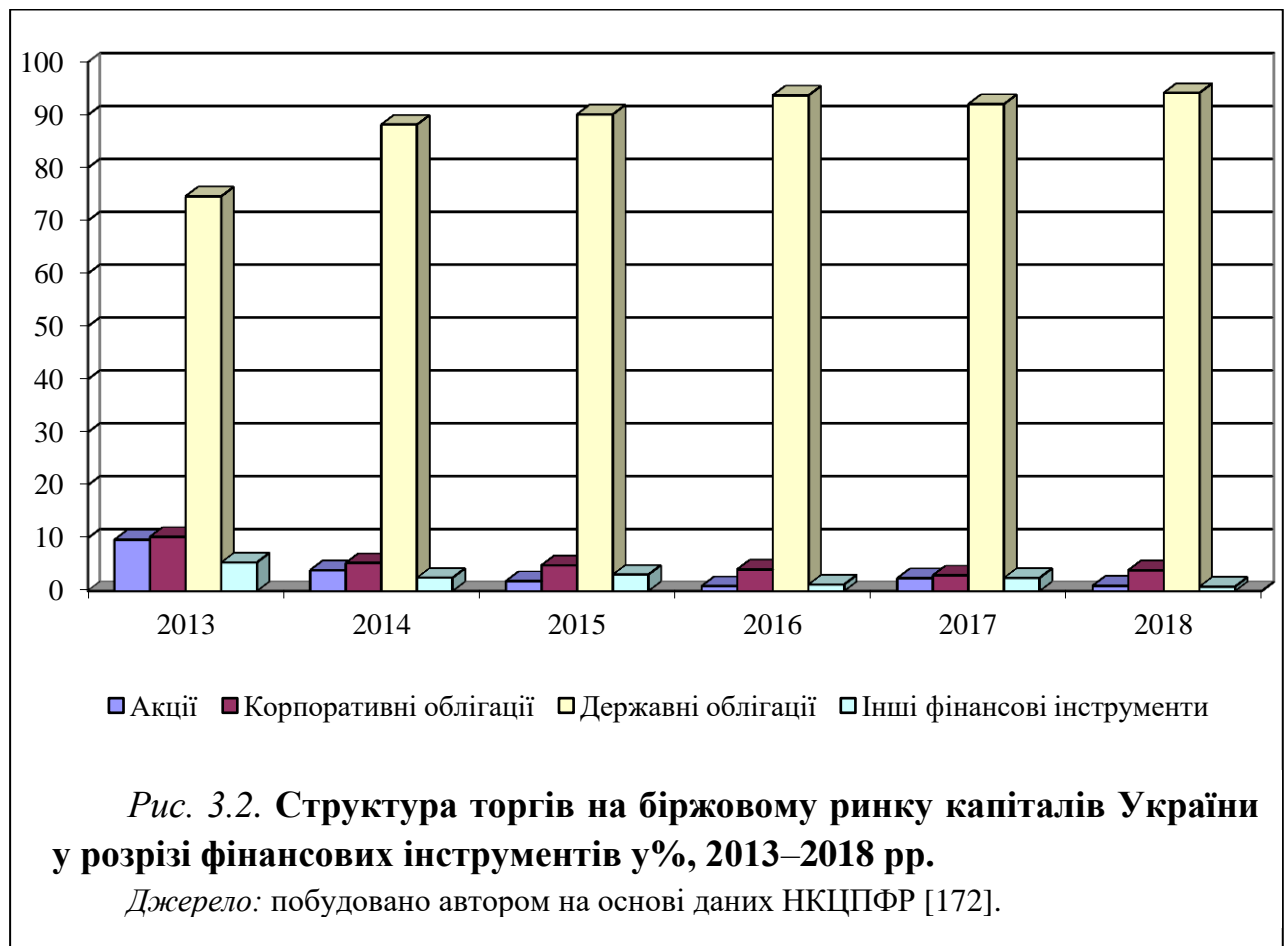
– подальше очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг. Фондові біржі, торговці цінними паперами, реєстратори, зберігачі, компанії з управління активами та інші інституції мають за мінімального ризику та трансакційних витрат здійснювати якісну та прозору операційну підтримку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

У питаннях регулювання ринку капіталів не має бути місця для формалістики – мають діяти певні принципи. Результатом формального підходу до регулювання ринку цінних паперів в Україні став формальний ринок цінних паперів з формальним рівнем капіталізації [279]. 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 функцій ринку

капіталу, зокрема функцій трансформації та ефективної алокації фінансових ресурсів.

### 3.2. Вітчизняний ринок капіталів в алокації ресурсів у корпоративному секторі економіки

Для з'ясування поточної та перспективної ролі ринку капіталів у фінансуванні вітчизняних підприємств визначимо ключові тенденції на цьому ринку. З цією метою дослідимо більш детально структуру торгів на організованому та неорганізованому ринках. Інформацію щодо частки торгів окремими фінансовими інструментами на цих ринках впродовж останніх п'яти років візуалізовано у формі діаграм (рис. 3.2 та рис. 3.3). Відповідні структурні показники розраховано без урахування торгівлі депозитними сертифікатами НБУ.





На рис. 3.2 та 3.3 наведена структура торгів у розрізі акцій, корпоративних облігацій, державних облігацій та інших фінансових інструментів. До останніх належать, перш за все, деривативи та інвестиційні сертифікати інститутів спільного інвестування (ICI). Як демонструють дані наведені на діаграмах, структура торгів на неорганізованому та організованому ринках дещо відрізняється.

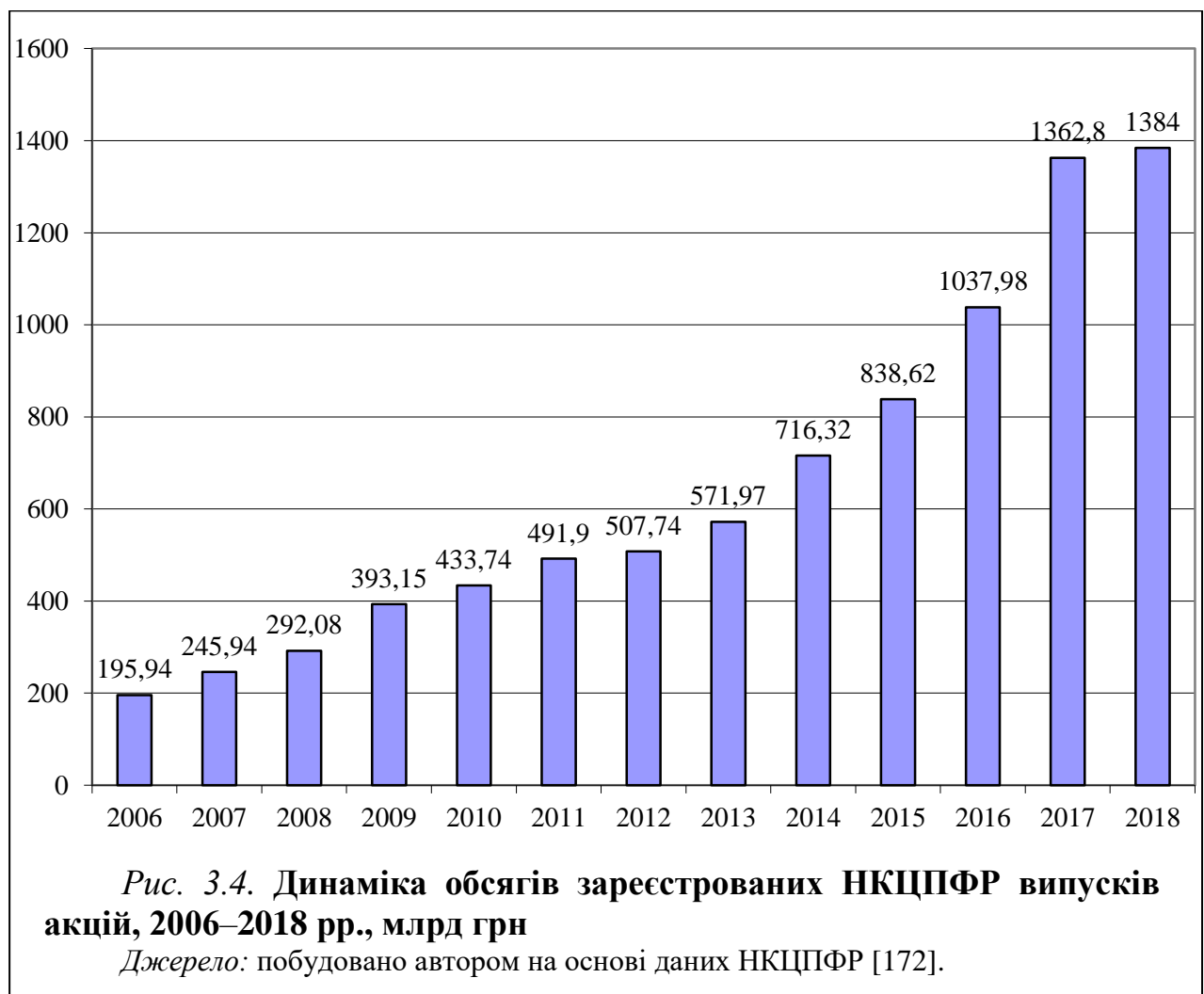
Домінуючу позицію у структурі торгів як на організованому, так і на неорганізованому ринку займають державні облігації. На організованому ринку на цей інструмент припадає більше 90% усього обсягу торгів. Частка корпоративних цінних паперів постійно зменшується і в останні роки коливається у межах 5%. Результати аналізу даних НКЦПФР дають підстави для висновку, що організований ринок цінних паперів за структурою торгів у розрізі фінансових інструментів фактично є ринком обігу державних облігацій (станом на початок 2019 р. – близько 95%). 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 [172]. Таким чином, біржовий ринок капіталу безпосередньо не впливає на алокацію ресурсів у корпоративному секторі.

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 інструменту. На рис. 3.4 наведена динаміка зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій за 2006–2018 рр. (станом на кінець відповідного року). Якщо станом на кінець 2006 р. Комісією було зареєстровано в цілому випусків акцій на загальну суму 195,94 млрд грн, то на кінець 2018 р. цей показник зріс більше, ніж у п'ять разів, і досяг 1362,8 млрд грн. Однак у 2018 р. обсяги випуску акцій були на досить низькому рівні – всього близько 22 млрд грн. [172].

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

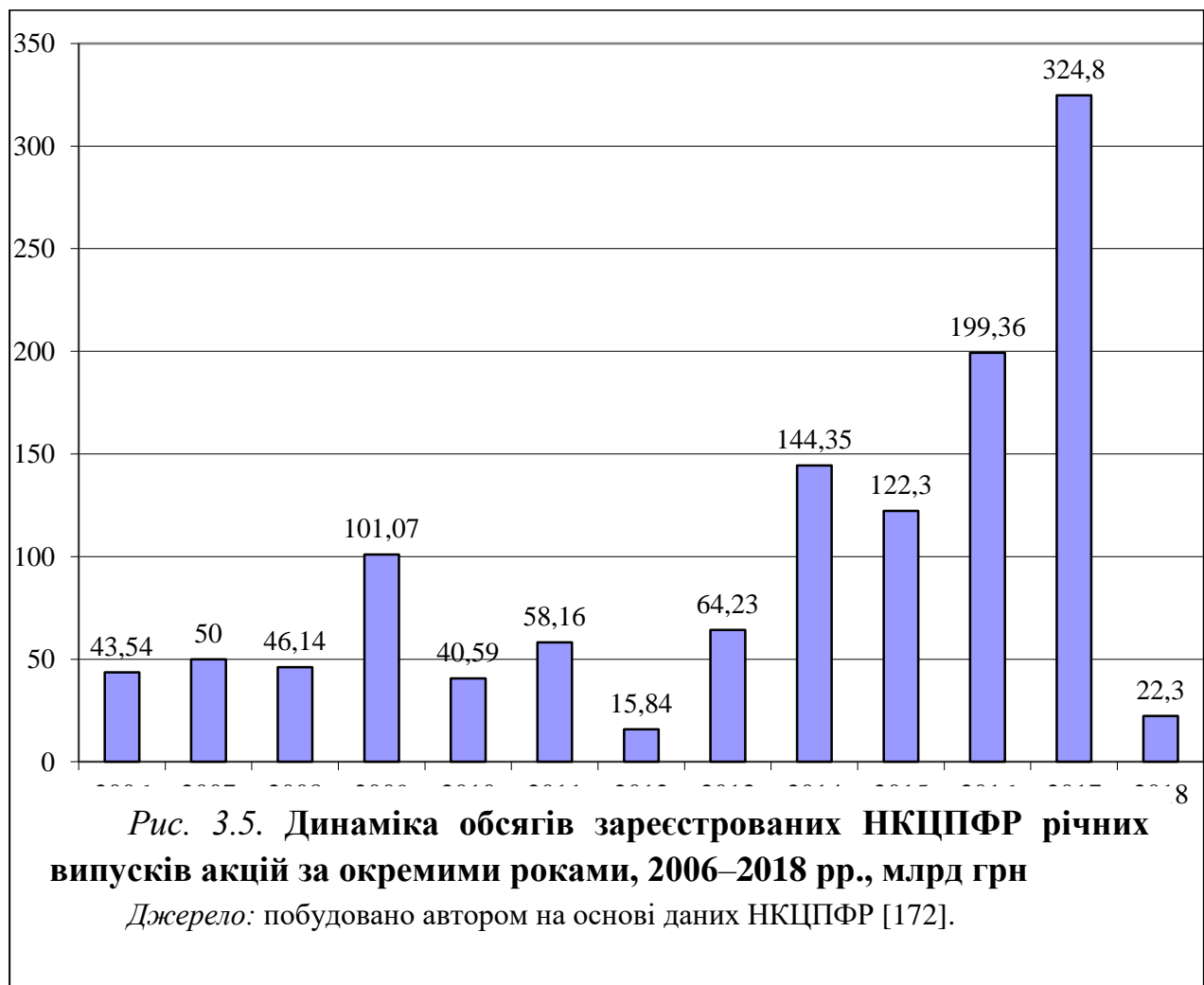
по-перше, обсяг випусків у доларовому еквіваленті залишився практично незмінним – близько 39–40 млрд дол США;

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, або ж на державні підприємства у рамках їх корпоратизації (наприклад, Укрзалізниця);



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. 3.5 наведені річні обсяги зареєстрованих НКЦПФР акцій за останні тринадцять років. 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.



Як демонструють дані, наведені на рис. 3.5., у 2016 та 2017 роках зафіксовано рекордний обсяг емісії акцій на українському ринку капіталів (199,4 та 324,8 млрд грн відповідно). З'ясуємо, чи насправді зазначений показник свідчить про злам негативних тенденцій на ринку та підвищення його

ролі у фінансуванні корпоративного сектору. З цією метою проаналізуємо структуру емітентів та відповідних обсягів емісій. У додатку К наведено перелік десяти акціонерних товариств, які зареєстрували найбільші випуски акцій впродовж 2017 р. На зазначених емітентів припадає більше 98% загального обсягу залучених коштів. Причому 70,77% загального обсягу емісії (229,8 млрд грн ) у 2017 р. припадає на ПАТ «Українська залізниця», випуск акцій якого зареєстровано у рамках корпоратизації підприємства. 100% акцій перебувають у державній власності. Відтак, мобілізації коштів інвесторів у результаті емісії відповідних акцій не відбулося. На банківський сектор припадало близько 23%, а на підприємства реального сектору економіки (окрім Укрзалізниці) в сукупності – близько 6,2% або близько 19 млрд грн, що є мізерною сумою у загальному обсязі фінансування підприємств. У 2018 р. на корпоративний сектор припадало лише близько 1,5 % від загального обсягу емісії акцій.

Таким чином, незважаючи на формальне зростання обсягів емісії акцій у 2016–2017 рр., ринок капіталів України не справляє суттєвого впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі економіки України. Причинами такої ситуації, серед іншого, є значна кількість технічних дефолтів вітчизняних емітентів корпоративних облігацій та реструктуризація боргів за цими інструментами, що передбачає «приватний» характер переговорів з інвесторами [179]. У 2018 році зафіксовано рекордний мінімум (у доларовому еквіваленті) обсягу емісії акцій.

Вважаємо, що інформація стосовно обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2016–2017 рр. не є репрезентативною, оскільки суттєвими чинниками, що вплинули на відповідні показники, стала емісія акцій Приватбанку на суму 116,8 млрд грн у рамках націоналізації банку та емісії акцій на суму 229,9 млрд грн ПАТ «Українська залізниця» у рамках корпоратизації підприємства. В обох випадках емітенти перебувають у державній власності, а випуск акцій не сприяв залученню коштів інвесторів. Таким чином, зроблені І. Зятковським близько десяти років тому висновки щодо стримуючих розвиток

ринку капіталів чинників є актуальними і донині. До таких чинників вчений відносить усталені (антиринкові) підходи до корпоратизації та приватизації державних об'єктів, диспропорції у кількісному складі відкритих і закритих акціонерних товариств, створення державних і недержавних холдингів, де дочірні підприємства, обмежені у самостійній політиці управління фінансами та емісії цінних паперів (акцій) [68]. Як свідчить аналіз фактологічного матеріалу за останні роки, кількісні та якісні показники розвитку ринку капіталів тісно корелюють із рішенням державних органів щодо емісії цінних паперів безпосередньо держави чи державних підприємств.

Здійснюючи оцінку кількісних характеристик обсягів випуску акцій на вітчизняному фондовому ринку слід також враховувати, що значна частка емісій, проведених до 2014 року, була виконана з порушенням регулятивних вимог та мала 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.

На позабіржовому сегменті ринку відбуваються суттєві коливання часток окремих інструментів у структурі торгів. Так, у 2015 р. майже 70% обсягу торгів припадало на акції підприємств, а на державні облигації – всього 5%. У 2018 р. частка торгівлі акціями впала до 25,5%, а обсяги торгівлі державними облигаціями досягли 52,3% від загального обсягу позабіржових торгів. Частка торгів корпоративними облигаціями має стабільні незначні обсяги і становила 7,5% (2018 р.). Порівняння обох сегментів ринку у 2017–2018 рр. показує, що обсяги торгів фінансовими інструментами на позабіржовому ринку характерні меншою волатильністю порівняно з біржовим ринком. Через менші вимоги до емітентів на позабіржовому ринку значною є частка акцій та облигацій підприємств. Цей ринок є більш ризиковим порівняно із біржовим ринком. Окрім цього, позабіржовий ринок значно більше впливає на алокацію ресурсів у корпоративному секторі, ніж біржовий. У додатку Л наведені абсолютні та

відносні показники, що характеризують обсяги торгівлі на біржовому та позабіржовому сегменті ринку капіталів за останні п'ять років.

У контексті проблематики дисертаційного 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 [23].

У таблиці 3.3 наведена структура фондового ринку України (біржовий ринок цінних паперів) за окремими інструментами за період 2005–2018 рр. (з урахуванням депозитних сертифікатів НБУ). Ринок капіталів країни спрямовується саме у держані облигації.

*Таблиця 3.3*

**Динаміка структури фондового ринку України у розрізі фінансових інструментів (за обсягом біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі), у % за 2005–2018 рр.**

Фінансовий інструмент	Акції	Облігації підприємств	Державні облигації	Облігації місцевої позики	Інвестиційні та опціонні сертифікати	Деривативи	Інші	Усього
<b>2005</b>	27,3	39,8	23,6	4,1	1,1	4,1	0	100
<b>2006</b>	23,9	41,8	29,3	3,4	1,1	0,3	0,2	100
<b>2007</b>	38,7	49,4	7,9	2,2	1,2	0,1	0,4	100
<b>2008</b>	31,3	44,0	22,6	1,2	0,5	0,3	0	100
<b>2009</b>	37,6	19,6	22,7	0,1	19,8	0,1	0	100
<b>2010</b>	33,3	5,1	46,4	0,1	12,3	2,8	0	100
<b>2011</b>	29,1	9,1	42,1	0,2	9,4	10,1	0	100
<b>2012</b>	8,2	10,0	67,8	2,4	2,2	9,4	0	100
<b>2013</b>	9,2	10,0	74,7	0,2	1,3	4,6	0	100
<b>2014</b>	4,2	5,4	87,9	0,1	0,6	1,5	0,3	100
<b>2015</b>	2,03	4,73	87,4	0,1	0,76	2,04	2,94	100
<b>2016</b>	0,88	3,91	89,21	0,0	0,55	0,60	4,8	100
<b>2017</b>	2,44	2,97	92,09	0,0	0,20	2,20	0,10	100
<b>2018</b>	1,02	3,94	94,2	0,4	0,01	0,4	0,03	100

*Джерело:* складено автором за даними звітності НКЦПРФ [172].

Аналіз відповідних даних дозволяє виявити вкрай незадовільну тенденцію щодо змін в алокації фінансових ресурсів на організованому вітчизняному ринку капіталів. Вагома частка фінансових ресурсів з ринку спрямовується у облігації державної позики. При тому в 2017–2018 рр. значна сума коштів була спрямована у депозитні сертифікати НБУ. Отже, у структурі фінансових інструментів, що є в обігу на організованому ринку цінних паперів, на державні облігаційні позики та на депозитні сертифікати НБУ у 2015 р. припадало більше 90%, а в 2016–2018 рр. – близько 95%. Негативна динаміка відволікання коштів у державні цінні папери спостерігається впродовж останніх 10 років. В останні п'ять років, на наш погляд, ситуація є критичною, оскільки спочатку більше 50%, а потім і більше 90%, ресурсів з організованого ринку капіталів країни спрямовується саме у державні облігації.

Аналіз біржового сегменту ринку капіталів показує, що впродовж 2012–2018 рр. відбувається стрімке падіння частки капіталу, який 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, порівняно з корпоративними цінними паперами, як з точки зору ризику, так і з позиції прибутковості. Так, дохідність за депозитними сертифікатами НБУ та за ОВДП у 2017–2018 роках коливалася у межах 14–18%. Крупні інституційні інвестори в особі банківських установ вкладають кошти в державні облігації, у тому числі тому, що вони можуть слугувати забезпеченням у разі рефінансування НБУ. Так, станом на початок 2018 р. обсяг державних цінних паперів у інвестиційному портфелі вітчизняних комерційних банків становив близько 363 млрд грн, у той час як величина ресурсів, вкладених в акції підприємств, – близько 1 млрд грн.

Слушним у цьому контексті є висновок про те, що фондовий ринок України характерний значними диспропорціями в розвитку окремих сегментів. За умов обмеженого ресурсного потенціалу загострюється конкуренція між його суб'єктами, яка, проте, не знаходить адекватного відображення у якісних змінах [172]. На фондовому ринку склалася ситуація, за якої 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 характерний не лише ринок капіталів, а й інші складові фінансового ринку. За висновками В. Зимовця та Н. Шелудько, відбувається деформація структури активів фінансового сектору 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 ускладнився, оскільки банки віддають перевагу менш ризиковим вкладенням у державні боргові інструменти; за структурними параметрами відбувалось зміщення кредитного ринку у бік короткострокового споживчого кредитування [65]. Таким чином, хибна політика держави щодо обсягів та дохідності державних облігацій призводить до деформацій та «фінансового голоду» у корпоративному секторі економіки. Така політика може призвести до ефекту «спіралі», коли дефіцит фінансових ресурсів на рівні підприємств спричиняє до зниження ділової активності та падіння податкових платежів, відповідно – зменшення доходної частини бюджету. Це, у свою чергу, зумовлює необхідність здійснення додаткових емісій державних облігацій.

Суттєве зменшення частки корпоративних цінних паперів на біржовому ринку, окрім іншого, пояснюється тим, що впродовж 2014–2018 рр. НКЦПРФ здійснювала очищення ринку від спекулятивних, неліквідних та фіктивних емітентів. За вказаний період з ринку були вилучені цінні папери більше 100 емітентів, стосовно яких були ознаки маніпулювання. Одним із напрямків виявлення маніпулювань на ринку є аналіз 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 НКЦПФР зупиняла операції на фондових біржах через те, що біржова вартість цінних паперів цілком не відповідала внутрішній вартості активів емітентів.

У рамках очищення ринку впродовж 2015–2016 рр. було делістинговано 330 емітентів, що на 82% зменшило кількість компаній, цінні папери яких перебувають у лістингу на фондових біржах. Зменшення кількості фіктивних інструментів, зупинення торгівлі ними призвело до зміни капіталізації лістингових компаній, яка знизилась наприкінці 2016 р. до 19,64 млрд грн з 63,49 млрд за аналогічний період 2015 р. З огляду на мізерну кількість емітентів акцій, які представлені на вітчизняному ринку капіталів, у 2017 р. показники капіталізації ринку не розраховувалися. Можна припустити, що зазначені показники коливаються у межах статистичної похибки. За даними НКЦПФП, станом на кінець 2018 р., показник капіталізації емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру станом на 31.12.2018 р., становив усього 7,97 млрд грн [172]. Ми підтримуємо твердження, що фондовий ринок України продовжує бути надзвичайно закритим, адже більшість операцій на ньому здійснюються у приватному режимі. Дефіцит корпоративних цінних паперів, що вільно обертаються на ринку, та операцій з ними перешкоджає встановленню об'єктивної вартості та дохідності вітчизняних цінних паперів [77].

Одна із проблем розвитку організованого фондового ринку в Україні пов'язана із нерозумінням менеджментом потенційних підприємств-емітентів переваг ринку та можливостей залучення фінансових ресурсів, які відкриваються перед учасниками ринку. Емісія акцій та облігацій залишається винятковим 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 3.4.

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. 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 облігацій підприємств зменшилося приблизно в чотири рази (порівняно з 2013 р.). Водночас, не зважаючи на зменшення абсолютної кількості випусків позалістингових цінних паперів, їх частка у загальному обсязі випусків сягає майже 96 відсотків.

Таблиця 3.4

**Динаміка випусків корпоративних цінних паперів, які перебували в обігу на фондових біржах у 2012–2017 рр., шт.**

Рік	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Лістингові							
Акції	160	188	182	64	8	7	4
Корпоративні облігації	188	227	230	135	26	12	10
Всього	348	415	412	199	34	19	14
Позалістингові							
Акції	1571	1805	1728	1494	1190	479	372
Корпоративні облігації	358	411	418	343	208	113	100
Всього	1929	2216	2146	1837	1398	592	472
Частка позалістингових цінних паперів, у %	85	84	84	90	98	96	97

*Джерело:* складено за даними НКЦПФР станом на початок 2019 р. [172].

Активність емітентів та інвесторів на ринку капіталів значно залежить від розвитку інфраструктури фондового ринку, зокрема від організаторів торгівлі цінними 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 варто зазначити наступне. 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, перш за все 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, що відбувається останнім часом, на наш погляд, виправданим є аналіз емпіричної інформації протягом останніх 5–6 років. Попередні тенденції 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.

У таблиці 3.5 наведено інформацію щодо обсягів торгів на фондових біржах впродовж останніх років. Зазначимо, що станом на кінець 2016 р. в Україні функціонувало 9 фондових бірж, а на кінець 2018 р. в реєстрі НКЦПФР – 5 організаторів торгів. Протягом усього аналізованого періоду лєвова частка торгів цінними паперами (більше 90%) припадала на дві біржі: Перспектива та ПФТС. Відтак, актуальним є питання щодо подальшої консолідації біржового ринку України.

У таблиці 3.6 наведено інформацію щодо структури торгівлі акціями вітчизняних підприємств у розрізі фондових бірж. Структура торгів у цьому сегменті ринку дещо відрізняється від загальної структури торгів на біржах. Парадокс полягає у тому, що лєдер за сукупним обсягом торгів на організованому ринку біржа «Перспектива» є аутсайдером за торгівлею акціями підприємств.

Таблиця 3.5

## Динаміка обсягу торгів на фондових біржах України, 2012–2018 рр.

Організатор торгівлі	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	Млн грн	%
<b>УФБ</b>	434,4	0,16	3333,8	0,72	456,9	0,07	302,0	0,11	18,9	0,01	1,2	0,001	-	-
<b>ІННЕКС*</b>	10,0	0,00	220,8	0,05	27,3	0,00	5,1	0,00	2,0	0,00	145,4	0,07	0,49	0,0
<b>УМФБ</b>	990,0	0,38	1210,7	0,26	118,7	0,02	5,94	0,00	-	-	-	-	-	-
<b>ПФТС*</b>	89463,9	33,93	110225,5	23,78	95881,7	15,47	53181,8	18,58	93719,2	39,81	64337,7	31,26	11251843,1	
<b>КМФБ</b>	2127,6	0,81	11791,5	2,54	9921,4	1,6	3565,3	1,25	1743,3	0,74	81,8	0,04	-	-
<b>УМВБ*</b>	51,5	0,02	1,5	0,0	260,4	0,04	118,7	0,04	21,71	0,01	-	-	35	0,01
<b>Перспектива (ФБП)*</b>	145563,9	55,21	311585,7	67,23	490458,1	79,15	220332,2	76,98	136057,62	57,8	127410,0	61,91	127325	48,8
<b>СЄФБ</b>	356,7	0,14	1081,5	0,23	1265,5	0,2	1413,4	0,49	59,09	0,03	-	-	-	-
<b>УБ*</b>	24023,7	9,11	10890,3	2,35	8565,9	1,38	6692,4	2,34	3531,2	1,5	13412,2	6,52	20987	8,1
<b>Універсальна (ПФБ)</b>	649,8	0,25	13090,1	2,82	12739,3	2,06	591,3	0,21	252,1	0,11	399,2	0,19	-	-
<b>Усього</b>	263671,5	100	463431,4	100	619695,2	100	286208,0	100	235405,1	100	205787,5	100	260866	100

Джерело: розраховано автором на основі даних НКЦПФР [172]

\*Біржі, що є у реєстрі НКЦПФР станом на 01.01.2019 р.

Таблиця 3.6

## Динаміка обсягу біржових контрактів з акціями у розрізі організаторів торгівлі, 2012–2018 рр.

Організатор торгівлі	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
<b>УФБ</b>	123,3	0,53	2411,1	5,33	76,5	0,30	5,74	0,10	7,88	0,36	0,57	0,01	-	-
<b>ІННЕКС*</b>	10,0	0,04	205,2	0,45	26,5	0,10	4,36	0,08	1,93	0,09	145,35	2,88	0,49	0,6
<b>УМФБ</b>	618,9	2,64	847,9	1,87	110,4	0,43	5,39	0,09	11,55	0,53	-	-	-	-
<b>ПФТС*</b>	1981,9	8,45	15885,6	35,11	1575,6	6,13	506,2	8,71	251,08	11,52	3158,2	62,52	339	28,7
<b>КМФБ</b>	568,8	2,43	2912,9	6,44	2676,6	10,42	801,8	13,80	31,45	1,44	6,59	0,13	-	-
<b>УМВБ*</b>	11,2	0,05	0,7	0,00	260,2	1,01	100,2	1,72	21,71	1,00	-	-	35	3
<b>Перспектива (ФБП)*</b>	9723,8	41,48	4273,0	9,44	1699,7	6,62	474,9	8,17	3,94	0,18	11,39	0,23	29,5	2
<b>СЄФБ</b>	77,8	0,33	522,6	1,15	144,6	0,56	6,47	0,11	0,26	0,01	-	-	-	-
<b>УБ*</b>	9710,0	41,42	5164,8	11,41	6481,6	25,24	3352,3	57,68	1 850,2	84,87	1729,48	34,24	776	65,7
<b>Універсальна (ПФБ)</b>	617,5	2,63	13025,0	28,79	12632,7	49,18	553,3	9,52	-	-	-	-	-	-
<b>Усього</b>	23443,4	100	45248,9	100	25684,3	100	5810,8	100	2 179,9	100	5051,6	100	1180	100

Джерело: розраховано автором на основі даних НКЦПФР [172]

\*Біржі, що є у реєстрі НКЦПФР станом на 01.01.2019 р.

Проаналізувавши дані, наведені у таблиці 3.6, можна констатувати, що упродовж останніх п'яти років більш-менш активну діяльність із 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. У 2017 р. частка торгівлі акціями на УБ знизилася і становила близько 34%. Натомість суттєво наростила обсяги торгів акціями ПФТС. Частка цієї біржі за цим фінансовим інструментом зросла із 11,5% у 2016 р. до 62,52% у 2017 р. На решту бірж загалом припадало трохи більше 3 % торгів акціями. В абсолютному виразі у 2018 р. обсяг торгів акціями на біржовому ринку більш ніж у 9 разів був меншим від обсягів 2013 року. Це стало логічним наслідком описаної у підрозділі 3.2 відмови функціонування ринку капіталів, а також побічним ефектом політики очищення ринку від недобросовісних учасників, що проводиться НКЦПФР. Станом на кінець 2018 р. у лістингу залишилося лише 4 емітенти акцій.

Тенденція щодо консолідації спостерігається також із біржовим обігом корпоративних облігацій. У таблиці 3.7 наведено інформацію щодо структури торгівлі корпоративними облігаціями у розрізі фондових бірж. У структурі торгів простежується певна спеціалізація фондових майданчиків щодо торгівлі корпоративними фінансовими інструментами. Майже 99% біржових контрактів з акціями та корпоративними облігаціями у 2016 р. було укладено на трьох біржах (ПФТС, Перспектива та КМФБ). Причому значна частка торгів відбулася на ПФТС (58,89%). У 2018 р. більше 99% усіх торгів облігаціями було здійснено на біржах ПФТС, Перспектива та УБ. На ПФТС припадає найбільша частка торгівлі облігаціями підприємств упродовж всього аналізованого періоду. Як свідчать аналітичні дані, основна маса фондових бірж фактично не брала участі у торгівлі корпоративними цінними паперами.

Таблиця 3.7

**Динаміка обсягу біржових контрактів з корпоративними облігаціями у розрізі  
організаторів торгівлі, 2012–2018 рр.**

Організатор торгівлі	2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
<b>УФБ</b>	165,76	0,63	983,7	2,00	251,8	0,77	294,09	2,17	10,05	0,11	0,3	0,00	-	-
<b>ІННЕКС*</b>	0,01	0,00	13,0	0,03	-	-	-	-	-	-	0,01	0,00	-	-
<b>УМФБ</b>	156,08	0,59	340,9	0,69	2,06	0,01	0,03	0,00	39,89	0,42	-	-	-	-
<b>ПФТС*</b>	12743,3	48,3	28024,2	57,02	22130,1	67,42	6049,76	44,70	5 555,3	58,89	3191,9	52,15	3824	37,2
<b>КМФБ</b>	1313,7	4,98	4799,9	9,77	3881,5	11,83	2081,02	15,38	1 412,9	14,98	75,2	1,23	-	-
<b>УМВБ*</b>	10,81	0,04	0,1	0,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Перспекти-ва (ФБП)*</b>	10592,2	40,2	11907,2	24,23	5185,1	15,80	3079,76	22,76	2 340,5	24,81	2081,5	34,01	4654	45,3
<b>СЄФБ</b>	260,5	0,99	547,4	1,11	1105,9	3,37	1403,85	10,37	57,60	0,61	-	-	-	-
<b>УБ*</b>	1094,2	4,15	2514,6	5,12	260,6	0,79	625,5	4,62	17,51	0,19	770,7	12,59	1789	17,6
<b>Універсальна (ПФБ)</b>	27,3	0,10	13,7	0,03	6,9	0,02	-	-	-	-	0,6	0,01	-	-
<b>Усього</b>	26363,7	100	49144,9	100	32823,9	100	13533,9	100	9 433,7	100	6120,1	100	10267	100

*Джерело:* розраховано автором на основі даних НКЦПФР [172]

\*Біржі, що є у реєстрі НКЦПФР станом на 01.01.2019 р.

Впродовж 2017–2018 рр. консолідація торгів корпоративними облігаціями продовжилася і фактично зосередилася на трьох організаторах торгівлі (ПФТС, Перспектива та УБ), на яких було укладено більше 99% усіх біржових контрактів. Абсолютні обсяги торгів продовжили падіння, в лістингу в цілому залишилося лише 12 емітентів корпоративних облігацій.

Для отримання узагальненої картини біржового ринку корпоративних цінних паперів та з'ясування його ролі в алокації ресурсів у корпоративному секторі економіки, в таблиці 3.8 подано інформацію щодо структури торгів корпоративними фінансовими інструментами (акції та облігації підприємств) у розрізі фондових бірж. У 2017 р. продовжилася тенденція щодо консолідації торгів. Обіг корпоративних цінних паперів зосередився на трьох біржах (ПФТС, УБ та Перспектива), на які припадає більше 98% усіх торгів. Заслуговує уваги та обставина, що лідер за обсягами торгів усіма фінансовими інструментами фондова біржа Перспектива – у сегменті корпоративних цінних паперів із часткою 18,73% займає лише третю сходинку.

Таблиця 3.8

**Структура торгів корпоративними цінними паперами у розрізі фондових бірж України, 2012–2018 рр., в %**

Організатор торгівлі	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
УФБ	0,58	3,60	0,56	1,55	0,15	0,01	0,01
ІННЕКС	0,02	0,23	0,05	0,02	0,02	1,30	1,25
УМФБ	1,56	1,26	0,19	0,03	0,44	-	-
ПФТС	29,56	46,52	40,52	33,89	50,00	56,84	55,31
КМФБ	3,78	8,17	11,21	14,90	12,44	0,73	0,78
УМВБ	0,04	0,00	0,44	0,52	0,19	-	-
Перспектива (ФБП)	40,79	17,14	11,77	18,38	20,19	18,73	19,21
СЄФБ	0,68	1,13	2,14	7,29	0,50	-	-
УБ	21,69	8,14	11,52	20,56	16,08	22,38	23,42
Універсальна (ПФБ)	1,29	13,81	21,60	2,86	-	0,01	0,02
Усього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Джерело: власні розрахунки автора на основі даних НКЦПФР [172].

Аналіз операцій на цій біржі дозволяє зробити однозначний висновок, що вона зорієнтована на торгівлю державними облігаціями, на які припадає 97% активності цієї біржі. Для порівняння: частка державних цінних паперів на УБ



становить 57,5%, а на ПФТС – 90%. Як за абсолютними, так і за відносними показниками домінуючі позиції на ринку корпоративних цінних паперів належать ПФТС. 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, які зорієнтовані на торгівлю державними облігаціями. Така ситуація призводить до розпорошення ресурсів, посиляє хибні сигнали інвесторам та емітентам, не дозволяє використовувати ефект синергії та знижує довіру до ринку в цілому. 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 організатори торгів цінними паперами.

Основні тенденції на вітчизняному ринку капіталів, що у окресилися ході дослідження, відображено на рис. 3.6.

Серед них:

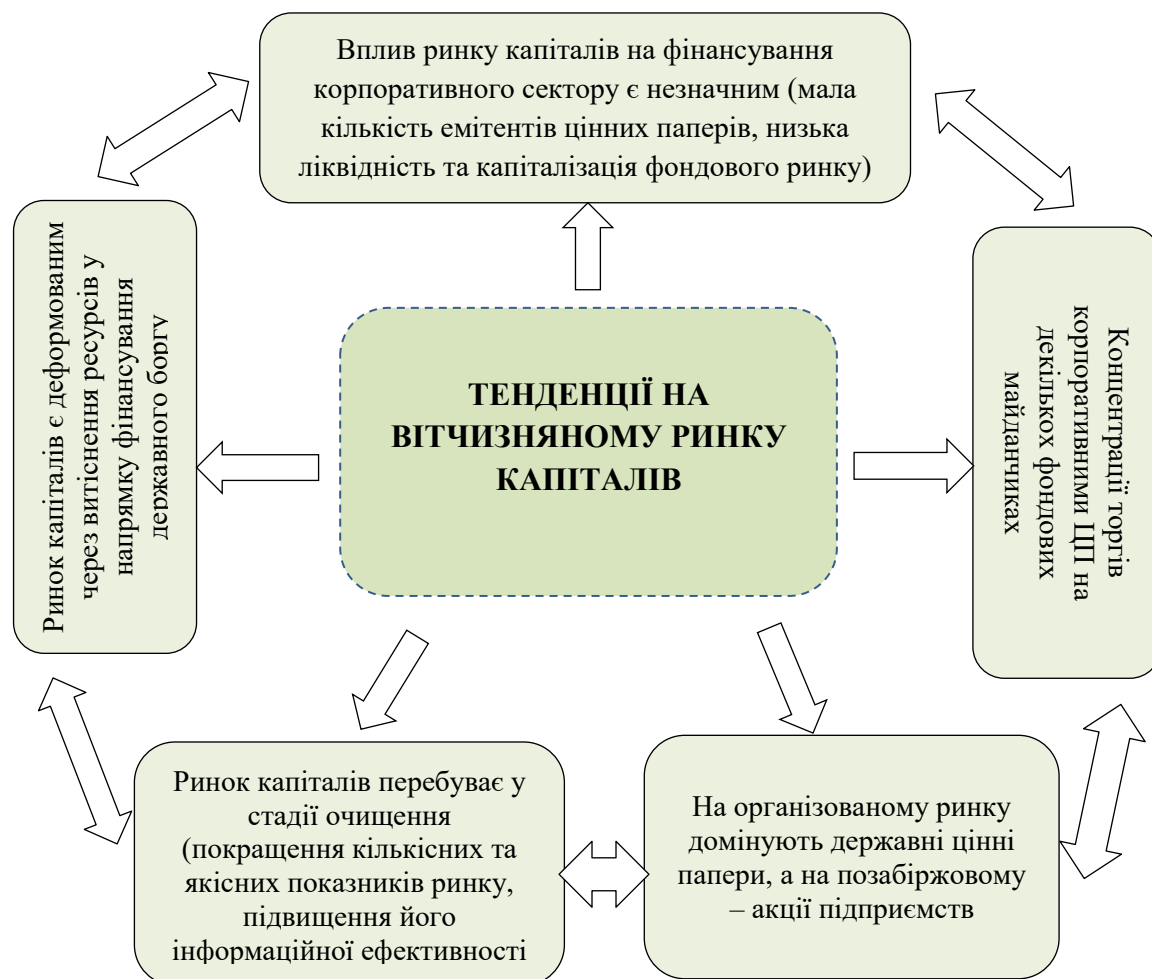
– вплив ринку капіталів на фінансування корпоративного сектору в Україні є незначним через мізерну кількість емітентів цінних паперів, низьку ліквідність та капіталізацію фондового ринку;

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

– ринок капіталів перебуває у стадії очищення, що своїм наслідком матиме покращення не лише кількісних, а, перш за все, якісних показників ринку та підвищення його інформаційної ефективності;

– структура організованого та неорганізованого ринку цінних паперів кардинально відрізняється одна від одної: на організованому ринку домінують державні цінні папери, а на позабіржовому на цей інструмент припадає лише чверть усіх торгів. Найбільша частка на позабіржовій торгівлі припадає на акції

підприємств;



**Рис. 3.6. Основні тенденції на вітчизняному ринку капіталів**

*Джерело:* систематизовано та визначено автором.

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

### 3.3. Закономірності та суперечності розвитку ринку капіталів України в умовах глобалізації фінансового простору

Фінансовий ринок у цілому та окремі його сегменти варто розглядати у контексті глобалізації фінансово-економічних процесів та індексу глобальної конкурентоспроможності. Курс України на інтеграцію з ЄС висуває перед інститутами фінансового ринку підвищені вимоги. Перш за все, ці вимоги пов'язані з необхідністю інтеграції у світові ринки та урахування глобальних тенденцій розвитку. Аналізуючи тенденції та закономірності розвитку глобального фінансового сектору, академік Білорус О. Г. наголошує на актуальності проблеми глобальної консолідації фінансових ресурсів та раціонального їх розподілу [31]. Відтак, домінантою розвитку вітчизняного ринку капіталів має бути необхідність його консолідації та забезпечення ефективної алокації ресурсів.

Глобалізація надає для учасників ринку капіталів цілу низку додаткових можливостей та шансів. Водночас слід ураховувати 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 діє модель ринку капіталів, у разі зворотної ситуації – модель кредитного ринку. Обидва типи структури фінансового ринку мають свої позитиви та недоліки. Ключова проблема, яку необхідно 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 моделі 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 економічне зростання у розвинених країнах досліджені у працях Х. Казерера, Р. Лівайна, С. Раппа, Е. Деміргука-Канта, Т. Бека [306; 360]; особливості фінансової глобалізації висвітлені О. Мозговим та Н. Стукало [121]; місце банків у формуванні моделі фінансового ринку розкрито у працях І. Школьник, В. Науменкової та В. Міщенко [124]. 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 регулюванню фінансового ринку та окремих його сегментів; питаннях формування інфраструктури фінансового ринку; напрямках стимулювання розвитку ринку капіталів чи банківської системи. У наукових працях, однак, практично не приділяється увага обґрунтуванню найбільш адекватної моделі фінансового ринку для країн з перехідною економікою з огляду на її вплив на темпи економічного зростання країни та її

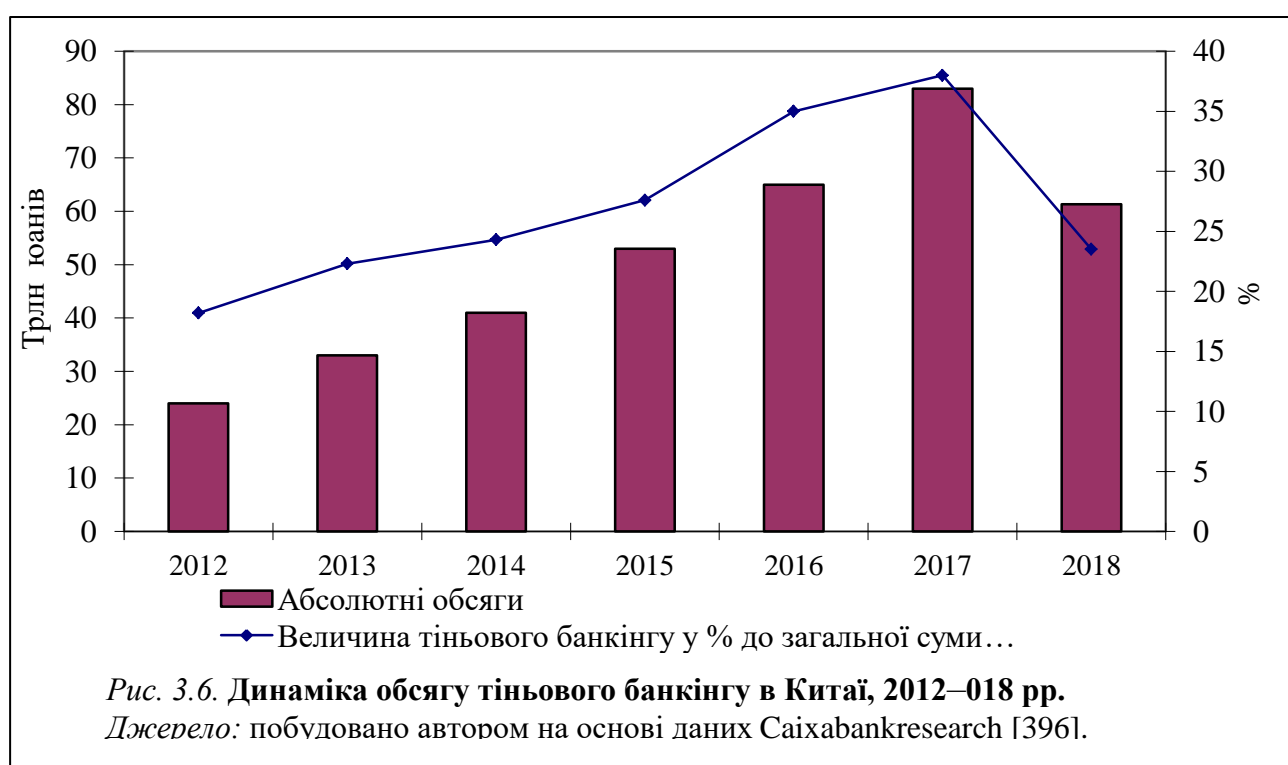
глобальну конкурентоспроможність. Водночас для країн, які належать до ринків, що розвиваються (*emerging markets*), питання вибору моделі фінансування, відповідно – структури фінансового ринку, є надзвичайно актуальним, оскільки недорозвиненість фінансового ринку часто є основною причиною низького рівня конкурентоспроможності країни в цілому. Інша загроза недієздатного організованого ринку капіталу полягає у загрозі тінізації фінансових потоків. У кращому випадку може йтися про розвиток моделі так званого тіньового банкінгу (*shadow banking*).

У глобальному вимірі може спостерігатися стрімкий розвиток тіньового банкінгу, який викликає певне занепокоєння. За визначенням FSB (Ради з фінансової стабільності), тіньовий банкінг представляє собою повноцінну альтернативу банківському фінансуванню реального сектору економіки. Ця модель є способом диверсифікації банківських кредитів та створює умови для здорової конкуренції на фінансовому ринку. Результати проведених FSB досліджень показують, що частка тіньового банкінгу у найбільших економіках світу становить в середньому 11% від усіх фінансових активів і становила в середньому 70% від ВВП у 2015 році (2011 р. – 60%). Причому в країнах з найбільшим приростом тіньового банкінгу спостерігається найвищий ріст ВВП [344]. Водночас, забезпечуючи функцію трансформації та алокації фінансових ресурсів, тіньовий 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 тіньовій банківській системі, яка є поза межами державного впливу [369]. Відповідно до оцінок Moody's, величина тіньового 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. 3.7 наведена динаміка обсягів тіньового банкінгу в Китаї [396].

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 тому, характерні високими ризиками. Здебільшого тіньові кредити надаються інвестиційними фондами і трастами. Тіньовий банкінг діє 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 становить близько 150%), а через його стрімкий ріст. В той же час у середньому розвинені країни демонстрували темпи щорічного зростання прихованого банкінгу на рівні біля 10%, тоді як у Китаї цей показник за останні 3–4 роки коливається у межах 20–30%.



В Україні прихований банкінг також діє. Особливо інтенсивно він почав розвиватися у період «банкопаду» 2014–2017 років. Однак, 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 варто відносити до тіньової економіки. Його можна інтерпретувати як альтернативну модель фінансування. Йдеться 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 фінансинг». До цієї когорти 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 тінізації відповідної сфери доцільно відпрацювати лояльні механізми її державного регулювання та контролю.

Вивчаючи динаміку процесів глобалізації, може здатися, що у вигравші 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 можуть отримати і слабкі в економічному плані країни. Одним із шляхів отримання вигоди від процесів глобалізації є залучення фінансових ресурсів на міжнародних фінансово-кредитних ринках. Глобалізація також інтенсифікує міжнародну конкуренцію, у тому числі за обмежені фінансові ресурси. Сучасне проникнення фінансової глобалізації здійснюється переважно за рахунок прискореного зростання обсягів іноземного банківського капіталу, іноземних прямих та портфельних інвестицій. В таких надзвичайних умовах необхідно провадити послідовну і одночасно адекватну політику, яка буде орієнтована на зростання конкурентоспроможності економіки у контексті національних інтересів, узгодження заходів економічної політики, у

тому числі й для запобігання та нейтралізації наслідків перманентних фінансових криз [121].

Не потребує доведення та обставина, що для використання переваг від міжнародної фінансової інтеграції необхідно створити умови, які б забезпечили конкурентні переваги перед іншими країнами. Разом з тим, індекс глобальної конкурентоспроможності (The Global Competitiveness Index, GCI) України, який визначається Всесвітнім економічним форумом, є на дуже низькому рівні. За GCI 2015–2016 рр. Україна з індексом 4,0 посіла 79-е місце зі 140 країн світу, що на три позиції гірше порівняно з попереднім рейтингом. Не останню роль у глобальній конкурентоспроможності країни займає рівень розвитку фінансового ринку. У таблиці 3.9 наведена інформація щодо основних складових, які впливають на рівень розвитку фінансового ринку України.

Проведемо аналіз індикаторів конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку порівняно 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. 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.



Таблиця 3.9

**Оцінка складових фінансового ринку в індексі глобальної конкурентоспроможності України, 2015–2016 р.**

Показники	Україна	Польща	Казахстан	Туреччина	РФ	Румунія	Литва	Швейцарія	Німеччина
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
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
ВВП (млрд дол США)	90,5	475	173,2	733,6	1325	177,3	41,3	664,3	3357
Чисельність населення, млн	42,6	38,0	17,7	77,7	146,3	19,9	2,9	8,2	81,9

Джерело: складено автором на основі інформації The World Economic Forum, The Global Competitiveness Index 2015–2016 [414].

Причиною такої ситуації є не скільки 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 у Казахстану (13,9%). Цікавою є ситуація з оцінкою впливу податкових факторів на ведення бізнесу. По всіх аналізованих країнах питома вага цього фактора є вищою, ніж в Україні. Це можна пояснити не скільки досконалістю вітчизняної системи оподаткування, скільки значною часткою у загальній структурі інших факторів, перш за все рівня корупції, політичної нестабільності, інфляції та поганого доступу до фінансування.

З огляду на проведений аналіз, можна стверджувати, що існує взаємозалежність між розвитком національних фінансових ринків та рівнем глобальної конкурентоспроможності. Що вищим є індекс конкурентоспроможності, тим більш інвестиційно привабливою є країна та більший приплив капіталу на локальний фінансовий ринок. З іншого боку, розвиток локального фінансового ринку впливає на рівень конкурентоспроможності країни. Для підвищення глобальної конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку потрібно 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. Вважаємо, що недорозвиненість ринку капіталів у країнах, що розвиваються, окрім іншого, зумовлена тими ж чинниками, що визначають рівень конкурентоспроможності країни. Має місце чітка кореляційна залежність між рівнем фінансово-інвестиційних ризиків у країні та рівнем розвитку ринку капіталів. Зазначимо, що ця теза стосується лише країн, які належать до ринків, що розвиваються.

З'ясуємо, чи впливає домінуюча в країні модель фінансування та структура фінансового ринку на його величину, якісні характеристики та глобальну конкурентоспроможність. Модель фінансування реального 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 опосередковано розміщені локальними емітентами облігації на міжнародних ринках та локальний ринок акцій [307]. 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 можливості 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 урахуванням 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 становить близько 330% від ВВП відповідних країн. У США відповідний показник коливається в межах 90%, в Японії – біля 200%, в Україні, станом на 2016 р., загальна сума балансу банків становила близько 64% від річного ВВП. Сума кредитів, наданих вітчизняними банками нефінансовим організаціям,

становила біля 750 млрд грн, що відповідало 40 відсоткам ВВП країни, а до середини 2017 р. – 784 млрд грн (близько 33% від ВВП). Щоправда, частка непрацюючих кредитів у банківській системі України до середини 2017 р. зросла до 57,7%. Для порівняння: у США показник відношення суми банківських кредитів до ВВП становить 187%, Німеччині – 111%, в середньому по країнах OECD – 108%.

Суттєва різниця між досліджуваними моделями фінансування полягає у способі збору та оперування 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 має здебільшого конфіденційний характер [400].

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. Відтак, 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 ефективної алокації капіталу, а сам ринок розвивається циклічно.

Як зазначають С. Науменкова та В. Міщенко, збитки у банківському секторі можуть збільшуватись, коли спаду передує 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 [125]. В цьому контексті В. Баранова констатує, що процес ринкових реформ в Україні об'єктивно започаткувався саме з банківських установ, котрі були та залишаються центральною ланкою вітчизняної системи організації економічних відносин. При чому, сталий розвиток українських банківських фінансово-кредитних установ був основою в формуванні повноцінних ринкових інститутів і сукупності окремих базових елементів, котрі є пов'язані з рухом фінансових ресурсів і без яких неможливе функціонування ринкової економіки [27, с. 86].

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, можна, перш за все, 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 найкрупніших банків. При цьому діє непряма державна підтримка крупних банків у континентальній Європі, що робить їх більш захищеними перед загрозою банкрутства, порівняно з банками США та Великої Британії [307]. Таким чином, зростання банківської системи у багатьох країнах континентальної Європи відбувається у тому числі за рахунок імпліцитної державної підтримки банків.

Імплицитні державні гарантії, що надаються крупним європейським банкам, уможлиблюють 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 проектів. Відтак, вони стримують інновації. З іншого боку, з огляду на інформаційні ризики для інвесторів та величину накладних витрат, суб'єкти малого та середнього бізнесу у своїй більшості не можуть скористатися інструментами ринку капіталів, а використовують банківське кредитування.

Отже, 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. Відтак, за моделі банківського кредитування, капітал спрямовується переважно у менш ризикові проекти (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 зростанню країни. Йдеться 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. У 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. Однак на економічний ріст більше впливає ліквідність ринку капіталів, аніж його обсяг [306]. 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 Ш. Рапп підтвердили висновок про те, що в економічно розвинених функціонує позитивний кореляційний зв'язок між обсягом ринку акцій та економічним зростанням. Ріст європейського ринку капіталів на одну третю призводить до довгострокового росту економіки на одну п'яту. Причому в менш розвинених країнах ЄС зазначений кореляційний зв'язок відсутній [307]. До подібних результатів доходить С. 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 [36]. Таким чином, для країн з перехідною економікою, яким властивий низький рівень доходів, нормальною є ситуація, за якої у 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, протягом п'яти років, загальна потужність вітчизняного фінансового ринку (ринок капіталів та кредитний ринок) коливається в межах 50–60% від

ВВП. У США цей показник становить 416%, в Японії – 298%, в Німеччині – 195%, Греції – 141%, у Польщі – 110%. Таким чином, як у відносному, так і в абсолютному значенні «глибина» фінансового ринку України є набагато меншою, ніж відповідний показник в економічно розвинених країнах та в більшості країн з перехідною економікою. Водночас окремими науковими дослідниками, зокрема Р. Голдсмітом, доведено, що величина (глибина) фінансового ринку позитивно корелює із величиною реального ВВП на душу населення країни. Американський економіст Р. Гольдсміт показав позитивний вплив розвитку фінансового ринку на реальний сектор економіки [345]. Окрім цього, американські вчені П. Ажіон, 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 [294].

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 станом на кінець 2016 р. цей показник становив трохи більше 25 млрд грн, що відповідає лише 1,05% ВВП. У 2015 р. зазначені показники становили 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. становив 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 нашу думку, зазначені показники не є репрезентативним. Більш об'єктивними, на наш погляд, є дані станом на початок кризи, зумовленої військовим конфліктом в Україні. Для оцінки якісних та кількісних параметрів вітчизняного ринку капіталів необхідним є його порівняння з відповідними показниками інших країн. Відтак, порівняння слід здійснювати щодо інших груп 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 належать до ринків, що розвиваються (e.m).

За цим аналітичним принципом сформована інформація, наведена в таблиці 3.10, де містяться окремі показники розвитку локального ринку капіталів у розрізі окремих країн, що репрезентують різні типи економік та моделі фінансування.

Зниження ринкової капіталізації пояснюється суттєвим підвищенням інвестиційних ризиків в Україні, що знайшло своє відображення у низьких кредитно-інвестиційних рейтингах України, а також у погіршенні 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 експортно-орієнтованими, тож їх фінансовий стан залежить від кон'юнктури світових товарних ринків [284].

Відтак, 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 України за період 2011–2016 рр. була найвищою серед усіх країн, які досліджувалися експертами світового банку. Коефіцієнт волатильності фондового ринку становив 28,5%. Аналогічне значення коефіцієнта має лише одна країна – Греція, яка тривалий час перебуває у переддефолтному стані.

Таблиця 3.10

**Оцінка показників ринку капіталів України у міжнародному вимірі  
(усереднені значення за 2015–2018 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
<b>Країни, що належать до Emerging markets</b>					
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
Словаччина	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
<b>Україна</b>	<b>17,9</b>	<b>28,5</b>	<b>1,6</b>	<b>5,5</b>	<b>48,1</b>
<b>Економічно розвинені країни з англосаксонською моделлю фінансування</b>					
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
<b>Економічно розвинені країни з континентальною моделлю фінансування</b>					
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:* складено автором на основі Звіту Світового Банку: Global financial development report 2015-2016; 2017-2018: long-term finance. [422].

З вищевикладеного випливає, що на глобальну конкурентоспроможність країн з перехідною економікою впливає не структура фінансового ринку, а його обсяг та якість. Відтак, спірним є твердження, що тільки фондовий ринок здатний забезпечити корпоративний сектор необхідними ресурсами [23]. Інформація, наведена в таблиці 3.10, 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 [285]. 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. У даний час фінансовий ринок України має усі ознаки банкоцентричної моделі з елементами експліцитної та імпліцитної державної підтримки. Як справедливо зазначає Школьник І., банкоцентричність вітчизняної фінансової системи обумовлена: 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 [285]. Щоправда, 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 треба 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 становив лише 3,42 пункти із 10 [355]. Зрозуміло, що за такої ситуації інвестори будуть обирати менш ризикові моделі вкладення коштів. Такою моделлю є саме банкоцентрична, порівняно з моделлю ринку капіталів.

Дискусії щодо того, яка модель фінансування є більш ефективною, варто перевести у площину, як можна найраціональніше поєднати ці дві моделі, щоб досягти позитивного загальноекономічного ефекту. Обидві моделі час від часу дають збій та призводять до фінансової кризи, однак 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.

### **3.4. Аналіз процесів інтеграції 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. Водночас ключовим фактором, що перешкоджає виходу вітчизняних корпорацій на міжнародні ринки капіталів, є низькі кредитно-інвестиційні рейтинги України. Як відзначають фахівці Інституту економіки та прогнозування НАН України, можливості залучення підприємствами капіталу на зовнішніх ринках з'являються лише після підвищення суверенних кредитних рейтингів зі спекулятивного до інвестиційного рівня. Недостатній рівень захисту прав власності, високі ризики втрат унаслідок рейдерських захоплень роблять цінні папери українських підприємств непривабливим та високо ризиковим інструментом з точки зору потенційних інституційних інвесторів [273].

Основним чинником, який спонукає вітчизняні корпорації до розміщення цінних паперів на зарубіжних ринках, є те, що загальні витрати на капітал (з урахуванням 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. Перш за все, йдеться 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 впродовж 1995–2017 рр. характеризують дані таблиці 3.11. Інформація, наведена в таблиці, засвідчує, що в цілому 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 році. 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 місце за обсягами IPO також належить компаніям, що походять із цієї країни.

Таблиця 3.11

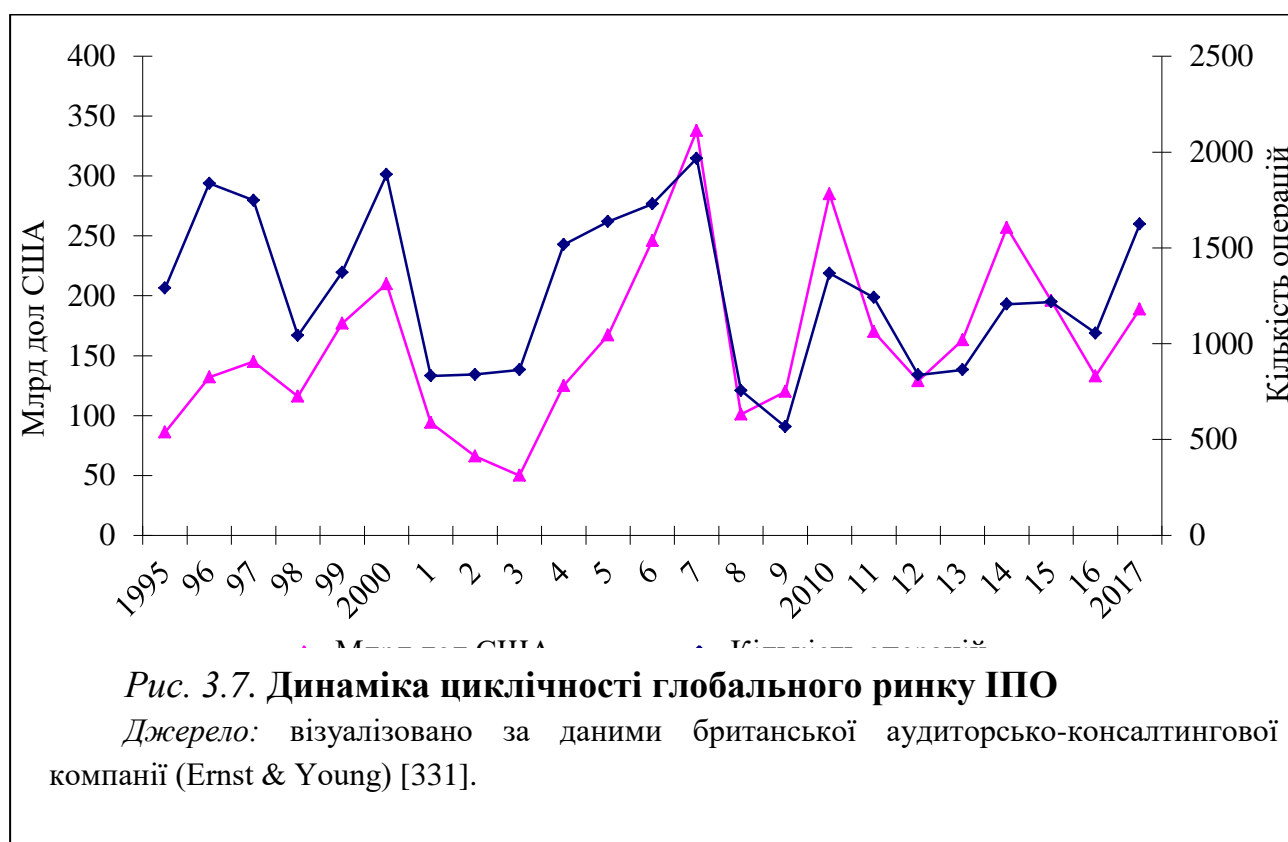
**Динаміка залучення коштів через публічне розміщення корпоративних прав (IPO) протягом 1995–2017 рр. (глобальний вимір)**

<b>Рік</b>	<b>Кількість операцій розміщення акцій через IPO</b>	<b>Обсяг залучених ресурсів, млрд дол США</b>	<b>Середній розмір однієї операції з IPO, млрд дол США</b>
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
<b>2000</b>	<b>1883</b>	<b>210,0</b>	<b>0,112</b>
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
<b>2006</b>	<b>1729</b>	<b>246,0</b>	<b>0,142</b>
<b>2007</b>	<b>1967</b>	<b>338,0</b>	<b>0,171</b>
2008	756	101,0	0,134
2009	566	120,0	0,212
<b>2010</b>	<b>1367</b>	<b>285,0</b>	<b>0,204</b>
2011	1241	170,0	0,137
2012	837	129,0	0,154
2013	864	163,0	0,188
2014	1206	<b>256,5</b>	<b>0,212</b>
2015	1218	195,5	0,161
2016	1055	132,5	0,125
<b>2017</b>	<b>1624</b>	188,8	0,116

*Джерело:* складено автором на основі даних британської аудиторсько-консалтингової компанії (Ernst & Young) [331].

Аналіз статистичної інформації засвідчує наявність циклічного характеру у динаміці залучення коштів через первинне розміщення акцій. Ця тенденція візуалізована на рис. 3.7.

Кожен із циклів IPO включає у себе період росту, піковий період та падіння. Як засвідчують дані, що відображені на рис. 3.7., протяжність одного циклу становить 4-7 років. Починаючи з 1993 р., можна виокремити такі цикли (за критерієм обсягу залучення коштів):



- 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, обґрунтованим Й. Шумпетером [395]. 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 [389]. Можна припустити також, що на активність на ринку капіталів впливає також рівень процентних ставок на кредитному ринку та величина базової процентної ставки, що встановлюється центральним банком. На наш погляд, залежність економічних циклів та циклів активності IPO в даний час неможливо з'ясувати через відсутність достатньої емпіричної інформації. Окрім цього, спостерігається серйозна розбіжність у тривалості зазначених циклів. Якщо тривалість економічного циклу становить 50–60 років (за Й. Шумпетером), то цикл активності на ринках IPO становить 4–7 років. На ринок акцій значною мірою впливають перш за все макроекономічні та політичні ризики в країнах, де ведуть свою діяльність емітенти. Водночас у країнах з банкоцентричним фінансовим ринком окреслені закономірності не спрацьовують. Так, у Німеччині у 2017 р. можна було спостерігати досить сприятливі умови для бурхливого розвитку IPO: дуже низькі процентні ставки, стрімкий розвиток ринкової кон'юнктури, високий ріст ринкових індексів. Однак кількість IPO становила лише 11 емісій на загальну суму 2,9 млрд дол США, що відповідає лише 0,7% та 1,5% від глобальних показників.

Щодо галузевої структури глобального ринку IPO потрібно зазначити наступне. За обсягами залучення коштів із року в рік лідирує фінансовий сектор. Упродовж останніх років його частка становить майже 30 відсотків від обсягу залучених коштів. Пізніше йде 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 3.12, де виокремлено три, найбільш значимі у глобальному вимірі, регіони: США, ЕМЕІА (Європа, Близній Схід, Індія та Африка) та Азіатсько-Тихоокеанський регіон (АТР).



Аналіз структури IPO за обсягами емісій та їх кількістю засвідчує, що протягом останніх п'яти років окреслилася чітка тенденція до домінування у структурі IPO за обома критеріями Азіатсько-Тихоокеанського регіону, до якого належить і Китай. Натомість частка США, особливо за критерієм кількості операцій, суттєво зменшилася. Станом на кінець третього кварталу 2017 р. на США припадало лише 12% від світових, у той час як на АТР – 66%. За критерієм обсягів розміщення, відставання операцій з IPO 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 3.12

**Динаміка регіональної структури IPO за обсягами залучення коштів та за кількістю операцій, 2013–2017 рр., в %**

Рік	США		ЕМЕІА*		АТР**		Всього
	За обсягами	За кількістю операцій	За обсягами	За кількістю операцій	За обсягами	За кількістю операцій	
2017	27	13	34	29	39	58	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

*Джерело:* складено автором на основі даних британської аудиторсько-консалтингової компанії (Ernst & Young) [331].

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

\*\* АТР – Азіатсько-Тихоокеанський регіон

За підрахунками компанії EY, впродовж останніх років європейський ринок IPO характеризується стабільною тенденцією як щодо кількості, так і обсягу операцій. Однак при цьому зберігається глобальний циклічний тренд. Так, за останні п'ять років найнижчими показник щодо обсягів та кількості IPO були у 2013 р. Пікове значення показників зафіксовано у 2014 р. щодо кількості (295 операцій) та у 2015 р. – щодо обсягів (62 млрд євро). У 2017 р. на європейському ринку капіталів було здійснено 252 операції з IPO на загальну суму 46,1 млрд дол США, що майже на 45% більше, ніж у попередньому, 2016, році.

Про значимість IPO як інструменту залучення фінансових ресурсів українськими підприємствами свідчить уже те, що впродовж 2005–2013 рр. на міжнародних біржах уперше розмістили свої акції 28 вітчизняних корпорацій. У додатку М наведено перелік усіх IPO, здійснених українськими емітентами на міжнародних ринках. В цілому 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.

Аналітичні дані в таблиці додатку М свідчать, що найвдалішим за 12 – річну історію українських IPO стало розміщення акцій ПАТ «Миронівський хлібопродукт» у 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 пояснюється фактичною відсутністю вітчизняного фондового ринку. Неконкурентоспроможність локального ринку капіталів 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 майданчиках 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 певні правила щодо цього. На нашу

думку, адміністративні обмеження не зможуть перешкодити виходу підприємств на закордонні ринки капіталів. Такого роду обмеження лише призведуть до використання різного роду тіньових схем виходу на відповідні ринки. 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), Великобританія (5), Нідерланди (4), острів Мен (3), Канада (1), Нормандські острови (1) [48]. Домінування непрямих схем розміщення цінних паперів на міжнародних ринках зумовлено, перш за все, з додатковими витратами, пов'язаними 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 [163].

За оцінками експертів, у найближчій перспективі значна кількість провідних вітчизняних підприємств мають намір розмістити свої цінні папери на міжнародних фондових майданчиках. Аналіз фінансових стратегій крупних вітчизняних компаній засвідчив, що більше 25 із них найближчим часом планували розмістити свої цінні папери на міжнародних ринках. Так, потенційне IPO передбачало, серед іншого, стратегією розвитку НАК «Нафтогаз», ПАТ «Укргазвидобування», ПАТ «Укрзернопромагро» та ряду інших. Однак, з огляду на непомірні політичні, економічні та військові ризики, впродовж 2014–2017 рр. українські компанії не вдавалися до розміщення акцій на закордонних ринках. Таким чином, очікуваний у 2019–2020 рр. бум українських IPO, окрім іншого, 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 становив близько 50%, а сам ринок сягнув 1020,4 млрд євро в абсолютному значенні. Інформація щодо регіональної структури ринку корпоративних облігацій країн, що входять у зону Євро наведена в таблиці 3.13.

Зростання європейського ринку корпоративних облігацій відбувається у всіх провідних країнах. Причому найбільша частка ринку припадає на Францію (48%). Після них слідує 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 становить у цілому 11%. Для порівняння: у Великій Британії відповідний показник становить 20%, а у США – 31%, що є характерним для країн з англосаксонською структурою фінансового ринку.

*Таблиця 3.13*

**Обсяги та частка ринку корпоративних облігацій (корпорації нефінансового сектору) у зоні Євро, 2016 р.**

<b>Країна</b>	<b>Обсяг ринку, млрд євро</b>	<b>Частка ринку, в %</b>	<b>Приріст у 2016 р. порівняно з 2010 р.</b>
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
<b>Всього</b>	<b>1020,4</b>	<b>100</b>	<b>337,3</b>

*Джерело:* складено автором на основі звітних даних Deutsche Bundesbank [325].

Ріст ринку облігацій пояснюється низкою 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 станом на середину 2017 р. частка цінних паперів, яким присвоєні рейтинги спекулятивного рівня (високододатні облігації), досягла 26%, порівняно з 17% у 2011 р. [325]. 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, дохідність зазначених інструментів є досить низькою. Так, відсотки за високоризикованими облігаціями в країнах зони Євро на середину 2017 р. становили 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 окреслилися певні позитивні зрушення. Зокрема, компанією Кернел через Kernel Holdings S.A. було проведено успішну емісію єврооблігацій на загальну суму 500 млн 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 3.14.

*Таблиця 3.14*

**Обсяги залучення українськими корпораціями боргового капіталу на міжнародних ринках 2010–2017 рр.**

Підприємство-емітент	Рік емісії	Інструмент	Організатор	Біржа	Обсяг емісії, млн дол США
1	2	3	4	5	6
Кернел (Kernel Holdings S.A.)	2017	Облігації	ING Wholesale Banking Лондон, JP Morgan	Irish S.E.	500

Продовження табл. 3.14

1	2	3	4	5	6
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)
Укрзалізниця (Ukrainian Railways)	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 автором на основі даних компаній PricewaterhouseCoopers (PwC) та Dragon Capital [72; 385].

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 варто максимально спростити, здешевити та чітко упорядкувати механізм прямого залучення коштів підприємствами на основі емісії корпоративних облігацій. Завдяки тенденції до зростання «апетиту до ризиків» багатьох європейських інвесторів шанси на успішну емісію цінних паперів українських емітентів суттєво підвищуються.

### Висновки до розділу 3

У розділі проведена оцінка стану ринку капіталів України на предмет відповідності його до критеріїв ефективності, визначено рівень впливу

вітчизняного ринку капіталів на фінансування корпоративного сектору економіки, досліджено ринок капіталів України у контексті глобальних тенденцій розвитку фінансових ринків та здійснено аналіз процесів інтеграції українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів. Висновки, що випливають із проведеного дослідження, полягають у такому:

1. Через повне ігнорування критеріїв ефективності ринку капіталів в Україні спостерігається класичний випадок відмови функціонування ринку (*market failure*) капіталів. Логічним теоретичним поясненням цього є повна інформаційна неефективність ринку, численні факти маніпулювання ринком, квазіраціональна поведінка учасників 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, властиві ринку капіталів.

2. 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, порівняно 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 потрібно суттєво зменшити дохідність державних цінних паперів. У цьому разі інвестори матимуть стимули вкладати кошти у більш ризикові, однак і набагато дохідніші корпоративні цінні папери.

3. 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.

4. Проведений компаративний аналіз ринку капіталів і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах показав, що 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 набагато гіршими, ніж у інших країн аналізованого сегменту.

5. Структура фінансового ринку тісно пов'язана з домінуючою моделлю фінансування (банкоцентрична або континентальна чи ринку капіталів або 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 функціонує 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.

6. 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 IPO має циклічний характер, а пікові значення кількості та обсягів залучення коштів можуть бути наслідком відкладеного через нестабільність та ризику попиту на корпоративні цінні папери з боку інвесторів та на капітал з боку емітентів. З огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростання у міжнародних інвесторів «апетитів до ризику», досить перспективним інструментом залучення коштів українськими підприємствами є корпоративні Єврооблігації.

7. З метою створення сприятливих умов для доступу на ринок капіталу категорії середніх за обсягом підприємств виправданою є розробка спеціальних умов публічного розміщення цінних паперів відповідними підприємствами. Таких емітентів доцільно згрупувати в окремий сегмент фондового ринку.

Основні результати дисертаційної роботи, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [195; 196; 197; 198; 199; 202; 204; 205; 208; 211; 216; 217; 219; 221; 222; 223; 225; 226; 228; 232; 234; 235; 236; 238; 240; 243; 244; 245; 252; 253; 406; 407].

## **РОЗДІЛ 4. ЗАЛУЧЕННЯ ВЛАСНОГО ТА БОРГОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВАМИ З ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТАРІЮ РИНКУ КАПІТАЛІВ**

### **4.1. Оцінка стану та перспектив фінансового забезпечення підприємств на основі публічного розміщення акцій**

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 цінних паперів 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.

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 нестача наукового забезпечення прийняття рішень у сфері залучення коштів через емісію акцій. У той час, як на заході крупні компанії та банки мають у своїх структурах цілі науково-дослідні інститути, які, окрім іншого забезпечують методологічну підтримку процесів розміщення цінних паперів на ринках, в українських фахових виданнях можна зустріти поодинокі наукові праці з відповідної проблематики. В умовах фактичної відмови функціонування вітчизняного ринку капіталів та його

інформаційної неефективності питання удосконалення інструментарію публічного розміщення корпоративних прав набуває особливої актуальності.

За інформацією НКЦПФР, станом на кінець 2018 р. в Україні зареєстровано більш ніж 2,5 тис публічних акціонерних товариства. Починаючи з моменту набуття чинності норм Закону «Про акціонерні товариства» щодо кількісного складу акціонерів ПрАТ (01.05.2016 р.), майже 500 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 [23].

У таблиці 4.1 наведена інформація щодо співвідношення біржового та позабіржового ринку акцій України у 2012–2017 рр.

Таблиця 4.1

**Співвідношення біржового та позабіржового ринку акцій, 2012–2018 рр.**

Показники	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість випусків акцій, які допущені до торгів на фондових біржах, шт.	1338	1499	1728	1494	1199	491	93
Частка акцій, що допущені до торгів на фондових біржах, %	8,6	10,1	11,6	9,5	8,1	2,2	4,3
Частка позалістингових акцій, %	90,76	90,57	90,47	95,89	99,34	97,57	
Обсяги торгів акціями на позабіржовому ринку, млрд грн	570,32	126,19	391,04	457,06	480,38	121,56	78,44
Обсяги торгів акціями на біржовому ринку, млрд грн	21,54	44,92	24,46	5,22	2,08	5,02	1,18
Частка торгів акціями на біржовому ринку, %	3,6	2,6	5,9	1,1	0,4	2,4	1,5

*Джерело:* власні розрахунки автора на основі даних НКЦПФР [172].

Результати такого співвідношення свідчать, що лівова частка емісій акцій, зареєстрованих НКЦПФР, перебувають в обігу на позабіржовому сегменті фондового ринку. За останні п'ять років найвища частка біржового сегменту акцій

становила 11,6% (2014 р.). У цьому ж році найвищою була частка торгів акціями на біржовому ринку (5,9%). 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 [172].

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. Як справедливо зазначає Рогов Г. К., в умовах інституціонального середовища, що не відповідає сутності ринкової економіки, принциповим обмеженням емісійної політики багатьох емітентів є збереження мажоритарними акціонерами максимального контролю над акціонерним товариством [173]. 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%. У 2017 р. відповідна частка становила 2,4%.

Однак, якщо проаналізувати структуру емітентів, акції яких користувалися найбільшим попитом, то виявляється, що на трьох емітентів (ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго», ПАТ «Київенерго», ПАТ «Дніпроенерго») припадає 52% усього обсягу біржових контрактів. До того ж усі компанії, на акції яких був хоч якийсь попит, належать до одного сектору економіки. Таким чином, як обсяг торгів акціями, так і їх якість свідчать про відсутність серйозного прогресу в активізації ринку акцій у 2017 р.

Якщо у 2014 р. до лістингу було допущено акції 172 компаній, у 2015 р. – 57, у 2016 р. – лише 11, у 2017 р. – 12, то на початок 2018 р. – лише 6 (з них 2 банки та 4 нефінансових корпорації). У додатку Н наведена інформація щодо лістингових підприємств корпоративного сектору економіки та щодо тих, які протягом останніх років були виключені з лістингу на фондових біржах. До

лістингу на вітчизняних фондових біржах у 2017 р. допущено лише 9 підприємств реального сектору економіки. В таблицях 4.2 та 4.3 наведені ключові фінансові показники результативності акціонерних товариств, акції яких допущено до лістингу (л) та щодо відбувався делістинг (д). Рентабельність активів (ROA) розрахована на базі показника EBITDA, оскільки він дозволяє оцінити генерування чистих грошових потоків підприємства. Для порівняння: у додатку II наведено традиційні показники рентабельності активів, розраховані на базі чистого прибутку. Показник рентабельності власного капіталу (ROE) розрахований за чистим прибутком, а при визначенні власного капіталу прийняті показники, що характеризують внесок інвесторів, тобто без урахування нерозподіленого прибутку (непокритого збитку), вилученого та неоплаченого капіталу.

Інформація, наведена у таблиці 4.2 та додатку II, свідчить про відсутність принципової різниці у динаміці показників рентабельності активів по підприємствах, які знаходяться у лістингу на фондових біржах та по тих, які виключені із нього.

Таблиця 4.2

**Динаміка показників ROA (по EBITDA) лістингових та делістингових акціонерних товариств в Україні, 2013–2017 рр.**

№	ПАТ	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7
1л	ПАТ «Інтерпайп НТЗ»	0,10	-0,08	-0,02	-0,04	0,08
2л	ПАТ «Одесаобленерго»	0,13	0,14	0,16	0,08	0,11
3л	ПАТ «Південна генеруюча компанія»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4л	ПАТ «Укртелеком»	0,16	0,17	0,17	0,13	0,15
5л	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,18	0,12	0,13	0,11	0,11
6л	ПАТ «Донбасенерго»	0,26	0,32	0,04	0,04	0,26
7л	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	0,15	0,18	0,11	0,13	0,13
8л	ПАТ «Мотор Січ»	0,25	0,28	0,35	0,18	0,23
9л	ПАТ «Укрнафта»	0,08	0,15	-0,06	-0,39	0,05
10д	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	0,04	-0,07	0,06	0,09	0,18
11д	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	0,21	0,15	-0,08	0,09	0,01

## Продовження табл. 4.2

1	2	3	4	5	6	7
12д	ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	0,08	-0,08	0,00	0,06	0,15
13д	ПАТ «Київенерго»	0,17	0,08	0,06	0,04	0,02
14д	ПАТ «Металургмаш»	0,03	0,02	0,01	0,00	0,00
15д	ПАТ «Полтавський ГЗК» (Феррекспо)	0,14	0,23	-0,02	0,23	0,38
16д	ПАТ «Трест житлобуд-1»	0,08	0,06	0,05	0,02	0,02
17д	ПАТ «Форамен»	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,09
18д	ПАТ «Яготинський рибгосп»	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
19д	ПАТ Туристично-готельний комплекс «Дністер»	0,03	-0,50	0,05	0,08	0,11
20д	ПрАТ «ЕК «Чернівціобленерго»	0,18	0,21	0,31	0,20	0,45
21д	ПрАТ «Житомиробленерго»	0,08	0,08	0,08	0,07	0,09
22д	ПрАТ «Київобленерго»	0,07	0,08	0,11	0,10	0,13
23д	ПрАТ «Кіровоградобленерго»	0,12	0,03	0,04	0,08	0,13
24д	ПрАТ «Нафтогазвидобування»	0,47	0,61	0,38	0,67	0,54
25д	ПрАТ «УІФК»	0,00	-0,49	-0,56	-0,29	-0,06
26д	ПрАТ «Армапром»	0,00	-0,07	0,02	0,04	-0,03

*Джерело:* розраховано автором на основі публічної річної інформації емітентів цінних паперів.

Суттєва різниця є у значенні показників мети, що розраховуються на базі ЕВІТДА та на базі чистого прибутку. У шість підприємств із групи делістингових компаній мають від'ємне значення показників рентабельності по чистому прибутку, у той час як від'ємне значення рентабельності по ЕВІТДА зафіксовано лише у трьох емітентів. Це означає, що ЕВІТДА цих підприємств є позитивною, однак замість чистого прибутку має місце збиток. Ключовим фактором цього є високий рівень фінансових витрат підприємств, зокрема витрат на сплату відсотків за користування борговим капіталом.

По групі лістингових компаній за аналізований період усі підприємства мають додатні значення усіх показників рентабельності. Виняток становить ПАТ «Інтерпайп НТЗ» та ПАТ «Укрнафта», по яких у 2015–2017 рр. мали місце від'ємні показники результативності.

У таблиці 4.3 наведена інформація щодо чистого прибутку на одну акцію (ЧПА) та величини сплачених дивідендів (Д) аналізованих компаній.

Таблиця 4.3

**Динаміка показників ROE (по чистому прибутку) лістингових та делістингових акціонерних товариств в Україні, 2013–2017 рр.**

№	ПАТ	2013	2014	2015	2016	2017
1л	ПАТ «Інтерпайп НТЗ»	0,15	-0,59	-0,34	-0,62	0,78
2л	ПАТ «Одесаобленерго»	0,03	0,11	0,21	0,05	0,06
3л	ПАТ «Південна генеруюча компанія»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4л	ПАТ «Укртелеком»	0,07	0,07	0,10	0,08	0,10
5л	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,23	0,05	0,10	0,05	0,06
6л	ПАТ «Донбасенерго»	3,10	2,43	0,06	0,07	1,93
7л	ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	3,39	0,80	0,26	0,31	0,33
8л	ПАТ «Мотор Січ»	1,81	2,83	4,34	2,66	3,97
9л	ПАТ «Укрнафта»	0,05	0,20	-0,23	-0,87	0,00
10д	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	0,02	-0,27	0,06	0,24	0,93
11д	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	1,22	0,65	-0,81	0,11	-0,21
12д	ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	0,01	-0,18	-0,09	-0,02	0,11
13д	ПАТ «Київенерго»	0,38	0,12	0,00	-0,06	-0,08
14д	ПАТ «Металургмаш»	-0,33	-0,48	-0,59	-0,74	-0,82
15д	ПАТ «Полтавський ГЗК» (Феррекспо)	0,48	1,16	-0,42	1,98	4,44
16д	ПАТ «Трест житлобуд-1»	4,35	4,23	7,82	5,88	0,05
17д	ПАТ «Форамен»	-0,08	-0,03	-0,02	-0,03	-0,08
18д	ПАТ «Яготинський рибгосп»	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
19д	ПАТ Туристично-готельний комплекс «Дністер»	0,02	-0,71	0,04	0,08	0,06
20д	ПрАТ «ЕК «Чернівціобленерго»	0,43	0,58	1,22	0,71	3,53
21д	ПрАТ «Житомиробленерго»	0,06	0,07	0,06	0,03	0,09
22д	ПрАТ «Київобленерго»	-0,39	0,26	1,94	2,02	7,05
23д	ПрАТ «Кіровоградобленерго»	0,07	-0,13	-0,14	-0,02	0,17
24д	ПрАТ «Нафтогазвидобування»	50,49	110,69	546,27	308,34	383,31
25д	ПрАТ «УІФК»	0,00	-1,18	-1,30	-0,60	-0,11
26д	ПрАТ «Армапром»	-0,07	-0,31	0,00	0,11	-0,22

*Джерело:* розраховано автором на основі публічної річної інформації емітентів цінних паперів.

Підкреслимо, що від'ємне значення фінансових результатів на останню звітну дату не є достатнім критерієм інвестиційної привабливості емітента. Так, серед 11 підприємств, що здійснили IPO на Франкфуртській фондовій біржі у 2017 р., п'ять засвідчили у фінансовій звітності за попередній рік від'ємне значення ЕВІТ. Причому, від'ємне значення показника операційної

рентабельності продажів (ЕВІТ-marge) в окремих емітентів було досить високим: HelloFresh SE (-15,2%); Delivery Hero AG (-53,8%); Voltabox AG (-29,1%); Naga Group AG (-185%). Однак така ситуація з фінансовими результатами не завадила зазначеним компаніям провести успішні IPO.

Показники прибутковості акцій лістингових та делістингових акціонерних товариств в Україні, представлені в табл. 4.4, свідчать, що за аналізований період лише два підприємства виплачували дивіденди власникам, одне з яких (ПАТ «Моторсіч») є лістинговим підприємством, а інше (ПАТ «Трест житлобуд-1») – пройшло процедуру делістингу.

Таблиця 4.4

**Динаміка показників прибутковості акцій лістингових та делістингових акціонерних товариств в Україні, 2013–2017 рр. (грн)**

№	ПАТ	2013		2014		2015		2016		2017	
		ЧПА	Д	ЧПА	Д	ЧПА	Д	ЧПА	Д	ЧПА	Д
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1л	ПАТ «Інтерпайп НТЗ»	-0,47	0	-2,55	0	-2,02	0	-2,84	0	0,78	0
2л	ПАТ «Одеса-обленерго»	0,00	0	0,12	0	0,01	0	-0,11	0	0,00	0
3л	ПАТ «Південна генеруюча комп.»	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
4л	ПАТ «Укртелеком»	0,01	0	0,02	0	0,03	0	0,03	0	0,05	0
5л	ПАТ «Хмельницьк-обленерго»	0,36	0	0,19	0	0,29	0	0,06	0	0,32	0
6л	ПАТ Донбасенерго	22,5	0	4,27	0	-8,05	0	-1,91	0	2,43	0
7л	ПАТ Миронівський хлібопродукт	0,36	0	-3,97	0	-1,77	0	-0,32	0	1,06	0
8л	ПАТ Мотор Січ	634	12	751	24	1636	30	945,4	30	1494	0
9л	ПАТ Укрнафта	3,50	0	23,3	0	-100,3	0	-161,2	0	8,19	0
10д	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	-1,0	0	-4,08	0	1,60	0	4,20	0	0,00	0
11д	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	45,2	0	-6,30	0	-190,2	0	-23,20	0	-92,2	0
12д	ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	0,01	0	-1,29	0	-0,82	0	-0,43	0	0,24	0
13д	ПАТ «Київенерго»	10,4	0	0,77	0	-14,79	0	0,02	0	-1,28	0
14д	ПАТ «Металургмаш»	-0,01	0	0,03	0	0,00	0	0,00	0	-0,01	0
15д	ПАТ «Полтавський ГЗК» (Феррекспо)	1,98	0	-9,08	0	-30,89	0	-0,21	0	21,33	0



## Продовження табл. 4.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
16д	ПАТ «Трест житлобуд-1»	0,09	0	0,16	0	0,37	0	0,67	0	0,67	1,1
17д	ПАТ «Форамен»	1,93	0	2,62	0	-21,31	0	2,48	0	-7,45	0
18д	ПАТ «Яготинський рибгосп»	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
19д	ПАТ ТГК «Дністер»	0,17	0	0,00	0	-2,47	0	-0,76	0	4,11	0
20д	ПрАТ «ЕК «Чернівціобленерго»	0,33	0	0,38	0	0,96	0	0,52	0	2,86	0
21д	ПрАТ «Житомиробленерго»	0,44	0	-0,06	0	0,13	0	-0,09	0	1,35	0
22д	ПрАТ «Київобленерго»	0,00	0	-0,01	0	0,04	0	0,06	0	0,21	0
23д	ПрАТ «Кіровоградобленерго»	0,13	0	0,94	0	1,07	0	-0,46	0	0,08	0
24д	ПрАТ «Нафтогазвидобування»	465	0	1148	0	1123,6	0	3161	0	3922,7	0
25д	ПрАТ «УІФК»	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	-0,01	0
26д	ПрАТ «Армапром»	-5,61	0	-40,3	0	-2,70	0	-10647	0	-17,39	0

*Джерело:* розраховано автором на основі публічних звітних даних про фінансово-господарську діяльність акціонерних товариств.

Аналіз наведеної в таблиці інформації підтверджує висунуту у розділі 2 дисертації гіпотезу про приховування вітчизняними підприємствами платежів за користування інвестованим (власним) капіталом. Можна припустити, що переважна частина підприємств використовує приховані схеми виплати доходів власникам. Причому маємо аналогічну ситуацію як по групі лістингових компаній, так і по тих, які виключені з лістингу. Це підтверджує раніше зроблені висновки про інформаційну неефективність ринку та нетранспарентну діяльність вітчизняних акціонерних товариств. Зрозуміло, що за таких показників публічної звітності рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку фактично є нульовим, незалежно від того, які офіційні показники капіталізації оприлюднюються НКЦПФР.

Як показує аналіз статистичної інформації, незважаючи на позитивну динаміку певних абсолютних показників вітчизняного ринку акцій, існує значне коло проблем його розвитку. У таблиці 4.5 наведена інформація щодо частки обсягів торгівлі акціями на вітчизняному ринку цінних паперів та рівня

капіталізації лістингових компаній. Динаміка обох індикаторів свідчить про фактичну зупинку ринку акцій. Рівень капіталізації лістингових компаній є інтегрованим виразом усіх факторів ризику ринку капіталів. За даними НКЦПФР, на кінець 2014 р. цей показник становив майже 458 млрд грн. У 2018 р. капіталізація емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру, становила менше 8 млрд грн або близько 300 млн дол США. Очевидно, що це є найнижчим показником по всіх країнах, в яких наявний фондовий ринок.

Таблиця 4.5

**Динаміка кількісних та якісних показників ринку акцій в Україні,  
2010–2018 рр.**

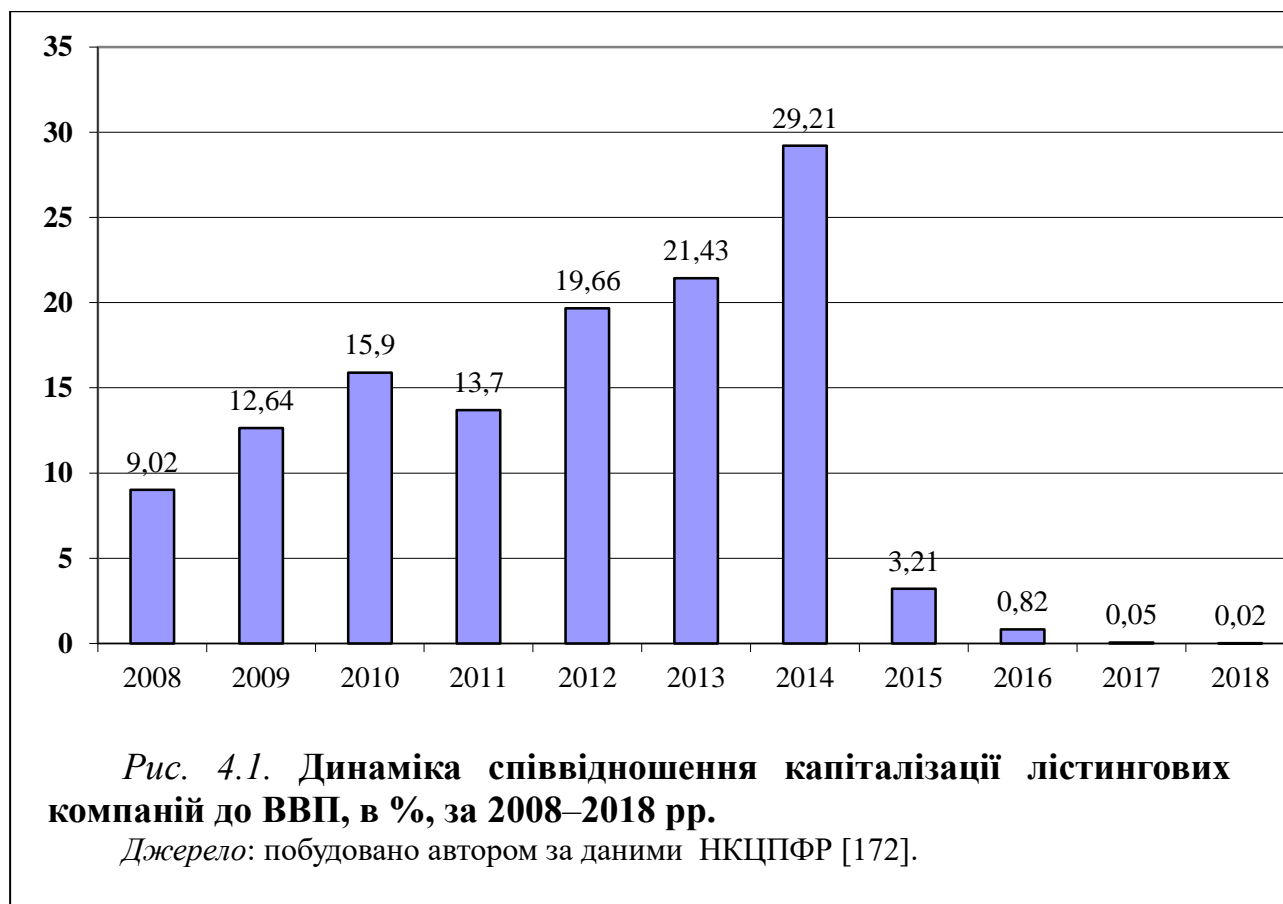
<b>Показники</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн	40,6	58,2	15,8	64,2	144,3	122,3	199,4	324,8	15,5
Частка обсягу торгів акціями на усьому ринку цінних паперів, в %	33,3	29,1	23,99	10,20	17,82	21,28	22,66	27,0	13,48
Капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на кінець року, млрд грн	171,7	179,9	277,02	311,7	457,6	63,5	19,6	17,3	7,97

*Джерело:* розраховано автором на основі інформації НКЦПФР [172]

Виразним індикатором, який характеризує якість локального ринку капіталів у міжнародному порівнянні, є показник співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП. Динаміка цього показника, починаючи з 2008 року, наведена на рис. 4.1. 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 у 2016 р. цей показник опустився до 0,82%, а в 2018 р. до 0,2%.

Аналітична інформація НКЦПФР, численні факти зловживань у ході торгів на вітчизняному фондовому ринку дозволяють припустити, що високі рівні капіталізації, зафіксовані до 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. Відтак, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам та економіці в цілому, а фондові біржі здебільшого нагадували «гуртки за інтересами, які допомагали малювати потрібні кількісні показники [279].



Обсяги торгів, порівняно з капіталізацією ринку, були незначними. Це означає, що рівень вільного обігу акцій на організованому ринку капіталів був критично низьким. Багато підприємств, допущених до лістингу, не відповідали усім вимогам, а значить, не виправдано були включені в статистику щодо капіталізації. Відтак, низьке значення відповідного індикатора за 2015–2018 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 у країну.

Вищенаведений аналіз засвідчує, що 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 певними проблемними питаннями, без вирішення яких спроби публічного їх розміщення з метою оптимізації політики фінансового забезпечення підприємств приречені на неуспіх. 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 зламу 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.

Поряд із безперечними перевагами публічного розміщення акцій, цей інструмент фінансування має також окремі недоліки, на які потрібно зважати при прийнятті відповідних рішень потенційними емітентами. До причин, що стримують вихід вітчизняних компаній на ринки капіталів, експерти здебільшого відносять 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 [48]. На наш погляд, варто виокремити такі проблемні питання, пов'язані із залученням інвестиційного капіталу на публічних ринках:

– по-перше, первинне публічне розміщення корпоративних прав на фондовому ринку пов'язане зі значними накладними витратами. Йдеться як про матеріальні, так і про часові витрати. За різними оцінками, накладні витрати, пов'язані зі здійсненням IPO, становлять 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 перед усім 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, номінальні накладні витрати, пов'язані із залученням капіталу через IPO у будь-якому разі будуть нижчими, 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 урахуванням 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. Це зумовлено значною підготовчою роботою, яку необхідно виконати перед розміщенням акцій. Визначальним при цьому є запровадження ефективного корпоративного управління, міжнародних стандартів фінансової звітності та дотримання усіх 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 широкий спектр взаємовідносин між менеджментом компанії, адміністрацією, радою директорів та акціонерами. Йдеться, перш за все, про запровадження ефективних механізмів ризик – менеджменту та внутрішнього контролю, завдяки яким підвищується імовірність, 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 потрібно забезпечувати IPO-контролінгом.

З огляду на окреслену проблематику високих накладних та часових витрат, до залучення коштів на основі публічного розміщення цінних паперів вдаються переважно крупні компанії, які прагнуть залучити значні обсяги капіталу. Середні за обсягами підприємства за таких обставин практично не використовують інструментарій ринку капіталів для залучення коштів. Для забезпечення гнучкості організованого фондового ринку до потреб середнього бізнесу та невеликих інвесторів, на наш погляд, доцільно розробити спеціальний регламент, який би регулював доступ та торгівлю цінними паперами середніх за обсягами підприємств. Приклад такого підходу до вирішення проблематики залучення на ринок капіталів малого та середнього бізнесу маємо в Німеччині. Так, починаючи з 1 березня 2017 р., на Франкфуртській фондовій біржі (FWB) запроваджено новий торговий сегмент – «Scale», у рамках якого здійснюється торгівля цінними

паперами малих та середніх підприємств (МСБ). Запровадження цього сегменту було покликане створити умови для доступу на ринок нових, високотехнологічних підприємств, стартапів та невеликих компаній зі значним потенціалом росту.

Зазначений ринковий сегмент має свої правила лістингу та регулювання торгів. У таблиці 4.6 наведено ключові умови допуску акцій сегменту малих та середніх підприємств до торгів на FWB.

Таблиця 4.6

#### Умови допуску акцій МСБ до торгів на FWB

Вимоги	Характеристика
Обов'язкові критерії	<ul style="list-style-type: none"> <li>– мінімальна ринкова капіталізації – 30 млн євро;</li> <li>– free float (частка акцій, що перебувають у вільному обігу) – мінімум 20% або 1 млн штук;</li> <li>– мінімальний період функціонування підприємства – 2 роки;</li> <li>– подання звітності за два останні роки;</li> <li>– подання піврічної звітності у разі, якщо процес IPO здійснюється пізніше, ніж за 10 місяців після складання річної звітності</li> </ul>
Факультативні критерії, які передбачають виконання трьох із п'яти умов	<ul style="list-style-type: none"> <li>– мінімальний обсяг реалізації – 10 млн євро;</li> <li>– мінімальна кількість працівників – 20 осіб;</li> <li>– позитивні фінансові результати за рік;</li> <li>– позитивне значення балансової вартості власного капіталу;</li> <li>– сумарна величина залучення власного капіталу до виходу на біржовий ринок – мінімум 5 млн євро</li> </ul>
Додаткові вимоги	<ul style="list-style-type: none"> <li>– наявність згоди щодо супроводження емісії відповідними ринковими партнерами (андеррайтер, аудит, консалтинг тощо);</li> <li>– репорти двох незалежних фінансових аналітиків щодо перспектив діяльності компанії</li> </ul>

*Джерело:* побудовано автором на основі даних Das Börsenjahr 2016: Schwache Neuemissionen und ein neues SME-Handelssegment [312].

За оцінками ряду експертів, визначені умови допуску цінних паперів малих та середніх підприємств не відзначаються послідовністю та не забезпечують гарантію якості емітентів, представлених у новому ринковому сегменті [312]. Не потребує доведення та обставина, що обсяги реалізації значною мірою залежать від виду діяльності підприємства. У торговельних підприємств він є природно

більшим, ніж у виробничих. Спірним є також критерій позитивних фінансових результатів за останній звітний період, оскільки цей показник у короткостроковому періоді досить легко піддається маніпулюванню. Заслуговує уваги та обставина, що з одинадцяти IPO, здійснених у Німеччині впродовж 2017 р., п'ять емітентів мали від'ємні фінансові результати (ЕВІТ) за даними фінансової звітності за попередній рік. Причому збитки були зафіксовані у двох із чотирьох емітентів сегменту Scale. Незважаючи на окремі недоліки, досвід запровадження сегменту невеликих підприємств на ринку капіталів може бути корисним для вітчизняного фондового ринку, на якому спостерігається нестача крупних емітентів, які б відповідали усім вимогам допуску до повноцінного лістингу.

У 2017 р. у межах сегменту Scale у Німеччині було здійснено чотири IPO. Для порівняння: у сегменті Prime Standard (крупні емітенти, для яких діють найвищі стандарти корпоративного управління) у відповідному періоді було здійснено 7 успішних IPO. В таблиці 4.7 наведена інформація про відповідність емітентів до критеріїв допуску до торгів.

Таблиця 4.7

**Параметри емісії та відповідність емітентів ринкового сегменту Scale до критеріїв допуску до торгів на FWB, 2017 р.**

Емітент	Обсяг реалізації (млн євро)	Кількість працівників (осіб)	Фінансовий результат (млн євро)	Балансова вартість ВК (млн євро)	Обсяги залучення ВК до IPO (млн євро)	Обсяг емісії (млн євро)	Free Float після IPO, %
IBU-tec AG	17,7	156	2,8	13,9	>5	19,96	30,3
Noratis AG	44,8	24	4,2	6,6	>5	17,39	31,5
NAGA Group AG	2,0	21	-3,8	14,6	>5	2,6	5,3
Mynaric AG	0,5	33	-1,8	0,1	>5	27,32	33,0

*Джерело:* побудовано автором на основі даних Das Börsenjahr 2017 : Deutschland bleibt bei Aktienneuemissionen weiterhin zurück [313].



Така інформація доводить, що усі емітенти дотрималися критеріїв щодо кількості працівників, позитивного значення власного капіталу та мінімальної величини кумулятивного збільшення власного капіталу. Водночас критерії щодо позитивного значення фінансових результатів та мінімальної величини обсягів реалізації дотримані лише двома емітентами.

Характерною особливістю емісії цінних паперів у сегменті невеликих підприємств є порівняно невелика кількість емітованих акцій та незначний обсяг залучення ресурсів. Медіанне значення обсягів емісії становило біля 18 млн євро. Для порівняння: відповідний показник для сегменту Prime Standart склав близько 251 млн євро. Відтак, акції, що належать до сегменту Scale, розміщувалися здебільшого серед дрібних інвесторів, а крупні інституційні інвестори утримуються від придбання відповідних цінних паперів. Аналіз ринкової інформації показує, що за результатами звітного періоду, ринковий курс акцій жодного емітента сектору малих і середніх підприємств не був нижчим ніж курс емісії. Враховуючи вищий рівень ризику цінних паперів, що випускаються невеликими підприємствами, витрати на їх обслуговування та розміщення є вищими, ніж у разі емісії цінних паперів крупними емітентами.

Відповідно до результатів дослідження К. Бьозля, накладні витрати на одиницю залучених коштів емітентами сегмента Scale є вищими, ніж у інших сегментах. Середній розмір відповідних витрат сягнув близько 11% від обсягу емісії і він є непропорційним до величини емісії [313]. Таким чином, ключова проблема виходу невеликих емітентів на ринки капіталів полягає у високих накладних витратах. Відтак, науково-практичне завдання полягає у пошуку балансу між дотриманням вимог до діяльності емітентів та допуску до торгів і витратами, пов'язаними із дотриманням цих вимог. У разі ігнорування зазначеної проблеми потенційно успішні підприємства будуть вимушені звертатися до альтернативних джерел залучення коштів, у тому числі тіньових схем або ж технологій блокчейн.

Резервом зниження накладних витрат, пов'язаних із залученням коштів на основі емісії акцій, є спрощення самого механізму емісії. Так, останніми змінами до Закону України від 23.02.2006 р. № 3480–IV «Про цінні папери та фондовий ринок» кількість формальних етапів емісії цінних паперів скорочено з 18 до 13. Однак визначені Законом етапи включають набір бюрократичних та правових процедур, пов'язаних із прийняттям рішення, укладанням договорів з андеррайтером та депозитарієм, реєстрацією та обслуговуванням випуску, затвердженням результатів емісії, реєстрацією результатів тощо. На забезпечення цих етапів емітент має здійснити значні витрати часу та фінансових ресурсів. Однак вони не включають заходів та витрат, пов'язаних із безпосереднім розміщенням цінних паперів та попередньою підготовкою до розміщення. Йдеться, зокрема, про аудит річної звітності, IPO-дью-ділідженс, послуги інвестиційних банків та рейтингових агентств, оцінщиків, заходи з інвестор рілейшинз, послуги торговців цінних паперів [163].

Вважаємо, що з методологічної точки зору для оптимізації процесу IPO доцільно застосувати проектний підхід. Мається на увазі, у першу чергу, про проект, який має строки, бюджет та формат результату, стимулюючі та стримуючі фактори [25]. 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 вкласти кошти в підприємство. Рішення останніх залежать від рівня їх інформаційного забезпечення щодо ризиків вкладень та потенціалу генерування вартості підприємством-емітентом. Для успішного публічного розміщення цінних паперів необхідна низка процедур:

- актуалізувати бізнес-стратегію компанії; обрати партнерів по IPO (менеджер розміщення, аудитор, банк, андеррайтер, експерти з комунікації);
- привести у відповідність до вимог структуру корпоративного управління;
- упорядкувати фінансову звітність та контролінг;
- провести дью-ділідженс (DD);

- обґрунтувати курс емісії цінних паперів;
- підготувати проспект емісії;
- розробити концепцію комунікації з учасниками ринку капіталів;
- підготувати інвестиційну пропозицію для потенційних покупців цінних паперів.

Відповідно до логіки процесу IPO, спочатку проводиться дью-ділідженс, потім – оцінка вартості активу, після цього – визначається оптимальна ціна розміщення акцій та здійснюється підготовка інвестиційної пропозиції.

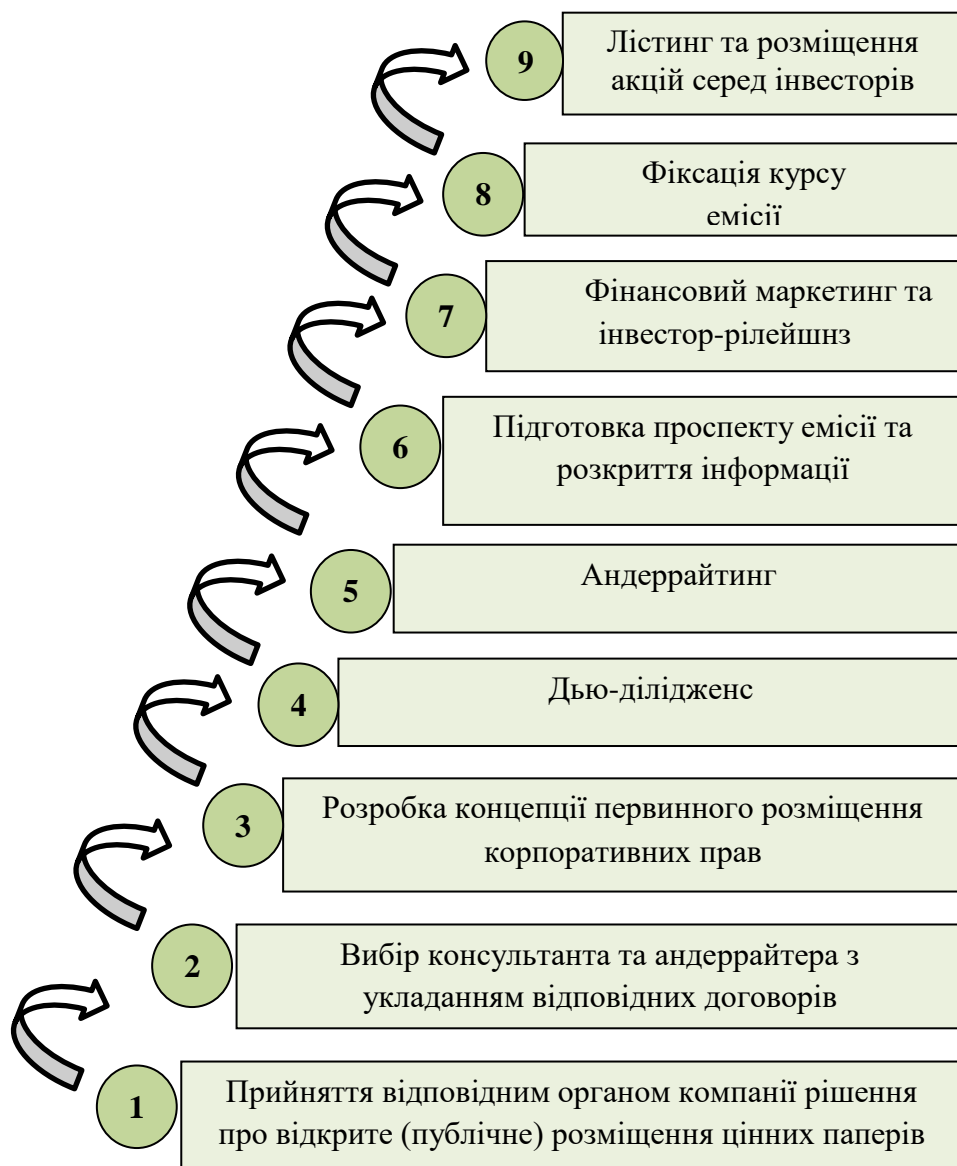
На наш погляд проект із залучення коштів на основі публічного розміщення корпоративних прав має включати дев'ять етапів. На рис. 4.2 наведено огляд етапів публічного розміщення акцій на вітчизняному ринку капіталів. Деталізуємо окреслені на рис. 4.2 етапи з позиції удосконалення та оптимізації процесу IPO, а також 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 має прийматися з урахуванням стратегічних цілей залучення ресурсів. У рамках цього етапу треба призначити проектну групу, яка безпосередньо займатиметься реалізацією рішення щодо первинного розміщення, зокрема: проведенням попередньої оцінки готовності компанії до первинного розміщення; виявлення слабких місць в організаційній, фінансовій, виробничій та управлінській сферах, які необхідно усунути; виконанням правових передумов виходу на фондовий ринок. За необхідності, проводиться реорганізація компанії шляхом перетворення існуючої організаційно-правової форми бізнесу ПАТ.

*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 увесь 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.



**Рис. 4.2. Етапи публічного розміщення акцій на українському ринку капіталів**

*Джерело:* складено і запропоновано автором.

*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). Результати емісії цінних паперів значним чином залежать від адекватності курсу емісії, тобто ціни акцій, за якою вони пропонуються у разі первинного публічного розміщення. Емітенти зацікавлені у максимальній ціні розміщення, а потенційні інвестори – навпаки. З огляду на це, курс емісії має бути виразом справедливої вартості як з точки зору емітента, так і інвесторів. Для з'ясування оптимального курсу емісії як необхідної умови успішного розміщення корпоративних прав на фондовому ринку необхідно оцінити ринкову вартість компанії. З цією метою необхідно ідентифікувати всі ризики та фактори, що на неї впливають. Для вирішення цього завдання проводиться дью-ділідженс, під яким розуміють деталізоване дослідження, оцінку та аудит підприємства, що є потенційним об'єктом інвестицій. Напрямки дью-ділідженс наведено в додатку Р. За результатами DD має бути сформульована відповідь на питання, якою є реальна ринкова вартість підприємства та які перспективи її зростання. IPO-дью-ділідженс має проводитися організатором (*lead-manager*) або ж консультантом з IPO.

*П'ятий етап:* укладення договору з андеррайтером щодо викупу та розміщення емісії на ринку (або щодо інших форм андеррайтингу). Детальніше процедура андеррайтингу досліджена нижче.

*Шостий етап:* підготовка погодженого з андеррайтером проспекту емісії та розкриття інформації, що міститься у проспекті. Проспект емісії має бути підтверджений аудитором. У ньому повинна бути інформація про емітента

фінансових інструментів, його фінансовий стан, цінні папери, щодо яких було прийнято рішення про публічне розміщення. В Україні вимоги щодо розкриття інформації про емітента фінансових інструментів та його фінансовий стан визначає НКЦПФР. Проспект емісії цінних паперів реєструється Комісією одночасно із реєстрацією випуску цінних паперів. Після завершення реєстрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні.

*Сьомий етап:* фінансовий маркетинг та активний інвестор-релейшнз. У вітчизняній практиці інвестор-релейшнз іноді позначають як «фінансовий PR». Впродовж цього етапу менеджери із розміщення здійснюють зустрічі з інвесторами і презентують результати оцінювання й аналізу компанії, отримують попередні заявки із можливого обсягу купівлі акцій та очікуваного курсу емісії. Цінові індикатори, котрі отримані в результаті співпраці з інвесторами слугують базою у формуванні межі ціни розміщення. Основний напрямок IP у разі здійснення первинного розміщення фокусується на презентаціях компанії і 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). У міжнародній практиці використовують три основних методи встановлення ціни емісії: метод «формування портфеля» (він також називається «метод збору заявок») і аукціонний (тендерний) метод. Однак у теорії і практиці останнім часом все більшого поширення набуває модифікований метод «формування портфеля», так званий «*accelerated bookbuilding*» (прискорений метод формування портфеля) [421]. Цей метод дає можливість більш точно визначити настрої на ринку та очікування широкої маси інвесторів щодо

параметрів емісії. Відмінності від методу «формування портфеля» полягають скороченнях строках підписки.

*Дев'ятий етап:* здійснення технічних заходів щодо лістингу на фондовій площадці та розміщення акцій між інвесторами, що передбачає виконання обов'язкових процедур щодо реєстрації та допуску цінних паперів до біржових торгів. Згідно з українськими нормативно-правовими актами, до таких заходів належать:

- реєстрація НКЦПФР випуску цінних паперів і проспекту їх емісії;
- присвоєння фінансовим інструментам міжнародного ідентифікаційного номера;
- підписання із Центральним депозитарієм цінних паперів (або з Національним банком України) угоди про обслуговування випусків цінних паперів;
- реалізація акціонерами власного переважного права на придбання акцій додаткової емісії в порядку, який встановлений НКЦПФР;
- затвердження результатів емісії фінансових інструментів інституцією емітента, уповноваженою приймати відповідні рішення;
- реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації;
- подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- подання до НКЦПФР заяви та всіх необхідних документів задля реєстрації звіту про результати емісії фінансових інструментів;
- реєстрація НКЦПФР звіту про результати емісії цінних паперів і видача свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- розкриття інформації, що міститься у звіті про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Комплекс робіт 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.

Запропонована схема здійснення IPO, яка включає дев'ять кроків, сформована на основі 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 належить активне інформаційне забезпечення інвесторів та використання для підтримання курсів фінансових вкладень на ринку з боку організатора розміщення.

Вагомою перешкодою для здійснення IPO вітчизняними корпоративними підприємствами як на вітчизняному, так і на зарубіжному фінансовому ринку є недоліки в українському законодавстві, яке регулює діяльність акціонерних товариств, фінансових посередників, оподаткування операцій щодо придбання та реалізації корпоративних прав, а також відносини права власності і корпоративного управління.

#### **4.2. Корпоративні облигації як інструмент фінансового забезпечення підприємств**

Для фінансування інвестиційної та операційної діяльності корпоративне підприємство може залучати позиковий капітал у вигляді банківського кредиту на основі емісії облигацій та у результаті залучення комерційних позик. Найпоширенішим способом залучення боргового капіталу на ринку цінних паперів є емісія корпоративних облигацій. Облигації можуть розміщуватися на ринку капіталів на основі публічної оферти цінних паперів, спрямованої до невизначеного кола інвесторів, або серед заздалегідь визначеного переліку інституційних та крупних приватних інвесторів. Таким чином, підприємства можуть вдаватися до публічного або ж приватного розміщення облигацій. В



останньому випадку, вимоги до оприлюднення інформації щодо емітента є менш жорсткими, а цінні папери – менш мобільними. Натомість дохідність облігацій, емітованих на основі приватного розміщення, є дещо вищою, що є платою за додаткові ризики вкладень.

Класифікація корпоративних облігацій за різними ознаками наведена в таблиці 4.8.

Таблиця 4.8

### Класифікація корпоративних облігацій

Ознака	Види облігацій
Рівень ризиковості	– низькоризикові облігації ( <i>high grade bonds</i> ); – облігації інвестиційного рівня; – високоризикові облігації ( <i>HYB</i> )
Спосіб виплати доходів	– дисконтні ( <i>zerobond</i> ) облігації; – з фіксованим відсотком (стандартні облігації); – з плаваючою відсотковою ставкою ( <i>floating-rate-note</i> ); – цільові облігації
Строки розміщення	– короткострокові; – довгострокові; – безстрокові
Конвертованість	– неконвертовані; – конвертовані ( <i>convertible bonds</i> )
Порядок забезпечення	– забезпечені фізичними активами; – забезпечені вимогами; – забезпечені гарантією третіх осіб; – незабезпечені
Тип запобіжних кovenант	– облігації з негативними кovenантами; – облігації з активними кovenантами; – облігації з фінансовими кovenантами; – облігації з кovenантами ризикової події

Джерело: систематизовано автором.

До ключових класифікаційних ознак корпоративних облігацій ми відносимо рівень їх ризиковості, спосіб виплати доходів, строковість, спосіб забезпечення, характер запобіжних кovenант та конвертованість. Відповідно до вітчизняного законодавства, залежно від алгоритму сплати винагороди інвесторам, підприємства можуть емітувати дисконтні (з нульовим купоном), відсоткові та цільові облігації. З точки зору використання інструментарію облігацій, для фінансування діяльності підприємств на міжнародних ринках капіталу найчастіше

випускаються облігації з фіксованим відсотком та з фіксованим строком обігу (стандартні облігації).

З огляду на банкоцентричний характер вітчизняного фінансового ринку, нерозвиненість ринку капіталів та низький рівень кваліфікації фінансового менеджменту на підприємствах, практика використання корпоративних облігацій для покриття потреби в капіталі українськими компаніями є вкрай обмеженою.

Водночас облігації є досить вигідним інструментом залучення коштів, зокрема на довгостроковій основі. Йдеться, перш за все, про більш адекватні, порівняно з банківськими кредитами, процентні ставки та більш м'які вимоги щодо забезпечення облігаційних позик. Проте якісні властивості та кількісні характеристики корпоративних облігацій одночасно можуть виявлятися як перевагами, так і недоліками для емітентів.

Так, фіксовані процентні ставки зумовлюють ризик зміни ринкових ставок, а значна кількість держателів облігацій ускладнює процеси їх реструктуризації. Враховуючи мізерний обсяг ресурсів, що залучається корпоративним сектором через емісію облігацій, а також упорядкування процесу випуску цінних паперів, можна припустити, що цей фінансовий інструмент має значний потенціал розвитку в Україні.

Причиною недорозвиненості вітчизняного ринку корпоративних облігацій як інструменту залучення коштів 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 від 23.02.2006 р. № 3480–IV «Про цінні папери та фондовий ринок» обмежується лише загальними рамковими умовами використання інструменту корпоративних облігацій (рис. 4.3) [163].

У чинному нормативно-правовому забезпеченні емісії корпоративних облігацій не прописано порядок встановлення курсу емісії облігацій та впливу на

нього рейтингу емітента, відсутня вичерпна характеристика видів облігацій, порядок використання запобіжних кovenant та переважних прав у разі емісії конвертованих облігацій.



**Рис 4.3. Рамкові умови використання корпоративних облігацій**

*Джерело:* розроблено автором.

Серед недостатньо досліджених теоретико-методологічних питань у сфері корпоративних облігацій варто 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 за все 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 необхідно розрізнити 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 шість років наведена у таблиці 4.9.

Таблиця 4.9

**Динаміка довгострокового боргового капіталу підприємств в Україні  
(нефінансовий сектор), 2012–2018 рр.**

<b>Показники</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Довгострокові кредити банків, млрд грн	308,9	333,1	442,1	399,8	516,0	474,8	445
Обсяг зареєстрованих випусків корпоративних облігацій всього, млрд грн	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52	8,35	15,45
Підприємства не фінансового сектору, млрд грн	39,59	34,42	23,98	11,42	5,52	5,65	15,45
Підприємства фінансового сектору (банки та страхові компанії), млрд грн	11,8	8,04	5,33	-	-	2,7	-
Співвідношення обсягів випуску облігацій не фінансовими корпораціями до довгострокових кредитів банків, у %	12,8	10,3	5,4	2,9	1,1	1,2	3,5

*Джерело:* складено автором на основі інформації НБУ та НКЦПФР [63; 172].

Як свідчать дані таблиці 4.9, впродовж 2015–2016 рр., банківські установи та страхові компанії не здійснили жодної емісії облігацій. Це пов'язано перш за все 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 при аналізі структури боргового капіталу вітчизняних підприємств.

Як бачимо, обсяги довгострокового фінансування підприємств за рахунок корпоративних облігацій протягом останніх років зменшувалися не лише в абсолютних величинах, а й порівняно з довгостроковим банківським кредитуванням. За аналізований період співвідношення між обсягами випуску корпоративних облігацій та довгостроковими кредитами банків, що надані нефінансовим корпораціям, зменшилося у 10 разів і досягло 1,2%. Це означає, що ринок корпоративних облігацій не розглядався підприємствами як серйозне джерело мобілізації довгострокового капіталу. Однак у 2018 р. спостерігаємо певний злам у тенденції до зменшення ролі корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. Протягом останнього року зростали як абсолютні обсяги, так і відносна частка фінансування за рахунок облігацій. Водночас частка цього джерела фінансування залишається вкрай низькою.

У таблиці 4.10 подано 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 становив усього 5,52 млрд грн (118 випусків). У 2017 р. обсяг коштів, залучених реальним сектором на основі емісії облігацій, залишався на низькому рівні і досягав біля 5,6 млрд грн. Всього протягом 2017 р. Комісією зареєстровано 114 випусків облігацій підприємств на суму 8,35 млрд грн, із них банки – на суму 2,7 млрд грн. [172].

Таблиця 4.10

**Динаміка кількісних та якісних характеристик ринку корпоративних  
облігацій в Україні, 2010–2018 рр.**

<b>Показники</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Обсяг зареєстрованих емісій корпоративних облігацій, млрд грн	9,49	35,91	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52	8,35	15,45
Обсяг торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, млрд грн	69,5	103,7	124,9	98,9	69,9	13,6	8,6	6,12	10,26
Частка обсягу торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, в %	5,1	9,1	10,0	10,0	5,4	4,7	3,9	2,9	1,74

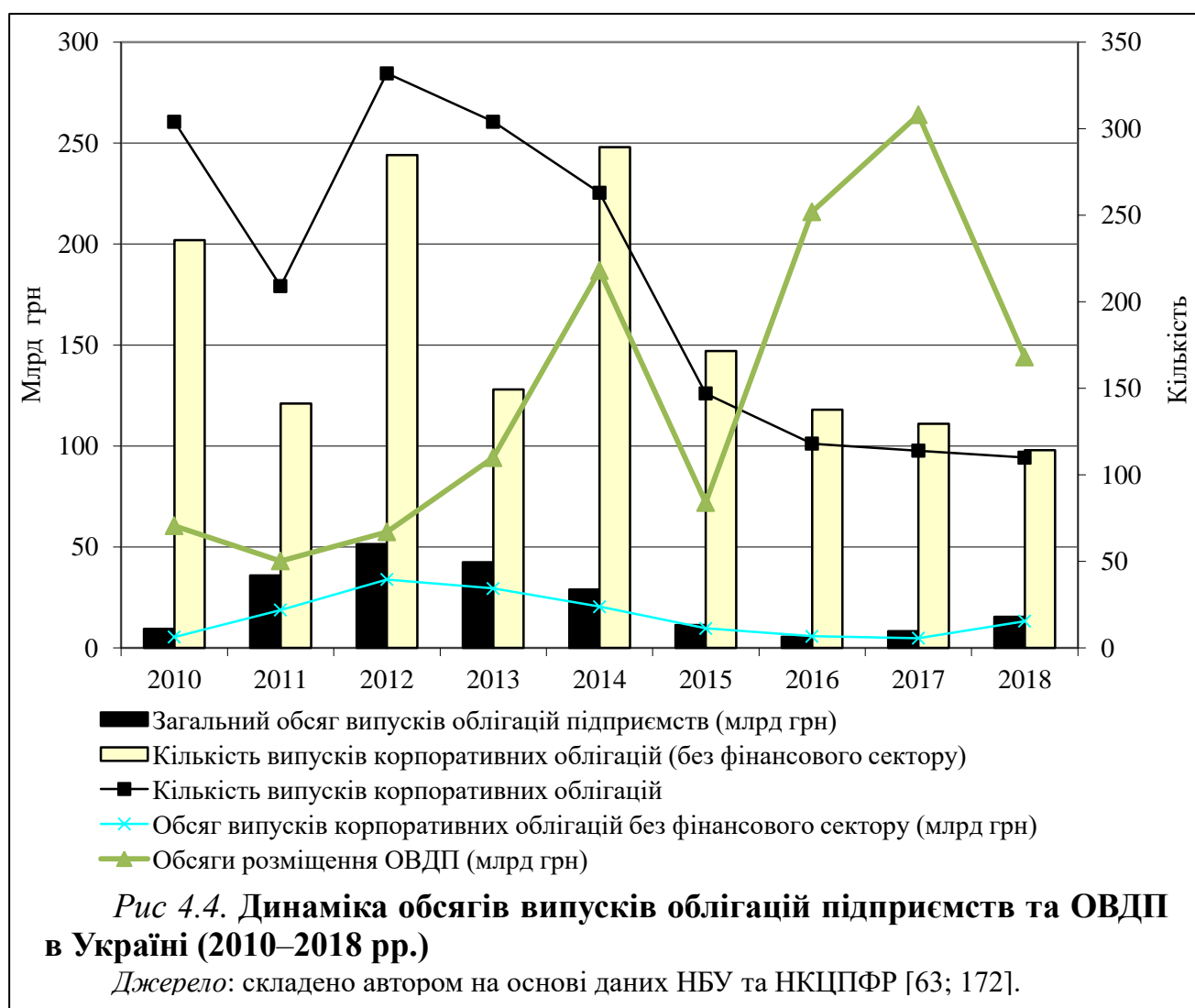
*Джерело:* розрахунки автора за даними НКЦПФР [172]

На перший погляд, ситуація на ринку корпоративних облігацій є досить оптимістично, оскільки за останній рік обсяг зареєстрованих випусків облігацій зріс на 51,4%. Однак за більш детального аналізу стає зрозумілим, що левова частка обсягів випуску припадає на три банки (майже 30% від випуску) та декілька компаній. На топ-10 емітентів припадає майже 80% усього випуску (додаток С). Слід зазначити, що 31,7% від усього обсягу торгів корпоративними облігаціями у 2016 р. припадає 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. У структурі торгів на організованому ринку за 2018 р. частка корпоративних облігацій становила 2,9%, що є найнижчим показником починаючи з 2010 р.

Низькі обсяги залучення коштів на основі емісії корпоративних облігацій, окрім іншого, пояснюються ефектом витіснення ресурсів на користь державних облігацій (ОВДП). Відповідні результати дослідження були отримані в попередньому розділі дисертації. Зазначений ефект є можливим через високу дохідність ОВДП та достатній рівень їх надійності, порівняно з корпоративними

облігаціями. Відтак, з точки зору співвідношення ризику та дохідності цей інструмент є більш привабливим для інвесторів. Так, станом на початок 2018 р. середня дохідність ОВДП становила 15–21%, а в окремі періоди 2014–2016 років відсоткові ставки за державними облігаціями перевищували 25%.

На рис. 4.4 наведена динаміка випуску облігацій підприємствами протягом 2010–2018 рр. у розрізі загального обсягу емісії та кількості випусків, що здійснені підприємствами реального сектору, а також обсяги ОВДП.



Така динаміка свідчить, що найбільші обсяги емісії корпоративних облігацій зареєстровано у 2012 та 2013 роках (51,4 та 42,5 млрд грн або 6,5 та 5,3 млрд грн відповідно). У цих же роках зафіксовано найвищі обсяги випусків облігацій підприємствами реального сектору: 2012 р. – 39,58 млрд грн, 2013 р. – 34,42 млрд грн. В цілому ж у загальній структурі випусків облігацій у різні роки

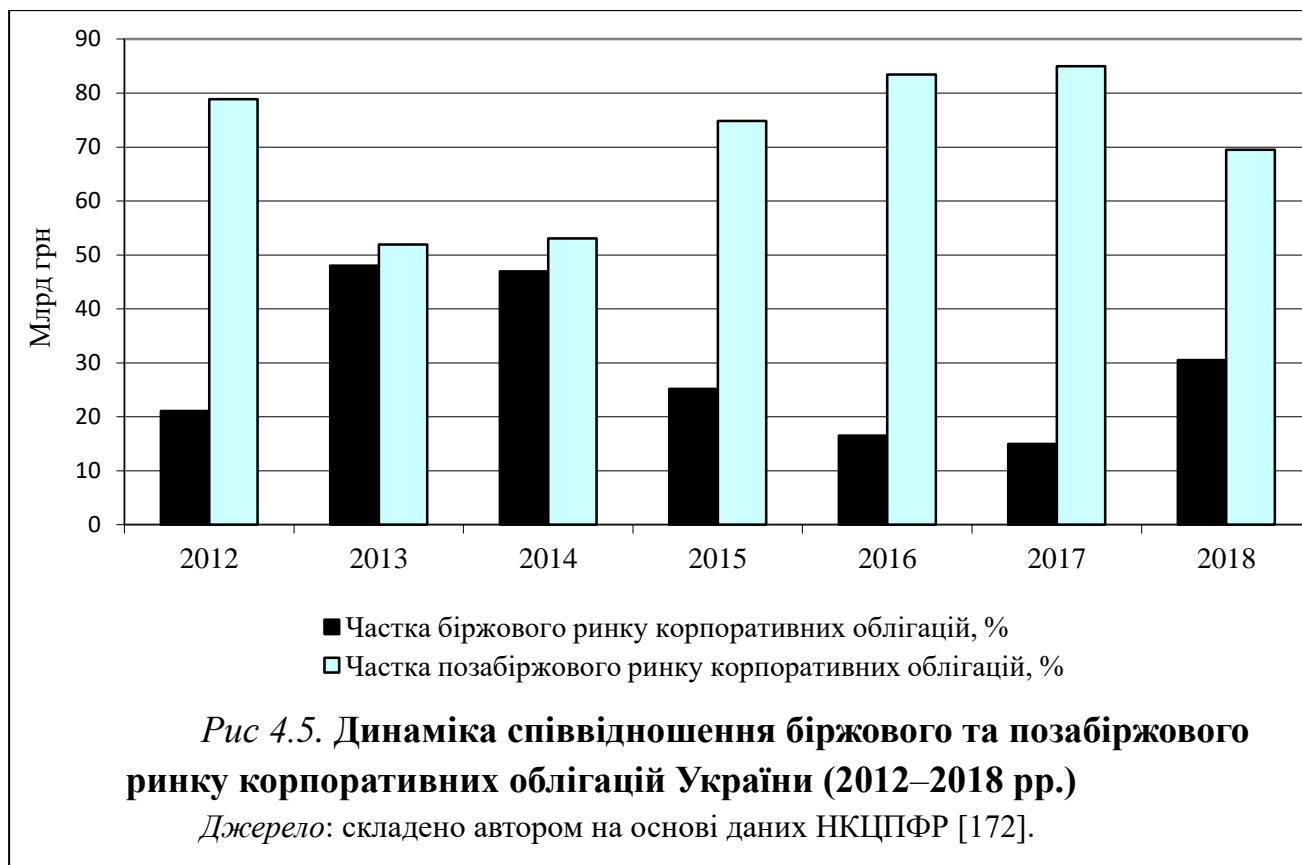
частка підприємств реального сектору економіки коливається в межах від 60% (2011 р.) до 100% (2015 та 2018 роки).

Динаміка випуску облігацій протягом 2010–2017 рр. підтверджує наші припущення, що 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 є в Україні: через низькі процентні ставки за державними облігаціями вони витісняються з ринку корпоративними цінними паперами. Так, у 2016 р. номінальна дохідність державних 10-річних облігацій у США, Японії, Великій Британії та Німеччині досягла історичного мінімуму і коливалася в межах від -0,1 до 1,8% [302]. Можна припустити, що активізація ринку корпоративних облігацій в Україні стане можливою лише за суттєвого зниження процентних ставок за ОВДП.

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 характерний обігом цінних паперів серед обмеженого кола осіб. Епізодично на ринку відбуваються транзакції залучення боргового капіталу компаніями через випуск облігацій, які викуповують банки. Більшість лідерів торгів за облігаціями – компанії будівельної галузі [172]. Специфічною особливістю вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів є значне переважання неорганізованої та позабіржової частки ринку над організованою. На рис. 4.5 наведена інформація щодо частки обсягу торгів корпоративними облігаціями на вітчизняному біржовому ринку.





Як показують дані рис. 4.5, у 2017 році частка позабіржового ринку облігацій підприємств становила 85%, що було найнижчим значенням за період дослідження. У 2018 р. частка біржового ринку облігацій підприємств дещо зросла (до 30,5%). Експертні оцінки засвідчують, що на неорганізованому ринку корпоративних облігацій вкладають капітал здебільшого агресивні інвестори, які орієнтовані на приватне інвестування [179].

У той час як у 2014 р. до лістингу на вітчизняних біржах було допущено 147 емітентів корпоративних облігацій, у 2015 р. – 86, у 2016 р. – 13, а в 2017 р. – 12. За даними НКЦПФР, торги корпоративними облігаціями на організованому ринку у вересні 2017 р. склалися лише з облігацій трьох емітентів: АТ «ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1», ПАТ «Альфа-Банк» та ПАТ «НЕО ВІТА».

У структурі торгів на неорганізованому ринку на корпоративні облігації припадає 8,4%, а на акції 43,0%. Таким чином, у цілому вітчизняні емітенти корпоративних облігацій більш схильні до публічності порівняно з емітентами акцій. 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 і тенденцією 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.

Ще однією важливою проблемою облігаційних позик є вкрай низька активність фінансових потоків, спричинених пропозицією даних фінансових інструментів на вітчизняному ринку капіталів. Ми підтримуємо тезу Г. Азаренкової та М. Іванової, що така активність має слабкий зв'язок із показниками фінансово-економічного розвитку України – внаслідок домінування в структурі емітентів корпоративних облігацій найбільших за обсягами капіталу компаній. Таким чином, етапність та обсяги випусків відповідних цінних паперів здебільшого залежать від потреб саме таких емітентів [1, с. 73].

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.

У даний час на організованому ринку цінних паперів присутня значна кількість корпоративних облігацій, емітованих підприємствами без чітко викладених цілей залучення коштів. Такі емітенти часто використовують ресурси, мобілізовані шляхом розміщення корпоративних облігацій не за призначенням, яке вказане у проспекті емісії. Окрім того, в процесі їх випусків характерна недостатня забезпеченість номіналу та процентів за облігаціями, що, у свою чергу зумовлює значно вищий рівень боргового навантаження. Інвестиції у даних фінансових інструментах є високо ризиковими, що у більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

У 1959 р. американський економіст Л. Фішер опублікував статтю «Детермінанти премії за ризик вкладень у корпоративні бонди», у якій уперше висунув гіпотезу, що премія за ризик вкладень у корпоративні облігації залежить від імовірності невиконання зобов'язань за ними [339]. 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 [64]. Дослідження детермінант премії за ризик є важливим, перш за все, 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, перш за все кредитних, порівняно з бенчмарком [309]. 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 пояснює поняття «спред дохідності», оскільки зазначений спред характеризує не лише кредитну, а й інші складові впливу на премію. Проблема, разом з тим, 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 характерна імовірністю дефолту та відповідним кредитним рейтингом. Однак у ряді емпіричних досліджень, зокрема проведених О. Фама та К. Френчем [337], Е. Елтоном, М. Грубером, Д. Агравалем та К. Манном [329], О. Сарігом та А. Варгою [391], 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 (компонентна процентних ставок);
- ліквідність ринку капіталів (компонента ліквідності);
- рівень інфляції та розвитку економічної кон'юнктури (макроекономічна компонента);
- інформаційні ризики (біхевіористична компонента).

Варто зазначити, що процентні ставки за корпоративними облігаціями, їх вартість та премія за ризик є досить чутливими до дохідності державних облігацій. У разі зростання дохідності останніх, за інших рівних умов зростатимуть також процентні ставки за корпоративними облігаціями з одночасним зниженням їх ринкової вартості. Навпаки, якщо дохідність 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 імовірність стагнації ринку капіталів, за якої мінімізуються будь-які трансакції. Ризик ліквідності характеризує потенційну необхідність суттєвого зниження цін на облігації для їх реалізації. Варто зазначити, що останнім часом з'являються дослідження у яких доводиться, що кредитний ризик можна інтерпретувати як систематичний недиверсифікований ризик [342]. Згідно з дослідженнями Ян Лу, на ринках розвинених країн волатильність ринкової ціни облігацій, відповідно премія за ризик, на 57% пояснюється впливом кредитних ризиків, які характеризують імовірність дефолту емітента. Другим за впливовістю фактором є ризик ліквідності, а третій – ризик зміни процентних ставок [423]. З огляду на те, що ринки капіталом у країнах, що розвиваються, характерна низька ліквідність, найбільшою загрозою для держателів облігацій є проблеми з їх реалізацією, навіть за достатнього рівня кредитоспроможності. Відтак, можна припустити, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень у корпоративні облігації в таких країнах справляє фактор ліквідності ринку в цілому 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 компонент кредитоспроможності є менш значимим фактором у сукупності систематичних ризиків.

Залежно від рівня ризику (відповідно кредитного спреду), корпоративні облігації діляться 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 виконання завдання активізації використання боргових інструментів ринку капіталів для залучення ресурсів підприємствами варто вдаватися до нетрадиційних рішень. Одним із таких рішень є емісія високоприбуткових облігацій («*high yield*» бондів, *HYB*). Поняття *HYB* бере свій початок зі США і використовується для позначення ринкового сегмента корпоративних облігацій спекулятивного рівня. Відповідно до визначення М. Фрідсона, високоприбуткові облігації – це публічні, неконвертовані корпоративні облігації субінвестиційного рівня, однак щодо яких відсутній дефолт або банкрутство емітента [340]. У той час, як відсотки за облігаціями інвестиційного рівня є не набагато вищими за дохідність державних облігацій, спред дохідності на рентабельність *HYB* є досить високим. В останні роки глобальний ринок високоприбуткових облігацій суттєво зріс і перевищив півтора трильйона доларів США. На початок 2017 року інституційні інвестори вкладають кошти у більш ніж 3500 облігацій.

Високоприбуткові облігації уже тривалий час вважаються ефективною формою залучення капіталу корпоративним сектором у США та Європі. Зокрема, цей тип облігацій широко використовується 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 недавно 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 сміттєві 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 сторіччя) клас високоризикових облигацій формувався виключно за рахунок так званих занепалих ангелів «*fallen angels*» (FA), тобто облигацій інвестиційного рівня, що втратили свої рейтинги унаслідок 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 («занепалі ангели» – «*fallen angels*», FA);

– облигації, емітентами яких є не досить крупні або ж новостворені підприємства (у тому числі стартапи), що характерні 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 становить 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 недооціненим, відповідно їх ризиковість та дохідність постійно завищуються. Йдеться про гіпотезу «надмірної компенсації» за ризик дефолту [297]. Переоцінка ризиків пояснюється рядом факторів, зокрема висока волатильність НУВ

зумовлена не лише фундаментальними причинами, а й психологічними чинниками, які, по суті, не впливають на величину грошових потоків, що генеруються компаніями. Таким чином, суттєвою детермінантою спреду дохідності за НУВ є біхевіористична компонента.

У таблиці 4.11 наведено результати досліджень експертів Cass Business School (Лондон) ризиків та дохідності вкладень у різні типи американських інвестиційних активів (державні облигації, різні типи корпоративних облигацій та акцій провідних підприємств). 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 [317]. 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 виваженою.

Таблиця 4.11

#### Ризики та індекси дохідності інвестиційних активів (2000–2016 рр.)

Показники	Американські казначейські зобов'язання	Корпоративні бонди інвест-рівня	НУВ	Fallen angels (FA)	Акції, що входять до індексу S&P 500
Річна дохідність, в %	5,36	6,57	7,10	11,04	5,29
Рівень ризик (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

Джерело: складено автором на основі інформації [317].



Емпіричні дослідження засвідчили, що інвестори активно продають цінні папери, курс яких знижується, навіть за наявності сприятливих прогнозів щодо позитивного розвитку вартості активів. Відтак, новина про падіння рейтингу облігацій суттєво впливає на прийняття інвесторами рішень щодо їх продажу. Таким чином, на прикладі ринкової ціни високодохідних корпоративних облігацій чітко проявляється описаний вище рейтинговий тригер. 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.

З результатів досліджень Clare A., Thomas St. та Motson N. випливає, що впродовж 2000–2016 рр. доходність облігацій типу HYB була в 1,34 рази вищою, ніж середня доходність акцій компаній, що входять до індексу S&P 500. Причому рівень ризику таких облігацій, характерних 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 від акцій. Ризик вкладень у корпоративні облігації інвестиційного рівня виявився в 1,81 разу меншим за вкладення в HYB та у 2,75 рази меншим, ніж в акції провідних компаній. Доходність класичних облігацій, все ж виявилася вищою ніж інвестиції в акції, але, нижчою від вкладень у високоризикові облігації [317].

Досить виразним критерієм вкладень в активи, який ураховує параметри ризику та доходності, є коефіцієнт Шарпа, що розраховується як відношення спреду доходності 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 характерні досить високим значенням коефіцієнта. Найменш привабливими з точки зору співвідношення ризик-дохідність є акції підприємств. Цілком логічно, що саме за цією категорією активів зафіксовано найбільший рівень максимального збитку (майже 51%), тоді як за казначейськими зобов'язаннями лише 4,8%.

З огляду на зростання процентних ставок у США та низькі базові ставки в Європі, для європейських інвесторів НУВ є досить привабливим активом. У 2016 р. дохідність глобального портфеля інвестицій у НУВ (в Євро) становила біля 14%, що перевершило очікування інвесторів. Згідно з прогнозами, у 2017 р. рентабельність вкладень у високодохідні облігації буде дещо нижчою, однак не нижчою від середньоринкового рівня. Водночас очікується суттєве зниження середнього рівня дефолту за НУВ. Якщо в минулому році прогнози щодо частки дефолту на ринку високодохідних облігацій перевищували 10%, то в нинішньому – 2,5–3,5%. Порівняно з іншими сегментами ринку облігацій, відсотки за НУВ є набагато менш чутливими до політики центральних банків Європи та США.

Суттєвим сегментом глобального ринку високодохідних корпоративних облігацій є облігації емітентів, які належать до ринків, що розвиваються (*emerging markets*). Насамперед йдеться про корпоративні єврооблігації (євробонди). Під євробондами 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 в офшорній зоні у вигляді спеціальної інвестиційної компанії (*special purpose vehicle, SPV*). У цьому випадку іноземна дочірня компанія від свого імені випускає цінні папери через

андеррайтера, який розміщує їх серед інвесторів, а українська корпорація при цьому виступає гарантом за позицією [37].

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. Станом на середину 2017 р. лише 10 представників вітчизняного реального сектору економіки перебували у стані обслуговування єврооблігацій. Ключові параметри корпоративних облігацій українських емітентів, що репрезентують реальний сектор економіки, наведено у таблиці 4.12.

Таблиця 4.12

**Параметри корпоративних єврооблігацій українських емітентів, станом на початок 2018 р.**

Підприємство-емітент	Дата погашення	Біржа	Обсяг емісії, млн дол США	Купон, %	Дохідність УТМ, %	Ринкова ціна, %	Рейтинг (Fitch)
1	2	3	4	5	6	7	8
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	10,37	9,13	102,3	B –
МХП (MHP S.A.)	04.02.2020	Irish S.E.	750	8,25	6,61	102,5	B –
МХП (MHP S.A.)	10.05.2024	Irish S.E.	500	7,75	7,83	99,6	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

## Продовження табл. 4.12

1	2	3	4	5	6	7	8
Укразалізниця (Ukrainian Railway)	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
Укрленд-фармінг (Ukrland-farming)	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: узагальнено та побудовано автором на основі даних компаній PricewaterhouseCoopers (PwC) та Dragon Capital [72; 385].

Перший, після тривалої перерви, пов'язаної зі значними макроекономічними та політичними потрясіннями в Україні, випуск єврооблігацій активізувався у 2017–2018 рр. Так, у кінці січня 2017 р. компанія Кернел вдало розмістила п'ятирічні бонди на суму 500 млн дол США, що перевищує обсяг усіх емісій корпоративних облігацій, які відбулися у 2016 р. на вітчизняному ринку.

На рисунку 4.6 візуалізована динаміка обсягів емісії корпоративних облігацій та розмірів купону за ними одного із лідерів вітчизняного ринку агропромислової продукції – холдингу Миронівський хлібопродукт (МНР S.A.).

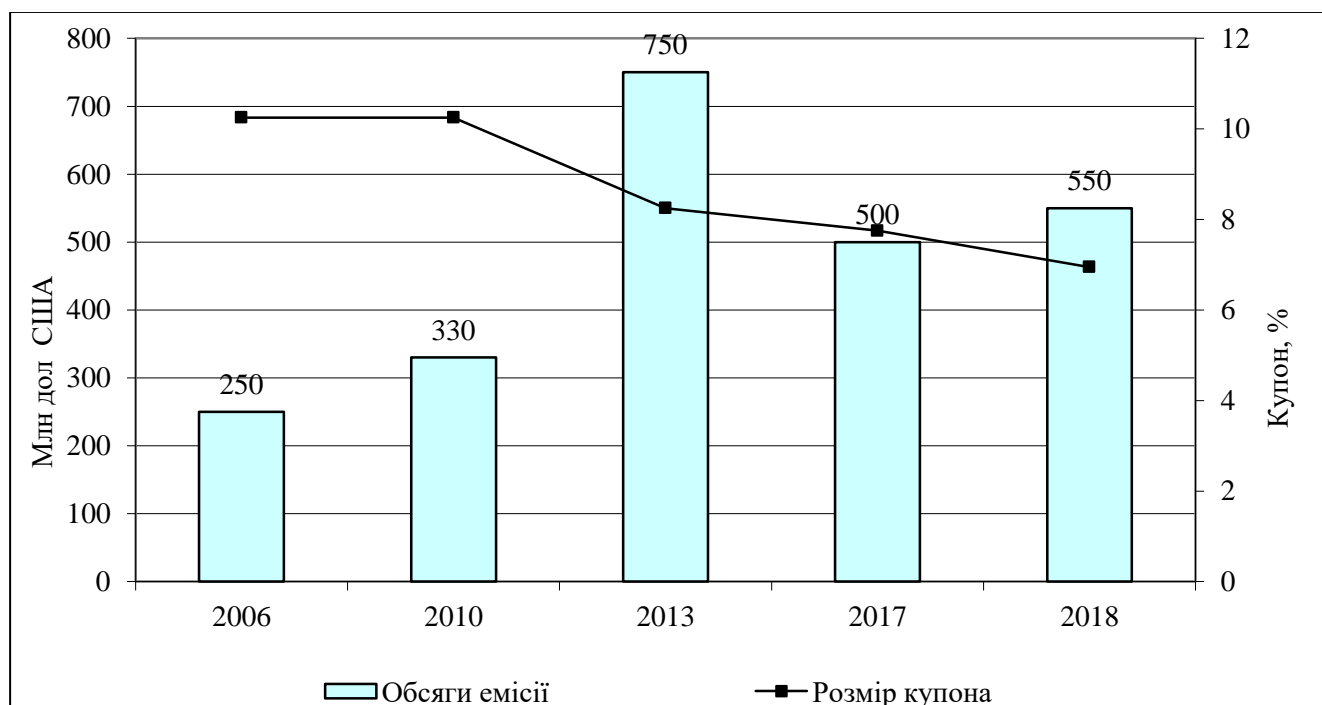


Рис 4.6. Динаміка обсягів емісії корпоративних облігацій МНР S.A.

Джерело: узагальнено та побудовано автором на основі даних компаній Pricewaterhouse Coopers (PwC) та Dragon Capital [72; 385].

У квітні 2017 року «МНР S.A.» успішно завершила розміщення Єврооблігацій на суму 500 млн дол США, виплата за якими розпочнеться у 2024 році. Розмір відсоткової ставки купона становив 7,75% на рік. Ще одну емісію облігацій на суму 550 млн дол США компанія завершила в квітні 2018 р.; їх погашення заплановано у 2026 р., а розмір купона становив 6,95%.

Як бачимо, за 12 років МХП здійснило п'ять випусків єврооблігацій на загальну суму 2,38 млрд дол США. Аналіз діаграми свідчить про досить оптимістичну динаміку процентних ставок, за якою компанія залучає кошти. Якщо у 2006 та 2010 рр. розмір купона за облігаціями становив 10,25%, то у 2018р. – 6,95%. Причому рейтинги України як країни, де знаходяться основні активи, у 2006–2010 рр. були набагато вищими, ніж у 2017–2018 рр. Приклад МХП та Кернел показує, що успішні компанії можуть мати кредитні рейтинги вищі, ніж суверенні рейтинги країн, з яких вони походять. Розмір купонів за відповідними облігаціями є нижчим, ніж премія за ризик інвестування коштів в Україну.

В цілому ж, як впливає з даних таблиці 4.12, рейтинги облігацій усіх випусків є досить низькими і належать до спекулятивного рівня. За облігаціями чотирьох емітентів рейтинги відізані. Таким чином, усі єврооблігації українських емітентів можна віднести до категорії НУВ. Найважливішим ринковим індикатором привабливості облігацій є показник YTM (*yield to maturity* – дохідність до погашення), який відіграє певну роль ставки дисконтування, за якою усі майбутні грошові потоки за облігаціями наближаються 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, відтак параметр YTM – різко зростає. Відповідну ситуацію можемо спостерігати на прикладі деяких вітчизняних емітентів єврооблігацій (агрохолдинг «Мрія», ПАТ «Авангард», ПАТ «Укрлендфармінг»). Якщо ставка YTM є вищою, ніж ставка дохідності за купоном, то ринкова ціна облігації буде вищою за їх номінальну вартість. Компанії Кернел, Ферекспо та МХП,

незважаючи на рейтинги субінвестиційного рівня, демонструють позитивну динаміку щодо ринкової вартості та дохідності до погашення.

Важливою детермінантою, 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. 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 [141]. 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, які 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 ковенант (*covenants*) для емітентів облігацій:

1) негативні ковенанти (*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 ковенанти (*affirmative covenants*) – зобов'язання щодо вчинення певних дій, спрямованих на забезпечення кредитоспроможності емітента та його здатності виконувати зобов'язання перед кредиторами;

3) фінансові ковенанти – зобов'язують емітента підтримувати на певному рівні ключові фінансові параметри;

4) ковенанти 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 ковенант, зводяться до такого: заборона 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; незаборона дій, спрямованих на реорганізацію емітента, обмеження щодо операцій з пов'язаними особами. Зазначимо, що окреслені обмеження можуть бути пом'якшені за згоди об'єднання 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 доступу до фінансової та управлінської звітності підприємства. До цього типу запобіжників можна 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. У певних 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. В цілому, 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.

#### **4.3. Удосконалення процесу публічного розміщення корпоративних 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 у такій пропозиції. Залежно від джерела походження цінних паперів, вона може здійснюватись за такими способами:

- емітентом у 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 [163]. Таким чином, публічну пропозицію цінних паперів не варто ідентифікувати виключно із IPO.

Згідно з теоретичними постулатами термін IPO («*initial public offering*») використовується у випадку, якщо мова йдеться 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 противагу 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 у 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 [235].

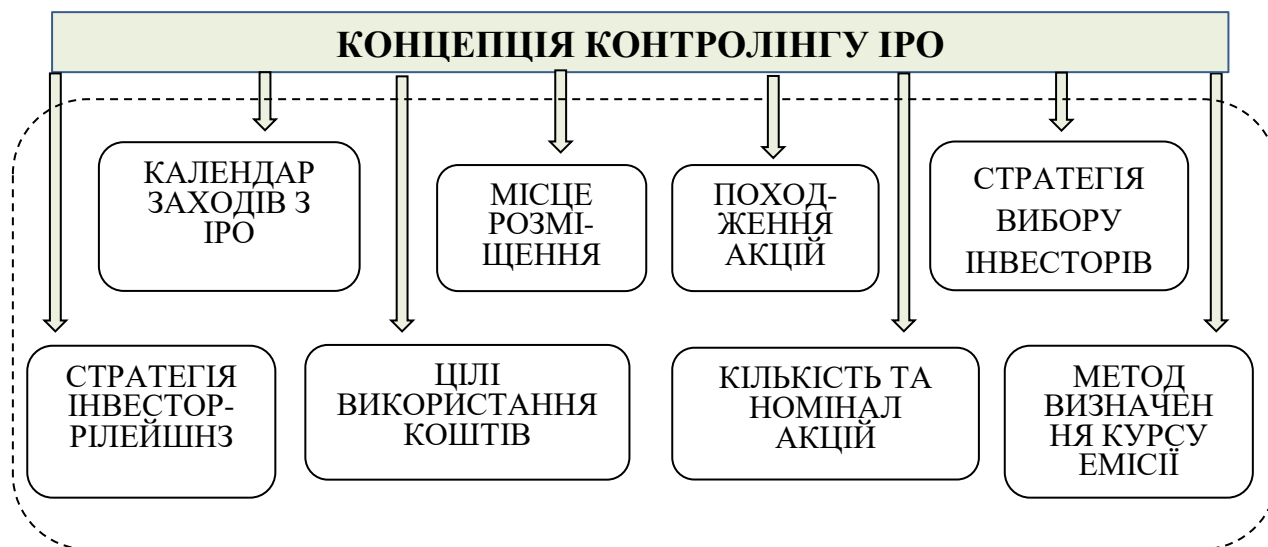
Домінантним мотивом до IPO у підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання та покращення структури капіталу. Всі інші переваги є супутніми. Для власників – пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства.

Щодо використання інструментарію емісії цінних паперів для залучення коштів на ринку капіталів, перш за все, необхідно розробити концепцію первинного публічного розміщення. Пропонована концепція IPO включає в себе: стратегію розміщення акцій та залучення коштів, визначення місця розміщення (торгової площадки), план інвестор-рілейшнз, 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, усі 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 органах), а також заходів щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу).

Основою концепції контролінгу IPO є концепція первинного розміщення корпоративних прав. Ключові елементи концепції IPO наведено на рис. 4.7.



**Рис. 4.7. Базові елементи концепції контролінгу первинного публічного розміщення акцій на ринку**

*Джерело:* запропоновано автором.

Визначальним елементом концепції є стратегія здійснення IPO. Стратегія конкретизується у календарі заходів з розміщення (бюджет часу). Підготовчі та організаційні роботи для здійснення IPO на міжнародному фондовому ринку в середньому тривають 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 розроблений 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 в цілому 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.

Величина збільшення статутного капіталу, а значить й основні параметри емісії (кількість акцій, номінал, курс емісії), залежать 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, акумуляцію ресурсів для здійснення аквізицій (злиття, поглинання), розширення діяльності на міжнародних ринках. Успіх розміщення акцій на фондовому ринку значною мірою визначається вдалим вибором курсу емісії. Питання вибору оптимального методу формування курсу емісії акцій буде досліджено нижче.

При виборі фондової площадки, окрім критерію достатності капіталу, необхідно 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 потрібно 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 ринку капіталів є набагато дешевшим і в технічному плані простіше, насамперед завдяки меншим вимогам щодо розкриття інформації та прозорості звітності. Однак вітчизняний фондовий ринок залишається для крупних підприємств досить обмеженим через високий рівень зарегульованості українського ринку капіталів, невелику кількість покупців та продавців на ньому, недостатню ліквідність. Внаслідок 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 за кордоном. 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. На практиці розрізняють два види дью-ділідженс: на замовлення інвестора (*buy side due diligence*) та на замовлення продавця (*vendor due diligence*). У першому випадку результати DD мають допомогти інвестору дати відповідь на три питання:

1. Необхідність інвестування коштів у таргет-підприємство, тобто чи купувати акції відповідного емітента.
2. Максимальна ціна, яку можна сплатити за акції.

### 3. Можливий потенціал зростання ринкової капіталізації підприємства.

У контексті IPO-дью-ділідженс здебільшого проводиться так званий вендор-дью-ділідженс – перевірка найбільш істотних ризиків та генераторів вартості в інтересах емітента. За результатами перевірки замовник отримує інформацію щодо потенційної вартості компанії та факторів, які можуть стати перешкодою для успішної емісії цінних паперів. Емітент отримує рекомендації щодо найбільш ефективної емісійної стратегії та параметрів публічного розміщення. Релевантні результати дью-ділідженс відображаються у проспекті емісії цінних паперів. Замовником дью-ділідженс може бути також менеджер розміщення (*lead manager*), який за результатами оцінювання підприємства розробляє спеціальну інвестиційну пропозицію для потенційних покупців цінних паперів.

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 згідно результатів DD зменшення інформаційних ризиків вагомо посилює позиції покупця в процесі переговорів із продавцем. Якщо виявлено суттєві ризики вартість об'єкта інвестування буде суттєво зменшується. Коли продавці не готові до зменшення ціни компанії, згідно результатів дью-ділідженс може бути прийнята ухвала щодо призупинення переговорів про придбання (чи реорганізацію). Користувачами звіту (репорту) за результатами IPO-дью-ділідженс (IPO-DD) є потенційні інвестори, що планують придбати акції емітента. У звіті має міститися відповідь на такі питання:

1. Відповідність планових інвестицій у таргет-підприємство стратегічним цілям інвестора.

2. Існування Deal Breakers (додаткових небезпеки), додаткових ризиків, які пов'язані з інвестуванням коштів.

3. Наскільки ймовірним буде приріст вартості для інвесторів (шехолдерів).

Контролінг IPO включає в себе комплекс аналітичних процедур, спрямованих на розрахунок та планування курсу емісії корпоративних прав. За результатами дью-ділідженс мають бути сформульовані рекомендації для

інвесторів щодо доцільності інвестування коштів у цінні папери та діапазону їх курсу емісії.

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 у якомога вищому курсі емісії, а інвестори – навпаки. Правильно встановлений курс до певної міри сприяє зменшенню конфлікту інтересів між різними групами учасників фінансових відносин, які пов'язані з емітентом.

Встановлюючи курс розміщення цінних паперів, 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 питання у галузі емісійної політики американських підприємств полягає у визначенні максимального курсу емісії розміщення акцій 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*» [341]. Таким чином, визначення курсу не є чисто економічною чи математичною проблемою. При прийнятті рішення щодо встановлення курсу емісії цінних паперів необхідно враховувати такі основні чинники:

– початкові передумови, за яких здійснюється емісія (готовність ринку 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;

– часто взаємопротилежні інтереси окремих власників та товариства.

В останньому випадку йдеться про можливий конфлікт інтересів між менеджментом та акціонерами, між окремими власниками при встановленні курсу емісії, оскільки курс емісії може служити 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.

Відповідно до наукових постулатів основою для встановлення курсу емісії є ринкова вартість компанії, яка, окрім іншого, може визначатися за результатами процедури дью-ділідженс. У практиці IPO поширеними є три способи встановлення ціни на первинному ринку: фіксоване ціноутворення, аукціон і формування книги заявок (*book-building*). Останні позначаються також як «метод збору заявок» або ж метод «формування портфеля». У першому випадку ціна, відповідно до якої інвестори подають заявки, фіксується заздалегідь, у другому – на основі методу аукціону. У разі ж використання книги заявок на первинному ринку визначається ціновий діапазон, в межах якого буде сформована ціна [114]. Метод фіксованих цін полягає у тому, що перед початком періоду підписки емітент, за узгодженням з банком (менеджером розміщення), через який здійснюється емісія, встановлює конкретну ціну, за якою акції можуть бути реалізовані інвесторам, котрі проявили інтерес до компанії. Ціна розміщення визначається залежно від результатів фундаментального аналізу підприємства, оцінки його вартості, а також порівняльних показників з аналогічними



підприємствами. Актуальні тенденції на ринку, попит та пропозиція ресурсів при використанні 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 часто використовують аукціонний (або тендерний) метод встановлення ціни розміщення. За цього методу інвестори направляють 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 конкурентного 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 є дієвим для виявлення численних порушень і зловживань з боку найбільших інвестиційних банків і компаній, що практикували в основному спосіб «формування портфеля». Водночас він характерний недостатнім рівнем прозорості та гнучкості.

Аукціонний метод не зміг поки що довести свою спроможність повністю замінити метод «формування (або наповнення) портфеля» (*book-building*), який започатковано у США. Метод, що 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 з 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 становлять зазвичай 10–20% [421]. 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 з розміщення обґрунтовує ціну емісії, яка потім остаточно узгоджується з емітентом. Причому діапазон, в якому коливатиметься курс емісії, оголошується на IPO-прес-конференції перед початком IPO-роад-шоу. Отже, за цього методу інвестори визначають не лише кількість акцій, які вони бажають придбати, а й ціну придбання. З іншого боку, емітент має можливість вплинути на структуру майбутніх співвласників компанії і встановити ціну залежно від попиту окремих (цільових) категорій інвесторів. Метод характерний високим рівнем прозорості та можливістю управляти емісією із урахуванням 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-релейшнз. Перше у вітчизняній практиці IPO компанії «Укрпродукт» було здійснено за методом «формування портфеля». Подальші IPO проводилися за таким самим зразком [32].

У теорії і практиці останнім часом все більшого поширення набуває модифікований метод «формування портфеля», так званий «*accelerated book-building*» (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 великою кількістю учасників ринку. Цей метод дає можливість точніше визначити настрої на ринку та очікування широкої маси інвесторів щодо параметрів емісії. Відмінності від методу «формування портфеля» пов'язані також зі скороченими строками підписки. Так, якщо за

методу класичного «*book-building*» 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 отримав назву прискореного (*accelerated*) формування портфеля. 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 вигазі.

З точки зору емітента, метод АBB створює умови для проведення більш ефективного 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 прискореного 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 до тенденцій, які будуть спостерігатися на ринку у момент безпосереднього розміщення [362]. Звичайно, у разі підвищення чи зменшення ставок на ринку можна відповідним чином змістити раніше узгоджений діапазон курсу емісії, однак таке рішення зашкодить репутації емітента (менеджера з 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 негативної інформації стосовно 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 незручностей для інвесторів.

У разі первинного розміщення акцій на ринках, що розвиваються, на наш погляд, найбільш прийнятним є метод формування книги заявок. Він є досить гнучким і до певної міри дозволяє враховувати цінові переваги інвесторів при

фіксації остаточного курсу емісії. У рамках методу, для збалансування інтересів інвесторів та емітента, має бути визначена так звана зона узгодженого курсу емісії. Вона слугуватиме орієнтиром для цінового діапазону при застосуванні методу формування книги заявок. При цьому треба враховувати стратегічні цілі емітента, його кількісні та якісні характеристики, а також стратегічні орієнтири потенційних інвесторів. Якщо припустити, що курс емісії акцій підприємства характеризує вартість компанії-емітента, то максимальний (граничний) курс придбання цінних паперів ( $KE_i$ ), з точки зору інвестора має бути вищим, ніж фактичний курс емісії ( $KE$ ), тобто  $KE_i > KE$ . З точки зору емітента, курс емісії буде вигідним, якщо він буде вищим, ніж граничний курс акцій ( $KE_e$ ), що визначений з урахуванням результатів вендор дью-ділідженс, тобто має виконуватися умова  $KE > KE_e$ . Причому цільові функції як інвесторів, так і емітентів полягають у максимізації різниці між визначеним ними граничним курсом та зафіксованим курсом емісії [303]. Курс емісії, за якого розміщення акцій буде вважатися успішним, коливатиметься у зоні узгодження (ЗУ):

$$ЗУ = KE_i - KE_e \geq 0. \quad (4.1)$$

Це означає, що очікувана інвесторами вартість підприємства має перевищувати граничну вартість з точки зору емітента, а реальний курс емісії має знаходити у відрізку між зазначеними очікуваннями. У разі, якщо гранична вартість за розрахунками емітента є вищою, ніж гранична вартість за розрахунками інвесторів, то існуватиме загроза, що емісія не відбудеться через неадекватність встановленого емітентом курсу емісії. Однак проблема полягає у тому, що емітент є завжди більш оптимістично налаштованим щодо майбутніх грошових потоків та ризиків підприємства, ніж інвестор. Саме через відмінності в оцінках прогнозних грошових потоків та ставки дисконтування вартість підприємства з точки зору продавця може відрізнятись від відповідних оцінок інвесторів. Зазначені відмінності здебільшого є наслідком різного бачення

майбутніх обсягів реалізації, доходів та витрат, а також різних підходів до кількісних оцінок ризиків.

Різні оцінки вартості (потенційної ринкової капіталізації), окрім іншого, є результатом різного доступу сторін до інформації, на основі якої здійснюються розрахунки. Зближення параметрів  $KE_i$  та  $KE_e$  можна досягти у разі застосування інструментів зменшення інформаційної асиметрії, ключовим з яких є дью-ділідженс. Що вужчою є зона узгодження, тим вищі шанси на успішне розміщення емісії. Для наближення оцінок обох сторін у процесі дью-ділідженс варто проаналізувати причини відхилення вартості за окремими факторами впливу. До таких факторів можна віднести:

- базову процентну ставку;
- величину бета-фактора;
- різні підходи до визначення середньоринкової дохідності;
- різні оцінки потенціалу ринків збуту;
- диференційовані оцінки рівня витрат.

Зазначимо, що чим вищими є ризики інвестування коштів у цінні папери, тим більшою буде різниця між граничним курсом придбання та граничною ціною реалізації. Це є наслідком різної оцінки сторонами вищезазначених факторів впливу на вартість. Саме тому результатом фінансового дью-ділідженс має бути не лише кількісна оцінка ризиків та вартості підприємства, а й з'ясування причин відхилень в оцінках вартості, що отримані різними сторонами інвестиційного процесу. Аналіз зазначених причин та факторів дозволяє обґрунтувати рекомендації щодо їх мінімізації, а відтак, щодо фіксації узгодженого курсу емісії.

Досліджуючи операції на ринку капіталів у контексті інвестування коштів у власний капітал емітентів, необхідно виділити такі їх види: придбання незначної кількості корпоративних прав підприємств, придбання контрольного пакета корпоративних прав, поглинання підприємства, злиття та приєднання. Приймаючи рішення із купівлі значної частки корпоративних прав, потрібно визначити максимальну ціну, котру інвестор може заплатити за пакет. При цьому

варто враховувати ефект синергізму, який може проявитися у разі придбання, відповідність трансакції стратегії розвитку покупця та інші фактори. Оплачуючи ринкову ціну за придбані акції, інвестор ділиться з продавцем умовним прибутком, котрий можна отримати придбавши відповідні корпоративні права. Результати досліджень, проведені фахівцями відомої аудиторської компанії KPMG, показали що завдяки аквізиції здебільшого створюється додана вартість. При цьому близько 43% генерованої у результаті можливої синергії вартості вже закладено в ціні придбання об'єкта. У підсумку, покупець сплачує продавцю частину доданої вартості, котра буде створена в майбутньому [418, с. 244].

Окрім окреслених аспектів, до компетенції контролінгу IPO належать 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.

За усталеним правилом, емісія цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера, який уклав з емітентом договір про андеррайтинг. Однією із причин нерозвиненості ринку акцій в Україні є низька якість інституційного забезпечення розміщення акцій, зокрема недооцінка місця та ролі андеррайтера як організатора та гаранта первинного розміщення. Свідченням обмеженості стратегії на ринку акцій вітчизняними емітентами є практична відсутність попиту на андеррайтингові послуги. Зазначені послуги використовуються переважно емітентами корпоративних облігацій. Це означає, що первинні розміщення акцій фактично є здебільшого приватними, незважаючи на формально публічний їх характер [23].

Первинне розміщення корпоративних прав є складним, витратним і довготривалим процесом. Високим є рівень ризику недорозміщення акцій на ринку, або суттєвого падіння курсу одразу після розміщення. До дещо певної міри полегшити процес первинного розміщення корпоративних прав та зменшити

вказані ризики може андеррайтер та консультант розміщення. Саме тому важливим етапом здійснення IPO є вибір консультанта та андеррайтера. 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 часто при характеристиці різних аспектів фінансової та посередницької діяльності, у тому числі у страховій справі. Так, Закони України від 23.02.2006 р. № 3480–IV «Про цінні папери та фондовий ринок» та від 30.10.1996 р. № 448/96–ВР «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», а саме: дають дещо розмите визначення терміна «андеррайтинг», а саме: 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 [149; 163].

У Законі зазначається, що вимоги до операцій, які здійснює андеррайтер, встановлюються регулятором. Однак затвержені НКЦПРФ від 12.12.2006 р. № 1449 «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; гарантувати повний або частковий продаж цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем;

здійснювати продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані [154; 163].

Детальніше визначення андеррайтингу дається в Законі України від 07.12.2000 р. № 2121-III «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 [150]. Це визначення до певної міри неузгоджується з положенням закону «Про цінні папери та 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 у договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва, відповідно до взятих на себе зобов'язань. Однак із них не зрозуміло, які ж головні функції андеррайтера при первинному розміщенні акцій [163].

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 стабілізацію ринкового курсу. Часто андеррайтер виконує також функцію консультанта. Однак можливі випадки, коли емітент залучає окремо консультанта (наприклад, авторитетну аудиторську компанію) та



андеррайтера (наприклад, крупний 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 увесь 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 [379]. Угода має містити зобов'язання емісійного банку щодо придбання (підписки) певної кількості акцій та подальшого їх публічного розміщення. Може бути також передбачено положення, згідно з яким перед публічним розміщенням акції пропонуються дійсним 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 [154]. Таким чином, діє місце одnobічний підхід (андеррайтинг за принципом максимальних зусиль) до трактування андеррайтингу і вихолощується основна його суть, оскільки підтверджуються лише послуги з розміщення акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Йдеться про форму андеррайтингу, за якої фінансовий посередник бере на себе зобов'язання щодо реалізації максимального обсягу акцій, знімаючи з себе ризик недорозміщення. Щоправда, андеррайтер має право (хоча 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» [154].

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 варто 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 різних ризикових банківських операцій, зокрема фінансування однієї, але великої угоди з розміщення IPO. Банком-координатором в IPO-консорціумі є банк-менеджер з розміщення.

Враховуючи вищевикладене, під IPO-андеррайтингом треба розуміти діяльність фінансових установ (переважно банків) з керування публічним розміщенням акцій на фондовому ринку, яка здійснюється у двох формах: викупу цінних паперів у емітента з наступним їх розміщенням на відкритому ринку або розміщенням 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 з розміщення. Якщо йдеться 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).

Базові критерії вибору андеррайтера при здійсненні IPO можна сформулювати таким чином (рис. 4.8):

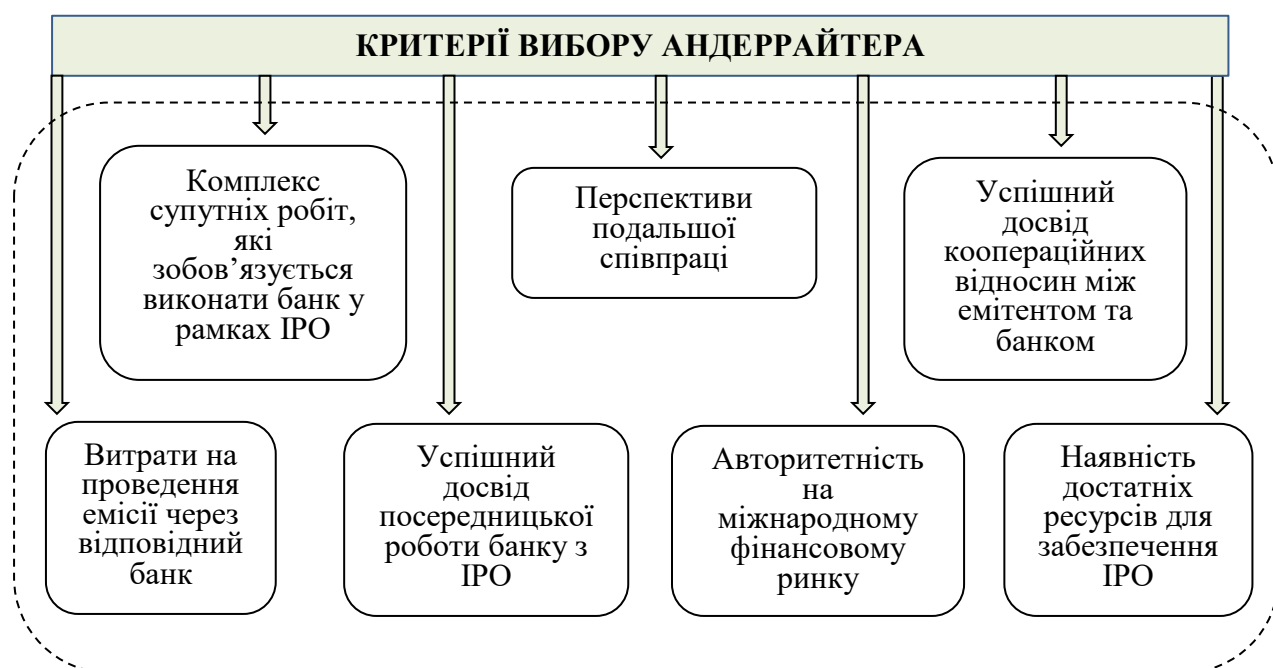


Рис. 4.8. Базові критерії вибору андеррайтера в процесі здійснення IPO

Джерело: запропоновано автором.

- 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 різноманітна інформаційна підтримка, підтримка у здійсненні досліджень щодо тенденцій на ринку після розміщення;
- перспективи подальшої співпраці.

Проведені 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, що полягає у перевірці та детальному аналізі найбільш суттєвих обставин «за» та «проти емісії», визначенні факторів зростання вартості та оцінці потенційної привабливості компанії для учасників фінансового ринку [247];
- 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 з менеджером розміщення, зокрема емісійним банком. Для стабілізації курсу щойно розміщених акцій у перші тижні їх обігу на фондовому ринку менеджер з 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 становить зазвичай 10–15% від узгодженого обсягу емісії. При реалізації опціонів оговорюється, що банк для їх виконання має у розпорядженні 30 днів. Для виконання опціонів акції можуть бути придбані у 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 рекомендовано здійснити додаткову емісію. Таким чином «опціони-гріншу» слугують ефективним стабілізатором у перші тижні після IPO.

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 IPO в межах 1,5–15%. Причому витрати є тим меншими, чим краще виконує функції андеррайтер.

Практична імплементація обґрунтованих у роботі рекомендацій щодо удосконалення дью-ділідженс, контролінгу IPO та андеррайтингу при розміщенні цінних паперів дозволить інтенсифікувати процеси емісії корпоративних цінних паперів вітчизняними підприємствами. Варто наголосити, що досліджені вище аспекти первинного публічного розміщення акцій на фондовому ринку значною мірою стосуються також і корпоративних облігацій.

## 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 перш за все 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 у 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. Переваги первинного публічного розміщення як інструменту досягнення стратегічних цілей підприємств підтверджуються циклічним збільшенням масштабів відповідних операцій на міжнародних ринках. Водночас використання українськими підприємствами цього джерела фінансування стримується цілою низкою суб'єктивних та об'єктивних чинників. До таких чинників відносять: складність, витратність, довготривалість та високий рівень ризиковості процесу IPO.

2. Під первинним публічним розміщенням акцій мається на увазі пропозиція 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.

3. Для залучення коштів через IPO необхідним є прийняти обґрунтоване рішення про вибір андеррайтера, торгової площадки, на якій буде реалізована емісія (вибір фондової біржі), обсяг потреби у фінансових ресурсах та курс 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 урахуванням актуальних тенденцій на фондовому ринку.

4. 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. Окрім цієї функції, андеррайтер має забезпечити: проведення (або здійснити замовлення на проведення) дью-діліженс; погодження з емітентом проспекту емісії; участь у реалізації інформаційно-комунікаційної політики емітента; застосування обраного методу встановлення курсу емісії та остаточне його погодження з емітентом; вжиття стабілізаційних заходів у період після розміщення.

5. У вітчизняних нормативно-правових актах відстежується однобічний підхід до трактування андеррайтингу (за принципом максимальних зусиль). Поступаються лише послуги з розміщення акцій, а не зобов'язання щодо викупу емісії чи гарантування викупу і розміщення. Під IPO-андеррайтингом пропонується розуміти діяльність фінансових установ (переважно банківських) з управління публічним розміщенням 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 різноманітна інформаційна підтримка, підтримка у здійсненні досліджень щодо тенденцій на ринку після розміщення; перспективи подальшої співпраці.

7. Незважаючи на те, що вітчизняні емітенти корпоративних облигацій більш схильні до публічності, порівняно з емітентами акцій, а частка корпоративних облигацій 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 облигацій 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 облигацій, слабкість вітчизняних інституційних інвесторів, високі накладні витрати, низькі кредитні рейтинги потенційних емітентів облигацій, неготовність більшості українських підприємств до виходу на ринок капіталів через відсутність зрозумілих правил гри на ньому, неякісний менеджмент та невиконання критеріїв корпоративного управління.

8. На відміну від ринків розвинених країн, характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облигації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії за ризик вкладень у корпоративні облигації в таких країнах чинить фактор ліквідності ринку в цілому 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.

9. Через низькі суверенні рейтинги України кредитні рейтинги облигацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. Враховуючи цю



обставину, всіх їх можна віднести до категорії високоризикових, відповідно, високодохідних («*high yield*» бондів). Йдеться як про облігації, що обертаються на внутрішньому ринку капіталів, так і про єврооблігації, що розміщені на міжнародних фондових площадках. Для зменшення ризику вкладень у корпоративні облігації необхідно на нормативно-правовому рівні імплементувати комплекс заходів щодо зменшення накладних витрат та підвищення надійності вкладень. До таких заходів пропонуємо віднести впровадження системи запобіжних ковенант.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [195; 198; 199; 202; 203; 204; 205; 207; 208; 210; 211; 212; 218; 219; 220; 223; 225; 226; 228; 230; 235; 236; 237; 338; 241; 247; 248; 253; 255; 404; 405; 408].

## РОЗДІЛ 5. НАПРЯМИ АКТИВІЗАЦІЇ РИНКУ КАПІТАЛІВ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

### 5.1. Фінансове 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 можна очікувати певних зрушень у структурі вітчизняного фінансового ринку у 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 спричинить появу технології блокчейн.

Незважаючи на банкоцентричний характер фінансового ринку України, через інструменти фондового ринку пройшла основна маса операцій з виведення коштів із банків [278]. Відтак, реформування системи регулювання відносин на ринку цінних паперів відповідає інтересам усього фінансового ринку та економіки в цілому. 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 розбудови 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 [88]. Між макроекономічними показниками та показниками розвитку ринку капіталів існують прямі та зворотні каузальні зв'язки. Це означає, що за макроекономічної кризи не варто очікувати активного росту ринку капіталів і навпаки.

У таблиці 5.1 наведені ключові макроекономічні показники України, які так чи інакше впливають на діяльність підприємств та на функціонування фінансового ринку. Цілком очевидно, що за значного падіння виробництва, високого рівня інфляції, мінімальних прямих іноземних інвестицій неможливо очікувати високих обсягів торгів на фондовому ринку. 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.

Суть проблем, що стримують розвиток ринку капіталу, криється на обох сторонах ринку – пропозиції капіталу та попиту на нього. Саме тому пожвавити ринок можна лише розвиваючи одночасно попит на капітал, та його пропозицію [171]. Підкреслимо, що це питання є на порядку денному та не

знаходить свого вирішення починаючи з моменту зародження вітчизняного фондового ринку.

Таблиця 5.1

**Динаміка ключових макроекономічних показників та розвитку ринку капіталів України, 2014–2019 рр.**

<b>Показники</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019 п*</b>
Зростання реального ВВП (р/р; %)	(6,6)	(9,8)	2,4	2,5	3,3	3,0
Номінальний ВВП (млрд дол США)	133	91	93	112	131	134
Реальне зростання промислового виробництва (р/р; %)	(10,1)	(13,0)	2,4	0,4	1,6	2,5
Індекс споживчих цін (на кінець періоду; %)	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	6,5
Загальний фіскальний баланс (% ВВП)	(10,0)	(2,0)	(2,3)	(2,4)	(2,3)	(2,2)
Загальний державний борг (% ВВП)	69,4	79,1	80,9	71,8	60,9	63,9
Валові резерви НБУ (млрд дол США)	7,5	13,3	15,5	18,8	20,8	19,5
Сальдо рахунку поточних операцій (% ВВП)	(3,4)	1,8	(1,4)	(1,9)	(3,3)	(2,9)
Прямі іноземні інвестиції (% ВВП)	0,2	3,3	3,5	2,0	1,2	1,5
Обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку, у відсотках до ВВП	39,05	14,39	9,88	7,5	7,3	7,3

*Джерело:* складено автором на основі інформації Державної служби статистики, НБУ, оцінок і прогнозів інвестиційної компанії Dragon Capital [60; 63; 72; 172];

п\* - прогноз Dragon Capital.

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 усіх інституцій та транзакцій, які забезпечують попит та пропозицію на середньо та довгостроковий капітал. Він включає в себе ринок боргових цінних паперів, перш за все 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 5.2 наведена інформація щодо місця ринку цінних паперів та окремих його сегментів (акцій та корпоративних облігацій) у фінансуванні вітчизняних підприємств. Дана інформація свідчить, що частка коштів, залучених підприємствами за допомогою інструментів ринку капіталів, є вкрай низькою.

За даними НКЦПФР, станом на кінець 2018 р. рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку становить близько 300 млн дол США. Різке зниження капіталізації ринку, окрім іншого, пояснюється очищенням його від недобросовісних учасників. Показники капіталізації, які були штучно завищені, приводяться до реальних значень. Загальний рівень капіталізації ринку становить менше 1% від величини зареєстрованого капіталу вітчизняних підприємств. У 2018 році вже відбулося різке падіння капіталізації фондового ринку. За підсумками даного періоду обсяги зареєстрованих комісією випусків акцій досягли 22,3 млрд грн. Обсяги зареєстрованих НКЦПФР випусків облігацій

становили 15,4 млрд грн, тобто відбулось суттєве зростання, як порівняти з попередніми роками.

Таблиця 5.2

**Динаміка ринку цінних паперів у формуванні капіталу підприємств України, 2010–2018 рр.**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн	40,6	58,2	15,8	64,2	144,3	122,3	199,4	324,8	22,28
Обсяг зареєстрованих емісій корпоративних облігацій, млрд грн	9,49	35,91	51,39	42,47	29,01	11,42	5,52	8,3	15,5
Кредити, надані банками суб'єктам господарювання (залишок, станом на кінець відповідного року), млрд грн	508,2	580,9	609,2	698,7	802,6	785,9	786,3	892,9	859,7
Зобов'язання підприємств за короткостроковими кредитами банків, млрд грн	225,8	275,2	316,9	371,7	428,2	455,7	457,0	506,2	541,1
Кредиторська заборгованість підприємств, млрд грн	1596,1	1839,5	2065,1	2169,8	1733,2	2196,3	2143,0	2561	2929
Зареєстрований капітал підприємств (станом на кінець відповідного року), млрд грн	767,0	842,6	909,6	1173,3	1256,3	1655,9	1534	1615	1712
Капітал підприємств (станом на кінець відповідного року), млрд грн	4096,9	4646,9	5356,5	5712,1	6060,0	8073,0	7939	6530	6532

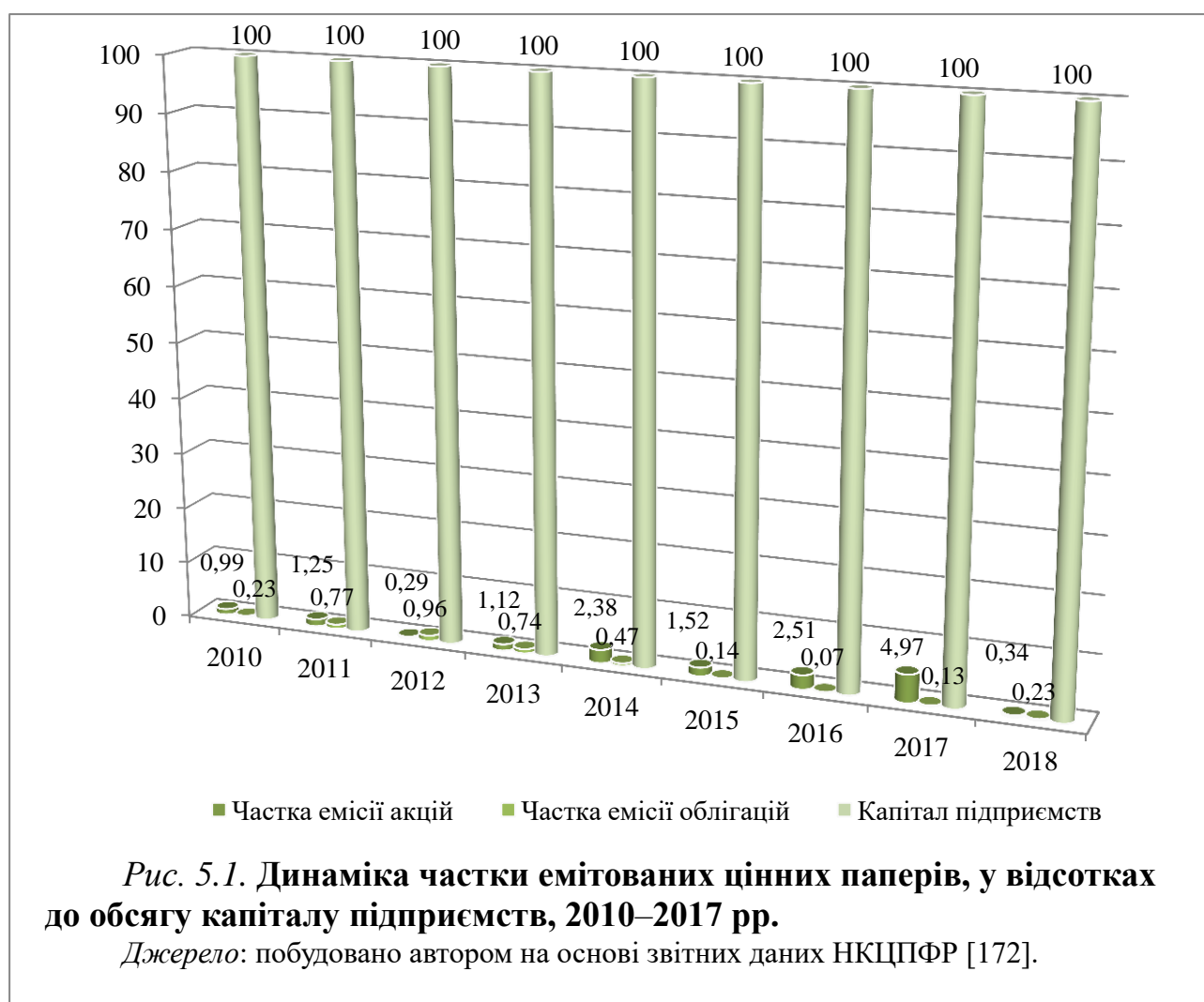
*Джерело:* побудовано автором на основі звітних даних НБУ, НКЦПФР та Державної служби статистики України [60; 63; 172].

Порівнюючи з 2016 роком, обсяг зареєстрованих випусків акцій в 2017 р. збільшився на 125,5 млрд грн. Такі значні за обсягом випуски суттєво вплинули на загальну структуру ринку акцій зареєстрованих випусків упродовж 2017 року,

були здійснені також з метою поповнення статутного капіталу ПАТ «Приватбанк» і ПАТ «Ощадбанк».

Отже, можна констатувати, що відбувається реальне очищення вітчизняного фондового ринку. З нього поступово виключаються «сміттєві» цінні папери та знищуються невластиві ринку схеми їх емісії та обігу.

Рис. 5.1 демонструє динаміку частки коштів, залучених на основі емісії цінних паперів, до загальної суми капіталу вітчизняних підприємств.



Якщо урахувати ту обставину, що на обсяги випуску акцій за 2014–2018 рр. значно вплинули емісії цінних паперів, що здійснені державними підприємствами (у рамках їх корпоратизації), банківськими установами 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 перерозподіляються через вітчизняний фондовий ринок і вкладаються у

реальний сектор, є мізерним. Незначними є також показники, що характеризують рівень фінансування підприємств за рахунок емісії облігацій (близько 0,23% від загальної суми капіталу підприємств у 2018 р.). Величина нових емісій є значно нижчою від обсягу погашених облігацій. Сума зареєстрованих упродовж досліджуваного періоду емісій корпоративних облігацій становить лише 33% від зобов'язань підприємств за банківськими кредитами. Реальна ж величина зобов'язань за облігаційними позиками, за нашими оцінками, становить 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.

Відтак, 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 не забезпечують належну якість нормативно-правового обслуговування функціонування ринку капіталів, незадовільний стан регулювання та нагляду за ринком. Фінансові посередники та інші професійні учасники ринку здебільшого не дотримуються 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, станом на 2016 р. показник індексу захисту прав власності (*the international property right index, IPRI*) для України становив лише 3,9 пунктів із десяти. У 2017 р. значення індексу стало ще гіршим (3,4 пункту). У 2018 р. значення індексу дещо підвищилося і сягнуло 4,28 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 (ОЕСД), Світового банку та Всесвітньої торгової організації. За цим показником у 2018 р. країна займала 110 місце із 127 країн, що були задіяні у рейтингуванні; у 2017 р. – 123 місце; у 2016 р. – 113 місце; в 2015 р. – 105 місце [331]. 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 належить до групи таких країн, як Албанія, Нікарагуа, Чад, Молдова та ряд інших найбільш 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 і потребує кардинального

реформування. Дослідження показують наявність тісного кореляційного зв'язку між індексом захисту прав власності та рівнем доходів у країні. Так, дохід на душу населення у країнах з найвищим індексом більш ніж у 20 разів перевищує рівень доходів у країнах-аутсайдерах. Зятковський І. В. обґрунтовано доводить, що один із шляхів вирішення проблеми захисту прав власності та активізації виходу суб'єктів господарювання на фондовий ринок лежить у напрямку створення комбінованих товариств – акціонерно-командитних товариств, акції котрих оберталися б на фондовому ринку [70]. Вважаємо, що така пропозиція є досить слушною, оскільки власники командитних товариств мають більший вплив на діяльність товариств та більш захищені від наслідків «принципал-агент» проблеми. У комплексі з іншими заходами її реалізація сприятиме більш активному виходу підприємств на публічні ринки.

Враховуючи вищевикладене, можна стверджувати, що питання розвитку ринку капіталів стосується не лише площини його регулювання, запуску сучасних фінансових інструментів, наявності фінансових ресурсів у інвесторів. Найбільший ризик, який не дозволяє відновити ефективний ринок, пов'язаний саме із захистом прав власності інвесторів та емітентів. Це створює сприятливі умови для маніпуляцій на ринку. Для вирішення цієї проблеми необхідно 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, у 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, започатковує інститут незалежних директорів, забороняє включення акцій публічного акціонерного товариства до біржового списку більше ніж однієї фондової біржі в Україні та ряд інших нововведень [151]. Водночас

невирішеним ще є питання визначення ринкової вартості цінних паперів корпоративних підприємств, котрі 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 оціночну діяльність є досить контроверсійним, оскільки зазначене законодавство містить суттєві прогалини і не дає відповіді на питання, як об'єктивно провести оцінку бізнесу.

Ще одна проблема, яку потрібно вирішити у контексті активізації ринку капіталів, пов'язана із діяльністю інституційних інвесторів, роль яких у глобальному вимірі суттєво зростає. За останнє десятиріччя величина контрольованих ними активів зросла у два з половиною рази. У середньому по країнах ЄС обсяг активів, що перебувають під управлінням інституційних інвесторів, становить близько 125% від ВВП. У США та Японії цей показник є ще вищим. Причому, як доводять Т. Казерер та Ш. Рапп, у континентальній Європі ключове місце серед інституційних інвесторів належить банкам та страховим компаніям [360].

В Україні, через нестачу інститутів спільного інвестування, недостатній рівень капіталізації банків та страхових компаній, законодавче лімітування їх вкладень у корпоративні цінні папери, високий рівень ризиковості фондового ринку як такого, зазначені фінансові установи не відіграють належної їм ролі на ринку корпоративних цінних паперів. Так, за інформацією НКЦПФР, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, за результатами аналізу звітності страхових компаній, обсяг акцій у структурі їх активів протягом 2015–2017 рр. суттєво знизився, що зумовлено, насамперед, виведенням з інвестиційних портфельів цінних паперів, які мали ознаки фіктивних. На фоні очищення інвестиційних портфельів мали місце також процеси виведення коштів за допомогою окремих інструментів фондового ринку, зокрема через акції корпоративних венчурних фондів [172].

У сукупності чинників, що не сприяють активній участі інституційних інвесторів у розвитку ринку, варто зазначити також ефект витіснення державними облігаціями корпоративних цінних паперів. Саме банки та страхові компанії є основними держателями ОВДП. Так, протягом 2016–2017 рр. більш ніж 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 необхідно підвищити статус корпоративних цінних паперів як інструменту забезпечення, а також пом'якшити вимоги щодо інвестування у 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. Подібні 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. У цілому ж, лише ринкові механізми за сучасного інституціонального середовища неспроможні створити привабливий інвестиційний клімат. Одним із напрямів активізації інвестиційних процесів має стати стимулювання розвитку інститутів спільного інвестування [174].

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 [80]. Для цього треба 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 необхідно запровадити реальні механізми компенсації втрат інвесторів у разі виникнення проблем у оферентів фінансових послуг. Зрозуміло, що 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. Майорова, першочерговим є не розмір заощаджень, а їх відповідність до наявних інструментів 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 [107]. 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 [63].

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, приміром, значною є частка заощаджень домогосподарств, яка інвестована в акції підприємств, що мають обіг на фондовому ринку. Так, в Німеччині ця частка становить 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 Кізіма Т. О., фінансова поведінка домогосподарства в Україні має ірраціональний характер. Відтак пріоритетами державної політики стимулювання ощадно-інвестиційної поведінки населення мають стати: підвищення рівня фінансової грамотності та популяризація ощадно-інвестиційної ідеології і культури, підвищення надійності систем захисту організованих заощаджень, розвиток фінансового посередництва та урізноманітнення фінансових інструментів [80]. З іншого боку, через відсутність усталеної практики корпоративного управління та необхідних знань, також самі підприємства – потенційні емітенти цінних паперів – не розглядають ринок капіталів в цілому 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 дуже 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 активізувати свої незначні за обсягами 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 схожими економічними умовами).

За відсутності критичної маси інвесторів та емітентів, значної волатильності вітчизняного фондового ринку за для забезпечення його ліквідності, 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 дев'яти зареєстрованих фондових бірж (2018 р.), на двох із них (ПФТС та Перспектива) було 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 [81]. 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. Станом на початок 2018 р. у реєстрі НКЦПФР залишилося 5 фондових бірж [172].

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 доцільно реформувати у напрямку їх уніфікацій з міжнародними тенденціями. Навіть найбільш економічно розвинені країни ЄС визнають доцільність поглиблення інтеграційних процесів на рівні ринків капіталів. Так, у даний час 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 проектів; диверсифікація джерел фінансування підприємств [321]. 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 необхідно 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 економіки (англосаксонська чи континентальна європейська). У ряді досліджень (Т. Бек, Р. Левін) показано, що обрана модель фінансування суттєво не впливає на темпи економічного зростання. Структура фінансової системи (співвідношення ринку капіталів та кредитного ринку) сигніфікантно не корелює з економічним зростанням країни. Водночас обсяги фінансового ринку, його ліквідність, процентні ставки та процентна маржа є релевантними для росту економіки [305]. На наш погляд, окремі сегменти фінансового ринку мають гармонійно доповнювати один одного. У процесі реалізації державної фінансової політики не варто ставити за мету запровадити ту чи іншу модель фінансування чи форсувати розвиток одного із сегментів фінансового ринку. Водночас недоцільно також створювати дискримінаційні умови для того чи іншого сегмента ринку.

Для формування однакових конкурентних умов для розвитку різних сегментів фінансового ринку рекомендовано брати до уваги 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, адекватними мають бути ризики здійснення операцій на згаданих сегментах фінансового ринку. У цьому контексті слід доцільно 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 відносять на витрати і тим самим знижуються податкові платежі. Для активізації ринку капіталів необхідно усунути дискримінаційні умови оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств. 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 [88].

Численні емпіричні дослідження з використанням даних різних країн доводять наявність кореляційного зв'язку між величиною інвестицій, розвитком економіки та розвиненістю фінансового сектору [345; 366]. Отже необхідно визначити причина кореляції. Очевидно, відбувається двосторонній вплив. Так, розвиток реального сектору економіки зумовлює попит на фінансові ресурси та на послуги фінансового сектору. Це сприяє поживленню на фінансовому ринку. За визначенням Й. Шумпетера, фінансування розвитку є головною функцією ринку капіталів. Розвиток його створює і від розвитку він живе [394].

Таким чином, можна припустити, що розвиток ринку капіталів безпосередньо залежить від попиту на відповідні інструменти з боку підприємств та інвесторів. Відтак, нерозвиненість відповідного локального ринку можна пояснити відсутністю попиту на відповідні фінансові ресурси. Однак неодноразовий вихід крупних українських підприємств з IPO або ж з борговими інструментами на західні фондові майданчики свідчить про наявність запиту на цивілізований ринок капіталів з боку емітентів. Один із прикладів: розміщення аграрною групою «Кернел» єврооблігацій на 500 млн доларів з прибутковістю 8,875% річних. Зазначені цінні папери, рейтинг яких (B+) був вищим за суверенний рейтинг України, включені до лістингу Ірландської фондової біржі. Статистика використання складних схем інвестування коштів у вітчизняну економіку через офшорні юрисдикції засвідчує наявність значного інвестиційного потенціалу у національного бізнесу. Щоправда, 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 треба вирішити цілий ряд інших проблем, пов'язаних зі «сплячими акціонерами», реалізацією переважних прав держателів акцій та облігацій, впровадженням принципів корпоративного управління, технічним забезпеченням обігу цінних паперів. Окрім цього, доцільно посилити повноваження регулятора цінних паперів щодо превентивного нагляду за діяльністю учасників ринку. Посилення регуляторного впливу та нагляду за діяльністю учасників ринку капіталів, разом з тим 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, доцільно 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 економічний розвиток. Власне 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 й 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 суттєво впливає макроекономічна стабільність в країні та загальний рівень кредитно-інвестиційних ризиків, зниження яких залежить від комплексу економічних та політичних реформ у країні.

## **5.2. 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 у тому, що з початку зародження вітчизняного ринку капіталів він перебував у стані перманентного реформування. Однак незавершеність реформ, їх суб'єктивне бачення окремими фахівцями від фондового ринку призвели до того, що рівень конкурентоспроможності ринку капіталів України є одним із найнижчих у світі. Більше того, спостерігається хронічна відмова функціонування ринкових механізмів. Новації у сфері регулювання вітчизняного фондового ринку слугували передовсім 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 досить витратними, а сама система не сприяла ефективній алокації капіталу.

Основна 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. Тому, має через відмову у функціонуванні окремих ринкових механізмів 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 Сороса, функціонують як «руйнівна залізобетонна груша», що може призвести до краху економік [401, с. 15]. З огляду на те, що рух капіталів не визнає національних кордонів, реформування вітчизняної системи регулювання ринку капіталів має здійснюватися з урахуванням таких стратегічних цілей:

– система регулювання ринку має бути не автономним локальним утворенням, а бути інтегрованою 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.

Через фактичну відсутність ринку капіталів Україні наразі не загрожують трагічні 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), який визначається Всесвітнім економічним форумом на 2016–2018 рр., за рівнем розвитку фінансового ринку в цілому і ринку капіталів зокрема, країна займала 118 місце із 140. Причому за якістю регулювання діяльності фондових бірж Україна з індексом 3,1 займала 90 місце, а за рівнем фінансування через локальний ринок капіталу – 92 (індекс 2,7). Проблемним аспектом у функціонуванні вітчизняного фінансового ринку є також рівень доступності венчурного капіталу. За цим критерієм наша країна посідала 112 місце (індекс 3,6).

У таблиці 5.3 наведена динаміка ключових індикаторів, що визначають якість та рівень конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів протягом 2010–2018 рр.

Як бачимо, якість регулювання фондових бірж, доступність фінансових послуг та фінансування підприємств через локальний ринок капіталу протягом аналізованого періоду завжди коливалися на гранично низьких рівнях. Відтак, якість регулювання ринку капіталів та його доступність в Україні знаходиться на рівні найвідсталіших африканських та латиноамериканських країн. Причому така ситуація є незмінною з моменту формального утворення вітчизняного ринку капіталів.

Таблиця 5.3

**Динаміка індикаторів міжнародної конкурентоспроможності ринку  
капіталів України, 2010–2018 рр.**

<b>Індикатори</b>	<b>2017/ 2018</b>	<b>2016/ 2017</b>	<b>2015/ 2016</b>	<b>2014/ 2015</b>	<b>2013/ 2014</b>	<b>2012/ 2013</b>	<b>2011/ 2012</b>	<b>2010/ 2011</b>
Розвиток фінансового ринку (Місце в загальному рейтингу/Індекс),	118/3,1	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/Індекс	92/2,7	114/2,7	118/2,6	108/2,7	127/2,4	129/2,3	123/2,4	120/2,3
Доступність фінансових послуг/Індекс	112/3,6	112/3,6	123/3,5	123/3,5	126/3,4	111/3,5	123/3,3	122/3,2
Регулювання фондових бірж/Індекс	90/3,1	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	140	137	140	144	148	144	142	139

*Джерело:* складено автором на основі: The Global Competitiveness Index 2010–2018 [414].

Як свідчать результати аналізу, наведені в таблиці 5.3, 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 й 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 [260].

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 належать Антимонопольний комітет, податкові органи, Національна комісія, 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 [192].

Для підвищення конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів рекомендовано 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,

доцільно 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, необхідно допрацювати прозорі, зрозумілі та однакові для всіх правила гри на ньому.

Через функціональну неспроможність системи регулювання ринок капіталів України розвивається за однією з найгірших моделей, характерних для країн, що розвиваються. У цьому контексті Т. Бек, Х. Казерер та Ш. 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 незначним [307].

Незадовільний стан системи регулювання ринку капіталу в Україні пояснюється комплексом чинників, які пов'язані з декларативним і неоднозначним законодавчим забезпеченням ринку, недоліками у діяльності державних 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 нестачею 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 у цілому, 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, завдяки жорсткому контролю. 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



становила близько 12 млрд грн (73% від обсягу ринку), а на неорганізованому – 311 млрд грн (62% ринку) [279].

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 наступні види контролю [149]:

- 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, органами контролю;

- 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 із підвищення довіри до вітчизняного ринку капіталів та його інформаційної ефективності. Протягом 2015–2018 рр. була проведена значна робота з очищення ринку від «сміттєвих» (токсичних) цінних паперів. Йдеться 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 в цілому. 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 [259].

У рамках очищення ринку регулятором зупинено обіг акцій більше 150 емітентів на загальну суму більше 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 84 справах. За результатами розгляду накладено фінансових санкцій на загальну суму 4,64 млн грн. Стосовно 8 торговців цінними паперами застосовані санкції у вигляді анулювання ліцензій [75]. 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. Йдеться насамперед про посилення фахових та етичних вимог до діяльності торговців.

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 [260]. у своєчасному виявленні фактів маніпулювання ринком непересічну роль відіграє неупереджена ідентифікація фіктивних цінних паперів. Позитивної оцінки, у цьому плані, заслуговує прийняте 17.07.2015 р. НКЦПРФ Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення їх до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності. Щоправда, рішення про державну реєстрацію Положення скасовано на підставі Наказу Міністерства юстиції від 05.09.2016 р. Це пояснюється суттєвим опором очищення ринку з боку окремих гравців ринку. Комісія на засіданні від 22.11.2016 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. Наявність

у емітента щонайменше трьох ознак фіктивності, може стати підставою для прийняття рішення про включення його до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності та зупинення обігу його цінних паперів. Вважаємо, що деякі з ознак, які є підставою для прийняття рішення про включення емітента до зазначеного списку, є досить дискусійними. Йдеться про більш ніж трьохкратне перевищення капіталізації емітента над розміром чистого доходу від реалізації продукції, а також про більш ніж трьохкратне перевищення капіталізації емітента над вартістю чистих активів такого емітента [155].

На наш погляд, у певні періоди діяльності підприємств обсяги їх чистого доходу можуть тимчасово зменшуватись. 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 бути вищий, ніж рівень чистих активів у разі наявності значних прихованих резервів (наприклад, недооцінені активи чи переоцінені пасиви). Те ж може відбуватися, коли ринок очікує на успішну реорганізацію чи санацію суб'єкта господарювання.

Окрім цього, час від часу підприємства можуть зазнавати кризи, для подолання якої може застосовуватися інструментарій антикризового менеджменту. Інформація про це може позитивно сприйматися ринком з одночасним рефлектуванням у ціні активу. Однак, такий розвиток подій 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, з різних причин, не завжди спроможні виявити зазначені маніпуляції. Саме тому НКЦПФР має мати право проводити вибірково 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.

Упродовж тривалого часу фондовий ринок України був монополізований діючими національними ФПГ та деякими іноземними ТНК і ФПГ, у першу чергу із РФ. 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 [90].

Таким чином, системою регулювання ринку капіталів в Україні не виконувалося одне із базових завдань, яке полягає у запобіганні монополізації ринку та створенні умов для розвитку добросовісної конкуренції між учасниками ринку. На відміну від нашої країни, увага регуляторних органів на розвинених ринках спрямована передовсім на недопущення монопольного впливу, забезпечення дотримання принципів корпоративного управління, прозорості та зменшення трансакційних витрат. Відтак, 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 відсутність 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 [417]. Без реформування законодавства у напрямку узгодження повноважень НКЦПФР з принципами регулювання ринку цінних паперів IOSCO Україна не зможе стати повноправною

членкинею 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:

- 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 і стандарти мають бути стратегічним орієнтиром та основою для удосконалення вітчизняних нормативно-правових актів, що регулюють ринок капіталів. Окрім цього, вони є інструментом інтегрування локальних ринків капіталів у європейські та світові ринки.

На сьогодні глобальний фінансовий ринок, і навіть ринок ЄС, є досить сильно фрагментованим, має різну локальну структуру. Це пов'язано з: 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 України від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР «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 [149]. Для досягнення цих стратегічних цілей доцільно здійснювати комплексні та узгоджені реформи за багатьма напрямками, зокрема:

– нормативно-правове забезпечення діяльності оферентів фінансових послуг необхідно привести у відповідність до директив ЄС, у тому числі 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. Рекомендовано налагодити процес оперативного адаптування вітчизняних нормативно-правових актів до нововведень на рівні ЄС;

– доцільно запровадити консолідований нагляд за діяльністю оферентів фінансових послуг на основі передового досвіду ЄС та з урахуванням діяльності Європейської служби банківського нагляду (ЕВА), 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 Нацкомфінпослуг та департаменту банківського нагляду НБУ). За мегарегулятором варто було б залишити лише контрольні-наглядові функції, що значною мірою підвищить ефективність нагляду за дотриманням законодавства учасниками ринку [260]. 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 вимоги щодо звітності, встановлені європейськими директивами та іншими нормативними актами, у чинні 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 [321].

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 і зіставлення даних;
- відстеження даних та скорочення часу для ухвалення рішень;
- підвищення ефективності та економічності регуляторного процесу [274].

Щоправда, плани стосовно запровадження на рівні ЄС електронного формату звітності XBRL неоднозначно сприймаються ринком. Так, експерти Німецького інституту акцій (DAI) критично оцінюють рекомендації ESMA, починаючи з 2020 року, 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 [354]. 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).

У процесі реформування системи регулювання ринку капіталів варто приділити належну увагу саморегульованим організаціям. Так, відповідно до принципу 9 IOSCO, у регуляторній системі можуть використовуватися саморегульовані 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 їм обов'язків [377]. Ключовими перевагами діяльності саморегульованих 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 саморегульованих 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 у цілому. Перезапуск ринку має передбачати також очищення ринкової інфраструктури від недобросовісних інституцій та посадових осіб. Водночас варто уникати економічно невиправданих критеріїв



щодо визначення фіктивності емітентів. Натомість доцільно надати право регулятору перевіряти достовірність звітності емітентів.

Суттєвою проблемою, яка збільшує накладні витрати на капітал, залучений на основі емісії цінних паперів, є високі витрати регулювання. Відтак, необхідність зниження зайвих регулятивних витрат для емітентів (полегшення процедур реєстрації емісій, скорочення тимчасового розриву між реєстрацією проспекту емісії паперів і початком їх вторинного обігу) має бути врахована у процесі реформування системи регулювання ринку капіталів [179]. На наш погляд, для зниження бюрократичних витрат, які пов'язані із залученням ресурсів на ринку капіталів, доцільно запровадити принцип «єдиного вікна» при реєстрації емісії цінних паперів. За цим принципом має забезпечуватися реалізація восьми етапів емісії цінних паперів, зокрема:

- подання до НКЦПФР заяви та всіх необхідних документів задля реєстрації випуску цінних паперів;
- реєстрація НКЦПФР випуску фінансових інструментів і видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію емісії;
- укладання з Центральним депозитарієм договору про обслуговування випусків цінних паперів;
- присвоєння фінансовим інструментам міжнародного ідентифікаційного номера;
- внесення до статуту корпоративного підприємства змін, які пов'язані зі збільшенням статутного капіталу компанії, з урахуванням результатів емісії цінних паперів;
- реєстрація змін до статуту корпоративного підприємства в державних органах влади;
- подання до НКЦПФР заяви та всіх необхідних документів для реєстрації звіту про результати емісії фінансових інструментів;
- реєстрація НКЦПФР звіту про результати емісії акцій чи облігацій і видача свідоцтва про реєстрацію випуску фінансових інструментів.

Реалізація принципу єдиного вікна у процесі емісії цінних паперів має забезпечувати координацію усіх державних органів та інституцій, залучених до реєстрації та контролю за емісією, а також подачу всіх документів у електронній формі. Поряд з функціями регулювання, контролю та реєстрації, державні інституції мають перш за все виконувати сервісну функцію стосовно емітентів та інвесторів. Це сприятиме економії часу та фінансових ресурсів, а також суттєво зменшить ризики корупції та зловживань у процесі емісії цінних паперів. Іншим напрямком зниження накладних витрат, пов'язаних з емісією, є застосування до частини із таких витрат принципу пропорційності до обсягів емісії та величини емітента.

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.

Окрім окреслених вище рекомендацій, реалізуючи заходи з удосконалення системи регулювання ринку капіталу, доцільно ураховувати часовий лаг з моменту здійснення відповідних реформ до пожвавлення ринку. З огляду на багаторічну втрату довіри до ринку, відповідний лаг буде досить тривалим; за нашими оцінками, він становитиме не менше трьох років за умови реального запровадження найкращої практики у системі регулювання ринку.

### 5.3. Удосконалення системи корпоративного управління підприємств у підвищенні дієздатності ринку капіталів

Дієздатність ринку капіталів забезпечується ефективністю виконання своїх функцій усіма його учасниками: інституціями, що формують інфраструктуру ринку, регулятором, інвесторами та емітентами. Ефективний ринок капіталу неможливий за відсутності інвестиційно привабливих активів. Поняття «інвестиційно-привабливий актив» включає в себе фінансові інструменти, емітентами яких є компанії з високим потенціалом доданої вартості та адекватними системами управління ризиками. Важливим чинником, що визначає інвестиційну привабливість емітента, є якісна система корпоративного управління. При цьому адекватні системи корпоративного управління мають бути запроваджені як на рівні підприємств-емітентів цінних паперів, так і на рівні професійних учасників ринку капіталів.

Останнім часом у світі значного поширення набули так звані кодекси корпоративного управління. Наприкінці 90-х років минулого століття у Великобританії набув чинності 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 [102, с. 20]. Глобальний вплив на процеси імплементації основних принципів корпоративного управління здійснив прийнятий у 2002 р. у США «Акт Сарбан-Окслей» (*SOX*), яким значно підвищуються вимоги до дієвості системи внутрішнього контролю в компаніях, цінні папери котрих є в обігу на фондовому ринку. Важливим орієнтиром для розробки національних стандартів (кодексів) корпоративного управління є Принципи корпоративного управління OECD CPG20/2015. Прийняття принципів корпоративного управління, різноманітних кодексів, законодавчих актів у відповідній сфері є спробою встановити загальноприйнятні, прозорі та зрозумілі в усьому світі «правила гри» на фінансовому ринку.

Відповідно до Закону України від 16 листопада 2017 року № 2210-VIII «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 (ПКУ), завдяки забезпеченню належної уваги до інтересів акціонерів, запровадженню правил ефективного менеджменту та належного контролю корпоративного управління є важливим чинником генерування вартості компанії [156]. Корпоративне управління як система, що регулює відносини між власниками (інвесторами) та керівництвом компаній, має вирішити такі групи проблем:

- підвищення рівня фінансової прозорості компаній;
- збалансування 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.

Принципи сфокусовані на п'яти ключових елементах, які упорядковують відносини між інвесторами (власниками підприємства), його менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин [156]. В додатку Т наведено огляд Принципів корпоративного управління (ПКУ) в Україні, визначено проблеми, які вони вирішують, та інструменти вирішення у розрізі основних складових ПКУ.

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 з боку пошуку інвесторів, так і з боку 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 у результаті поєднання цілого ряду факторів, зокрема 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. Емпіричні дані, а також численні дослідження доводять наявність кореляційного зв'язку між ефективністю системи корпоративного управління в корпорації та доступом до джерел фінансування, ціною залучення капіталу та інвестиційними ризиками [184; 410].

Відтак, здатність підприємства залучати капітал та ставку витрат на капітал можна віднести до найважливіших критеріїв ефективності корпоративного управління. Принципи корпоративного управління дають відповіді не тільки на питання, як мобілізувати капітал, але й яким чином здійснювати належний контроль за його ефективним використанням [156].

Як приклад ефективно розробленої системи корпоративного управління, 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» [84]. Результатом запровадження дієвої системи корпоративного управління стало не лише успішне розміщення цінних паперів компанії, а й низькі витрати на капітал. Якщо у 2006 р. купон за єврооблігаціями підприємства становив 10,25%, то у 2018 р. – 6,95. Тобто можна зробити висновок про залежність процентних ставок на капітал підприємств від рівня корпоративного управління. Причому ця залежність є

вищою, ніж вплив суверенного рейтингу країни на ставку витрат на капітал таких компаній. Підкреслимо, що цей висновок стосується лише крупних системних компаній, які виходять на міжнародні ринки капіталів.

Визначальним елементом стандартів корпоративного управління є забезпечення достатнього рівня транспарентності діяльності компаній. Так, 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 [156]. Серед вітчизняних експертів досить часто можна зустріти дещо викривлене трактування вимоги щодо забезпечення транспарентної діяльності емітентів цінних паперів. Вказується, зокрема, що недоліком IPO є часткова втрата підприємством свободи, контролю та закритості: у рамках публічного розміщення акцій АТ змушене детально висвітлювати всі основні аспекти своєї діяльності, всі зміни, при цьому інформація, яка раніше ретельно оберігалася (комерційні таємниці), стає доступною широкому колу користувачів, серед яких є не лише співробітники та клієнти, але й конкуренти [62]. У цьому контексті варто наголосити, що діючі Принципи корпоративного управління в Україні не передбачають розкриття інформації, що містить комерційну таємницю. Відповідно до п. 4 Принципів, інформаційна політика товариства спрямована на розкриття інформації шляхом її донесення до всіх зацікавлених осіб в обсязі, необхідному для прийняття зважених рішень. Інформаційну політику товариства доцільно визначати з урахуванням потреб товариства у захисті конфіденційної інформації та комерційної таємниці [156]. Відповідно до принципів регулювання ринків цінних паперів IOSCO, емітент має забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншої інформації, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами. Як справедливо зауважує Н. Рязанова, принципи корпоративного управління передбачають жорсткий режим розкриття інформації, що стимулює реальну прозорість та уможливорює ринковий

моніторинг корпорацій. Протилежністю цьому є слабка система розкриття інформації та непрозорість, які породжують неетичну поведінку на ринку і втрату довіри інвесторів [184].

Розкриття інформації про компанію є важливою передумовою довіри до неї з боку інвесторів і сприяє залученню капіталу. Саме тому, адресатами інформації є 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 потрібно 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 необхідної інформації має особливе значення задля підвищення ефективності рішень менеджменту у самій компанії, оскільки її повнота і достовірність надає можливість управлінському персоналу об'єктивно оцінити досягнення підприємства та розробити ефективну стратегію його подальшого розвитку.

Якісна система корпоративного управління дозволяє всім без винятку інвесторам бути впевненими, що їх корпоративні права не будуть розмиті, а менеджмент підприємства виважено використовує їхні інвестиції в фінансово-господарській діяльності і, у підсумку, 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) [377].

Важливим завданням системи корпоративного управління має бути захист міноритарних акціонерів. Йдеться про забезпечення їх участі в управлінні, доступ до інформації та отриманні прибутків. У цьому контексті у науково-практичних джерелах наводяться різні пропозиції. Ряд авторів, зокрема Рогов Г. К., наголошують на необхідності узгодження статусу дрібних власників простих акцій в АТ із концентрацією капіталу в руках акціонерів із (сукупною істотною участю на рівні, що перевищує 75%) де-юре до статусу власників привілейованих акцій. Обґрунтовуються схеми обміну простих акцій на привілейовані або ж обов'язкової виплати дрібним акціонерам дивідендів на встановленому в законодавчому порядку рівні, не проводячи обміну акцій [174]. На наш погляд, такого типу пропозиції є досить суперечливими як з технічної, так і з економічної точок зору. Це пояснюється тим, що привілейовані акції можуть мати різні преференції і слугують, перш за все, додатковим інструментом залучення коштів підприємствами у разі, якщо немає достатнього попиту на прості акції. Переведення частини раніше емітованих акцій у статус привілейованих суперечить, таким чином, сутності як привілейованих, так і простих акцій та може призвести до численних зловживань.

Вважаємо, що інтереси міноритарних акціонерів значною мірою захищені із запровадженням інструментарію сквіз-аут (*squeeze-out*). Ця процедура вводитьься Законом України від 23 березня 2017 року № 1983-VIII «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 чинні 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 зі схем рейдерського захоплення підприємств.



У цілому, позитивно оцінюючи зазначені нововведення, варто 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 і релевантності публічної звітності емітентів. Питання звітності до певної міри вирішується Законом України від 16 листопада 2017 року № 2210-VIII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів», за яким 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 з боку сторони емітента, від яких частин кодексу корпоративного управління він відхиляється і причини таких ухилянь;

- 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.

Треба визнати, що органи внутрішнього корпоративного контролю у більшості вітчизняних компаній переважно відіграють формальну функцію, а

аудиторські компанії не повною мірою 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 має глобальний характер. Однак, якщо в розвинутих економіках через усталені традиції та численні запобіжні механізми, розмитість міжнародних стандартів аудиту та оціночної 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 напрямі їх конкретизації. Окрім цього, для ефективної верифікації звітів про корпоративне управління доцільно розробити деталізовані методики.

У рамках проблематики корпоративного управління слушно розглядати також питання використання переважних прав власників на придбання цінних паперів нової емісії. Відповідно до засад використання переважних прав, кожен акціонер має право на придбання акцій нової емісії пропорційно до його частки у статутному капіталі підприємства. Згідно із законодавством, переважним правом акціонера визнається право акціонера – власника простих акцій – придбавати у процесі приватного розміщення товариством прості акції пропорційно до частки

належних йому простих акцій у загальній кількості емітованих простих акцій [163]. Дозволимо собі не погодитися із тезою Бабіченка В., 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» [23]. Підкреслимо, що переважне право є запобіжником для розмивання частки вартості окремих акціонерів та її знецінення. Завдяки реалізації переважних прав акціонери можуть покрити свої збитки від зниження ринкового курсу акцій у разі їх додаткової емісії та зменшення їх частки у статутному капіталі.

Незважаючи на серйозний прогрес у законодавчому регулюванні порядку реалізації переважних прав, важко погодитися з авторами, які вважають, що Законом про Акціонерні товариства достатньо повно урегульовано порядок використання переважних прав у разі додаткової емісії акцій [34]. До невирішених досі питань можна віднести відсутність деталізованого Порядку реалізації переважного права на придбання акцій додаткової емісії, який, відповідно до Закону, встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Зазначений порядок, окрім правових механізмів, має також включати фінансові аспекти використання переважних прав, зокрема алгоритм їх грошової оцінки, порядок продажу, торгівлі на ринку та способи компенсації тим акціонерам, які не скористалися переважними правами. Спірним є також положення Порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, відповідно до якого переважне право акціонерів на придбання акцій, що додатково розміщуються акціонерним товариством, діє лише в процесі приватного розміщення акцій [34]. Водночас Законом України від 17 верес. 2008 р. № 514-VI «Про акціонерні товариства» передбачено, що акціонер приватного та публічного товариства має переважне право на придбання акцій додаткової емісії [147].

Кількість прав на придбання цінних паперів нової емісії залежить від кількості акцій, які належать окремому акціонеру, та співвідношення, з яким робиться емісія ( $C$ ), що визначається шляхом ділення кількості цінних паперів, які були в обігу до нової емісії ( $K_0$ ), на кількість знову емітованих акцій ( $\Delta K$ ):

$$C = K_0 / \Delta K . \quad (5.1)$$

Це означає, що у разі, якщо співвідношення, з яким робиться емісія, становить 10 до 1, то на кожні 10 акцій можна придбати одну акцію по курсу емісії, скориставшись переважним правом. Враховуючи 5.1, алгоритм розрахунку грошової оцінки переважного права ( $PR$ ) набуває такого вигляду:

$$PR = \frac{P_0 - E_k}{C + 1} . \quad (5.2)$$

Вартість переважного права є тим вищою, чим більша різниця між актуальним ринковим курсом акцій у ( $P_0$ ) та курсом емісії нових акцій ( $E_k$ ). На розвинених ринках, одночасно з надходженням у продаж переважних прав, курс акцій зменшується на вартість зазначених прав. Таким чином, чим меншим буде курс емісії та більшим її обсяг, тим більшим буде «розмивання» ринкової вартості акцій, що наявні в обігу, тим більших збитків зазнають акціонери. З іншого боку, що вищим є курс емісії, тим складнішим буде розміщення акцій на ринку. Завданням інструментарію переважних прав є запобігання розмиванню ринкової вартості акцій, а також покриття збитків акціонерів, що можуть бути наслідком падіння курсу акцій.

Вартість, що визначена за формулою 5.2, є так званою розрахунковою (або теоретичною) вартістю. Однак для ринку важливою є справедлива (внутрішня) вартість фінансових інструментів, у тому числі переважних прав. Наукова проблема полягає у визначенні справедливої вартості переважного права ( $PR_m$ ) та ідентифікації факторів, що на неї впливають.

У науково-практичній літературі обґрунтовується підхід до оцінки справедливої вартості переважних прав на основі теорії опціонів Ф. Блека та М. Шоулза (Black/Scholes) [311]. З використанням опціонної моделі американський економіст К. Сміт розробив алгоритм оцінки вартості переважних прав, який враховує ефект розмивання вартості акцій. Відповідно до моделі Сміта, опціонна вартість переважного права (PR<sub>op</sub>) визначається за таким алгоритмом [399]:

$$PR_{op} = \frac{P_0 \cdot N(d_1) - e^{rn} \cdot E_k \cdot N(d_2)}{C+1}, \quad (5.3)$$

де:

$r$  – константа, безризикова ставка дохідності;

$n$  – залишковий період обігу переважних прав;

$\sigma$  – річна волатильність акцій;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_0}{E_k}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right) \cdot n}{\sigma \cdot \sqrt{n}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{n};$$

$N$  – функція розподілу за умови стандартного нормального розподілу;

$C$  – співвідношення з яким здійснюється емісія.

На прикладі німецького ринку капіталів Л. Крушвіц показав, що значення вартості переважних прав, які отримані з використанням традиційної формули (5.2) та опціонної моделі (5.3), в цілому є ідентичними [364]. Однак обидва алгоритми не враховують впливу на справедливу вартість переважних прав приросту потенційних грошових потоків, а також очікуваної дохідності капіталодавців, що відображається у ставці капіталізації. До того ж, використання опціонної моделі 5.3 для вітчизняних умов є надто сумнівним через перенавантаження моделі даними, що мають надходити з ефективного ринку капіталів, який в Україні відсутній.

Завдання визначення справедливої вартості переважних прав вирішимо на основі порівняння ринкової вартості підприємства до збільшення статутного капіталу та потенційної ринкової капіталізації після додаткової емісії акцій. За інших рівних умов, справедлива вартість переважного права має дорівнювати різниці, між курсом акцій перед додатковою емісією ( $P_0$ ) та курсом акцій, який стане після здійснення розміщення ( $P_n$ ).

Для розрахунку ринкової вартості компанії та ціни акцій використовується цілий ряд підходів. Одні з них ґрунтуються на дисконтуванні очікуваних дивідендів або прибутку, інші – передбачають дисконтування грошового потоку, що генерується компанією у результаті операційної та інвестиційної діяльності. Пряма капіталізація грошових потоків, на які можуть розраховувати власники підприємства, передбачена методом FtE (*flow to equity*). Відповідно до цього підходу, вартість підприємства (EV) визначається шляхом капіталізації грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності, скоригованих на рух коштів, пов'язаний із залученням та погашенням позиченого капіталу. Як ставка капіталізації при цьому використовується ставка витрат на власний капітал ( $r_e$ ), що визначається здебільшого за моделлю CAPM. Для побудови моделі розрахунку справедливої вартості переважних прав дещо видозмінимо метод FtE з метою урахування усіх грошових потоків, що мають інвестиційну природу та безпосередньо впливають на вартість компанії. Для цього введемо параметр FtV (*flow to value*), який характеризує усі вартість-формуючі грошові потоки компанії, зокрема чисті грошові потоки, які генеруються компанією як такою, а також чистий грошовий потік, що є результатом збільшення та (або) зменшення статутного капіталу. Йдеться про грошові потоки після оподаткування, однак до сплати дивідендів.

З урахуванням окресленої аргументації, вартість підприємства ( $EV_0$ ) перед додатковим розміщенням акцій за умови прогнозу стабільних вартість-формуючих грошових потоків ( $FtV_0$ ) дорівнюватиме капіталізації грошових потоків із застосуванням ставки капіталізації ( $r_e$ ):

$$EV_0 = \frac{FtE_0}{re} = P_0 \cdot K_0 . \quad (5.4)$$

Вартість компанії після додаткової емісії ( $EV_n$ ) дорівнюватиме капіталізації грошових потоків компанії після розміщення акцій. Зазначені грошові потоки складатимуться із грошових потоків, які генерувала компанія до збільшення статутного капіталу, коштів, залучених у результаті емісії ( $\Delta K \cdot E_k$ ), та очікуваного приросту грошових потоків після розміщення акцій ( $\Delta FtV$ ):

$$EV_n = \frac{FtV_0 + \Delta FtV}{re} + \Delta K \cdot E_k = P_0 \cdot K_0 + \frac{\Delta FtV}{re} + \Delta K \cdot E_k . \quad (5.5)$$

Враховуючи вирази 5.4 та 5.5, потенційний ринковий курс акцій ( $P_n$ ) можна розрахувати за наступним алгоритмом:

$$P_n = \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{FtV_0}{re \cdot K_0} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \frac{FtV_0 \cdot \Delta K}{re \cdot K_0 \cdot (K_0 + \Delta K)} . \quad (5.6)$$

Курс акцій до збільшення статутного капіталу описується виразом:

$$P_0 = \frac{FtV_0}{re \cdot K_0} . \quad (5.7)$$

Таким чином, справедлива вартість переважного права ( $PR_f$ ) описується таким виразом:

$$PR_f = P_n - P_0 = \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \frac{FtV_0 \cdot \Delta K}{re \cdot K_0 \cdot (K_0 + \Delta K)} , \quad (5.8)$$

або

$$PR_f = \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K} . \quad (5.9)$$

З виразу 5.8 робимо висновок, що на справедливу вартість переважних прав впливають такі фактори: сума приросту грошових потоків компанії, що є результатом додаткової емісії акцій, ринкова вартість акцій до збільшення, ставка капіталізації та кількість додатково емітованих акцій. Причому вартість переважних прав зменшується зі зростанням курсу емісії та приростом грошових потоків за результатами емісії акцій та збільшується зі збільшенням кількості знову випущених акцій, які розмивають початкову ринкову вартість. Справедливу вартість переважних прав, на наш погляд, доцільно наводити з від'ємним знаком, оскільки вона характеризує комплекс чинників, які зменшують ринкову вартість акцій.

Для апробації моделі розрахунку справедливої вартості переважних прав розглянемо приклад додаткової емісії акцій, що здійснюється публічним акціонерним товариством. Нехай ринкова капіталізація підприємства становить 2,5 млрд грн, їй відповідає річний грошовий потік у 500 млн грн та очікувана дохідність інвесторів 20%. Оскільки в обігу перебуває 1 млн акцій (номінал 1000 грн), ринковий курс однієї акції становить 2500 грн. Для залучення фінансових ресурсів акціонерне товариство планує здійснити додаткову емісію акцій у співвідношенні 5 до 1, тобто на кожні п'ять акцій емітується одна нова за курсом емісії 2000 грн. У разі, якщо додаткова емісія не спрямована на реалізацію інвестиційних проектів, які генеруватимуть додаткові грошові потоки ( $\Delta FtV = 0$ ), то результати розрахунку вартості переважного права з використанням моделей 5.2 та 5.8 будуть ідентичними. Вартість переважного права становитиме 83,33 грн. Відповідні розрахунки наведені в додатку У. Справедлива вартість переважного права буде наближатися до нуля, якщо курс емісії прямуватиме до ринкового курсу або (та) підприємство генеруватиме вартісно-формулюючий грошовий потік, який дозволить ринковій ціні нових акцій досягти (та перевищити) курс, який утримувався до нової емісії. Таким чином, має виконуватися нерівність:

$$\frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} \geq \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K} - \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} = \frac{P_0 - E_k}{C + 1} \quad (5.10)$$



З нерівності 5.10 випливає:

$$\Delta FtV \geq r_e \cdot \Delta K \cdot (P_0 - E_k) . \quad (5.11)$$

Нерівність 5.11 характеризує мінімальну величину додаткового грошового потоку, який має генерувати компанія, що здійснює додаткову емісію акцій для збереження ринкового курсу, що був до збільшення статутного капіталу. У нашому прикладі величина додаткових вартісно-формуєчих грошових потоків становить 80 млн грн. Це означає, що 400 млн грн, які підприємство має залучити у результаті додаткової емісії акцій, мають бути спрямовані на реалізацію інвестиційного проекту, котрий би генерував щонайменше 20 млн грн. Детальні розрахунки наведені у додатку У.

Як бачимо, ринкова ціна акцій є результатом впливу комплексу кількісних та якісних чинників, через дію яких вплив ціни переважних прав на ринковий курс може бути нівельований. Ключовим фактором невизначеності є величина приросту грошових потоків ( $\Delta K \cdot E_k + FtV$ ), які можуть виникнути в компанії у результаті розміщення додаткових акцій. Ці грошові потоки складаються із двох частин:

1) грошові потоки, що безпосередньо залучаються компанією у результаті додаткового розміщення акцій. Вони залежать від курсу емісії та кількості емітованих акцій. Перший чинник позитивно впливає на вартість, а другий (приріст акцій) у розрахунку на одну акцію має вартісно-руйнівний ефект;

2) прогнозний приріст грошових потоків, який є результатом освоєння додатково залучених коштів. Йдеться про зростання чистих грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності.

Якщо величина першої складової додаткових грошових потоків є визначеною і залежить від рішення акціонерів щодо курсу емісії та кількості емітованих акцій, то друга складова є невизначеною змінною. Саме вона зумовлює відхилення внутрішньої справедливої вартості переважних прав від їх розрахункової вартості.

У дисертаційній роботі ми використовуємо термін «внутрішня справедлива вартість», яка визначається на основі аналізу ситуації та прогнозів, що реалізуються всередині підприємства, тобто ґрунтується на внутрішніх фундаментальних факторах вартості. Однак необхідно враховувати, що на ринку капіталів діє закон попиту та пропозиції на всі фінансові інструменти, у тому числі на переважні права.

У разі, якщо ринок очікує реалізацію підприємством ефективних інвестиційних проектів, які обіцяють підвищити ринкову вартість акцій, то під дією цього чинника вартість переважного права може зростати, незважаючи на ту обставину, що його справедлива вартість прямуватиме до нуля. Навпаки, якщо ж у емітента невизначені прогнози щодо генерування додаткових грошових потоків, то, незважаючи на високу справедливу вартість переважних прав, їх ринкова ціна може прямувати до нуля. Відповідно до результатів емпіричних досліджень з використанням американського ринку капіталів (Вае S. С., Леву Н.), переважні права торгуються на ринку здебільшого зі значною знижкою до розрахункової справедливої вартості. Причому величина знижки зростає в середньому з 9 до 16 відсотків до моменту закінчення торгів ними [299].

У проведеному дослідженні враховувалися лише фактори, пов'язані з величиною вартісно-формуєчих грошових потоків, які підприємство може залучити та генерувати. Однак, окрім цього фактора, на вартість переважного права та на ринковий курс акцій впливає також ставка капіталізації. У разі, якщо в період до та після емісії акцій зазначена ставка залишається незмінною, то алгоритми 5.2, 5.10 та 5.11 є дійсними. У разі, якщо додаткова емісія призводить до зміни ставки капіталізації через збільшення чи зменшення рівня ризиковості вкладень у підприємство, то відповідні алгоритми доцільно адаптувати до фактору різних процентних ставок.

Відповідно до законодавчих актів багатьох економічно розвинених країн, акціонери можуть скористатися своїм переважним правом, продати його або ж просто проігнорувати [296]. Законом 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. Причому уступка зазначеного переважного права іншим особам не допускається [147]. До ключових недоліків нормативно-правового регулювання використання переважних прав відносимо відсутність порядку оцінювання вартості переважних прав, а також заборону на їх реалізацію третім особам. На наш погляд, цілком логічно, щоб у процесі реформування законодавства про акціонерні товариства в Україні була передбачена норма щодо можливості 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.

Законодавча прогалина має місце також у питанні оподаткування переважних прав. Питання полягає у тому, чи відносити реалізацію переважних прав до спекулятивних операцій, чи ні. Наприклад, відповідно до австрійського законодавства, якщо переважні права реалізовані протягом року з моменту їх придбання, то відповідну операцію треба відносити до спекулятивної з відповідним оподаткуванням. Причому часом придбання переважних прав вважається період, коли акціонер придбав акції. У контексті оподаткування квазідоходів, які можуть утворитися у разі надання акціонерам переважних прав зазначимо таке. Переважне право має свою грошову оцінку, однак його не варто трактувати як «подарунок» підприємства акціонерам чи окремими додатковими доходами акціонерів. За своїм змістом переважні права є гарантованим законодавством інструментом покриття прямих та непрямих збитків, які акціонери можуть отримати у разі додаткової емісії акцій та збільшення статутного капіталу. Йдеться, насамперед, про збитки від розмивання частки у статутному капіталі та від зменшення ринкової вартості акцій. Таким чином, у результаті реалізації переважних прав акціонери не отримують реальних

додаткових доходів та приросту своїх активів. Якщо так, то не виникає додаткового об'єкта оподаткування. Отже, «ілюзорні доходи», які отримують акціонери у результаті використання своїх переважних прав, не мають підлягати оподаткуванню жодним із податків (чи то податком на прибуток підприємств, чи податком на доходи фізичних осіб).

Порядок урахування та використання переважних прав акціонерів безпосередньо стосується виконання першої та другої складової принципів корпоративного управління. Відтак, практична імплементація обґрунтованих вище пропозицій щодо способів реалізації переважних прав акціонерів на придбання цінних паперів додаткової емісії дозволить суттєво підвищити якість корпоративного управління в цілому.

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 [102, с. 20]. Не потребує доведення той факт, що наявність достовірної і вичерпної інформації про корпоративне підприємство є необхідною умовою задля здійснення акціонерами і реальними інвесторами об'єктивної оцінки фінансового стану компанії, а також для прийняття виважених та раціональних рішень з питань придбання або продажу цінних паперів.

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 транспарентності на ринках, інформаційної відкритості емітентів та «електроніфікації» інструментів ринку капіталів. На наш

погляд, 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 транспарентної діяльності, оскільки роль фінансових посередників зводиться значною мірою 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 доцільно здійснювати також капіталовкладення в персонал, який має реалізовувати інформаційно-комунікаційну політику. Більшість підприємств, цінні папери яких передбачають в обігу на фондовому ринку, мають у своїй структурі підрозділи, що займаються так званим інвестор-рілейшнз, тобто виконують роботу щодо реалізації заходів з інвестиційно-комунікаційної політики.

Серед найбільш ефективних інструментів та прийомів інвестор-рілейшнз виділимо внутрішнє та зовнішнє рейтингування, публікацію корпоративних звітів, оприлюднення інформації про діяльність компанії на власному інтернет-сайті, презентації різноманітних інвестиційних проєктів, складання звітів про вартість підприємства та про систему ризик-менеджменту. Метою інвестор-рілейшнз 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. У рамках реалізації інформаційно-комунікаційної функції корпоративних фінансів на підприємствах мають бути розроблені засади інформаційно-комунікаційної політики, де

необхідно чітко визначити цільову групу шехолдерів та стейкхолдерів, їх структуру, інформаційні потреби та канали комунікації з ними.

Важливим для організації ефективного корпоративного управління є забезпечення прозорості відповідно до інформаційних потреб учасників ринку капіталів. Іншими словами, не варто оприлюднювати технічні деталі інвестиційних проектів, 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, контролем за діяльністю менеджменту та забезпеченням «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 [73]. Надмірне регулювання та контроль корпоративних відносин своїм наслідком має підвищення рівня постійних витрат (порушення принципу економічності) та зниження прибутків через уникнення ризиків. Таким чином, необхідно 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.

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 (KPI). Такі критерії мають не лише чітко оцінювати інтенсивність та якість трудового внеску керівництва, а й подавати чіткі сигнали ринку капіталів щодо потенціалу прибутковості та ризику компанії. Цій проблематиці присвячені численні дискусії у сучасній економічній науці [314]. 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,  $\Delta$ 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 віднайти як позитиви, так і недоліки, 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 на основі 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), 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 залежність систем оцінки та винагороди менеджменту від показників рентабельності інвестицій у підприємство, який відображається в актуальній ринковій ціні корпоративних прав. Згідно з цим підходом, керівництво буде ефективним лише у разі, якщо рентабельність підприємства відповідатиме ринковим очікуванням або перевищить їх. На противагу вищесказаному 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.

На наш погляд, критерієм ефективності діяльності виконавчих органів підприємства є рівень досягнення цільових орієнтирів інвесторів щодо максимізації ринкової вартості корпоративних прав. У публічних компаній це відображається у сплаті дивідендів власникам та в зростанні курсу корпоративних прав підприємства. Однак, поряд із фундаментальними чинниками, на ринкову вартість цінних паперів впливають поведінкові фактори, що зумовлені квазіраціональною поведінкою учасників ринку. З огляду на біхевіористичну складову ціноутворення на фондовому ринку, за критерій ефективності рекомендується приймати показники, що характеризують фундаментальні чинники генерування ринкової вартості, зокрема абсолютні та відносні вартісно-орієнтовані індикатори. За такого підходу фінансові рішення підпорядковані головній меті діяльності – забезпечення інтересів інвесторів. Таким чином, поряд



із забезпеченням прав інвесторів та інших стейкхолдерів, інформаційно-комунікаційними питаннями, корпоративне управління має передбачати ефективні системи контролю менеджменту на предмет реалізації стратегічних цілей та максимізації вартісних показників.

Логіка нашого дослідження підводить до висновку, що підвищення ефективності корпоративного управління, зокрема на основі впровадження інноваційних інструментів інформаційно-комунікаційної політики та вартісно-орієнтованих критеріїв оцінювання ефективності діяльності виконавчих органів 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, імплементації інтегрованих систем та процесів для забезпечення зростаючих у всьому світі вимог до транспарентності та стандартизації звітності. У цілому, це сприятиме активізації ринку капіталів та підвищенню його ролі у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств.

## **Висновки до розділу 5**

Перезапуск ринку капіталів в Україні має здійснюватися для вирішення єдиного важливого завдання: ринок має слугувати інструментом залучення коштів для фінансування корпоративного сектору економіки. Всі інші цільові орієнтири є допоміжними щодо цього завдання. Однак санацію ринку капіталів неможливо здійснити без урахування реальної макроекономічної ситуації, 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 запровадженням реальної, а не фіктивної публічності на рівні підприємств-емітентів. Для цього необхідно імплементувати визнані у світі стандарти корпоративного управління. Дослідження напрямів 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 імплементации положень, що містяться у відповідних Директивах ЄС. Цивілізовані правила гри на ринку капіталів передбачають наявність ефективних механізмів захисту прав власності всіх учасників ринку, зменшення накладних витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку. З цією метою рекомендовано 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 несумісним з тіньовою економікою. Відтак, заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів і навпаки.

2. Для активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств потрібно 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. Окрім цього, варто стимулювати розвиток регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн з схожими 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 необхідно забезпечити уніфікацію 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 у цілому, а також запровадження прозорих, зрозумілих та однакових для всіх правил гри на ринку капіталів. Стратегічною 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 доцільно реалізувати заходи з підвищення рівня довіри до ринку.

4. До пріоритетних завдань, які слід вирішити для формування ефективного ринку капіталів, належать: запуск повноцінної діяльності регулятора (НКЦПФР), що передбачає узгодження його компетенцій із принципами 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 oferentів 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. Із підвищенням якості корпоративного управління, зростанням інформаційної відкритості компаній будуть зменшуватися інформаційні ризики, що сприятиме зближенню покупців та продавців на фінансовому ринку. Як результат, зменшуватимуться накладні витрати обох сторін, а витрати на капітал зменшуватимуться за рахунок зниження доходів різних фінансових посередників та консультантів. З іншого боку, необхідно забезпечити баланс між накладними витратами на підвищення ефективності корпоративного управління та ефектом зниження витрат на капітал, що може бути результатом запровадження якісного корпоративного управління.

7. Принципами корпоративного управління передбачено необхідність забезпечення рівного переважного права всіх акціонерів на придбання додатково випущених акцій. Зазначене право є важливою складовою механізму захисту прав дрібних акціонерів. З метою створення умов для практичної імплементації переважних прав обґрунтована модель розрахунку внутрішньої справедливої вартості переважних прав з урахуванням таких факторів: ринковий курс акцій перед додатковою емісією, курс емісії, співвідношення, з яким здійснюється емісія, та додаткові грошові потоки, які генеруватиме компанія за результатами емісії. Визначено алгоритм розрахунку мінімального обсягу додаткових грошових потоків, які має генерувати компанія для підтримання курсу акцій на стабільному рівні. Для компенсації акціонерам збитків, пов'язаних із додатковою емісією акцій, обґрунтована необхідність дозволу на торгівлю переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав.

Основні результати дисертаційного дослідження, що відображені у розділі, опубліковані у наукових працях автора [195; 197; 198; 201; 208; 211; 212; 214; 219; 221; 222; 223; 224; 225; 229; 230; 232; 236; 237; 238; 240; 244; 250; 404; 405; 407].

## ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення важливої науково-практичної проблеми, пов'язаної з посиленням вагомості ринку капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств. За результатами дослідження сформульовано такі теоретичні, методологічні та прикладні висновки і пропозиції, спрямовані на досягнення мети та завдань дослідження.

1. В умовах глобалізації економічних процесів, прогресу інформаційно-комунікаційної економіки зростає інтерес до дослідження ринків капіталів у фінансовому забезпеченні сучасного підприємства. З'ясовано економічну природу ринку капіталів та визначено його роль у розвитку корпоративних фінансів. Причинно-наслідкові зв'язки корпоративних фінансів і ринку капіталів простежуються у площині руху капіталу та фінансових відносин, що виникають у процесі його мобілізації й освоєння. Обґрунтовано, що корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі діяльності всіх типів корпоративних підприємств, у тому числі великих транснаціональних корпорацій, заснованих у формі публічних акціонерних товариств, а також невеликих за обсягами товариств, що діють на локальному рівні. Ринок капіталів позиціоновано як складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, що залучається на основі емісії фінансових інструментів. Акцентовано на тому, що інститути ринку капіталів обслуговують емітентів цінних паперів, зокрема корпоративний сектор, та інвесторів з метою забезпечення узгодження попиту і пропозиції на довгостроковий капітал. Доведено, що до цього сегмента належить ринок акцій та довгострокових боргових інструментів ринку цінних паперів.

2. За результатами дослідження еволюції теоретичних концепцій у сфері фінансового забезпечення ідентифіковано зміни в основних критеріях оптимуму структури капіталу, що передбачені різними теоретичними постулатами. Такими критеріями визначено: середньозважені витрати на

капітал, рентабельність власного капіталу, мінімізація накладних витрат, пов'язаних із залученням коштів, агентські витрати, пов'язані із залученням боргового та власного капіталів, рівень оптимізму та самодостатності менеджменту. Узагальнення можливих оптимумів сприятиме розвитку методологічної компоненти рішень щодо фінансового забезпечення підприємств. Наголошено, що в результаті еволюції теорії та практики ринку капіталів і корпоративних фінансів відбулася трансформація функцій обох категорій. Серед новітніх функцій виокремлено функцію управління поведінкою учасників фінансових відносин, інформаційно-комунікаційну та вартісно-формуючу функції.

3. Функціонування ринку капіталів досліджено крізь призму базового теоретичного постулату – необхідності забезпечення інформаційної ефективності. Обґрунтовано, що в умовах нерозвиненого ринку капіталів найбільш адекватними методологічними прийомами зменшення інформаційної асиметрії на ринку капіталів є рейтингування (внутрішнє та зовнішнє), дью-ділідженс та заходи з інвестор-релейшнз, що забезпечуються фінансовим контролінгом. Дью-ділідженс-репорт та рейтингові оцінки є інструментами подання інформаційних сигналів щодо здатності підприємства генерувати вартість, з одного боку, та виконувати свої зобов'язання – з іншого. Відповідно експертів рейтингових агенцій і дью-ділідженс-аналітиків пропоновано вважати інформаційними посередниками між учасниками ринку.

4. Методологічний каркас прийняття рішень щодо фінансового забезпечення корпоративних підприємств передбачають необхідність застосування базової моделі прийняття фінансових рішень (зокрема, цільової функції та поля рішень), алгоритму розрахунку результуючого показника й індикаторів стану зовнішнього середовища. З огляду на те, що основним критерієм прийняття фінансових рішень сучасними корпораціями та їх шехолдерами є орієнтація на максимізацію вартості, розвиток методологічної компоненти рішень щодо залучення ресурсів на ринку капіталів здійснено в контексті реалізації вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів.

Подано вартісно-орієнтовану ієрархію фінансових показників, що полегшує управління поведінкою агентів, планування, аналіз і контроль чинників, що впливають на вартість.

5. У процесі дослідження доведено, що основною детермінантою прийняття рішень щодо фінансового забезпечення та критерієм прийняття фінансових рішень як на рівні капіталодавців, так і підприємств як об'єктів вкладень, є ставка витрат на капітал, що формує його ціну. Вона відповідає очікуваній капіталодавцями дохідності вкладень в актив з урахуванням комплексу чинників, які є узагальненим відображенням макроекономічних, операційних і фінансових ризиків вкладень у конкретне підприємство. Залежно від інструменту залучення коштів критерієм прийняття рішень рекомендовано вважати середньозважену ставку, ставку витрат на власний (інвестований) капітал та ставку витрат на борговий капітал.

6. Важливою методологічною компонентою, яка визначає фінансові рішення на ринку капіталів, є кредитно-інвестиційні рейтинги країни та емітентів цінних паперів. Аргументовано, що суверенні рейтинги (через величину премії за ризик вкладень у країну) впливають на рівень локальних процентних ставок, визначаючи витрати на капітал для корпоративного сектору. Низькі рейтинги країни та високі премії за ризики, що очікуються капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу з реального сектору економіки у спекулятивний, що є чинником фінансової кризи в країні. Наявність рейтингу в емітента цінних паперів безпосередньо впливає на можливості залучення фінансових ресурсів підприємства та їх ціну. За відсутності рейтингу зростають ризики, що відображається у підвищенні ціни капіталу та заниженні курсу цінних паперів. З метою розвитку концепції «принципал-агент» обґрунтовано, що експерти рейтингових агенцій завдяки аналізу й оцінюванню публічної та певної інсайдерської інформації відіграють важливу роль у зниженні інформаційних ризиків на ринку капіталів.

7. Визначено, що суверенний рейтинг країни є основним каналом впливу макроекономічних факторів на процеси прийняття рішень щодо фінансування

корпоративного сектору. Рейтинг країни визначає рівень локальних процентних ставок, а отже, витрати на капітал для корпоративного сектору. Окрім цього, низькі рейтинги країни та висока премія за ризики, що очікується капіталодавцями, зумовлюють витіснення капіталу з реального сектору економіки у спекулятивний. Рейтинги формуються як на основі чинників, які не підконтрольні суверенному уряду країни (високий рівень боргового навантаження, що сформувався за діяльності попередніх урядів, зовнішні військові загрози, закриття ринків з боку окремих країн), так і тих, 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 рекомендовано сконцентрувати реформи, які сприятимуть покращенню суверенних рейтингів країни.

8. Проведена оцінка стану ринку капіталів України з метою визначення його відповідності критеріям ефективності засвідчило, що через ігнорування зазначених критеріїв у країні маємо класичний випадок відмови функціонування ринку (*market failure*) капіталів. Логічним теоретичним поясненням цього є повна інформаційна неефективність ринку, численні факти маніпулювання ринком, квазіраціональна поведінка учасників 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 функціонування його учасників, так і про неефективну діяльність регулятора ринку. Як підсумок, на ринку відсутні значущі інвестори та емітенти, а сам ринок є формальним утворенням, яке не виконує функції, властиві ринку капіталів. Заходи НКЦПФР щодо очищення ринку від недобросовісних учасників та фіктивних активів можна зарахувати до позитивних сигналів, що надходять із ринку, однак такі сигнали мають бути довготривалими.

9. Дослідження специфічних особливостей вітчизняного ринку капіталів підтвердило, що його вплив на алокацію ресурсів у корпоративному секторі є



незначним через невелику кількість емітентів цінних паперів, низьку ліквідність і капіталізацію фондового ринку. Низька частка корпоративних цінних паперів на ринку капіталів України є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту з боку інвесторів і 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 державні облігації 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 доцільно суттєво зменшити дохідність державних цінних паперів. У цьому разі інвестори матимуть стимули вкладати кошти у більш ризикові, однак більш дохідні корпоративні цінні папери.

10. Проведений компаративний аналіз ринку капіталів і окремих його сегментів у національному та глобальному вимірах підтвердив, що низький рівень глобальної конкурентоспроможності України значною мірою є наслідком недорозвиненості фінансового ринку. Основні індикатори розвитку вітчизняного ринку (надійність банківської системи, стан регулювання фондового ринку, доступність фінансових послуг та можливість залучення ресурсів через локальний ринок капіталів) є гіршими, ніж в інших країнах аналізованого сегмента. Виявлені вузькі місця у розвитку вітчизняного ринку капіталів слугує відправною точкою для вироблення рекомендацій щодо їх локалізації для підвищення рівня конкурентоспроможності ринку.

11. 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. Чинниками, які стримують вітчизняні підприємства здійснювати розміщення цінних паперів, є такі: неповне розуміння власниками та керівництвом підприємства привабливості цього інструменту залучення коштів, складність, витратність, довготривалість і високий рівень ризиковості процесу IPO.

12. Оцінювання рівня використання вітчизняними підприємствами інструментарію ринку капіталів засвідчило, що ринок сформовано переважно «квазіпублічними» компаніями, які не мають мети відповідати критеріям, необхідним для допуску до лістингу, та не прагнуть залучати кошти на публічних ринках. Публічне розміщення акцій, за якісного його здійснення, є вигідним як для емітента, так і для його власників та потенційних інвесторів. Для власників (інвесторів) пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства та максимізація власної цільової функції. Переваги первинного публічного розміщення як інструменту досягнення стратегічних цілей підприємств підтверджується циклічним збільшенням масштабів відповідних операцій на міжнародних ринках. Відповідно, інструментарій публічного розміщення цінних паперів є перспективним для великих вітчизняних підприємств.

13. Проведене дослідження ринку корпоративних облігацій засвідчило недостатню його роль у залученні ресурсів корпоративними підприємствами. З огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростання у міжнародних інвесторів «апетитів до ризику» перспективним інструментом залучення коштів українськими підприємствами визнано корпоративні єврооблігації. Аргументовано, що технології зниження витрат корпоративних підприємств на капітал безпосередньо залежать від детермінант премії за ризик вкладень у фінансові інструменти. Через низькі суверенні рейтинги України кредитні рейтинги облігацій усіх вітчизняних емітентів мають спекулятивний рівень. З огляду на це їх зараховують до категорії високоризикових, а

відповідно і високодохідних (*high yield*) бондів, які також позиціонують як «сміттєві». Встановлено, що характерною особливістю формування премії за ризик вкладень в облігації на ринках, що розвиваються, є те, що найбільший вплив на величину премії у таких країнах має фактор ліквідності ринку загалом та конкретних цінних паперів зокрема. Другим за значущістю фактором впливу на премію за ризик є ризик зміни процентних ставок. Ризик дефолту емітентів у таких країнах також доволі високий, однак компонента кредитоспроможності є менш значущим фактором у сукупності систематичних ризиків.

14. У дослідженні систематизовано процедури публічного розміщення цінних паперів. Обґрунтовано, що для координації, інформаційного забезпечення та планування заходів у межах первинного розміщення корпоративних прав доцільним є запровадження комплексу заходів із контролінгу IPO. Для оптимізації процедури публічного розміщення акцій, що сприятиме прискоренню процесу розміщення, зменшенню витрат і можливих ризиків, доцільним є залучення як організатора IPO-андеррайтера. Для підтримки прийняття рішень щодо інвестування коштів у корпоративні права підприємств, зменшення ризиків операцій типу M&A та мінімізації інформаційної асиметрії необхідним є широке запровадження дью-ділідженс-процедури.

15. Доведено наявність взаємозв'язку між проблемами економічного розвитку країни та рівнем розвитку локального ринку капіталів. Необхідною умовою перезапуску останнього є вирішення спектра завдань, пов'язаних із макроекономічною стабілізацією країни, зниженням інвестиційних ризиків і реформуванням законодавства у напрямку його уніфікації з міжнародними нормами та стандартами. Цивілізовані правила гри на ринку капіталів передбачають наявність ефективних механізмів захисту прав власності всіх його учасників, зменшення накладних витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку, підвищення прозорості функціонування фондових бірж, андеррайтерів, інвесторів та емітентів. Ефективний ринок капіталів є

несумісний з тіньовою економікою. Відповідно заходи з детінізації економіки сприятимуть розвитку ефективного ринку капіталів.

16. За результатами дослідження ідентифіковано недоліки системи регулювання ринку капіталів та визначено основні напрями її реформування. Наслідком бюрократичної зарегульованості ринку та вибіркового підходу до нагляду за його учасниками є надмірні витрати інвесторів й емітентів, що спричинило їхній відплив та фактичну відмову функціонування ринку. Пріоритетними завданнями, які необхідно вирішити для формування ефективного ринку капіталів, визначено такі: запуск повноцінної діяльності регулятора, що передбачає узгодження його компетенцій із принципами IOSCO та відповідне законодавче забезпечення; реформування законодавства про акціонерні товариства й обіг цінних паперів у ході його адаптації до вимог євродиректив; очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг; очищення ринку від фіктивних цінних паперів. Водночас варто уникати ефекту «зайвої зарегульованості» ринку та вибіркового підходу до нагляду за його учасниками, оскільки наслідком дії такого ефекту є відплив емітентів й 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 для всіх його учасників.

17. Необхідною умовою забезпечення дієздатності ринку капіталів є підвищення якості системи корпоративного управління підприємствами. Доведено, що між ставкою витрат на капітал підприємств і рівнем корпоративного управління існує стійка залежність. При цьому ця залежність є вищою, ніж величина суверенного рейтингу країни та ставки витрат на капітал. Корпоративне управління спрямоване на створення умов для довіри до підприємства з боку інвесторів та інших груп інтересів, що забезпечується у результаті поєднання таких факторів: наявність ефективного механізму захисту прав інвесторів, надійність механізмів управління та контролю, відкритість і прозорість діяльності, змога інвесторів реалізувати своє право на участь в

управлінні. Проблематика корпоративного управління охоплює також питання реалізації переважних прав власників на придбання цінних паперів нової емісії. Завдяки обґрунтованій моделі розрахунку внутрішньої справедливої вартості переважних прав створюються умови для їх практичного використання як запобіжника щодо розмивання частки вартості окремих акціонерів та її знецінення.

Основні результати дослідження використовуються в діяльності Комітету з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України, Ради Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Департаменту економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації, компанії «МРІЯ Агрохолдинг», командитного товариства «Запорізький завод високовольтної апаратури», а також у навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету та ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана» (дод. Ц).

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г. М., Іванова М. В. Вплив показників економічного розвитку на фінансові потоки ринку корпоративних облігацій. *Фінанси України*. 2013. № 10. С. 65–74.
2. Азаренкова Г. М., Шляпкіна К. О., Рудюк І. В. Переваги та недоліки зовнішнього фінансування на підприємстві. *Вісник Української академії банківської справи*. 2014. № 2 (37). С. 118 – 121.
3. Азаренкова Г. М., К. С. Свередюк, Д. О. Омеляненко. Антикризове фінансове управління підприємствами в сучасних умовах. *Вісник Університету банківської справи*. 2018. № 3. С. 51 –57.
4. Алексеєнко Л. М. Фінансова стратегія виходу підприємства на ринок цінних паперів. *Фінанси України*. 2001. № 1. С. 131–136.
5. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія. Київ : Максимум, 2004. 424 с.
6. Алексеєнко Л. М., Кузнецова Л. В. Тенденції і напрями підвищення ефективності функціонування фінансового капіталу в реальному секторі економіки. *Наукові записки : зб. наук. праць каф. екон. аналізу Терноп. нац. екон. Ун-ту*. 2006. Вип. 16. С. 139–141.
7. Алексеєнко Л. М., Кузнецова Л. В. Теоретичні та інституціональні засади функціонування ринку фінансового капіталу. *Світ фінансів*. 2006. № 3. С. 95–102.
8. Алексеєнко Л. М., Алексеєнко М. Д. Розвиток депозитарного забезпечення ринку цінних паперів як каталізатор залучення іноземного капіталу. *Наука й економіка*. 2010. № 2. С. 7–10.
9. Алексеєнко Л. М., Двігун А. О. Реформування системи фінансово–кредитного стимулювання розвитку реального сектора економіки. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2011. № 5–2. С. 125–129.

10. Алексеєнко Л. М., Соколовський Є. А. Пріоритети розвитку фінансового сектору в умовах інституційних трансформацій. *Світ фінансів*. 2014. № 3. С. 63–71.
11. Алексеєнко Л. М., Алексеєнко М. Д. Питання ролі фінансових ресурсів недержавних пенсійних фондів, страхових компаній і інститутів спільного інвестування в розвитку бізнес-процесів. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2013. Вип. 2. С. 27–35.
12. Арутюнян Р. Р., Арутюнян С. С. Фінансовий ринок України в умовах кризи і напрями його реформування. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2017. № 1 (62), С. 163–169.
13. Арутюнян Р. Р., Арутюнян С. С. Патоінститути ринку капіталів України: можливості оздоровлення та ефективного функціонування. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2018. № 1 (65), С. 144–151.
14. Бабіченко В. В. Домінанта корпорацій в сучасній економіці: фінансові чинники. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 6. С. 43–46.
15. Бабіченко В. В. GR–менеджмент як складова корпоративної стратегії в інформаційній економіці. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 22. С. 51–53.
16. Бабіченко В. В. Актуальні проблеми корпоративного управління в Україні та шляхи їх вирішення. *Інноваційна економіка*. 2014. № 4 (53). С. 46–49.
17. Бабіченко В. В. Дивіденди в інформаційній моделі вітчизняного фондового ринку. *Ефективна економіка*. 2015. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4590> (дата звернення: 11.05.2017).
18. Бабіченко В. В. До питання місця та ролі корпоративної інформації в глобальній економіці. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 11–12. С. 77–81.
19. Бабіченко В. В. Еволюція концептуальних положень теорії структури капіталу корпорацій в умовах інформаційної економіки. *Інноваційна економіка*. 2015. № 5. С. 29–33.
20. Бабіченко В. Інформаційна парадигма та трансформація наукових поглядів щодо корпоративних фінансів. *Глобальні та національні проблеми*

*економіки*. 2015. Вип. № 8. С. 923–926. URL: <http://global-national.in.ua/issue-8-2015/16-vipusk-8-listopad-2015-r/1571-babichenko-v-v-informatsijna-paradigma-ta-transformatsiya-naukovikh-poglyadiv-shchodo-korporativnikh-finansiv> (дата звернення: 14.04.2016).

21. Бабіченко В. В. Корпоративні стратегії в глобальній економіці: місце інформаційної складової. *Агросвіт*. 2015. № 22. С. 54–58.

22. Бабіченко В. В. Парадигма вартісно орієнтованого підходу в сучасному корпоративному менеджменті. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 9. С. 63–67.

23. Бабіченко В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку : монографія. Київ : ИД «Винниченко», 2014. 552 с.

24. Бабіченко В. В. Формування фінансового середовища функціонування корпорацій: роль інформації. *Глобальні та національні проблеми економіки*. Вип. № 6. С. 651–655. URL: <http://global-national.in.ua/issue-6-2015/14-vipusk-6-lipen-2015-r/1106-babichenko-v-v-formuvannya-finansovogo-seredovishcha-funksionuvannya-korporatsij-rol-informatsiji> (дата звернення: 09.06.2016).

25. Баженова О. В., Баженова Ю. В. IPO українських компаній як фактор підвищення конкурентоспроможності національної економіки. *Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Сер. «Економіка»*. 2012. № 139. С. 14–17.

26. Баліцька В. В. Капітал підприємств в Україні: тенденції, пріоритети. Київ : Інститут екон. та прогнозування, 2007. 480 с.

27. Баранова В. Г., Андрєєва Я. С., Сташкевич Н. М. Сучасні тенденції фінансового інжинірингу в банківській системі. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер. «Економіка і менеджмент»*. 2019. Вип. 37. С. 85–90.

28. Баранова В. Г., Ковда Н. І. Підходи до побудови системи управління фінансовими потоками підприємства. *Економічні новації. Збірник наукових праць*. 2015. Вип. № 59. С. 60–64.

29. Барановський О. І. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку. *Фінанси України*. 2016. № 1. С. 20–38.



30. Беленький П. Ю., Шевченко-Марсель В. І., Другов О. О. Фінансовий ринок та його інфраструктура в умовах глобалізації (проблеми, перспективи, регіональні аспекти). Львів : Ін-т регіон, дослідж. НАН України, 2006. 523 с.
31. Білорус О. Г. Політекономія світ-системи фінансово-економічного глобалізму: нові тенденції та закономірності розвитку глобального фінансового сектору. *Фінанси України*. 2015. № 6. С. 7–14.
32. Благонравин М. Как сделать будущее прозрачным. *Эксперт*. 2006. № 5 (56). С. 22–27.
33. Бланк И. А. Управление формированием капитала. Киев : Ника-Центр, Эльга, 2002. 512 с.
34. Бондар В. В. Переважні права в акціонерному товаристві та способи їх захисту. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2011. № 89. С. 95–99.
35. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышникова. Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. 1008 с.
36. Брус С. І. Розвиток фондового ринку України як перспектива інноваційної спроможності корпоративних фінансів. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку*: Зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. конференції. Київ : КНЕУ, 2017. С. 212–215.
37. Буй Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу. *Економіка та держава*. 2011. № 8. С. 25–28.
38. Васильчук І. П. Фінансово-кредитний механізм корпорацій: нове прочитання у світлі сучасної економічної теорії. *Бізнес Інформ*. 2015. № 7. С. 13–17.
39. Васильчук І. П. Цільові орієнтири та чинники сталого розвитку корпорацій. *Ефективна економіка*. 2015. № 2. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3786> (дата звернення: 19.01.2017).
40. Васильчук І. П. Фінансове забезпечення сталого розвитку корпорацій : монографія. Київ : КНЕУ, 2015. 516 с.

41. Винслав Ю. Утверждая научные принципы управления интегрированными корпорациями. *Российский экономический журнал*. 2001. № 10. С. 3 – 26.
42. Гавкалова Н. Л., Шутєєва О. Ю. Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування : монографія. Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. 184 с.
43. Гапонюк М. А., Б. С. Стеценко. Власний капітал акціонерного товариства: полемічні питання теорії. *Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць КНЕУ*. 2012. Вип. 19. С. 22–29.
44. Гапонюк М. А. Корпорації та їх роль на фондовому ринку України. *Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць КНЕУ*. 2017. Вип. 1 (29). С. 54–64.
45. Глен А. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / пер. с англ., под. науч. ред. О. Б. Максимовой. Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. 748 с.
46. Грегори А. Стратегическая оценка компаний. Москва : Квинто-Консалтинг, 2003. 224 с.
47. Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 р. № 436–IV, стаття 120. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15> (дата звернення: 25.02.2017).
48. Грабовська Є. В. Досвід виходу українських компаній на ринок IPO. *Магістеріум. Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 51–55.
49. Давиденко Н. Проблеми розвитку корпоративних фінансів у контексті забезпечення фінансової безпеки аграрного бізнесу. *Економіка: реалії часу*. 2014. № 5 (15). С. 36–40. URL: [http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis\\_nbuv/cgiirbis\\_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP\\_meta&C21COM=S&2\\_S21P03=FILA=&2\\_S21STR=econrch\\_2014\\_5\\_8](http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&2_S21P03=FILA=&2_S21STR=econrch_2014_5_8) (дата звернення: 12.06.2017).
50. Давиденко Н. Структуризація капіталу в системі фінансової безпеки підприємства. *Вісник Одеського національного університету. Сер. «Економіка»*. 2014. Вип. 3–4, т. 19. С. 8–11.

51. Давиденко Н. Особливості фінансового забезпечення суб'єктів господарювання. *Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць*. 2015. № 9 (172). С. 67–71.

52. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ., 6-е издание. Москва : Альпина Паблишерз, 2010. 1338 с.

53. Державна політика стабілізації фінансів підприємств : монографія / Даниленко А. І. та ін. ; за ред. А. І. Даниленка. Київ : ДУ «Ін-т екон. та прогнозування НАНУ», 2011. 451 с.

54. Деєва Н. Е. Проблеми становлення національної моделі корпоративного управління. *Вісник економічної науки України*. 2008. № 2. С. 38–42.

55. Джането К., Уилер Э. Управление знаниями. Руководство по разработке и внедрению корпоративной стратегии управления знаниями / пер. с англ. Москва : Добрая книга, 2005. 192 с.

56. Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента / пер. с англ., 12-е изд. Москва : ООО Вильямс, 2006. 1232 с.

57. Дженсен М. К., Меклинг У. Ф. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник Санкт-Петербург. ун-та. Сер. «Менеджмент»*. 2004. № 4. С. 118–191.

58. Дзюблюк О. В. Монетарна політика як ключовий важіль реалізації антикризових заходів в економіці. *Банківська справа*. 2017. № 2. С. 3–26.

59. Диба М. І., Майорова Т. В. Теоретико-методологічні засади дослідження інвестиційного процесу у фінансовій науці. *Фінанси України*. 2013. № 2. С. 103–109.

60. Економічні та фінансові показники України / Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 12.05.2019).

61. Енциклопедичний словник бізнесмена: менеджмент, маркетинг, інформатика / під заг. ред. М. І. Молдованова. Київ : Техніка, 1993. 856 с.

62. Замазій О. В. IPO як інструмент залучення інвестицій українськими підприємствами. *Економічний аналіз*. 2014. № 2, т. 16. С. 65–74.

63. Звіт про фінансову стабільність / Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=32236491](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=32236491) (дата звернення: 21.04.2019).

64. Зимовець В. В., Терещенко О. О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. № 9. С. 78–95.

65. Зимовець В. В., Шелудько Н. М. Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку* : зб. матеріалів I Міжнар. наук.-практ. Конференції. Київ : КНЕУ, 2017. С. 378–380.

66. Зятковський І. В. Фінансове забезпечення діяльності підприємств : монографія. Тернопіль : Економічна думка, 2000. 214 с.

67. Зятковський І. В. Фінанси суб'єктів господарювання в умовах інституціональних перетворень : монографія. Тернопіль : Економічна думка, 2006. 388 с.

68. Зятковський І. В. Вплив держави на економічні процеси і розбудову ринкової інфраструктури в Україні. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2006. № 1. С. 19–25.

69. Зятковський І. В. Проблеми формування корпоративного управління в Україні: фінансовий аспект. *Зб. наук. праць. НаУ «Острозька академія»*, 2006. Вип. 8, ч. 2. С. 114–124.

70. Зятковський І. В. Місія корпоративних підприємств як основа ідеології бізнесу. *Фінансово-економічні проблеми розвитку підприємництва в Україні* : зб. матеріалів Всеукр. наук.-практ. конф. Житомир, 2005. С. 7–9.

71. Зятковський І. В. Теоретичні засади фінансів підприємств. *Фінанси України*. 2000. № 4. С. 17–26.

72. Інвестиційна компанія України Dragon Capital. *Аналітика*. URL: <https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/> (дата звернення: 03.12.2019).

73. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи : монографія / Бабяк Н. Д. та ін. ; за заг. ред. О. О. Терещенка. Київ : КНЕУ, 2017. 495 с.

74. Інформаційне повідомлення Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 25.07.2016 р. / Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. URL: [https://smida.gov.ua/news/allnews/z\\_aktiviv\\_strakhovikh\\_kompanijj\\_protyagom\\_2015\\_i\\_kvartalu\\_2016\\_roku\\_vivedeno\\_fiktivnikh\\_cinnikh\\_paperiv\\_na\\_9\\_milyardiv\\_griven1](https://smida.gov.ua/news/allnews/z_aktiviv_strakhovikh_kompanijj_protyagom_2015_i_kvartalu_2016_roku_vivedeno_fiktivnikh_cinnikh_paperiv_na_9_milyardiv_griven1) (дата звернення: 05.11.2016).

75. Інформаційне повідомлення Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 13.01.2017 р. / Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/2017/01/13/nktsprfrozhlyanula-spravu-shtodo-manplyuvannya-tsnami-aktsy-torgovtsem-tov-avalybrok/> (дата звернення: 22.03.2017).

76. Калинець К. С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні. *Регіональна економіка*. 2009. № 3. С. 182–191.

77. Касьянова Н. В., Курбанов О. О. Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку. *Економіка та управління підприємствами*. 2017. № 10. С. 262–265.

78. Кейнс Дж. М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей. Київ : АУБ, 1999. 189 с.

79. Кириленко О. П., Стащук О. В. Оцінювання макроекономічних чинників формування фінансової безпеки України. *Світ фінансів*. 2017. № 2. С. 1–16.

80. Кізима Т. О. Домогосподарства на фінансовому ринку України. *Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія* : збірник наук. праць, 28 лист. 2016 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 43–48.

81. Клименко К. В. Особливості боротьби з маніпулюванням та фіктивними емітентами на фондовому ринку України в контексті Євроінтеграції. *Наукові праці НДФІ*. 2016. № 1 (74). С. 107–125.

82. Коваленко Л. О. Удосконалення системи корпоративного управління у світлі нового законодавства. *Актуальні проблеми економіки*. 2010. № 1. С. 115–122.

83. Ковальова О. М. Інституційні аспекти розвитку фондового ринку України. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. «Економічні науки»*. 2016. Вип. 16, ч. 1. С. 124–127.

84. Кодекс корпоративного управління МХП СЕ / Група компаній ПрАТ «МИРОНІВСЬКИЙ ХЛІБОПРОДУКТ». URL: <https://www.mhp.com.ua/uk/dlja-investoriv/korporativne-upravlinnja/MHP-S-A-Luxm> (дата звернення: 02.11.2018).

85. Козюк В. В. Кредитування останньої інстанції та слабкі інститути: погляд з позиції теорії ігор. *Фінанси України*. 2017. № 9. С. 29–52

86. Колосова Л. А. Корпоративне управління в умовах інформаційної економіки: проблеми та перспективи. *Юридичний журнал*. № 12. 2008. С. 45–49.

87. Колупаєв Ю. Б., Залюбовська С. С. Механізм інформаційного забезпечення в контексті вирішення проблем розвитку фондового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 4. С. 62–65.

88. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Національний банк України. Режим доступу: URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266> (дата звернення: 29.03.2017).

89. Корнєєв В. В. Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем. *Економіка і прогнозування*. 2008. № 2. С. 24–48.

90. Корнійчук О. П. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України. *Ринок цінних паперів України. Сер. «Макроекономіка»*. 2007. № 1–2. С. 27–42.

91. Корпоративная реформа и гармонизация корпоративного законодательства России и ЕС : монография / Астапович А. и др. Москва : Волтерс Клувер, 2007. 168 с.

92. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний / Асаул А. Н., Войнаренко М. П., Пономарева Н. А., Фалтинский Р. А. СПб. : АНО «ИПЭВ», 2008. 288 с.

93. Кравченко В. В. Влияние институциональной среды на динамику стоимости корпоративного предприятия. *Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму*. 2013. № 1. С. 178–181.

94. Костицький М. В. Про діалектику як методологію юридичної науки. *Філософські та методологічні проблеми права*. 2012. № 1. С. 3–17.

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

96. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 129–134.

97. Крисоватий А. І., Сидорович О. Ю. Методологічний інструментарій новітньої парадигми оподаткування. *Економічна теорія*. 2014. № 4. С. 36–47.

98. Крисоватий А. І., Дробязко А. О., Федосов В. М. Банківська система України: шляхи подолання кризи. *Вісник ТНЕУ*. 2015. № 2. С. 39–57.

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

100. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України : монографія. Львів : ВЦ ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. 601 с.

101. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. *Дзеркало тижня*. 2007. № 35 (664) URL: [https://dt.ua/ECONOMICS/tse\\_solodke\\_slovo\\_ipo\\_ukrayinski\\_pidpriemstva\\_vidkriv](https://dt.ua/ECONOMICS/tse_solodke_slovo_ipo_ukrayinski_pidpriemstva_vidkriv)

ayut\_dlya\_sebe\_progresivniy\_sposib\_integratsiyi.html (дата звернення: 14.02.2017).

102. Кумз П., Вонг С. Почему работают кодексы корпоративного управления. *Вестник McKinsey*. URL: <http://www.vestnikmckinsey.ru/organizational-models-and-management-systems/pochemu-rabotayut-kodeksyh-korporativnogo-upravleniya> (дата звернення: 12.03.2017).

103. Левковська Л. В. Функціонування корпорацій у національній економічній системі. *Ефективна економіка*. 2011. № 6. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=672> (дата звернення: 15.12.2016).

104. Леонов Д. А. Индекс корпоративного управління в Україні: методологічні засади обчислення. *Ринок цінних паперів України*. 2007. № 7–8. С. 73–86.

105. Леонов Д. А., Львовчкін С. В., Хоружий С. Г. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції : монографія / за ред. В. М. Федосова. Київ : УІРФР, 2008. 847 с.

106. Лукашев А. В. Корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы. *Управление корпоративными финансами*. 2004. № 2. С. 35–47.

107. Майорова Т. В. Інвестиційний процес і фінансово–кредитні важелі його активізації в Україні : монографія. Київ : КНЕУ, 2013. 332 с.

108. Малик І. П. Тенденції розвитку інформаційної економіки в Україні. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Сер. «Економіка і менеджмент»*. 2013. № 1. С. 25–34.

109. Малишенко К. А. Сучасний стан ринку цінних паперів: проблеми та перспективи. *Ефективна економіка*. 2014. № 7. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3175> (дата звернення: 17.01.2017).

110. Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С. Корпоративне управління: теорія та практика : підручник. Київ : Центр учбової літератури, 2012. 360 с.



111. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. М.: Политиздат, 1983. 907 с.
112. Мартін Джон Д., Петті Дж. Вільям. VBM – управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів / пер. з англ. ; за наук. ред. О. Б. Максимової. Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс, 2006. 272 с.
113. Марченко В. М. Кредитний механізм сприяння розвитку корпоративного сектора економіки. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2003. № 2 (21). С. 12–15.
114. Мацелюх Н. Структурування та ціноутворення на ринку цінних паперів. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 6 (168). С. 363-369.
115. Мацьків В. В. Теоретичні основи фінансового забезпечення підприємств. *Сталий розвиток економіки*. 2013. № 5. С. 351–356.
116. Методологія визначення (оновлення) кредитного рейтингу підприємств (2016) / Рейтингове агентство «IBI-Rating». URL: <http://ibi.com.ua/UK/pravila-ta-reguljuvannja-upravlinnya-rejtinguvannyam-metodologiya/> (дата звернення: 14.02.2017).
117. Методологія з визначення, оновлення, призупинення, відкликання рейтингів підприємств нефінансового сектору економіки (2016) / Рейтингове агентство «Стандарт-Рейтинг». URL: [http://standard-rating.biz/data/upload/Methods/ins\\_Life\\_ukr\\_19022016.pdf](http://standard-rating.biz/data/upload/Methods/ins_Life_ukr_19022016.pdf) (дата звернення: 16.02.2017).
118. Методика рейтингового оцінювання для підприємств (2012) / Національне рейтингове агентство «Рюрик» URL: [http://www.rurik.com.ua/documents/methodology/metod\\_corp\\_final.pdf](http://www.rurik.com.ua/documents/methodology/metod_corp_final.pdf) (дата звернення: 18.02.2017).
119. Миськів Г. В. Кредитний ринок України: становлення та проблеми сучасного розвитку : монографія. Львів: Ліга-Прес, 2013. 214 с.
120. Миськів Г. В. Структуризація та класифікація кредитного ринку. *Світ фінансів*. 2014. № 1. С. 168–173.

121. Мозговий О. М., Стукало Н. В. Інтегративно-індексний метод оцінювання рівня фінансової глобалізації країн світу. *Міжнародна економічна політика*. 2009. № 8. С. 5–26.
122. Мних Є. В. Методологічні рівні економічного аналізу. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2007. № 57. С. 247–25.
123. Назаренко І. М., Орехова А. І. «Дью ділідженс»: сутність, призначення та послідовність проведення. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету*. 2011. Вип. 20, ч. І. С. 360–366.
124. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах нової фінансової архітектури : монографія. Київ : Університет банківської справи НБУ, 2009. 384 с.
125. Науменкова С. В., Міщенко В. І. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. № 2 (15). С. 3–11.
126. Нусінова О. В., Лебідь І. О. Методичний підхід до проведення оцінки якості корпоративного управління за галузями промисловості. *Науковий вісник НГУ*. 2011. № 2. С. 131–136.
127. Олефір В. Окремі аспекти диференціації простих і привілейованих акцій. *Підприємництво, господарство і право*. 2013. № 9. С. 28–31.
128. Олійник О. В. Філософські засади економічного аналізу. *Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу*. 2008. Вип. 1 (10). С. 216–226.
129. Онікієнко О. В., Передерієва С. О. Сутність фінансового ринку, його роль у фінансовій системі та перспективи розвитку. *Вісник СНУ імені Володимира Даля*. 2014. № 8 (215). С. 127–134.
130. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2002. 240 с.
131. Орлова Н. С. Корпоративне управління як основа розвитку ринкової економіки України. *Економіка та держава*. 2010. № 3. С. 72–73.

132. Основи методології та організації наукових досліджень / за ред. А. Є. Конверського. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 352 с.
133. Павловський С. В. Ризики і витрати на залучення підприємствами інвестиційного капіталу в період фінансово-економічної кризи. *Бізнес Інформ*. 2016. № 2. С. 340–346.
134. Павловський С. В. Ставка витрат на капітал як критерій прийняття антикризових фінансових рішень у корпоративному секторі економіки. *Економічний потенціал країни: наукові підходи та практика реалізації*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. Одеса : ОНУ ім. Мечникова, 2016. С. 182–185.
135. Пироженко В. Наукова раціональність: ціннісна норма і методологічний регулятив. *Вісник Національної академії наук України*. 2002. № 8. С. 45–51.
136. Пірс Т., Бондарчук В. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах. *Фінансовий ринок України*. 2011. № 12. С. 9–11.
137. Плетнев Д. А. Корпорация как способ организации материального производства. *Вестник Московского университета. Сер. «Экономика»*. 2010. № 6. С. 36–45.
138. Плетнев Д. А. Остаточные права контроля и дохода субъектов корпорации : развитие стейкхолдерского подхода. *Корпоративные финансы*. 2014. № 1 (29). С. 47–59.
139. Полищук Л. Корпоративная социальная ответственность или государственное регулирование: анализ институционального выбора. *Вопросы экономики*. 2009. № 10. С. 4–22.
140. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів / Затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 03.12.2013 р. № 2826. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2180-13> (дата звернення: 19.03.2016).
141. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу / Затв. рішенням

Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27.12.2013 р. № 2998. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14> (дата звернення: 22.04.2016).

142. Порядок збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства. / Затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.05.2013 р. № 822. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0858-13> (дата звернення: 27.04.2016).

143. Порядок проведення оцінки фінансового стану потенційного бенефіціара інвестиційного проекту, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоокупності, а також визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, обслуговування якої здійснюватиметься за рахунок коштів бенефіціара / Затв. наказом М-ва фінансів України від 14.07.2016 р. № 616. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1095-16> (дата звернення: 17.01.2017).

144. Правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною рейтинговою шкалою / Затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.01.2016 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0182-16> (дата звернення: 22.02.2017).

145. Прасолов І. М. Дивідендна політика акціонерного товариства: дискусійні питання теорії. *Ринок цінних паперів України*. 2010. № 11–12. С. 3–9.

146. Приймак С.В. Система рейтингової оцінки підприємств. *Інвестиції: практика та досвід*. 2007. № 12. С. 31–36.

147. Про акціонерні товариства : Закон України від 17 верес. 2008 р. № 514–VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/514-17> (дата звернення: 07.09.2016).

148. Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність : Закон України від 21 груд. 2017 р. № 2258-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2258-19> (дата звернення: 03.01.2018).

149. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовт. 1996 р. № 448/96–ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр> (дата звернення: 08.11.2016).

150. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 7.12.2000 р. № 2121-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14> (дата звернення: 08.04.2017).

151. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів : Закон України. Відомості Верховної Ради України від 19 червн. 2015 р., № 25, ст. 188. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/289-19> (дата звернення: 18.06.2017).

152. Про затвердження Національної стратегії розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2006–2015 роки : Закон України від 21 лют. 2006 р. № 3454-IV. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3454-15> (дата звернення: 23.09.2017).

153. Про затвердження Порядку проведення перевірок діяльності емітентів цінних паперів / Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 04.09.2012 р. № 1178. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1643-12> (дата звернення: 18.05.2017).

154. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами / Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 р. № 1449. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0052-07> (дата звернення: 27.10.2016).

155. Про затвердження Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності / Рішення НКЦФР від 30.05.2017 № 393. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/z1260-17> (дата звернення: 17.04.2018).

156. Про затвердження принципів корпоративного управління / Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.07.2014 р.

№ 955. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr955863-14> (дата звернення: 22.11.2016).

157. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17> (дата звернення: 11.05.2017).

158. Про інформацію : Закон України від 02.10.1992 р. № 2657-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2657-12> (дата звернення: 18.03.2017).

159. Про Основні засади розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2007–2015 роки : Закон України 9 січн. 2007 р. № 537-V. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/537-16> (дата звернення: 07.02.2017).

160. Про рейтингування. Проект Закону України від 06.02.2018 р. № 8007. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_1?pf3511=63421](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=63421) (дата звернення: 21.05.2018).

161. Про ринки капіталу та регульовані ринки. Проект Закону України від 01.09.2017 р. № 7055. URL: [https://ips.ligazakon.net/document/view/JH5FZ00A?an=3028&ed=2017\\_09\\_01](https://ips.ligazakon.net/document/view/JH5FZ00A?an=3028&ed=2017_09_01) (дата звернення: 11.12.2017).

162. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України № 2664-III від 12.07.2001 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14> (дата звернення: 11.05.2017).

163. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/ed20161126> (дата звернення: 07.10.2016).

164. Прокопенко Н. Концепція прогнозування індикаторів формування фінансового капіталу корпоративних підприємств. *Збірник наукових праць ЧДТУ. Сер. «Економічні науки»*. Черкаси. 2015. № 40, ч. 4. С. 84–87.

165. Прокопенко Н., Прокопенко К., Шлебат А. Фінансовий механізм формування та використання капіталу корпоративних підприємств. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. «Економічні науки»*. 2015. Вип. 15, ч. 2. С. 101–105.

166. Радзієвська В. М. Вибір банками інформації на ринку цінних паперів. *Ринок цінних паперів України*. 2006. № 3–4. С. 28–30.
167. Редзюк Є. В. Розвиток ринку цінних паперів України в умовах глобалізації: виклики та можливості. *Фінанси України*. 2016. № 5. С. 112–126.
168. Рейтинги корпоративного управління (2019). / Рейтингове агентство «Кредит рейтинг». URL: [ghttp://www.credit-rating.ua/ru/ratings/object/23/](http://www.credit-rating.ua/ru/ratings/object/23/) (дата звернення: 24.03.2019).
169. Рейтингова методологія (2016). Рейтингове агентство «Кредит рейтинг». URL: <http://www.credit-rating.ua/ru/about-rating/methodology/> (дата звернення: 14.02.2017).
170. Рейтингова методологія та процедура оцінювання компаній не фінансового сектору (2016). Рейтингове агентство «Експерт–Рейтинг». URL: <http://www.expert-rating.com/rus/metodologiya/> (дата звернення: 17.02.2017).
171. Ринок капіталу в Україні: Рекомендації для збільшення пропозиції та попиту (2006). *Інститут економічних досліджень та політичних консультацій в Україні, Німецька Консультативна група при Уряді України : веб-сайт*. URL: [http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy\\_papers/German\\_advisory\\_group/2006/V1\\_ukr.pdf](http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2006/V1_ukr.pdf) (дата звернення: 21.03.2017).
172. Річні звіти за 2016–2018 рр. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку : на шляху до системних змін / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: [https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit\\_2018.pdf](https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018.pdf) (дата звернення: 13.09.2019).
173. Рогов Г. К. Фактори вибору виду розміщення акцій. *Бізнес Інформ*. 2014. № 3. С. 311–316.
174. Рогов Г. К. Фактори формування дивідендної політики акціонерних товариств. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 247–252.
175. Рогов Г. К. Система фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та її формування в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра економ. наук : 08.00.08. Одеса, 2018. 38 с.

176. Розвиток фінансового ринку України в умовах європейської інтеграції: проблеми та перспективи : колективна монографія / за ред. В. Баранової та ін. Харків : Діса плюс, 2019. 370 с.

177. Руда О. Л. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. № 6. С. 794–798. URL: <http://global-national.in.ua/archive/6-2015/162.pdf> (дата звернення: 18.12.2016).

178. Рубцов Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование. *Век глобализации*. 2011. № 2. С. 75–95.

179. Руденко В. В. Визначальні характеристики корпоративних облігацій як об'єкта інвестування. *Економіка та суспільство*. 2017. Вип. 9. С. 1036–1041. URL: [http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9\\_ukr/178.pdf](http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9_ukr/178.pdf) (дата звернення: 16.11.2017).

180. Руденко В. Перспективи використання корпоративних облігацій як джерела залучення фінансових ресурсів в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2017. № 7. URL: [http://easterneurope-ebm.in.ua/journal/7\\_2017/52.pdf](http://easterneurope-ebm.in.ua/journal/7_2017/52.pdf) (дата звернення: 22.12.2017).

181. Рязанова Н. С. Фінансовий ринок: його генезис, сутність та функції. *Фінанси, облік і аудит: зб. наук. праць КНЕУ*. 2011. Вип. 17. С. 179–185.

182. Рязанова Н. С. Корпоративне управління на порозі ХХІ століття. *Фінанси України*. 2002. № 1. С. 13–19.

183. Рязанова Н. С. Теоретичні аспекти корпоративних фінансів: нові підходи. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 1–2. С. 4–9.

184. Рязанова Н. С. Інститут фінансового рахівництва інформаційного суспільства: сутність та сучасна парадигма розвитку : монографія. Київ : КНЕУ, 2017. 337 с.

185. Саакова Л. В. Сравнительный анализ теорий фирмы и сущность современной корпорации. *Проблемы современной экономики*. 2010. № 4 (36). С. 78–83.



186. Савлук С. М. Власний капітал комерційного банку : монографія. Київ : КНЕУ, 2012. 459 с.
187. Самбурский А., Ходоровский М. Метод управления стоимостью компании, основанный на концепции сбалансированной системы показателей. *Журнал экономической теории*. 2006. № 2. С. 77–87.
188. Самець С. М., Іконніков О. В. Місце і значення ринку цінних паперів в економіці України. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2010. № 20. С. 244–252.
189. Семенюк В. О. Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.08. Львів, 2017. 21 с.
190. Сохацька О., Пробоїв О. Вирішення проблем корпоративного управління шляхом застосування технологій фінансового інжинірингу. *Світ фінансів*. 2005. № 3–4. – С. 122–130.
191. Стащук О. В., Грисяк О. В., Василюк О. С. Характеристика джерел формування та напрямів витрачання фінансових ресурсів підприємства. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. № 20. С. 900–903. URL: <http://global-national.in.ua/issue-20-2017/28-vipusk-20-gruden-2017-r/3663-stashchuk-o-v-vasilyuk-a-s-grisyuk-o-v-kharakteristika-dzherel-formuvannya-ta-napryamiv-vitrachannya-finansovikh-resursiv-pidpriemstva> (дата звернення: 17.02.2018).
192. Стефанишин В. Розвиток державного регулювання і саморегулювання ринку капіталів в національній економіці України. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2014. Вип. 33, ч. 2. С. 111–116.
193. Стеценко Б. Якою повинна бути ціна публічності? *Цінні папери України*. 2009. № 45. С. 4–5.
194. Стеценко Б. С. Інформаційна функція фінансових посередників у постіндустріальній економіці. *Фінанси, облік і аудит*. Вип. 2 (30). 2017. С. 163–173.

195. Стецько М. В. Активізація ринку капіталів у фінансуванні реального сектору економіки. *Облік і фінанси*. 2017. № 2 (76). С. 107–115.
196. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Аналіз фінансових активів інститутів спільного інвестування в структурній модернізації економіки. *Економічний аналіз*. 2012. Вип. 10, ч. 2. С. 10–12.
197. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. *Сучасний ринок фінансових послуг в умовах системних перетворень. Фінансова система України: становлення та розвиток* : матеріали наук.-практ. конф. 2012 р. Острого : Нац. ун-т «Острозька академія», 2012. С. 135–137.
198. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М., Радова Н. В. Впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проєктів для інституційних інвесторів. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка»*. 2012. Вип. 19. С. 291–294.
199. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Механізм фінансування зовнішньоекономічної діяльності в умовах реалізації пріоритетних економічних реформ. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. «Економічні науки»*. 2015. Вип. 13, ч. 2. С. 111–114.
200. Стецько М. В. Акціонерні товариства – основна організаційно-економічна форма підприємництва в умовах ринкової економіки. *Фінансові аспекти ринкового господарства: теорія та практика* : зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1995. С. 102–107.
201. Стецько М. В. Використання «сигналів» з ринку капіталів для прийняття фінансових рішень підприємств. *Світ фінансів*. 2007. Випуск 1 (10). С. 116–123.
202. Стецько М. В. Виявлення і оцінка непрямих витрат інвесторів при ухваленні рішень по емісії цінних паперів. *Наукові записки Національного ун-ту «Острозька академія». Сер. «Економіка»*. 2007. Вип. 9, ч. 4. С. 341–349.
203. Стецько М. В., Вовк Ю. Я. Капіталізація знань в управлінні інтелектуальним капіталом підприємства. *Економічний аналіз*. Тернопіль. 2007. Вип. 1. С. 293–298.

204. Стецько М. В. Вплив витрат інвесторів на емісію корпоративних цінних паперів. *Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період* : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу 18 квіт. 2007 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 174–176.

205. Стецько М. В. Вплив інформаційної ефективності ринку капіталів на алокацію ресурсів. *Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи* : матеріали Міжнародної наук.-практ. конф. 3–4 берез. 2017 р. Одеса : ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2017. С. 204–207.

206. Стецько М. В. Вплив імовірності дефолту на ставку витрат підприємства на позичений капітал. *Фінанси України*. 2015. № 8. С. 88–100.

207. Стецько М. В. Детермінанти спреду доходності за корпоративними облігаціями. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України* : зб. матеріалів Наук.-практ. конф. 28–29 верес. 2017 р. Київ : Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2017. С. 475–479 с.

208. Стецько М. В. До питання про формування ринку капіталів в Україні. *Бізнес Інформ*. 2016. № 12. С. 193–199.

209. Стецько М. В. До питання щодо сутності та функцій корпоративних фінансів. *Інноваційна економіка: макро-, мезо- та мікрорівні* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. 10–11 груд. 2015 р. Херсон : Хер. держ. ун-т, 2015. С. 137–140.

210. Стецько М. В. Залежність ціни залучення капіталу корпоративним сектором економіки від кредитних рейтингів країни. *Фінанси України*. 2015. № 5. С. 92–103.

211. Стецько М. В. Залучення іноземних інвестицій у процесі євроінтеграції України. *Проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період* : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу 13 квіт. 2006 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2006. С. 29–31.

212. Стецько М. В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. *Економічний аналіз*. 2017. Том. 27. № 2. С. 57–67.

213. Стецько М. В. Інструменти зменшення інформаційної асиметрії у процесі публічного розміщення цінних паперів. *The Modern Trends in the Development of Business Social Responsibility: II International Scientific Conference* (Lisbon, Portugal, 29 June 2018). Part II. Lisbon : Nova University, Nova School of Business and Economics, 2018. P. 111–113.

214. Стецько М. В. Інформаційна асиметрія на ринку капіталів та її вплив на прийняття фінансових рішень. *Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни : теорії та пропозиції* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. 11–12 груд. 2015 р. Ужгород : Ужгород. нац. ун-т, 2015. Ч. 2. С. 84–87.

215. Стецько М. В. Каузальні взаємозв'язки між ймовірністю дефолту підприємства та процентними ставками на капітал . *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку* : зб. матеріалів I Міжнар. наук.-практ. конф. 21 черв. 2017 р. Київ : КНЕУ, 2017. С. 160–162.

216. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Еволюція, сучасний стан і проблеми оподаткування фінансових результатів діяльності вітчизняних страхових компаній. Можливості імплементації зарубіжного досвіду оподаткування страховиків в Україні / Теоретико-методологічні домінанти формування та пріоритети розвитку ринку фінансових послуг в Україні : монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. О. В. Кнейслер. Тернопіль : ТНЕУ, 2017. С. 49–83.

217. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Сучасні трансформації та проблемні аспекти оподаткування фінансових результатів діяльності страховиків в Україні. *Світ фінансів*. 2017. Вип. 3 (52). С. 19–33.

218. Стецько М. В. Контролінг первинного розміщення акцій підприємств на фондовому ринку. *Формування ринкової економіки* : зб. наук. праць КНЕУ. 2008. Спецвип. С. 456–464.

219. Стецько М. В. Концепція первинного розміщення акцій підприємств на ринку капіталів. *Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва* : матеріали Наук.-практ. конф. 28 берез. 2008 р. Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2008. С. 315–316.

220. Стецько М. В. Короткострокові джерела фінансування та інструменти короткострокових запозичень корпоративних підприємств. *Формування єдиного європейського фінансового простору та розвиток світової фінансової думки* : зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. конф. 25 трав. 2016 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 103–107.

221. Стецько М. В. Корпоративні цінні папери на ринку фінансових послуг: стратегія і тактика. *Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки* : матеріали 1-ої Наук.-практ. конф. 24–26 жовт. 2007 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 344–346.

222. Стецько М. В. Механізм обмеження трансакційних витрат інвесторів. *Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. 8–9 жовт. 2007 р. Чернівці : Буковин. держ. фін. акад., 2007. С. 26–30.

223. Стецько М. В. Механізми залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. *Фінансово-банківські та адміністративні послуги: проблеми управління та перспективи розвитку* : матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. проф.-виклад. складу 12–13 лист. 2015 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2015. С. 288–289.

224. Стецько М. В. Напрямки реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку* : матеріали I Всеукр. наук.-практ. конф. 22 черв. 2016 р. Київ : КНЕУ, 2016. С. 322–326.

225. Стецько М. В. Оптимізація первинного розміщення корпоративних цінних паперів на фондових ринках. *Наука й економіка*. 2009. Вип. 3 (15), т. 1. С. 108–114.

226. Стецько М. В. Особливості залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. *Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки* : матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. 17–18 жовт. 2008 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 225–229.

227. Стецько М. В. Особливості організації фінансів суб'єктів господарювання різних форм власності. *Наукові записки Тернопільського держ. педагог. ун-ту ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка»*. 2002. Вип. 13. С. 42–44.

228. Стецько М. В. Особливості розміщення корпоративних цінних паперів в Україні. *Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в умовах проведення системних реформ* : матеріали Загальної унів. підсумк. наук. конф. проф.-виклад. складу 10 квіт. 2013 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2013. С. 121–124.

229. Стецько М. В. Переважні права на придбання акцій нової емісії як інструмент корпоративного управління. *Світ фінансів*. 2018. Вип. 3 (56). С. 117–127.

230. Стецько М. В. Підвищення ефективності корпоративного управління як фактор активізації ринку капіталів. *Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины. Актуальные проблемы реформирования экономики в регионе* : сб. науч. тр. Ин-та економіки промисленности НАН України; Краматорського економіко-гуманітарного ін-та. 2007. С. 260–265.

231. Стецько М. В. Прагматика теоретичних досліджень у сфері корпоративних фінансів. *Світ фінансів*. 2015. № 3. С. 130–143.

232. Стецько М. В. Пріоритети розвитку вітчизняного ринку капіталу *Сучасні проблеми обліку, аналізу, аудиту й оподаткування суб'єктів господарської діяльності: теоретичні, практичні та освітянські аспекти* : зб. наук. пр. за матеріалами III Всеукр. наук.-практ. конф. 28–29 берез. 2019 р. Ч. 2. Дніпро : НМетАУ, 2019. С. 345–349.

233. Стецько М. В. Рейтинг підприємства як детермінанта прийняття рішень на ринку капіталів. *Економічний простір*. 2018. № 133. С. 200–213.

234. Стецько М. В. Рендович П. М. Інститути спільного інвестування та їх роль в управлінні інноваційним розвитком України. / *Управління фінансами суб'єктів господарювання в умовах глобальної трансформації* : монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. І. С. Гуцала. Тернопіль : ТНЕУ, 2015. С. 268–292.

235. Стецько М. В. Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 860–865. URL: <http://global-national.in.ua/archive/10-2016/179.pdf> (дата звернення: 27.12.2016).

236. Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансуванні підприємств: сучасний стан і тенденції розвитку: монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2017. 345 с.

237. Стецько М. В. Розвиток фондового ринку: реалії та перспективи. *Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період* : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу. 16 квіт. 2008 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 11–16.

238. Стецько М. В. Система регулювання ринку капіталів України: міжнародний вимір. *Фінанси України*. 2017. № 2. С. 96–109.

239. Стецько М. В. Фактори впливу на ставку витрат підприємства за користування позичковим капіталом. *Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія* : зб. наук. праць 28 листоп. 2016 р. Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 135–139.

240. Стецько М. В. Фінансове планування – основна стратегія акціонерних товариств в умовах поглиблення ринкових реформ. *Фінансові аспекти ринкового господарства : теорія та практика*: зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1997. С. 76–79.

241. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. *Економічний аналіз*. 2016. Т. 25, № 1. С. 158–168.

242. Стецько М. В. Функціональні зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів. *Світ фінансів*. 2016. Вип. 4 (49). С. 95–108.

243. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Проблемні аспекти прямого оподаткування страхових компаній в Україні. *Фінанси України*. 2011. № 1. С. 52–63.

244. Стецько М. В., Рендович П. М. Інвестиційна політика України: сучасний стан та перспективи розвитку. *Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка»*. 2005. № 19. С. 126–129.

245. Стецько М. В., Рендович П. М. Спеціальні (вільні) економічні зони. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка»*. 2006. Вип. 8. С. 473–478.
246. Стецько М. В., Терещенко О. О. Діагностика неплатоспроможності підприємств як технологія підтримки прийняття фінансових рішень. *Ефективна економіка*. 2017. Випуск 3. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=5521> (дата звернення: 29.11.2017).
247. Стецько М. В., Терещенко О. О. Дью ділідженс (Du Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. *Збірник наукових праць Буковинського університету. Економічні науки*. 2007. Вип. 3. С. 84–93.
248. Стецько М. В., Терещенко О. О. Системи показників у концепції фінансового контролінгу у сфері бізнесу. *Фінанси України*. 2013. № 11. С. 66–83.
249. Стецько М. В., Терещенко О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту. *Фінанси України*. 2007. № 3. С. 91–99.
250. Стецько М. В., Яценко С. А. Важелі посилення інвестиційного потенціалу України. *Фінанси України*. 1998. № 1. С. 116–118.
251. Стецько М. В., Юрій І. С. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи. *Фінанси України*. 2000. № 4. С. 54–58.
252. Стецько Н. В. Влияние деятельности фондовых рынков на формирование рыночной цены корпоративных ценных бумаг: мировые тенденции и перспективы. *Бизнес Информ*. 2007. № 12 (1). С. 166–168.
253. Стецько Н. В. Особенности формирования и управления капиталом акционерных обществ. *Финансовая теория и политика современного государства : сб. науч. трудов / под ред. Величко Адамова. Изд. 1-е. Болгария : АБАГАР Велико Тырново, 2002. С. 197–202 (0,4 д. а.)*.
254. Стецько Н. В. Формы и виды кредитного обеспечения. *Экономика предприятия*. 2000. № 2–3. С. 59–64.



255. Стецько Н. В., Юрий С. И. Проблемы финансовой стратегии в акционерных обществах : рукопись деп. в ИНИОН РАН. Москва, 1995. 34 с. URL: <http://www.old.inion.ru/scripts/webirbis.exe> (дата звернення: 19.02.2018).

256. Супрун Н. Проблеми адаптації національної моделі корпоративного управління до екзогенних інституційних параметрів. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2009. № 1. С. 17–25.

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

258. Сьомченко О. А. Сучасна концепція сутності та структури фінансового ринку. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Вип. 9, ч. 2. 2014. С. 160–165.

259. Терещенко Г. М. Вплив асиметричності інформації на маніпулювання на ринку цінних паперів. *Наукові праці НДФІ*. 2007. № 1 (38). С. 56–62.

260. Терещенко Г. М. Напрями удосконалення системи державного регулювання ринку фінансових послуг. *Наукові праці НДФІ*. 2010. № 4 (53). С. 109–114.

261. Терещенко О. О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово–інвестиційних рішень. *Фінанси України*. 2010. № 9. С. 77–91.

262. Терещенко О., Приймак С. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу. *Ринок цінних паперів України*. 2007. № 1–2. С. 53–60.

263. Терещенко О. О. Антикризовий фінансовий менеджмент – вимога «нової економіки». *Ринок цінних паперів України*. 2004. № 9–10. С. 25–32.

264. Терещенко О. О. Детермінанти ставки витрат на капітал на ринках, що розвиваються. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку* : зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. конф. 21 черв. 2017 р. Київ : КНЕУ, 2017. С. 20–27.

265. Терещенко О. О. Контролінг поведінки у концепції біхевіористичних фінансів. *Фінанси України*. 2011. № 10. С. 104–116.

266. Терещенко О. О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці. *Вісник НБУ*. 2012. № 9. С. 4–8.
267. Терещенко О. О. Інститут фінансового контролінгу – інноваційна платформа для корпоративних фінансів і контролінгу. *Бухгалтерський облік і аудит*. 2014. № 5. С. 52–53.
268. Уманців Ю. Формування української моделі корпоративного управління. *Державний інформаційний бюлетень про приватизацію*. 2010. № 4. С. 11–13.
269. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова реструктуризація в Україні : проблеми і напрями : монографія. / за наук. ред. В. Федосова. Київ : КНЕУ, 2002. 387 с.
270. Федосов В., Рязанова Н. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 3–4. С. 39–55.
271. Філософський енциклопедичний словник / Озадовська Л. В. та ін.: за ред. В. І. Шинкарука. Київ : Абрис, 2002. 742 с.
272. Фінанси : підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. Київ : Знання, 2008. 611 с.
273. Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України : монографія / А. І. Даниленко та ін. ; за ред. В. В. Зимовця. Київ : НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування». 2017. 396 с.
274. Фінансовий сектор отримає єдину Систему фінансової звітності / Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/aktual-kua/account/263160> (дата звернення: 08.05.2018).
275. Форматы и виды корпоративных изданий. *Образовательный сайт Бармашова К. С* : веб-сайт. URL: [http://www.barmashovks.ru/page95/for\\_izd/index.html](http://www.barmashovks.ru/page95/for_izd/index.html) (дата звернення: 03.04.2016).
276. Хвостенко В., Бабич М. Теоретичні засади інформаційної ефективності як базовий інструмент ціноутворення на фондовому ринку *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12 (2). С. 159–162.

277. Хоружий С. Складові системи управління обігом цінних паперів. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 7–8. С. 82–87.
278. Хромаєв Т. З усіх європейських країн лише Україна не має повноцінного регулятора ринку цінних паперів. *Forbes Україна* від 03.02.2017 р. URL: <http://forbes.net.ua/ua/nation/1427827-timur-hromaev-z-usih-evropejskih-krayin-lishe-ukrayina-ne-mae-povnocinnogo-regulyatora-cinnih-paperiv> (дата звернення: 03.03.2017).
279. Хромаєв Т. Як створити в Україні ефективний ринок капіталу. *Дискусійний семінар кафедри корпоративних фінансів і контролінгу КНЕУ* від 01.11.16 р. URL: [https://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k\\_finansiv\\_pidpryjemstv/news\\_of\\_department\\_34/market/](https://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finansiv_pidpryjemstv/news_of_department_34/market/) (дата звернення: 14.11.2016).
280. Чайковська В. П. Інфраструктура фондового ринку України: сучасний стан та тенденції розвитку. *Ефективна економіка*. 2014. № 1. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2692> (дата звернення: 04.02.2016).
281. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теории, методы и практика : учебник / пер. с англ. Москва : ИНФРА-М, 2000. 686 с.
282. Читипаховян П. Стратегическое планирование в интегрированных корпорациях : факторы оргобеспечения. *Российский экономический журнал*. 2002. № 1. С. 71–72.
283. Шевчук Р.М. Методологія наукового пізнання: від явища до сутності. *Філософські та методологічні проблеми права*. № 1 (11). 2016. С. 31–45.
284. Школьник І.О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій. *Фінанси України*. 2011. № 4. С. 65–74.
285. Школьник І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку. *Вісник Української академії банківської справи*. 2008. № 1 (24) С. 64–70.
286. Школьник І. О. Червякова С. В. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності

функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі IPO. *Проблеми економіки*. 2012. № 3. С. 15–19.

287. Школьник І. О., Рекуненко І. І. Структура фінансового ринку країни в умовах розвитку ринкових відносин. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2007. Вип. 21. С. 89–97.

288. Шумпетер Й. А. Теорія економічного розвитку (*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912). Москва : Прогресс, 1982. 455 с.

289. Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. Москва : Экспо, 2008. 862 с.

290. Юрій С. І. Еволюція власності в умовах становлення ринкових структур. *Вісник економічної науки України*. 2008. № 2 (14). С. 3–6.

291. Юрій С. І. У пошуках компромісу між державним патерналізмом і фінансизмом. *Світ фінансів*. 2008. № 4 (17). С. 7–12.

292. Юрій С. І., Луцишин О. О. Ринок фінансових послуг як інституційна основа ринкової економіки. *Фінанси України*. 2010. № 11. С. 48–59.

293. Янковий О. Г. Латентні ознаки в економіці : монографія. Одеса : Атлант, 2015. 168 с.

294. Aghion P., Howitt P. Mayer–Foulkes D. The Effect of Financial Development on Convergence : Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*. 2005. Vol. 120. P. 173–222.

295. Akerlof G. A. The Market for «Lemons» : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84, No. 3. P. 488-500.

296. AktG § 153, Rz. 12. URL: [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/\\_\\_\\_153\\_bis\\_157.html](https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/___153_bis_157.html) (Last accessed: 12.03.2017).

297. Altman E. I. The Anatomy of the High Yield Bond Market. *Stern School NYU Working Paper*. 1998. November. P. 25.

298. Anderson D., Sweeney D., Williams Th., Camm J., Martin R. K. An Introduction to Management Science : Quantitative Approaches to Decision Making 13th. South–Western College Publishing, 2011. 896 P.

299. Bae S. C., Levy H. The Valuation of stock purchase right as call options. *The financial review*. 1994. Vol. 29. P. 419–440.
300. Baghestani H. On the Rationality of Professional Forecasts of Corporate Bond Yield Spread. *Applied Economics Letter*. 2005. Vol. 12, No. 4. P. 213–216.
301. Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*. Vol. 57 (1). 2002. P. 1–32.
302. Bank for International settlements. 86 th Annual Report, 2015–2016. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e.htm> (Last accessed: 25.02.2017).
303. Berens W., Brauner H., Strauch J., Knauer T. Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. Hardcover Schäffer-Poeschel : 7., überarbeitete Auflage. 2013. 990 S.
304. Bator F. The Anatomy of Market Failure. *Quarterly Journal of Economics*. 1958. Vol. 72, No. 3. P. 351–379.
305. Beck Th., Levine R. Industry growth and capital allocation: Does having a market – or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*. Vol. 64(1). 2002. P. 147–180.
306. Beck Th., Demirgüç-Kunt A., Laeven L., Levine R. Finance, Firm Size, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2008. Vol. 40(7). P. 1379–1405.
307. Beck Th., Kaserer Ch., Rapp M-S. Beteiligungs und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem : Zustand und Entwicklungsperspektiven. *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. 2015. 216 S. URL: [Режим доступа: http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen](http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen) (Last accessed: 17.12.2016).
308. Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. 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. 2012. 56 P. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/868131468326381955/pdf/wps6175.pdf> (Last accessed: 19.03.2017).

309. Bender J., Briand R., Nielsen F., Stefek D. Portfolio of Risk Premia : A New Approach to Diversification. *Journal of Portfolio Management*. 2010. Vol. 36, No. 2. P. 17–25.
310. Blankart Ch. Öffentliche Finanzen in der Demokratie: Eine Einführung in die Finanzwissenschaft. 8. Ausgabe. Verlag Franz Vahlen : München, 2011. 735 S.
311. Black F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political Economy*. 1973. Vol. 64. P. 637–654.
312. Bösl K. Das Börsenjahr 2016 : Schwache Neuemissionen und ein neues SME-Handelssegment. *Corporate Finance*. 2017. No 1–2. S. 23–29.
313. Bösl K. Das Börsenjahr 2017 : Deutschland bleibt bei Aktienneuemissionen weiterhin zurück. *Corporate Finance*. 2018. No 1–2. S. 35–41.
314. Breuer W. Die Marktwertmaximierung als finanzwirtschaftliche Entscheidungsregel. *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium*. 1997. Jg. 26. S. 222–226.
315. Campbell C., Wasley J. Stock Price-Based Incentive Contracts and Managerial Performance. *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51. P. 195–217.
316. Caprio G., Levine R. Corporate governance in finance : Concepts and international observations. *Financial sector governance : The roles of the public and private sectors*. 2002. P. 17–50.
317. Clare A., Thomas St., Motson N. Fallen Angels : The investment opportunity. *Centre for Asset Management Research Cass Business School in cooperation with Invesco PowerShares*. 2016. P. 3–9. URL: [https://www.cass.city.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0020/362207/fallen-angels-investment-opportunity-cass-business-school-invesco-powershares-sep-2016.pdf](https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0020/362207/fallen-angels-investment-opportunity-cass-business-school-invesco-powershares-sep-2016.pdf) (Last accessed: 28.04.2017).
318. Coase R. The Nature of the Firm. *Economica*. 1937. Vol. 4, No. 16, November P. 386-405.
319. Coase R. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*. 1960. Vol. 3. P. 1-44.

320. Coenenberg A., Salfeld R. Wertorientierte Unternehmensführung : vom Strategieentwurf zur Implementierung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2003. S. 7.

321. 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. Brussels, 30.09.2015. URL: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-468-EN-F1-1.PDF> (Last accessed: 18.11.2016).

322. Consultation Paper on the Regulatory Technical Standards on the European Single Electronic Format (ESEF), 25 September 2015. URL: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1463\\_esma\\_consultation\\_paper\\_on\\_esef.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1463_esma_consultation_paper_on_esef.pdf) (Last accessed: 23.05.2017).

323. Cornell B., Roll R. Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations. *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation. 1981. Vol. 12(1). P. 201–213.

324. Damodaran A. Damodaran Online, 2018. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Last accessed: 14.02.2019).

325. Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld. *Deutsche Bundes Bank, Monatsbericht*. Juli 2017. S. 17–33.

326. Dietrich R., Dierkes S. Kapiatalmarktorientierte Unternehmensbewertung. Stuttgart : Verlag W. Kohlhammer, 2015. 430 S.

327. Donaldson G. Corporate debt capacity. Harvard University Press. Boston, 1961. 294 P.

328. Eisenhardt K. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*. 1989. Vol. 14, Nr. 1. P. 57–74.

329. Elton E. J., Gruber M. J., Agrawal D., Mann C. Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds. *Journal of Finance*. 2001. Vol. 56, No. 1. P. 247–277.

330. European Commission (2003): Review of Capital Requirements for Banks and Investment Firms, Commission Services Third Consultation Paper, Working Document, July 2003. URL:

[https://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=9&ved=2ahUKEwjo3pSlwcPgAhVJIIsKHU1gARAQFjAlegQIAhAC&url=http%3A%2F%2Feuropa.eu%2Frapid%2Fpress-release\\_IP-03-921\\_en.pdf&usg=AOvVaw2Ex0FGOSzX1cjaNJbCD7dL](https://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=9&ved=2ahUKEwjo3pSlwcPgAhVJIIsKHU1gARAQFjAlegQIAhAC&url=http%3A%2F%2Feuropa.eu%2Frapid%2Fpress-release_IP-03-921_en.pdf&usg=AOvVaw2Ex0FGOSzX1cjaNJbCD7dL) (Last accessed: 17.02.2017).

331. EY GLOBAL IPO TRENDS Q3 : 2017. *Ernst & Young*. 2018. URL: <https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q3-2017/%24FILE/ey-global-ipo-trends-q3-2017.pdf> (Last accessed: 16.03.2018).

332. Fabozzi F. J. *Fixed Income Analysis Workbook*, 2. Ed. Hoboken, N. J., 2007. 694 P.

333. Fama E. F. Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*. 1991. No. 46 (5). P. 1575–1617.

334. Fama E. F. Efficient Capital Markets : A Review of the Theories and Empirical Work. *Journal of Finance*. 1970. May. P. 383–417.

335. Fama E., French K. Financing decisions: Who issues stock? Working Paper, 2004.

336. Fama E., French K. Testing trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*. 2002. Vol. 15. P. 1–33.

337. Fama E. F., French K. R. Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 25, No. 1. P. 23–49.

338. Franke G., Hax H. *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmark.* Berlin, Heidelberg : Springer-Verlag, 2009. 696 S.

339. Fisher L. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *Journal of Political Economy*. 1959. Vol. 67, No. 3. P. 217–237.

340. Fridson M. S. The High Yield Asset Class. *Extra Credit – The Journal of High Yield Bond Research, Merrill Lynch & Co.* 2001. May/June. P. 3–18.

341. Gerke W., Bank M. *Finanzierung*. Stuttgart : W. Kolhammer, 2003. S. 313.

342. Giesecke K. Correlated Default with Incomplete Information. *Journal of Banking and Finance*. 2004. Vol. 28, No. 7. P. 1521–1545.



343. Goh J., Ederington L. Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders? *The Journal of Finance*. 1993. No. 5 (48). P. 2001–2008.
344. Global Shadow Banking Monitoring Report 2016. *Financial Stability Board*, 2017. 98 p. URL: <http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016/> (Last accessed: 27.06.2017).
345. Goldsmith R. W. Financial structure and development by Raymond W. Goldsmith. New Haven : Yale University Press, 1969. 561 P.
346. Graham J., Harvey C. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. 2001. No. 60. P. 187–243.
347. Granger C. W. J. Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*. 1969. No. 37 (3). P. 424–438.
348. Grossman S. J., Stiglitz J. E. On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm. *Journal of Finance*. 1977. Vol. 32. P. 389–402.
349. Grossman S. J., Stiglitz J. Information and Competitive Price System. *American Economic Review*. May 1976. P. 246–253.
350. Grossman S. J., Stiglitz J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*. 1980. Vol. 70 (3). P. 393–408.
351. Grui A., Lepushynskiy V., Nikolaychuk S. Equilibrium Interest Rate in the Case of Small Open Economy: Application for Ukraine. *NBU Open research seminar*. Oktober. 2017. 27 p.
352. Gutenberg E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Band III : Die Finanzen, 8. Auflage, Berlin. 1987.
353. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*. 2008. Vol. 43, No. 4. P. 843–882.
354. Impact Assessment Questionnaire on the European Single Electronic Format (ESEF). *Deutsche Aktieninstitut, Positionspapier von 15.09.2014*. URL: [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15%20Deutsches%20Aktieninstitut%20on%20a%20possible%20ESEF%20with%20enclosurement%20FINAL.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15%20Deutsches%20Aktieninstitut%20on%20a%20possible%20ESEF%20with%20enclosurement%20FINAL.pdf) (Last accessed: 15.11.2016).

355. International property rights index 2018. *International property rights index*. URL: <http://internationalpropertyrightsindex.org/> (Last accessed: 12.03.2019).
356. Jensen M., Smith C. Stockholder, Manager, and Creditor Interests : Applications of Agency Theory. Recent advances in corporate finance, E. Altman and M. Subrahmanyam. 1985. P. 93–132.
357. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, No. 4. P. 305–360.
358. Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling. *American economic review*. 2000. Vol. 90, No. 2. P. 22–27.
359. Kahneman D., Ritov I., Schkade D. Economic preferences or attitude expressions? An analysis of dollar responses to public issues. *Journal of Risk and Uncertainty*. 1999. Vol. 19, P. 220–242.
360. Kaserer C., Rapp S. Capital Markets Development in the European Union – LongTerm Trends, Economic Drivers and Policy Challenges. *AIMA, Resear Report*. March 2014. URL: [http://www.europeanissuers.eu/\\_lib/newsflash/research\\_paper\\_-\\_release\\_version\\_-\\_march\\_2014.pdf](http://www.europeanissuers.eu/_lib/newsflash/research_paper_-_release_version_-_march_2014.pdf) (Last accessed: 25.10.2016).
361. Keynes J. M. The general theory of money, interest and employment. The Collected Writings of J. M. Keynes, 7. 1936. 263 P.
362. Koch W., Wegmann J. IPO Praktikerhandbuch Börseneinführung. Stuttgart : Schäffer Pöschel-Verlag, 1998. 165 S.
363. KPMG's Valuation News – Sammelband 2013–2017, S. 42–45. *KPMG*. URL: <https://www.kpmg.com/de/de/bibliothek/valuation-news/seiten/sammelband-valuation-news.aspx> (Last accessed: 28.03.2018).
364. Kruschwitz L. Bezugsrechemissionen in optionstheoretischer Sicht. *Kredit und Kapital*. 1986. 19 Jg. S. 110–121.
365. Latham M. Defining Capital Market Efficiency. Finance Working Paper 150, Institute for Business and Economic Research, University of California, Berkeley. 1985. April.



376. Neumann J., Morgenstern O. *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press, 1944. 641 P.
377. Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO. *The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*. URL: [https://www.iosco.org/about/?subsection=display\\_committee&cmtid=19&subSection1=principles](https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=19&subSection1=principles) (Last accessed: 25.06.2017).
378. Perridon L., Steiner M. *Finanzwirtschaft der Unternehmen*. München : Vahlen, 2002. S. 119.
379. Picot G. *Handbuch Mergers&Acquisition*. Stuttgart : Schaeffer-Poeschel Verlag. 2002. S. 274.
380. Pratt J.W. Risk Aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*. 1964. Vol. 32. January – April. PP. 122–136.
381. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*. 2006. September. PP. 72.
382. Rappaport Alfred. *Shareholder Value*. Stuttgart : Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. PP. 120.
383. Regulation (EC) No. 1060/2009 of The European parliament and of the Council of 16 September 2009 on Credit Rating Agencies. *Official Journal of the European Union*. 17.11.2009. L 302/1 – L302/30.
384. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen: *Corporate Finance*. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA. 2005. 823 P.
385. PricewaterhouseCoopers (PwC). *Banking & Capital Markets*. URL: [https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/an\\_overview\\_of\\_ukranian\\_ipos\\_rus.pdf.pdf](https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukranian_ipos_rus.pdf.pdf) (Last accessed: 23.03.2019).
386. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8, No. 1 PP. 23–40.
387. Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D. *Fundamentals of Corporate Finance*, 10<sup>th</sup> Editionz. McGraw-Hill, 2013. 823 P.

388. Rubinstein M. Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy. *American Economic Review*. 1975. December. PP. 812–824.
389. Rydqvist K., Hogholm K. Going public in the 1980s : Evidence from Sweden. *European Financial Management*. 1995. Vol. 1. PP. 287–315.
390. Sargent Th. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. *Journal of Monetary Economics*. 1976. No. 2. PP. 169–183.
391. Sarig O., Warga A. Bond Price Data and Bond Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1989. Vol. 24, No. 3. PP. 367–378.
392. Schmalenbach E. Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. Koeln/Opladen, 1961 S. 37.
393. Schoemaker P. The Expected Utility Model : Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations. *Journal of Economic Literature*. 1982. Vol. 20, No. 2. PP. 529–563.
394. Schumpeter A. J. The Theory of Economic Development. Harvard University Press, Cambridge, 1911. 548 P.
395. Schumpeter J. Business Cycles : A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. New York : McGraw-Hill, 1939. 461 P.
396. Shadow banking in China: a looming shadow. *Caixabankresearch*. URL: <https://www.caixabankresearch.com/en> (Last accessed: 23.06.2019).
397. Sharpe W. F. Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Theory of Finance*. 1964. Vol. 19, No. 3. PP. 425–442.
398. Shleifer A., Vishny R. Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109, No. 4. PP. 995–1025.
399. Smith C.W. Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings. *Journal of Financial Economics*. 1977. Vol. 5. PP. 273–307.
400. Song F. Thakor A. Notes on Financial System Development and Political Intervention. *World Bank Policy Research Working Paper*. 2013. No. 6350. PP. 491–513. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13162> (Last accessed: 15.04.2016).

401. Soros G. Die Krise des globalen Kapitalismus. Berlin : Alexander Fest Verlag. 1998. 300 S.

402. Standard & Poor's / *S&P Global Ratings* URL: [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/home](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home) (Last accessed: 20.02.2019).

403. Stern J., Stewart G. B., Chew D. The EVATM Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1995. Summer. PP. 32–46.

404. Stetsko N. The Problems of Globalization of World Finances. *Finance. 50-th Anniversary Financial Conference*. Svishtov, Bulgaria (11–12 April 2002) : Abagar, Veliko Tarnovo. 2002. P. 225–232.

405. Stetsko N. Problemy ukraïnskich przedsiebiorstw na miedzynarodowym rynku kapitalowym. *Wdrażanie rozwoju zrownowazonego: strategie i instrumenty*. Czestochowa : Wydawnictwo Akademii Polonijnej w Czestochowie «Educator», 2008. Wydanie 1. P. 63–73.

406. Stetsko M., Kvasovskyi O. Analysis of modern transformation of simplified taxation system in Ukraine. / *Modern determinants of fiscal policy: local and international dimension: monograph* / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty, Doctor of Economics, Prof. Andrzej Gospodarowicz. Wroclaw, 2016. P. 49–58.

407. Stetsko M., Kvasovskyi O. Motivation of Initial Public Offering of Corporate Rights on the Stock Market: Global Trends and Ukrainian Realities. / *Modern tendencies of fiscal policy in European economic space : monograph* / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovaty. Ternopil : Economic thought, 2017. P. 359–368.

408. Stetsko Mykola. Due-diligence in Initial Public Offering of Corporate Securities. *Evropský časopis ekonomiky a managementu*. 2018. Vol. 4, is. 4. P. 61–67.

409. Stetsko M., Brych V., Manzhula V., Halysh N., Holubchak O., Korol S. Management of Enterprise Assortment Policy by Production of Solid Biofuels. *2019 9th International Conference on Advanced Computer Information Technologies*.

Ceske Budejovice, Czech Republic, 5–7 June 2019 : University of South Bohemia, Czech Republic, 2019. P. 370–373

410. Stijn Claessens, Burcin Yurtoglu. Corporate Governance and Development – 10 Focus. *A Global Corporate Governance Forum Publication*. 2012. Vol. 1, No. 1. PP. 97.

411. Svensson L. Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson-Siegel Method. *Sveriges Riskbank*. 1995. Vol. 17. PP. 13–26.

412. Tereshchenko O., Voloshanyuk N. Capital Implicit Expenses in the Shadow Economic Revenue. *PNAP*. 2017. Vol. 25, No. 6. PP. 85–94.

413. The Deloitte M&A Index 2017. *The Deloitte M&A Index*. URL: <https://www2.deloitte.com/ug/en/pages/finance/articles/gx-deloitte-ma-index.html> (Last accessed: 26.01.2018).

414. The Global Competitiveness Index 2010–2018. *The World Economic Forum*. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018> (Last accessed: 03.05.2019).

415. Titman Sh., Tsyplakov S. A Dynamic Model of Optimal Capital Structure. *Review of Finance*. Vol. 11, No. 3. 2007. PP. 401–451.

416. Tong G., Green C. J. Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*. 2005. Vol. 37, No. 19. PP. 2179–2189.

417. Ukraine : Technical Assistance Report-Regulation of Market Abuse and Issuer Disclosure Requirements. *IMF, Country Report*. 2016. No. 16/242, July. 38 P.

418. Valk T. Unternehmenstransaktion und Due Diligence. *Der Schweizer Treuhänder*. 2006. No 4. S. 244–247.

419. Vickrey W. Counterspeculation, Auctions and Competitive Sealed Tenders. *Journal of Finance*. 1961. Vol. 16. PP. 8–37.

420. Volkart R. Corporate Finance : Grundlagen von Finanzierung und Investition. Zürich : Versus. 2003. 990 S.

421. Weiser F. Preisfindung bei Börsengängen – des Accelerated Bookbuilding Verfahren. *Finanz Betrieb*. 2006. No. 6. S. 385–393.

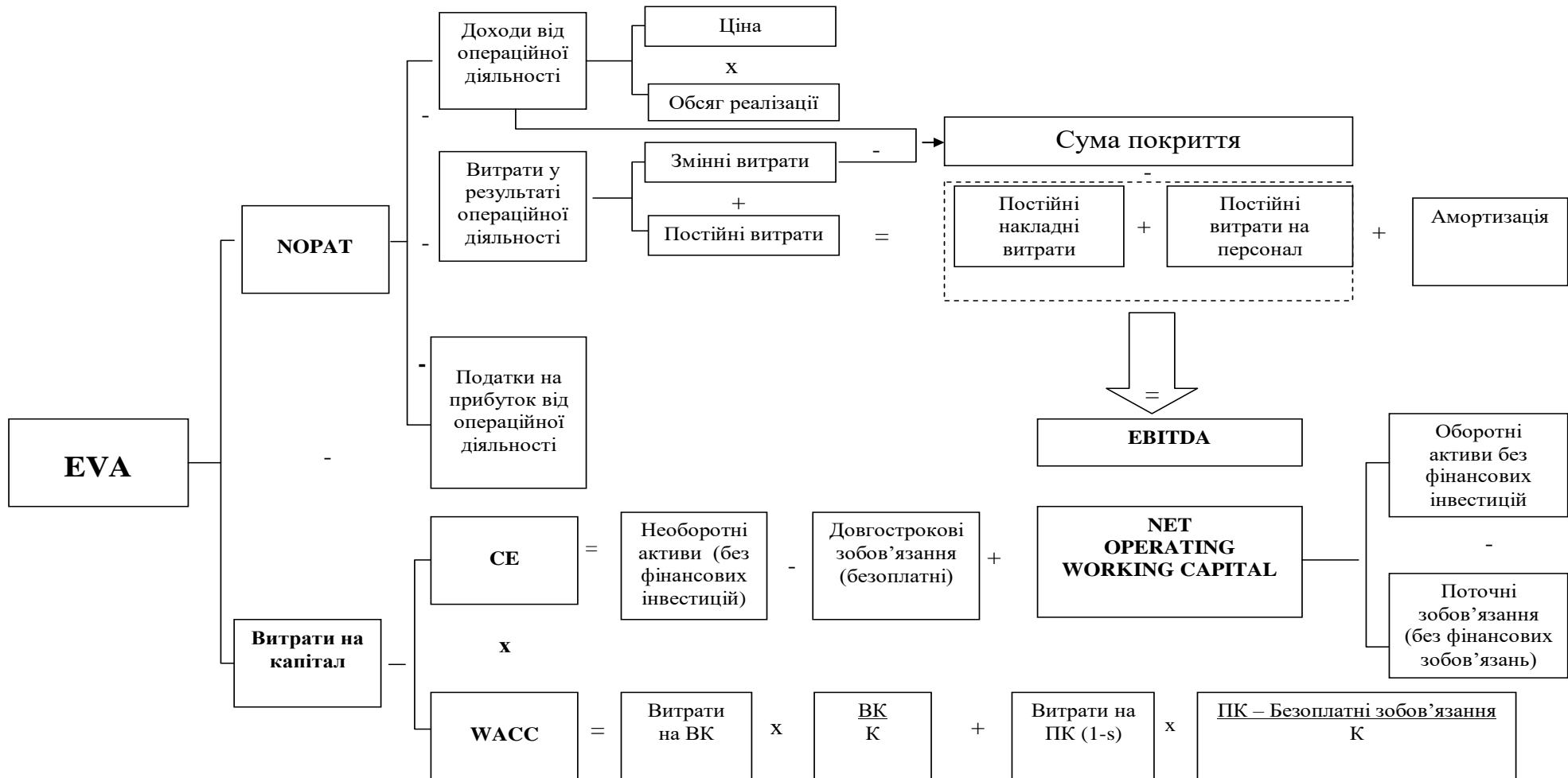
422. World Bank. 2019. Global Financial Development Report 2017/2018 : Bankers without Borders. *Global financial development report*. Washington, D. C. : World Bank Group. URL: <https://olc.worldbank.org/system/files/9781464811487.pdf> (Last accessed: 01.03.2019).

423. Yun Lu. Risikoprämien von Unternehmensanleihen : eine theoretische und empirische Untersuchung. Dresden : Techn. Univ., 2013. 224 S.

424. Zimmer L. Compliance Due Diligence als Bestandteil der Due Diligence bei Unternehmenskäufen. *Corporate Finance*. 2016. Nr. 9. S. 321–325.



### Вартісно-орієнтована система показників



Джерело: розроблено автором самостійно.

### Моделі розрахунку рейтингових класів підприємств

№ з/п	Групи видів економічної діяльності	Модель
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розділи 01-03)*	$Z=1,3 \cdot K_3+0,03 \cdot K_4+0,001 \cdot K_5+0,61 \cdot K_6+0,75 \cdot K_7+2,5 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9-0,2$
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів: секція С (розділи 10-12*)	$Z=0,035 \cdot K_1+0,04 \cdot K_2+2,7 \cdot K_3+0,1 \cdot K_6+1,1 \cdot K_7+1,2 \cdot K_8+0,05 \cdot K_9-0,8$
3	Переробна промисловість: секція С (розділи 13-18, 31, 32)*	$Z=0,95 \cdot K_3+0,03 \cdot K_4+1,1 \cdot K_6+1,4 \cdot K_7+3,1 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9+0,03 \cdot K_{10}-0,45$
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розділи 05-09*); переробна промисловість: секція С (розділи 19-30, 33)*; постачання електроенергії, газу: секція D (розділ 35)*; водопостачання, каналізація: секція Е (розділи 36-39)*	$Z=0,025 \cdot K_1+1,9 \cdot K_3+0,45 \cdot K_6+1,5 \cdot K_8+0,03 \cdot K_9-0,5$
5	Будівництво: секція F (розділи 41-43)*	$Z=0,02 \cdot K_1+1,7 \cdot K_3+0,01 \cdot K_4+0,3 \cdot K_6+0,4 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8-0,1$
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розділи 45-47)*; тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розділи 55, 56)*	$Z=1,03 \cdot K_3+0,001 \cdot K_4+0,16 \cdot K_6+0,6 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8+0,08 \cdot K_9-0,14$
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розділи 49-53)*; електрозв'язок: секція J (розділ 61)*	$Z=0,07 \cdot K_2+1,27 \cdot K_3+0,32 \cdot K_6+1,98 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9+0,04 \cdot K_{10}-0,15$
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розділи 64-66)*	$Z=0,025 \cdot K_1+2,7 \cdot K_3+0,005 \cdot K_4+0,13 \cdot K_7+2,4 \cdot K_8-0,93$
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розділи 58-60, 62, 63)*; інші операції та послуги: секції L-U (розділи 68-99)*	$Z=0,03 \cdot K_1+0,9 \cdot K_3+0,01 \cdot K_4+0,002 \cdot K_5+0,15 \cdot K_6+0,5 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8-0,05$

*Джерело:* представлено відповідно до порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій;

\*У дужках наведено коди видів економічної діяльності згідно з КВЕД.

## Інтерпретація значень інтегрального показника фінансового стану бенефіціара

№	Види економічної діяльності	Класи за рівнем фінансового стану позичальника				
		клас 1	клас 2	клас 3	клас 4	клас 5
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розділи 01-03)	Більше ніж + 0,81	Від + 0,80 до + 0,35	Від + 0,34 до - 0,25	Від - 0,26 до - 3,2	Менше ніж - 3,2
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів: секція С (розділи 10-12)	Більше ніж + 0,71	Від + 0,7 до 0	Від - 0,01 до - 0,70	Від - 0,71 до - 3,4	Менше ніж - 3,5
3	Переробна промисловість: секція С (розділи 13-18, 31, 32)	Більше ніж + 0,81	Від + 0,8 до + 0,17	Від + 0,16 до - 0,5	Від - 0,51 до - 3,6	Менше ніж - 3,7
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розділи 05-09); переробна промисловість: секція С (розділи 19-30, 33); постачання електроенергії, газу: секція D (розділ 35); водопостачання, каналізація: секція Е (розділи 36-39)	Більше ніж + 0,8	Від + 0,79 до + 0,04	Від + 0,03 до - 0,75	Від - 0,76 до - 4,6	Менше ніж - 4,7
5	Будівництво: секція F (розділи 41-43)	Більше ніж + 0,07	Від + 0,06 до - 0,4	Від - 0,41 до - 0,9	Від - 0,91 до - 3,7	Менше ніж - 3,8
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розділи 45-47); тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розділи 55, 56)	Більше ніж + 0,91	Від + 0,9 до + 0,16	Від + 0,15 до - 0,6	Від - 0,61 до - 4,6	Менше ніж - 4,7
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розділи 49-53); електрозв'язок: секція J (розділ 61)	Більше ніж + 1,01	Від + 1,0 до + 0,35	Від + 0,34 до - 0,37	Від - 0,38 до - 3,4	Менше ніж - 3,5
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розділи 64-66)	Більше ніж + 1,2	Від + 1,19 до + 0,52	Від + 0,51 до - 0,25	Від - 0,26 до - 4,1	Менше ніж - 4,2
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розділи 58-60, 62, 63); інші операції та послуги: секції L-U (розділи 68-99)	Більше ніж + 0,7	Від + 0,69 до + 0,09	Від + 0,08 до - 0,55	Від - 0,56 до - 3,2	Менше ніж - 3,3

Джерело: складено автором відповідно до Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій.

**Розрахунок фінансових коефіцієнтів, що використані для аналізу фінансових параметрів підприємств-емітентів корпоративних облігацій**

<b>Фінансовий коефіцієнт</b>	<b>Формула розрахунку</b>	<b>Алгоритм розрахунку з використанням форм звітності</b>
1. $K_1$ - коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$	$\frac{\text{ф. 1 р.1195 гр.4}}{\text{ф. 1 р.1695 гр.4}}$
2. $K_2$ - проміжний коефіцієнт покриття	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$	$\frac{\text{ф. 1 р.1125+1130+1135+1155+1160+1165 гр.4}}{\text{ф. 1 р.1695 гр.4}}$
3. $K_3$ - коефіцієнт фінансової незалежності	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$	$\frac{\text{ф. 1 р.1495 гр.4}}{\text{ф. 1 р.1900 гр.4}}$
4. $K_4$ - коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Необоротні активи}}$	$\frac{\text{ф. 1 р.1495 гр.4}}{\text{ф. 1 р.1095 гр.4}}$
5. $K_5$ - коефіцієнт рентабельності власного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток/збиток}}{\text{Інвестований власний капітал}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2350-р.2355 гр.3}}{\text{ф. 1 [(р.1400+1410 гр.3)+(р.1400+1410 гр.4)]:2}}$
6. $K_6$ - коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	$\frac{\text{Фінансовий результат від операційної діяльності}}{\text{Чистий дохід від реалізації}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2190-2195 гр.3}}{\text{ф. 2 р.2000 гр.3}}$
7. $K_7$ - коефіцієнт рентабельності операційної діяльності за ЕВІТДА	$\frac{\text{ЕВІТДА}}{\text{Чистий дохід від реалізації + інші операційні доходи}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2190-2195+2515 гр.3}}{\text{ф. 2 р.2000+2120 гр.3}}$
8. $K_8$ - коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	$\frac{\text{Чистий фінансовий результат}}{\text{Валюта балансу}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2350 -2355 гр.3}}{\text{ф. 1 р.1300 (гр.3+гр.4):2}}$
9. $K_9$ - коефіцієнт оборотності оборотних активів	$\frac{\text{Чистий дохід від реалізації}}{\text{Операційні оборотні активи}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2000 гр.3}}{\text{ф. 1 р.1195 - 1160 - 1165 (гр.3+гр.4):2}}$
10. $K_{10}$ - коефіцієнт оборотності позикового капіталу за фінансовими результатами перед оподаткуванням, фінансовими витратами та нарахуванням амортизації	$\frac{\text{Фінансові результати перед оподаткуванням, фінансовими витратами та нарахуванням амортизації}}{\text{Довгострокові та поточні зобов'язання}}$	$\frac{\text{ф. 2 р.2290-2295+2250+2515 гр.3}}{\text{ф. 1 р.1595+1695 гр.4}}$

*Джерело:* проведено автором відповідно до Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій.

**Фінансові параметри вибіркової сукупності підприємств-емітентів корпоративних облігацій, 2017 р.**

<b>№</b>	<b>Підприємство</b>	<b>К1</b>	<b>К2</b>	<b>К3</b>	<b>К4</b>	<b>К5</b>	<b>К6</b>	<b>К7</b>	<b>К8</b>	<b>К9</b>	<b>К10</b>
1л	ДП "НАЕК "ЕНЕРГОАТОМ"	1,61	0,68	0,75	0,95	-0,01	0,03	0,24	-0,01	0,91	0,18
2л	ПАТ "ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1"	1,74	0,41	0,30	5,01	0,06	0,04	0,04	0,01	0,37	0,02
3л	ПАТ "Укртелеком"	0,71	0,66	0,70	1,00	0,17	0,24	0,30	0,06	3,48	0,48
4л	ПрАТ "ЖИТОМИР-ОБЛЕНЕРГО"	1,75	1,64	0,74	0,83	1,28	0,08	0,14	0,03	6,51	0,34
5л	ПрАТ «КІРОВОГ-РАДОБЛЕНЕРГО"	0,41	0,37	0,39	0,51	0,10	0,03	0,09	0,01	11,6	0,21
6л	ТДВ "ЖИТЛОБУД-2"	3,60	1,20	0,06	0,59	9,63	0,03	0,05	0,03	0,91	0,04
7л	ТОВ "РУШ"	1,30	0,41	0,34	1,43	24,3	0,05	0,07	0,11	3,93	0,27
8д	ДП "Енергоринок"	0,86	0,77	0,11	0,46	65,4	0,01	0,01	0,02	4,53	0,05
9д	ПАТ "Київгума"	0,27	0,27	-2,54	-73,4	-1,90	-0,20	-0,13	-0,10	0,39	-0,02
10д	ПрАТ "УІФК"	0,31	0,21	-2,13	-50,9	-0,29	-0,07	-0,06	-0,16	1,35	-0,02
11д	ТзОВ "ШУВАР"	1,18	1,16	0,17	0,31	1,82	0,35	0,29	0,05	1,01	0,07
12д	ТОВ "Інвест-Будресурс"	0,39	0,07	-0,72	-2,14	-4,16	-1,96	-1,96	-0,44	0,34	-0,24
13д	ТОВ "ЛІКО-ХОЛДІНГ"	9,21	3,44	0,02	0,03	-2,73	-0,06	-0,05	0,00	1,19	-0,02
14д	ТОВ "СК-АГРО"	1,96	1,45	0,32	5,45	2,01	0,21	0,24	0,01	0,26	0,11
15д	ТОВ "ТРИУМФ"	0,83	0,25	0,60	0,73	0,01	0,01	0,01	0,01	0,10	0,01

*Джерело:* розраховано автором на основі фінансових коефіцієнтів, що використані для аналізу фінансових параметрів підприємств-емітентів корпоративних облігацій.

**Характеристика рейтингової методології агентств, які мають право визначати обов'язкові рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів в Україні (2018 р.)**

Агентство	Принципи рейтингової діяльності (рейтингування)	Характеристика методичного забезпечення	Критерії (фактори) визначення рейтингової оцінки
1	2	3	4
<b>ТОВ Рейтингове агентство «Кредит- Рейтинг» [169]</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– якість і чесність рейтингового процесу;</li> <li>– незалежність рейтингового агентства й запобігання виникнення конфліктів інтересів;</li> <li>– відповідальність рейтингового агентства перед інвесторами й емітентами;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– обробка налагою клієнтом інформації, а також інформації, доступної агентству з інших джерел, визнаних надійними, відбувається з використанням спеціальних методик;</li> <li>– методологія містить перелік критеріїв, які досліджуються у процесі рейтингової процедури;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– -аналіз ринку;</li> <li>– -аналіз організаційно-правової структури;</li> <li>– -ринкові та виробничі ризики підприємства;</li> <li>– -фінансовий аналіз;</li> <li>– -аналіз ознак фіктивності;</li> </ul>
<b>ТОВ Рейтингове агентство «Експерт- Рейтинг» [170]</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– колегіальність прийняття рішень про присвоєння та оновлення рейтингів;</li> <li>– невтручання директора у процес прийняття рішення про присвоєння та оновлення рейтингу;</li> <li>– максимальна можлива прозорість рейтингового процесу;</li> <li>– надання переваги показникам, які мають стандартизований розрахунок та можуть порівнюватись з середнім значенням по ринку;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– методика визначення рейтингової оцінки (рейтингова процедура; принципи та критерії визначення рейтингової оцінки);</li> <li>– шкала кредитних рейтингів;</li> <li>– інформаційне забезпечення рейтингового процесу;</li> <li>– порядок проведення аналізу емітента та його цінних паперів на предмет відповідності ознакам фіктивності;</li> <li>– уникнення конфлікту інтересів при визначенні кредитного рейтингу;</li> <li>– застереження щодо використання тексту компонентів методичного забезпечення рейтингового процесу;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– положення компанії на ринку;</li> <li>– ефективність роботи;</li> <li>– фінансова політика компанії;</li> <li>– фінансова стійкість;</li> <li>– диверсифікація бізнесу та масштаб;</li> <li>– кредитна історія;</li> <li>– додаткові критерії;</li> <li>– аналіз ознак фіктивності.</li> </ul>

## Продовження дод. Ж

1	2	3	4
<p><b>ТОВ Рейтингове агентство «ІВІ-Рейтинг» [116]</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– якість та цілісність оцінки;</li> <li>– незалежність та уникнення конфліктів інтересів;</li> <li>– відповідальність перед інвесторами та емітентами;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– комплексний кредитно-рейтинговий аналіз, що ґрунтується на використанні методів та підходів, що включають аналіз як кількісних, так і якісних показників, які характеризують діяльність суб'єкту рейтингування за певний період часу, а також оцінює можливості їхньої зміни у майбутньому, виходячи з попередньої динаміки та впливу оточуючого середовища;</li> <li>– не використовується заздалегідь визначений ваговий коефіцієнт для кожного з рейтингових факторів або за різними складовими в рамках кожного з факторів;</li> <li>– як загальний орієнтир, коли один із елементів значно слабший ніж інші, він може мати більш високу вагу в процесі аналізу;</li> </ul>	<p>Аналіз зовнішнього середовища:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– нормативна база, що регулює діяльність;</li> <li>– статистичні дані та тенденції розвитку галузі;</li> <li>– основні гравці та ринкові позиції;</li> <li>– галузеві ризики.</li> </ul> <p>Аналіз внутрішнього середовища:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– бізнес-профіль;</li> <li>– система менеджменту;</li> <li>– фінансовий профіль.</li> </ul> <p>Аналіз ознак фіктивності.</p>
<p><b>ТОВ Рейтингове агентство «Стандарт-Рейтинг» [117]</b></p>	<p>інформація відсутня;</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– оцінка кожної із груп критеріїв – відповідно до національної шкали довгострокових кредитних рейтингів (при оцінці груп критеріїв враховуються поточні зміни кон'юнктури ринку; середні значення показників по профільному ринку підприємства або по сукупності компаній, які мають схожу спеціалізацію із підприємством; останні цінові тенденції на профільному ринку підприємства);</li> <li>– корекція оцінки на масштаб роботи підприємства та рівень зовнішньої підтримки від акціонерів (пайовиків);</li> <li>– узагальнення всіх груп критеріїв, за якими проводиться оцінка, із врахуванням впливу і масштабу зовнішньої підтримки від акціонерів;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– вплив макроекономічних ризиків на емітента;</li> <li>– вплив галузевих ризиків емітента;</li> <li>– визначення ринкової частки емітента;</li> <li>– забезпеченість власним капіталом, підтримка акціонерів (пайовиків);</li> <li>– ділова активність підприємства та її динаміка;</li> <li>– ефективність роботи компанії;</li> <li>– фінансова стійкість та здатність обслуговувати борг;</li> <li>– аналіз додаткових гарантій за облігаціями (у разі наявності);</li> <li>– «сплячі» критерії;</li> <li>– аналізу підприємства (емітента) та його цінних паперів на предмет відповідності ознакам фіктивності.</li> </ul>

## Продовження дод. Ж

1	2	3	4
<p><b>ТОВ Рейтингове агентство «Рюрік» [118]</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– незалежність висновків рейтингового агентства щодо будь-якого об'єкта рейтингування;</li> <li>– прагнення до максимальної об'єктивності та точності визначення рейтингів;</li> <li>– колегіальність прийняття рішень щодо присвоєння та уточнення кредитних рейтингів;</li> <li>– публічність рейтингових оцінок та своєчасність розкриття інформації;</li> <li>– професіоналізм та дотримання норм ділової етики;</li> <li>– інформаційна відкритість та фінансова прозорість діяльності агентства;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– всебічний, комплексний кредитний аналіз, що передбачає дослідження системи якісних та кількісних характеристик об'єкту рейтингування (для проведення такого аналізу Агентство використовує власну авторську методологію рейтингування, яка розроблена з урахуванням специфічних властивостей різних видів та типів позичальників та їх боргових інструментів);</li> </ul>	<p>Широка база критеріїв із проведенням ретельного розгляду фундаментальних зовнішніх та внутрішніх факторів, зокрема:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– аналіз підприємства на ринку;</li> <li>– аналіз бізнес-процесів;</li> <li>– аналіз фінансово-господарської діяльності;</li> </ul>
<p><b>Moody's Investors Service (USA)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– незалежність рейтингових оцінок від стану комерційних відносин з учасниками ринку капіталів;</li> <li>– ретельність рейтингової процедури та точність рейтингових оцінок;</li> <li>– професійний підхід та дотримання норм ділової етики;</li> <li>– урахування рейтингового триггеру (можливих каузальних наслідків інформації щодо рейтингування);</li> <li>– скептичне ставлення до рейтингових прогнозів;</li> <li>– конфіденційність неопублічної інформації, що використовується для рейтингування;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– в основі методики рейтингування покладено фундаментальний кредитний аналіз, який охоплює оцінку комерційної діяльності компанії, аналіз річної звітності та оцінку якості менеджменту;</li> <li>– рейтинговий прогноз характеризує ймовірність виконання зобов'язань емітентом за отриманими кредитами, емітованими облігаціями та іншими цінними паперами з урахуванням вірогідних сценаріїв розвитку;</li> <li>– проводиться оцінка ймовірності настання того чи іншого сценарію та вагомості його впливу на кредитоспроможність;</li> <li>– результуючою величиною від показника ймовірності дефолту є очікувана частка збитків у разі невиконання зобов'язань;</li> <li>– агентство оприлюднює вагові коефіцієнти для кожної групи факторів та трансформує якісні параметри у кількісні показники з допомогою мапінга;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– система показників містить п'ять ключових факторів (критеріїв):</li> <li>1) масштаби діяльності (виручка, величина необоротних активів);</li> <li>2) профіль бізнесу;</li> <li>3) рентабельність;</li> <li>4) фінансовий важіль та ліквідність;</li> <li>5) фінансова політика;</li> <li>– деякі з цих факторів також включають ряд субфакторів;</li> </ul>



## Продовження дод. Ж

1	2	3	4
<p><b>Проект Закону «Про рейтингування» [160]</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– законодавчого визначення умов здійснення рейтингової діяльності;</li> <li>– добровільності присвоєння рейтингу;</li> <li>– об'єктивності присвоєння рейтингу;</li> <li>– незалежності рейтингового агентства від будь-якого зовнішнього чи внутрішнього впливу при здійсненні рейтингової діяльності;</li> <li>– публічності присвоєних рейтинговим агентством рейтингів;</li> <li>– дотримання принципів ділової етики;</li> <li>– колегіальності прийняття рішень;</li> <li>– відповідальності рейтингового агентства за порушення норм, чинного законодавства;</li> <li>– державного регулювання рейтингової діяльності та нагляду за її здійсненням;</li> <li>– суб'єктивності визначених рейтингових оцінок;</li> <li>– самостійності присвоєння рейтингу;</li> <li>– скептичного ставлення до рейтингу.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– рейтингові методології є жорсткими, систематичними, послідовними та підлягають обґрунтуванню, що здійснюється на основі історичного досвіду, включаючи проведення тестування на основі історичних даних (бек-тестинг);</li> <li>– агентство забезпечує чітке вказування базової методології або версії методології, використаної при встановленні рейтингу, з посиланням на її вичерпний опис та повинно пояснити факт використання більш ніж однієї методології, або коли посилання лише на базову методологію може спричинити упущення інвесторами інших важливих аспектів кредитного рейтингу, включаючи будь-які значні коригування та відхилення, разом із зазначенням того як різні методології або такі інші аспекти беруться до уваги в кредитному рейтингу.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– рейтингова шкала – сукупність рівнів, кожен з яких визначає певну групу факторів, що характеризують об'єкт рейтингування в залежності від виду рейтингу.</li> </ul>

*Джерело:* систематизовано автором на основі вимог проекту Закону України «Про рейтингування», які наведені щодо рейтингової методології та ключових аспектів рейтингових методологій, що оприлюднені провідними вітчизняними рейтинговими агенціями, а також міжнародним рейтинговим агентством Moody's Investors Service (США).

**Обсяги емісії найбільшими емітентами акцій на ринку  
капіталів України у 2017 р.**

<b>№</b>	<b>Емітент</b>	<b>Обсяг емісії, млрд грн</b>	<b>Частка у загальному обсязі емісій, в %</b>
1	ПАТ «Укрзалізниця»	229,9	70,77
2	ПАТ «Приватбанк»	38,6	11,87
3	ПАТ «Державний ощадний банк України»	14,6	4,5
4	ПАТ «Промислово-інвестиційний банк»	10,3	3,17
5	ПАТ «Державний експортно- імпортний банк»	7,7	2,38
6	ПАТ «Укрпошта»	6,5	2,01
7	ПрАТ «Тютюнова фабрика Прилуки»	5,08	1,57
8	ПАТ «ВТБ банк»	2,59	0,8
9	ПАТ «Об'єднана гірничо-хімічна компанія»	1,94	0,6
10	ПАТ «Банк Кредит Дніпро»	1,19	0,37
11	Інші АТ	6,44	2,0
<b>Всього</b>		<b>324,84</b>	<b>100</b>

*Джерело: складено автором на основі даних річного звіту НКЦПФР за 2017 р. [172].*

Додаток Л

## Динаміка обсягів біржового та позабіржового сегментів ринку капіталів України, 2013-2017 рр.

Фінансові інструменти	2013		2014		2015		2016		2017	
	Млрд грн	%	Млрд грн	%	Млрд грн	%	Млрд грн	%	Млрд грн	%
<b>Біржовий ринок капіталів</b>										
<b>Акції</b>	44,9	9,69	24,46	3,95	5,22	1,88	2,08	0,93	5,02	2,44
<b>Корпоративні облігації</b>	47,5	10,25	32,8	5,30	13,5	4,87	9,2	4,10	6,12	2,97
<b>Державні облігації</b>	345,9	74,64	545,76	88,21	250,13	90,14	210,09	93,73	189,52	92,09
<b>Інші інструменти</b>	25,1	5,42	15,68	2,53	8,64	3,11	2,77	1,24	5,14	2,50
<b>Всього</b>	463,4	100,00	618,7	100,00	277,49	100,00	224,14	100,00	205,8	100,00
<b>Позабіржовий ринок капіталів</b>										
<b>Акції</b>	126,19	11,9	391,04	47,7	457,06	68,1	480,38	63,1	121,56	43,0
<b>Корпоративні облігації</b>	51,36	4,8	37,09	4,5	40,24	6,0	46,27	6,1	23,7	8,4
<b>Державні облігації</b>	375,6	35,3	142,32	17,3	33,23	5,0	129,4	17,0	66,6	23,5
<b>Інші інструменти</b>	509,68	48,0	249,95	30,5	140,27	20,9	105,52	13,9	71,04	25,1
<b>Всього</b>	1062,83	100,0	820,4	100,0	670,8	100,0	761,57	100,0	282,9	100,0

Джерело: розраховано автором на основі інформації НКЦПФР, без урахування депозитних сертифікатів НБУ [63; 172].

**Обсяги емісій акцій українськими компаніями через IPO на міжнародних  
ринках капіталів**

<b>Підприємство-емітент</b>	<b>Рік емісії</b>	<b>Інструмент</b>	<b>Організатор</b>	<b>Біржа</b>	<b>Обсяг емісії</b>
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 Диалог	LSE	187,5 млн дол США

## Продовження дод. М

1	2	3	4	5	6
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
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. Jaspem 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 автором на основі даних PwC (компанія з надання аудиторських, податкових, юридичних та консалтингових послуг) та Dragon Capital (інвестиційна компанія України) [72; 385].

**Інформація щодо лістингу та делістингу вибіркової сукупності  
корпоративних підприємств на вітчизняних фондових біржах, стан 2017 р.**

<b>Підприємство</b>	<b>Фондова біржа</b>	<b>Дата початку торгів</b>
ПАТ «Інтерпайп НТЗ»	ПФТС, лістинг	01.09.2011
ПАТ «Одесаобленерго»	Українська біржа, лістинг	21.02.2014
ПАТ «Південна генеруюча компанія»	Київська міжнародна фондова біржа, лістинг	03.08.2015
ПАТ «Укртелеком»	Перспектива, делістинг	13.01.2015
ПАТ «Хмельницькобленерго»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	31.03.2016
ПАТ «Донбасенерго»	Українська біржа, лістинг	26.03.2009
ПАТ «Миронівський хлібопродукт»	Українська біржа, лістинг	02.02.2015
ПАТ «Мотор Січ»	Українська біржа, лістинг	26.03.2009
ПАТ «Укрнафта»	Українська біржа, лістинг	19.12.2008
ПАТ «Полтавський ГЗК» (Феррекспо)	Українська біржа, делістинг	11.07.2012
ПАТ «Трест житлобуд-1»	Українська біржа, делістинг	06.12.2012
ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	Українська біржа, делістинг	21.03.2016
ПрАТ «АРМАПРОМ»	«Перспектива», делістинг	18.02.2014
ПрАТ «Житомиробленерго»	Українська біржа, делістинг	26.03.2009
ПрАТ «ЕК «Чернівціобленерго»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	25.01.2016
ПрАТ «Київобленерго»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	29.04.2016
ПрАТ «Кіровоградобленерго»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	29.04.2016
ПАТ «Форамен»	«Перспектива», делістинг	21.02.2018
ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	29.04.2016
ПАТ «УІФК»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	12.05.2015
ПАТ Туристично-готельний комплекс «Дністер»	Київська міжнародна фондова біржа, делістинг	12.05.2015
ПАТ «Київенерго»	«Перспектива», делістинг	18.01.2018
ПАТ «Металургмаш»	«Перспектива», делістинг	03.11.2016
ПАТ «ДТЕК Західенерго»	«Українська біржа», делістинг	28.11.2017
ПАТ «Яготинський рибгосп»	«Перспектива», делістинг	04.07.2016
ПрАТ «Нафтогазвидобування»	«Перспектива», делістинг	25.12.2013

*Джерело:* складено автором на основі інформаційних повідомлень та даних річних звітів НКЦПФР [172].

**Динаміка показників ROA (по чистому фінансовому  
результату) лістингових та делістингових акціонерних товариств в  
Україні, 2013–2017 рр.**

№	ПАТ	2013	2014	2015	2016	2017
1л	ПАТ «Інтерпайп НТЗ»	-0,01	-0,13	-0,08	-0,10	0,02
2л	ПАТ «Одесаобленерго»	0,00	-0,02	0,00	-0,01	0,00
3л	ПАТ «Південна генеруюча компанія»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4л	ПАТ «Укртелеком»	0,02	0,04	0,06	0,05	0,06
5л	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,07	0,03	0,03	0,01	0,02
6л	ПАТ Донбасенерго	0,15	0,03	-0,04	-0,01	0,01
7л	ПАТ Миронівський хлібопродукт	0,06	-0,45	-0,14	-0,02	0,06
8л	ПАТ Мотор Січ	0,11	0,10	0,18	0,09	0,11
9л	ПАТ Укрнафта	0,01	0,04	-0,16	-0,26	0,01
10д	ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод»	-0,02	-0,09	0,02	0,05	0,13
11д	ПАТ «ДТЕК Західенерго»	0,10	-0,01	-0,30	-0,03	-0,08
12д	ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	0,00	-0,18	-0,11	-0,05	0,03
13д	ПАТ «Київенерго»	0,11	0,01	-0,15	0,00	-0,01
14д	ПАТ «Металургмаш»	-0,13	0,50	-0,09	-0,07	-0,10
15д	ПАТ «Полтавський ГЗК» (Феррекспо)	0,03	-0,11	-0,32	0,00	0,19
16д	ПАТ «Трест житлобуд-1»	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
17д	ПАТ «Форамен»	0,00	0,00	-0,05	0,02	-0,09
18д	ПАТ «Яготинський рибгосп»	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
19д	ПАТ Туристично-готельний комплекс «Дністер»	-0,04	-0,60	-0,64	-0,21	1,43
20д	ПрАТ «ЕК «Чернівціобленерго»	0,05	0,06	0,14	0,07	0,28
21д	ПрАТ «Житомиробленерго»	0,02	0,00	0,01	0,00	0,03
22д	ПрАТ «Київобленерго»	0,00	0,00	0,01	0,01	0,04
23д	ПрАТ «Кіровоградобленерго»	0,01	-0,07	-0,08	-0,03	0,01
24д	ПрАТ «Нафтогазвидобування»	0,32	0,49	0,29	0,53	0,42
25д	ПрАТ «УІФК»	-0,04	-0,56	-0,61	-0,35	-0,16
26д	ПрАТ «Армапром»	-0,02	-0,15	-0,01	0,02	-0,05

*Джерело:* розраховано автором на основі публічної річної інформації емітентів цінних паперів.

### Напрямки дью-ділідженс підприємства

Напрямки Due Diligence	Зміст
<b>Фінансовий</b> (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 прогнозні показники CF, чистого прибутку тощо). Отримана аналітична інформація служить основою для оцінки потенціалу ринкової капіталізації підприємства, що є базою для прийняття рішення щодо інвестування коштів
<b>Комерційний</b> (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
<b>Податковий</b> (Tax DD)	Перевірці підлягають усі податкові аспекти та ризики діяльності компанії. Аналізуються податкові декларації, розрахунки та інші документи, що характеризують фактичні та планові платежі підприємства щодо загальнодержавних та місцевих податків і зборів. Завданням податкового DD є оцінка усіх податкових ризиків, пов'язаних з можливим вкладанням коштів у підприємство
<b>Правовий</b> (Legal DD)	Аналізуються найбільш істотні правові аспекти фінансово-господарської діяльності підприємства. Вивчаються питання, пов'язані з вимогам щодо ліцензування окремих видів діяльності, ризиками відповідальності, виконанням договірних зобов'язань, правильність оформлення договорів та контрактів
<b>Комплаєнс</b> (Compliance DD)	Перевірка рівня дотримання діючих на підприємстві правил та положень, у тому числі тих, які встановлені нормативно-правовими актами та глобальними нормами. Оцінюється потенціал впливу на вартість таких ризиків: ризики корупції, кіберризиків, ризик накладання санкцій, антимонопольні ризики, ризики участі у схемах відмивання коштів
<b>Організаційний</b> (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
<b>Сталого розвитку</b> (Sustainable Development DD)	Перевіряється рівень дотримання підприємством критеріїв сталого розвитку, у тому числі екологічні, економічні та соціальні аспекти діяльності емітента. Оцінюється потенціал впливу зазначених критеріїв на майбутню ринкову капіталізацію компанії
<b>Політичний</b> (Political DD)	Аналізу підлягають політичні ризики, пов'язані як з діяльністю підприємства

*Джерело:* систематизовано та складено автором.



**Обсяги емісій найбільшими емітентами корпоративних облігацій на ринку капіталів України у 2017 р.**

<b>№</b>	<b>Емітент</b>	<b>Обсяг емісії, млн грн</b>	<b>Частка у загальному обсязі, в %</b>
1	ТОВ Будспецсервіс	1130,2	13,53
2	ПАТ Альфа-Банк	1100,0	13,17
3	ПАТ ОТП Банк	800,0	9,58
4	ПАТ УКРПОШТА	600,0	7,19
5	ПрАТ НЕО ВІТА	575,19	6,89
6	ПрАТ ТРЕСТ ЖИТЛОБУД-1	559,32	6,70
7	ПАТ КРЕДОБАНК	500,0	5,99
8	ПАТ Енергопостачальна компанія «Одесаобленерго»	500,0	5,99
9	ТОВ Сервіс-технобуд	474,9	5,69
10	ПрАТ ПОЗНЯКИ-ЖИЛ-БУД	347,15	4,16
11	Інші емітенти	1763,24	21,11
	<b>Всього</b>	<b>8350</b>	<b>100</b>

*Джерело:* складено автором на основі даних річного звіту НКЦПФР за 2017 р. [172].

### Принципи корпоративного управління в Україні

Елементи ПКУ	Проблема	Інструменти вирішення проблем
1	2	3
1. Мета товариства	Розмитість цілей діяльності підприємства та відсутність чітких критеріїв їх досягнення	<ul style="list-style-type: none"> <li>– максимізація добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства та отримання дивідендів;</li> <li>– забезпечення інвестиційної привабливості корпоративних прав;</li> <li>– забезпечення умов для включення акцій до лістингу;</li> <li>– дотримання правил ділової етики та врахування інтересів суспільства в цілому</li> </ul>
2. Права акціонерів	Незахищеність прав власників	<ul style="list-style-type: none"> <li>– рівне ставлення до всіх акціонерів незалежно від кількості акцій, якими вони володіють та інших факторів;</li> <li>– право на участь в управлінні товариством шляхом участі та голосування на загальних зборах;</li> <li>– право на отримання частини прибутку та на вільне розпорядження акціями;</li> <li>– право на отримання повної та достовірної інформації про суттєві факти, що впливають на вартість цінних паперів та розмір доходу за ними;</li> <li>– рівне переважне право всіх акціонерів придбати додатково випущені акції та механізми захисту прав дрібних акціонерів;</li> <li>– запобіжники неправомірному використанню інсайдерської інформації</li> </ul>
3. Наглядова рада і виконавчий орган	Конфлікти інтересів між власниками та виконавчими органами	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ухвалення наглядовою радою стратегії, основних планів, політики управління ризиками, бізнес-планів та здійснення контролю за їх реалізацією;</li> <li>– система звітності перед загальними зборами;</li> <li>– етичні стандарти діяльності;</li> <li>– підзвітність виконавчого органу наглядовій раді та загальним зборам акціонерів;</li> <li>– розмір та форма винагороди членів виконавчого органу</li> </ul>
4. Розкриття інформації та прозорість	Нерівномірний доступ до інформації учасників фінансових відносин	<ul style="list-style-type: none"> <li>– регулярне розкриття товариством суттєвої інформації про його діяльність;</li> <li>– забезпечення рівного доступу до інформації, що розкривається, включаючи її обсяг, зміст, форму та час надання;</li> <li>– інформаційна політика, спрямована на розкриття інформації шляхом її донесення до відома всіх заінтересованих осіб в обсязі, необхідному для прийняття зважених рішень</li> </ul>

## Продовження дод. Т

1	2	3
5. Контроль за фінансово-господарською діяльністю	Недостовірна та викривлена звітність виконавчих органів	<ul style="list-style-type: none"> <li>– незалежний зовнішній аудит та механізми внутрішнього контролю;</li> <li>– стратегічний, оперативний та поточний контроль за фінансово-господарською діяльністю;</li> <li>– незалежність контролю від впливу членів виконавчого органу та інших зацікавлених осіб</li> </ul>
6. Заінтересовані особи	Наявність широкого спектру стейкхолдерів з різними цільовими функціями	<ul style="list-style-type: none"> <li>– дотримання та врахування інтересів стейкхолдерів;</li> <li>– запровадження концепції сталого розвитку;</li> <li>– доступ до інформації необхідної для ефективної співпраці;</li> <li>– обрання представників трудового колективу до складу наглядової ради</li> </ul>

*Джерело:* систематизовано та складено автором.

## Апробація моделі розрахунку справедливої вартості переважних прав на придбання акцій додаткової емісії

### Алгоритм моделі:

$$PR_f = \frac{\Delta K \times E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{\Delta FtV}{re \times (K_0 + \Delta K)} - \frac{P_0 \times \Delta K}{K_0 + \Delta K};$$

$$\frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} \geq \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K} - \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} = \frac{P_0 - E_k}{C + 1}.$$

### Вхідні дані:

- 1) ринкова капіталізація підприємства складає 2,5 млрд грн;
- 2) річний грошовий потік 500 млн грн;
- 3) очікувана інвесторами дохідність 20% /  $r_e = 0,20$ ;
- 4) в обігу знаходиться 1 млн акцій (номінал 1000 грн);
- 5) ринковий курс однієї акції перед додатковою емісією складає 2500 грн.

Для залучення фінансових ресурсів акціонерне товариство планує здійснити додаткову емісію акцій у співвідношенні 5 до 1. Це означає, що буде додатково емітовано 200 тис акцій ( $\Delta K = 200$  тис). Курс емісії – 2000 грн за акцію.

### Обчислення вартості переважного права із застосуванням обґрунтованої моделі:

У разі, якщо додаткова емісія не спрямована на реалізацію інвестиційних проектів, які генеруватимуть додаткові грошові потоки ( $\Delta FtV = 0$ ), то вартість переважного права складатиме 83,33 грн.

$$\frac{200\,000 \times 2000}{10\,000\,000 + 200\,000} - \frac{2500 \times 200\,000}{10\,000\,000 + 200\,000} = -83,33.$$

Знак (-) означає зниження ціни акції у результаті випуску в обіг додаткової кількості акцій. Справедлива вартість переважного права має

забезпечити компенсацію збитків інвесторів у результаті розмивання вартості акцій.

Справедлива вартість переважного права буде прямувати до нуля, якщо курс емісії прямуватиме до ринкового курсу або (та) підприємство генеруватиме вартість-формууючий грошовий потік, який дозволить ринковій ціні нових акцій досягти (та перевищити) курс, який мав місце до нової емісії:

$$\frac{\Delta FtV}{r_e \times (K_0 + \Delta K)} \geq \frac{P_0 \times \Delta K}{K_0 + \Delta K} - \frac{\Delta K \times E_k}{K_0 + \Delta K} = \frac{P_0 - E_k}{C + 1}$$

Мінімальну величину додаткового грошового потоку ( $\Delta FtV$ ), який має генерувати компанія, що здійснює додаткову емісію акцій для збереження ринкового курсу, що мав місце до збільшення статутного капіталу знаходимо з нерівності:

$$\Delta FtV \geq r_e \times \Delta K \times (P_0 - E_k)$$

$$\Delta FtV \geq 0,2 \times 200000 \times (2500 - 2000) = 20000000.$$

Таким чином, величина додаткових вартість-формууючих грошових потоків складає 20 млн грн. Це означає, що 400 млн грн, які підприємство має залучити у результаті додаткової емісії акцій ( $200000 \cdot 2000$ ) слід спрямувати на реалізацію інвестиційного проекту, який генеруватиме щонайменше 20 млн грн.

У цьому разі справедлива вартість переважних прав дорівнюватиме нулю:

$$PR_f = \frac{200\,000 \times 2000}{1000000 + 200000} + \frac{20000000}{0,2 \times 1200000} - \frac{2500 \times 200000}{1000000 + 200000} = 333,3 + 83,3 - 416,6 = 0.$$

За виконання зазначених умов, ринкова вартість акцій до та після додаткової емісії залишатиметься на стабільному рівні (2500 грн):

$$P_n = P_0 = \frac{500000000 + 20000000}{0,2 \times 1200000} + \frac{400000000}{1200000} = 2166,7 + 333,3 = 2500.$$

**Список публікацій здобувача****Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:**

1. Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансуванні підприємств: сучасний стан і тенденції розвитку: монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2017. 345 с. (20,5 д. а.).
2. Stetsko M., Kvasovskyi O. Motivation of Initial Public Offering of Corporate Rights on the Stock Market: Global Trends and Ukrainian Realities. Modern tendencies of fiscal policy in European economic space : monograph / edited by Doctor of Economics, Prof. Andriy Krysovatyu. Ternopol : Economic thought, 2017. P. 359–368 (особистий внесок автора: доведено, що в Україні недостатньо уваги приділяється мотивації первинного публічного розміщення корпоративних прав на фондових ринках, та визначено напрями подолання негативних тенденцій) (0,42 д. а.).
3. Стецько М. В. Акціонерні товариства – основна організаційно-економічна форма підприємництва в умовах ринкової економіки. Фінансові аспекти ринкового господарства: теорія та практика: зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1995. С. 102–107 (0,44 д. а.).
4. Стецько М. В. Фінансове планування – основна стратегія акціонерних товариств в умовах поглиблення ринкових реформ. Фінансові аспекти ринкового господарства: теорія та практика : зб. наук. праць. Тернопіль : ТАНГ, 1997. С. 76–79 (0,36 д. а.).
5. Стецько Н. В. Формы и виды кредитного обеспечения. Экономика предприятия. 2000. № 2–3. С. 59–64 (0,65 д. а.).
6. Стецько М. В., Яценко С. А. Важелі посилення інвестиційного потенціалу України. Фінанси України. 1998. № 1. С. 116–118 (особистий внесок автора: визначено проблеми залучення підприємствами фінансових ресурсів і виокремлено основні важелі посилення інвестиційного потенціалу) (0,35 д. а.).
7. Стецько М. В., Юрій І. С. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи. Фінанси України. 2000. № 4. С. 54–58 (особистий внесок автора: виявлено проблеми формування фінансових ресурсів корпоративних підприємств та обґрунтовано шляхи покращення їх фінансового забезпечення) (0,4 д. а.).
8. Стецько Н. В. Особенности формирования и управления капиталом акционерных обществ. Финансовая теория и политика современного государства : сб. науч. трудов / под ред. Величко Адамова. Изд. 1-е Болгария : АБАГАР Велико Тырново, 2002. С. 197–202 (0,4 д. а.).
9. Стецько М. В. Особливості організації фінансів суб'єктів господарювання різних форм власності. Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка». 2002. Вип. 13. С. 42–44 (0,4 д. а.).

10. Стецько М. В., Рендович П. М. Інвестиційна політика України: сучасний стан та перспективи розвитку. Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. «Економіка». 2005. Вип. 19. С. 126–129 (особистий внесок автора: проведено аналіз тенденцій інвестиційного клімату України та визначено шляхи його покращення) (0,3 д. а.).

11. Стецько М. В., Рендович П. М. Спеціальні (вільні) економічні зони. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2006. Вип. 8. С. 473–478 (особистий внесок автора: запропоновано шляхи створення сприятливих умов інвесторам на ринку капіталів України) (0,3 д. а.).

12. Стецько М. В. Використання «сигналів» з ринку капіталів для прийняття фінансових рішень підприємств. Світ фінансів. 2007. Вип. 1 (10). С. 116–123 (0,4 д. а.).

13. Стецько М. В., Терещенко О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту. Фінанси України. 2007. № 3. С. 91–99 (особистий внесок автора: обґрунтовано необхідність переходу фінансового менеджменту на засади стимулювання зростання вартості компанії) (0,4 д. а.).

14. Стецько М. В., Вовк Ю. Я. Капіталізація знань в управлінні інтелектуальним капіталом підприємства. Економічний аналіз. 2007. Вип. 1 (17). С. 293–298 (особистий внесок автора: проведено аналіз компонентів в управлінні інтелектуальним капіталом як складової фінансового забезпечення підприємств) (0,4 д. а.).

15. Стецько М. В., Терещенко О. О. Дью ділідженс (Du Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів. Збірник наукових праць Буковинського університету. Сер. «Економічні науки». 2007. Вип. 3. С. 84–93 (особистий внесок автора: доведено, що дью ділідженс є інструментом зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів) (0,4 д. а.).

16. Стецько М. В. Виявлення і оцінка непрямих витрат інвесторів при ухваленні рішень по емісії цінних паперів. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2007. Вип. 9, ч. 4. С. 341–349 (0,4 д. а.).

17. Стецько М. В. Підвищення ефективності корпоративного управління як фактор активізації ринку капіталів. Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины. Актуальные проблемы реформирования экономики в регионе : сб. науч. тр. Ин-та экономики промышленности НАН Украины; Краматорского экономико-гуманитарного ин-та. 2007. С. 260–265 (0,5 д. а.).

18. Стецько Н. В. Влияние деятельности фондовых рынков на формирование рыночной цены корпоративных ценных бумаг: мировые тенденции и перспективы. Бизнес Информ. 2007. № 12 (1). С. 166–168 (0,4 д. а.).

19. Стецько М. В. Контролінг первинного розміщення акцій підприємств на фондовому ринку. Формування ринкової економіки : зб. наук. праць КНЕУ. Спецвип. Київ, 2008. С. 456–464 (0,5 д. а.).

20. Stetsko N. Problemy ukraïnskikh przedsiebiorstw na miedzynarodowym rynku kapitalowym. Wdrażanie rozwoju zrownowazonego: strategie i instrumenty. Czestochowa : Wydawnictwo Akademii Polonijnej w Czestochowie «Educator», 2008. Wydanie 1. P. 63–73 (0,7 д. а.).

21. Стецько М. В. Оптимізація первинного розміщення корпоративних цінних паперів на фондових ринках. Наука й економіка. 2009. Вип. 3 (15), т. 1. С. 108–114 (0,5 д. а.).

22. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Проблемні аспекти прямого оподаткування страхових компаній в Україні. Фінанси України. 2011. № 1 (182). С. 52–63 (особистий внесок автора: доведено, що страхування є одним з джерел довгострокових інвестицій і потребує активного втручання держави з метою нейтралізації негативних явищ) (0,65 д. а.).

23. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М., Радова Н. В. Впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проєктів для інституційних інвесторів. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер. «Економіка». 2012. Вип. 19. С. 291–294 (особистий внесок автора: обґрунтовано механізми впровадження технологій фінансового маркетингу у процесі відбору інвестиційних проєктів на ринку капіталів) (0,2 д. а.).

24. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Аналіз фінансових активів інститутів спільного інвестування в структурній модернізації економіки. Економічний аналіз. 2012. Вип. 10, ч. 2. С. 10–12 (особистий внесок автора: здійснено оцінювання активів інститутів спільного інвестування як важливих інструментів ринку капіталів) (0,2 д. а.).

25. Стецько М. В., Терещенко О. О. Системи показників у концепції фінансового контролінгу у сфері бізнесу. Фінанси України. 2013. № 11. С. 66–83 (особистий внесок автора: обґрунтовано та запропоновано рекомендації щодо вдосконалення алгоритмів розрахунку системи вартісно-орієнтованих показників) (0,8 д. а.).

26. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Механізм фінансування зовнішньоекономічної діяльності в умовах реалізації пріоритетних економічних реформ. Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. «Економічні науки». 2015. Вип. 13, ч. 2. С. 111–114 (особистий внесок автора: досліджено доцільність застосування портфельних методів у процесі формування фінансових ресурсів, а також можливості використання новітніх систем розрахунків) (0,3 д. а.).

27. Стецько М. В. Залежність ціни залучення капіталу корпоративним сектором економіки від кредитних рейтингів країни. Фінанси України. 2015. № 5. С. 92–103 (0,8 д. а.).

28. Стецько М. В. Вплив ймовірності дефолту на ставку витрат підприємства на позичений капітал. Фінанси України. 2015. № 8. С. 88–100 (0,9 д. а.).

29. Стецько М. В. Прагматика теоретичних досліджень у сфері корпоративних фінансів. Світ фінансів. 2015. Вип. 3. С. 130–143 (1,2 д. а.).



30. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. Економічний аналіз. 2016. Т. 25, № 1. С. 158–168 (1,05 д. а.).

31. Стецько М. В. До питання про формування ринку капіталів в Україні. Бізнес Інформ. 2016. № 12. С. 193–199 (1,45 д. а.).

32. Стецько М. В. Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. Глобальні та національні проблеми економіки. 2016. Вип. 10. С. 860–865. URL: <http://global-national.in.ua/archive/10-2016/179.pdf> (0,65 д. а.).

33. Стецько М. В. Функціональні зв'язки між корпоративними фінансами та ринком капіталів. Світ фінансів. 2016. Вип. 4 (49). С. 95–107 (1,05 д. а.).

34. Стецько М. В. Інструментарій корпоративних облігацій у фінансуванні підприємств. Економічний аналіз. 2017. Т. 27, № 2. С. 57–67 (0,95 д. а.).

35. Стецько М. В., Квасовський О. Р. Сучасні трансформації та проблемні аспекти оподаткування фінансових результатів діяльності страховиків в Україні. Світ фінансів. 2017. Вип. 3 (52). С. 19–33 (особистий внесок автора: виявлено певні проблеми у діючому порядку визначення оподаткованого прибутку страхових компаній і запропоновано рекомендації з удосконалення технології оподаткування) (0,55 д. а.).

36. Стецько М. В. Система регулювання ринку капіталів України: міжнародний вимір. Фінанси України. 2017. № 2. С. 96–109 (0,95 д. а.).

37. Стецько М. В., Терещенко О. О. Діагностика неплатоспроможності підприємств як технологія підтримки прийняття фінансових рішень. Ефективна економіка. 2017. Вип. 3. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=5521> (особистий внесок автора: досліджено питання, пов'язані з діагностикою неплатоспроможності підприємств, та обґрунтовано концепцію прогнозування їх банкрутства) (0,55 д. а.).

38. Стецько М. В. Активізація ринку капіталів у фінансуванні реального сектору економіки. Облік і фінанси. 2017. № 2 (76). С. 107–115 (1,2 д. а.).

39. Stetsko M. Due-diligence in initial public offering of corporate securities. *Evropský časopis ekonomiky a managementu*. 2018. Vol. 4, is. 4. P. 61–67 (0,7 д. а.).

40. Стецько М. В. Рейтинг підприємства як детермінанта прийняття рішень на ринку капіталів. Економічний простір. 2018. № 133. С. 200–213 (0,75 д. а.).

41. Стецько М. В. Переважні права на придбання акцій нової емісії як інструмент корпоративного управління. Світ фінансів. 2018. Вип. 3 (56). С. 117–127 (0,95 д. а.).

#### **Наукові праці апробаційного характеру:**

42. Stetsko N. The Problems of Globalization of World Finances. Finance : 50th Anniversary Financial Conference (Svishtov, 11–12 April 2002). Bulgaria : Abagar, Veliko Tarnovo, 2002. P. 225–232 (0,5 д. а.).

43. Стецько М. В. Залучення іноземних інвестицій у процесі євроінтеграції України. Проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 13 квіт. 2006 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2006. С. 29–31 (0,2 д. а.).

44. Стецько М. В. Вплив витрат інвесторів на емісію корпоративних цінних паперів. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 18 квіт. 2007 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 174–176 (0,2 д. а.).

45. Стецько М. В. Механізм обмеження трансакційних витрат інвесторів. Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 8–9 жовт. 2007 р.). Чернівці : Буковин. держ. фін. акад., 2007. С. 26–30 (0,3 д. а.).

46. Стецько М. В. Корпоративні цінні папери на ринку фінансових послуг: стратегія і тактика. Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали 1-ї наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 24–26 жовт. 2007 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2007. С. 344–346 (0,2 д. а.).

47. Стецько М. В. Розвиток фондового ринку: реалії та перспективи. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період : матеріали Наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 16 квіт. 2008 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 11–16 (0,2 д. а.).

48. Стецько М. В. Особливості залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 16–17 жовт. 2008 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2008. С. 225–229 (0,2 д. а.).

49. Стецько М. В. Концепція первинного розміщення акцій підприємств на ринку капіталів. Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва : матеріали Наук.-практ. конф. (м. Ірпінь, 28 берез. 2008 р.). Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2008. С. 315–316 (0,2 д. а.).

50. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Сучасний ринок фінансових послуг в умовах системних перетворень. Фінансова система України : становлення та розвиток : матеріали Наук.-практ. конф. (м. Острог, 2012 р.). Острог : Нац. ун-т «Остроз. акад.», 2012. С. 135–137 (особистий внесок автора: визначено сучасний стан ринку фінансових послуг та шляхи його активізації) (0,1 д. а.).

51. Стецько М. В. Особливості розміщення корпоративних цінних паперів в Україні. Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в умовах проведення системних реформ : матеріали Загально-унів. підсумк. наук. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 10 квіт. 2013 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2013. С. 121–123 (0,2 д. а.).

52. Стецько М. В., Алексеєнко Л. М. Страховий ринок і міжнародна інтеграція: інституційний підхід. Грудневі читання – 2013 : зб. тез доп. Міжнар.

наук.-практ. конф. (м. Київ, 13 груд. 2013 р.). Київ : Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2013. С. 20–23 (особистий внесок автора: визначено сучасний стан страхового ринку та шляхи його активізації) (0,1 д. а.).

53. Стецько М. В. Механізми залучення фінансових ресурсів у процесі глобалізації. Фінансово-банківські та адміністративні послуги: проблеми управління та перспективи розвитку : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. проф.-виклад. складу (м. Тернопіль, 12–13 лист. 2015 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2015. С. 288–289 (0,1 д. а.).

54. Стецько М. В. До питання щодо сутності та функцій корпоративних фінансів. Інноваційна економіка: макро-, мезо- та мікрорівні : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Херсон, 10–11 груд. 2015 р.). Херсон : Херсон. Держ. ун-т, 2015. С. 137–140 (0,3 д. а.).

55. Стецько М. В. Інформаційна асиметрія на ринку капіталів та її вплив на прийняття фінансових рішень. Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 11–12 груд. 2015 р.). Ч. 2. Ужгород : Ужгород. нац. ун-т, 2015. С. 84–87 (0,3 д. а.).

56. Стецько М. В. Напрямки реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : матеріали I Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 22 черв. 2016 р.). Київ : КНЕУ, 2016. С. 322–325 (0,3 д. а.).

57. Стецько М. В. Фактори впливу на ставку витрат підприємства за користування позичковим капіталом. Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія : зб. наук. праць (м. Тернопіль, 28 листоп. 2016 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 135–139 (0,25 д. а.).

58. Стецько М. В. Короткострокові джерела фінансування та інструменти короткострокових запозичень корпоративних підприємств. Формування єдиного європейського фінансового простору та розвиток світової фінансової думки : зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 25 трав. 2016 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2016. С. 103–107 (0,2 д. а.).

59. Стецько М. В. Каузальні взаємозв'язки між ймовірністю дефолту підприємства та процентними ставками на капітал. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матеріалів I Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 21 черв. 2017 р.). Київ : КНЕУ, 2017. С. 160–162 (0,2 д. а.).

60. Стецько М. В. Детермінанти спреду доходності за корпоративними облигаціями. Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України : зб. матеріалів Наук.-практ. конф. (м. Київ, 28–29 верес. 2017 р.). Київ : Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, 2017. С. 475–479 (0,2 д. а.).

61. Стецько М. В. Вплив інформаційної ефективності ринку капіталів на алокацію ресурсів. Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 3–4 берез. 2017 р.). Одеса : ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2017. С. 204–206 (0,2 д. а.).

62. Стецько М. В. Інструменти зменшення інформаційної асиметрії у процесі публічного розміщення цінних паперів. The Modern Trends in the Development of Business Social Responsibility : II International Scientific

Conference (Lisbon, Portugal, 29 June 2018). Part II. Lisbon : Nova University, Nova School of Business and Economics, 2018. P. 111–113 (0,2 д. а.).

63. Стецько М. В. Пріоритети розвитку вітчизняного ринку капіталу. Сучасні проблеми обліку, аналізу, аудиту й оподаткування суб'єктів господарської діяльності: теоретичні, практичні та освітянські аспекти : зб. наук. пр. за матеріалами III Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 28–29 берез. 2019 р.). Ч. 2. Дніпро : НМетАУ, 2019. С. 345–349 (0,2 д. а.).

64. Stetsko M., Brych V., Manzhula V., Halysh N., Holubchak O., Korol S. Management of Enterprise Assortment Policy by Production of Solid Biofuels. 2019 9th International Conference on Advanced Computer Information Technologies (Ceske Budejovice, Czech Republic, 5–7 June 2019). Ceske Budejovice : University of South Bohemia, Czech Republic, 2019. P. 370–373 (особистий внесок автора: обґрунтовано та розраховано взаємозв'язок рішень менеджменту з ефективною діяльністю підприємств) (0,1 д. а.).

65. Стецько М. В. Ринок капіталу як фактор корпоративного розвитку. Сучасні детермінанти фіскальної політики: локальний та міжнародний вимір : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 10 верес. 2019 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2019. С. 153–156 (0,2 д. а.).

66. Стецько М. В. Важелі вибору інструментів довгострокового та середньострокового фінансування підприємств. Інноваційний розвиток та безпека підприємства в умовах неоіндустріального суспільства : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луцьк, 31 жовт. 2019 р.). Луцьк : Східноєвроп. нац. ун-т ім. Лесі Українки. 2019. С. 131–133 (0,15 д. а.).

## Апробація результатів дисертації

Назви конференції, конгресу, симпозиуму, семінару, школи	Місце проведення	Дата проведення (із зазначенням числа, місяця та року)
1	2	3
Finance: 50th Anniversary Financial Conference	м. Свіщов (Болгарія)	11–12 квітня 2002 р.
Наукова конференція професорсько-викладацького складу «Проблеми фінансової теорії та практики в постстабілізаційний період»	м. Тернопіль	13 квітня 2006 р.
Наукова конференція професорсько-викладацького складу «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період»	м. Тернопіль	18 квітня 2007 р.
Міжнародна науково-практична конференція «Особливості фінансово-бюджетного регулювання соціально-економічного розвитку регіону»	м. Чернівці	8–9 жовтня 2007 р.
Перша науково-практична конференція «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки»	м. Тернопіль	24–26 жовтня 2007 р.
Наукова конференція професорсько-викладацького складу «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період»	м. Тернопіль	16 квітня 2008 р.
Друга науково-практична конференція «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки»	м. Тернопіль	16–17 жовтня 2008 р.
Науково-практична конференція «Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва»	м. Ірпінь	28 березня 2008 р.
Науково-практична конференція «Фінансова система України: становлення та розвиток»	м. Острог	2012 р.
Загально-університетська підсумкова наукова конференція професорсько-викладацького складу «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в умовах проведення системних реформ»	м. Тернопіль	10 квітня 2013 р.

1	2	3
Міжнародна науково-практична конференція «Грудневі читання – 2013»	м. Київ	13 грудня 2013 р.
Міжнародна науково-практична конференція професорсько-викладацького складу «Фінансово-банківські та адміністративні послуги: проблеми управління та перспективи розвитку»	м. Тернопіль	12–13 листопада 2015 р.
Міжнародна науково-практична конференція «Інноваційна економіка: макро-, мезо- та мікрорівні»	м. Херсон	10–11 грудня 2015 р.
Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції»	м. Ужгород	11–12 грудня 2015 р.
Перша Всеукраїнська науково-практична конференція «Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку»	м. Київ	22 червня 2016 р.
Другі наукові читання пам'яті С. І. Юрія	м. Тернопіль	28 листопада 2016 р.
Всеукраїнська науково-практична конференція «Формування єдиного європейського фінансового простору та розвиток світової фінансової думки»	м. Тернопіль	25 травня 2016 р.
Перша Міжнародна науково-практична конференція «Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку»	м. Київ	21 червня 2017 р.
Науково-практична конференція «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України»	м. Київ	28–29 вересня 2017 р.
Міжнародна науково-практична конференція «Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи»	м. Одеса	3–4 березня 2017 р.
II International Scientific Conference «The Modern Trends in the Development of Business Social Responsibility»	м. Лісабон (Португалія)	29 червня 2019 р.
Третя Всеукраїнська науково-практична конференція «Сучасні проблеми обліку, аналізу, аудиту й оподаткування суб'єктів господарської діяльності: теоретичні, практичні та освітні аспекти»	м. Дніпро	28–29 березня 2019 р.
9th International Conference on Advanced Computer Information Technologies (Scopus)	м. Чеське Будейовіце (Чехія)	5–7 червня 2019 р.
Третя Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні детермінанти фіскальної політики: локальний та міжнародний вимір»	м. Тернопіль	10 вересня 2019 р.
Науково-практична конференція «Інноваційний розвиток та безпека підприємства в умовах неіндустріального суспільства»	м. Луцьк	31 жовтня 2019 р.



## ВЕРХОВНА РАДА УКРАЇНИ

Комітет з питань фінансової політики і банківської діяльності

01008, м. Київ-8, вул. М. Грушевського, 5, тел.: 255-21-37, факс: 255-24-25

№ 04-37/9-282

"21" серпня 2018 р.

Голові спеціалізованої вченої ради  
Тернопільського національного  
економічного університету  
д.е.н., проф. Крисоватому А.І.

### Довідка

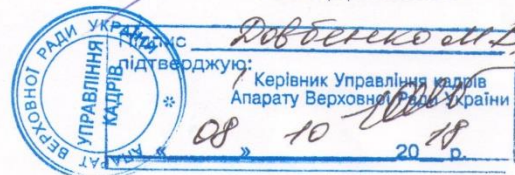
про впровадження результатів наукового дослідження  
доцента кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування  
Стецька Миколи Васильовича на тему «Ринок капіталів у фінансовому  
забезпеченні корпоративних підприємств в Україні»

Подані до впровадження результати дисертаційного дослідження здобувача наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – «Гроші, фінанси і кредит» Тернопільського національного економічного університету, к.е.н., доцента Стецька Миколи Васильовича на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» містять пропозиції щодо удосконалення окремих положень нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів в Україні, законодавства про акціонерні товариства.

Довідка є підтвердженням того, що рекомендації дослідника щодо адаптації законодавчих актів у сфері регулювання ринку капіталів до вимог Євродиректив, забезпечення транспарентної діяльності емітентів цінних паперів та урегулювання механізму використання переважних прав (зокрема, обґрунтування необхідності запровадження торгівлі переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав) були враховані при розробці низки законодавчих ініціатив, зокрема законопроектів «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» реєст. №7055 та «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів)» реєст. № 5592-д.

Перший заступник  
Голови Комітету,  
д.е.н.

М.В. Довбенко





## РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

вул. Інститутська, 9, м. Київ, 01601, Україна, тел. 230-18-46, факс 230-18-56, e-mail: rada.nbu@bank.gov.ua

23.10.2018 № 10 007/56693  
На № \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді  
Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дослідження  
к.е.н., доц. кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування  
Тернопільського національного економічного університету

**Стецька Миколи Васильовича**

Певні узагальнення, висновки і пропозиції отримані в дисертації Стецька М. В. на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» використовувались в процесі напрацювання окремих рекомендацій та розробки Радою Національного банку України Основних засад грошово-кредитної політики, зокрема:

- оцінка банкоцентричного характеру фінансового ринку України (корпоративний сектор в повній мірі залежить від кредитів банківських установ і як наслідок від фінансового стану банківської системи);
- методичний підхід до визначення прямих та зворотних каузальних зв'язків між макроекономічними показниками (валові резерви НБУ, сальдо рахунку поточних операцій, обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку та ін.) і показниками розвитку ринку капіталів.

Голова Ради,  
академік НАН України

Б. М. Данилишин



Продовж. дод. Ц

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ  
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**



**NATIONAL SECURITIES  
AND STOCK MARKET  
COMMISSION**

вул. Московська, 8, корпус 30  
м. Київ, 01010, Україна  
тел./факс 280-40-95  
тел./факс 254-23-31  
Код ЄДРПОУ 37956207  
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)

Building 30, 8, Moskovska St.,  
Kyiv, 01010, Ukraine  
phone/fax +38(044)254-25-70  
phone/fax +38(044)254-23-77  
Code of USRCOU 37956207  
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)

23.11.18 № 04/34900  
На № \_\_\_\_\_

**Спеціалізованій  
вченій раді Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету**

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дослідження к.е.н.,  
доцента кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування  
Тернопільського національного економічного університету  
Стецька Миколи Васильовича на тему:  
**«Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних  
підприємств в Україні»**

Результати наукових досліджень, що були отримані Стецьком М.В. при написанні докторської дисертації на тему: «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» прийняті до впровадження у процесі розробки заходів, передбачених Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Зокрема, ураховано рекомендації автора щодо посилення контролю за діяльністю рейтингових агентств (у частині оприлюднення ними інформації щодо методології рейтингового оцінювання); введення поняття «відмова функціонування ринку капіталу», яке характеризує ситуацію, за якої ринок не виконує свої функції через інформаційну неефективність; заснування міждержавної (регіональної) фондової біржі; запровадження принципу «єдиного вікна» при реєстрації емісії цінних паперів; удосконалення механізму використання переважних прав на придбання акцій нової емісії (у тому числі щодо оцінювання їх справедливої вартості). Практична імплементація зазначених рекомендацій сприятиме перезапуску вітчизняного ринку капіталів.

Керівник апарату

О.А.Сахнацька



223263



Продовж. дод. Ц



ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ  
ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ І ТОРГІВЛІ

46021, м. Тернопіль, вул. М.Грушевського, 8, тел./факс (0352) 52-33-83  
e-mail: mail@economy.te.gov.ua, код згідно з ЄДРПОУ 40388463

30.08.2018 № 01/1-154

На № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді  
Тернопільського національного  
економічного університету

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Стецька Миколи Васильовича кандидата економічних наук,  
доцента кафедри фінансів суб'єктів господарювання Тернопільського  
національного економічного університету

У дисертації Стецька М. В. на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, виконаної на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» обґрунтовані науково-практичні пропозиції щодо теоретико-методологічних засад та прагматичних аспектів фінансового забезпечення реального сектору економіки та визначено на цій основі шляхи посилення ролі ринку капіталів у фінансуванні операційної та інвестиційної діяльності підприємств.

Відповідні рекомендації та пропозиції дослідника стосовно: (а) запровадження у вітчизняну економіку альтернативних моделей вирішення проблем фінансового забезпечення корпоративних підприємств; (б) запобігання конфліктів між власниками і менеджментом; (в) підвищення ефективності корпоративного управління, зокрема на основі впровадження інноваційних інструментів інформаційно-комунікаційної політики та вартісно-орієнтованих критеріїв оцінювання ефективності діяльності виконавчих органів компаній, що сприятиме зменшенню витрат на залучення капіталу підприємствами-емітентами та підвищенню рентабельності вкладень для інвесторів були використані Департаментом економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації при аналізі стану і тенденцій розвитку промисловості та розробленні проекту програми соціально-економічного та культурного розвитку Тернопільської області на 2018 рік

Директор департаменту



Г.М.ВОЛЯНИК



**ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ  
«МРІЯ ТРЕЙДИНГ»**

47602, Тернопільська область, Козівський район,  
Смт.Козова, вул. І.Богуна, будинок 8  
П/р 26006200918002, Банк АКБ "СТПІБАНК", м.Київ, МФО 300584  
тел./факс: 0800 508 805  
e-mail: info@mriya.ua, www.mriya.ua

**31.08.2018р.**

**Спеціалізованій вченій  
раді Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету**

### **ДОВІДКА**

**про впровадження результатів дослідження кандидата економічних наук,  
доцента кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування  
Тернопільського національного економічного університету  
Стецька Миколи Васильовича**

Узагальнення, окремі висновки та пропозиції отримані в дисертації Стецька М. В. на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» використовується в діяльності компанії «МРІЯ Агрохолдинг», зокрема:

- методичні підходи до трактування детермінант прийняття рішень на ринку капіталів з огляду на біхевіористичну складову ціноутворення на фондовому ринку. Доведено, що ключовими орієнтирами прийняття рішення капіталодавцями щодо вкладання коштів у корпоративні цінні папери повинна бути очікувана доходність вкладень, яка залежить від фінансово-інвестиційних ризиків, та кредитно-інвестиційних рейтингів емітентів цінних паперів. Інструментами подання інформаційних сигналів щодо здатності підприємства генерувати вартість, з одного боку, та виконувати свої зобов'язання – з іншого повинні бути дью-ділідженс-репорт та рейтингова оцінка;
- критерії оцінювання ефективності виконавчого органу (як агента) у рамках системи корпоративного управління та ефективної системи мотивації.

**В.о. HR директора**



**Н.М. Кафтан**



## КОМАНДИТНЕ ТОВАРИСТВО

«ЗАПОРІЗЬКИЙ ЗАВОД ВИСОКОВОЛЬТНОЇ АПАРАТУРИ – ВАКАТОВ» І КОМПАНІЯ»  
КТ «ЗВА»

Дніпропетровське шосе, 13, м. Запоріжжя, 69069  
Телефон (061) 2206400, 2206402, Факс (061) 2206319, 2206311  
E-mail: office@zva.zp.ua WEB: http://www.zva.zp.ua  
Код ЄДРПОУ 05755559  
р/р 2600 7 001006 838 в ПАТ «МОТОР-БАНК», м. Запоріжжя,  
МФО 313009

\_17.05.2017\_ №\_2/01-04- 209\_ На № \_\_\_\_\_ Від \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді  
Д 58.082.01  
Тернопільського національного  
економічного університету

### ДОВІДКА

*про впровадження результатів кандидата економічних наук,  
доцента кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування  
Тернопільського національного економічного університету  
Стецька Миколи Васильовича*

Системно розкриті Стецьком М. В. в дисертаційній роботі на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» методологічні та організаційні положення фінансового забезпечення підприємств реального сектору економіки знайшли застосування в КТ «Запорізький завод високовольтної апаратури – Вакатов» і Компанія»:

- логічно-дедуктивної система показників, в основі якої покладено розщеплення вартісно-орієнтованого показника (економічної доданої вартості) на окремі фактори, що впливають на рівень досягнення вартісно-орієнтованих цілей підприємства. Запропонована система показників дає змогу оцінити результативність операційної діяльності підприємства та забезпечити моніторинг факторів, що впливають на показник економічної доданої вартості;

- концепція контролінгу первинного публічного розміщення корпоративних цінних паперів, як системи інформаційної підтримки, координації, планування, аналізу, управління ризиками та контролю, яка в сукупності зорієнтована на підвищення ефективності первинного публічного розміщення акцій. Контролінг IPO сприятиме забезпеченню координації обов'язкових заходів, які є необхідною умовою допуску цінних паперів до торгівлі на фондовій біржі, а також заходів щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу).

Фінансовий директор КТ «ЗВА»  
д.е.н., проф.



Н.Г. Метеленко

Продовж. дод. Ц

"ЗАТВЕРДЖУЮ"  
 Проректор з наукової роботи ДВНЗ  
 "Київський національний  
 економічний університет імені  
 Вадима Гетьмана"  
 д.е.н., проф.  
 Л. Л. Антонюк  
 2018 р.



"ЗАТВЕРДЖУЮ"  
 Проректор з науково-педагогічної  
 роботи ДВНЗ "Київський  
 національний економічний  
 університет імені Вадима Гетьмана"  
 д.е.н., проф.  
 А.М.Колот  
 "12" 2018 р.



#### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
 доцента, к.е.н. Стецька М. В. на тему «Ринок капіталів у фінансовому  
 забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» за спеціальністю 08.00.08 –  
 гроші, фінанси і кредит у навчальний процес ДВНЗ "Київський національний  
 економічний університет імені Вадима Гетьмана"

Результати дисертаційного дослідження Стецька М. В. на тему: «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні» використано у процесі науково-дослідної роботи кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", зокрема, у рамках науково-дослідної теми: "Інновації у корпоративних фінансах" (номер державної реєстрації 0116U001554). Здобувачем обґрунтовано ряд наукових результатів, пов'язаних із поглибленням теоретико-методологічних підходів та обґрунтуванням прикладних рекомендацій щодо фінансування підприємств з використанням інструментарію ринку капіталів.

Ряд теоретико-методологічних положень наукового дослідження М. В. Стецька використані у процесі розробки та викладання курсу "Інновації у корпоративних фінансах". Використання новітніх розробок Стецька М. В. у навчальному процесі сприяє підвищенню якості підготовки бакалаврів та магістрів за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування».

Декан факультету фінансів



В. К. Хлівний



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46009; тел./факс +380 (352) 475051;  
www.tneu.edu.ua; rektor@tneu.edu.ua; код ЄДРПОУ 33680120

**ДОВІДКА**

про впровадження в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету результатів дисертаційної роботи Стецька Миколи Васильовича на тему «Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні»

Основні результати дисертаційного дослідження на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» Стецька М. В. запроваджені в практику підготовки фахівців у Тернопільському національному економічному університеті.

Окремі положення наукової роботи апробовані шляхом включення до навчальних дисциплін бакалаврського рівня «Фінансовий ринок» і «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», а також навчальної дисципліни магістерського рівня «Ринок фінансових послуг».

Зокрема, у навчальному процесі використовуються розробки щодо:

- удосконалення визначення ринку капіталів, як складової фінансового ринку, що включає в себе ринок акцій та довгострокових боргових інструментів;
- виокремлення інформаційно-комунікаційної функції корпоративних фінансів (яка є продуктом еволюційного розвитку інформаційної функції) та функції управління поведінкою (яка поглинає традиційну контрольну функцію);
- ідентифікації засадничих чинників, що гальмують розвиток локального ринку корпоративних цінних паперів, зокрема, виокремлено ефект витіснення капіталів із реального сектору економіки у спекулятивну та фінансову сфери;
- методичних підходів до трактування детермінант прийняття рішень на ринку капіталів (орієнтирами рішень вкладання коштів у корпоративні цінні папери повинні бути очікувана доходність вкладень та кредитно-інвестиційні рейтинги емітентів).

Матеріали дисертаційного дослідження опубліковані в наукових статтях, апробовані на наукових конференціях і використані при написанні монографій та навчальних посібників.

Теоретичні та практичні положення в роботі можуть використовуватись в навчальному процесі викладачами, аспірантами та студентами.

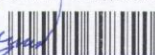
Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду Д58.082.01 Тернопільського національного економічного університету.



Перший проректор

TNEU

№ 126-10/1110 від 20.06.2018



М. І. Шинкарик