

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



СТЕЦЬКО МИКОЛА ВАСИЛЬОВИЧ

УДК 336.02; 336.64; 336.77.067; 368.01; 658.15

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

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Тернопіль – 2020

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Тернопільському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки України.

Науковий консультант: доктор економічних наук, професор
Терещенко Олег Олександрович,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана», завідувач
кафедри корпоративних фінансів і контролінгу.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Азаренкова Галина Михайлівна,
Харківський навчально-науковий інститут
ДВНЗ «Університет банківської справи», завідувачка
кафедри фінансів, банківської справи та
страхування;

доктор економічних наук, професор
Баранова Вікторія Глібівна,
Одеський національний економічний університет,
завідувачка кафедри фінансового менеджменту
та фондового ринку;

доктор економічних наук, професор
Давиденко Надія Миколаївна,
Національний університет біоресурсів
і природокористування України, завідувачка
кафедри фінансів.

Захист відбудеться 06 березня 2020 р. об 11⁰⁰ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 58.082.01 у Тернопільському національному економічному університеті за адресою: 46009 м. Тернопіль, вул. Львівська, 11а, зал засідань.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Тернопільського національного економічного університету за адресою: 46009 м. Тернопіль, вул. Бережанська, 4.

Автореферат розісланий 24 січня 2020 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
доктор економічних наук, професор



Т. О. Кізіма

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

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-формуючої 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 уможливорює 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 проекту 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. Чеське 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.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі «**Теоретико-методологічні засади формування і функціонування ринку капіталів та його місце у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств**» розкрито економічну природу ринку капіталів та його роль у розвитку корпоративних фінансів, досліджено еволюцію концептуальних засад фінансового забезпечення підприємств та визначено методологічні особливості реалізації теоретичних постулатів ринку капіталів.

У роботі акцентовано, що корпоративні фінанси та ринок капіталу належать до основних категорій фінансової науки. Вони характеризують фінансові відносини щодо руху капіталу. Обґрунтовано, що ринок капіталів слід розуміти як складову фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів. Інститути ринку капіталів обслуговують емітентів цінних паперів, зокрема корпоративний сектор, та інвесторів для забезпечення узгодження попиту і пропозиції на довгостроковий капітал. До цього сегмента належить ринок акцій та довгострокових боргових інструментів ринку цінних паперів.

У результаті критичного аналізу доробку провідних учених-економістів з'ясовано, що корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, які 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 з обмеженою відповідальністю, що діють на локальному рівні. Важливою характеристикою корпоративних фінансів є те, що вони передбачають активне використання ринку капіталів як інструменту залучення та використання фінансових ресурсів. Ця властивість корпоративних фінансів виявляється у численних фінансових відносинах підприємств, що так чи інакше пов'язані з функціонуванням ринку капіталів.

Свою сутність ринок капіталів та корпоративні фінанси виявляють через комплекс функцій, які узгоджуються між собою та доповнюють одна одну. Ефективне функціонування корпоративних фінансів неможливе без розвинутого ринку капіталів, і навпаки. У табл. 1 наведено основні характеристики категорій «корпоративні фінанси» та «ринок капіталів».

Таблиця 1

Основні характеристики категорій «корпоративні фінанси» та «ринок капіталів»

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

Ураховуючи обмеженість ресурсу «капітал», для корпоративних фінансів пріоритетною є функція формування капіталу, яка у прикладному аспекті реалізується шляхом використання інструментів, методів та технологій фінансування корпоративних підприємств. Аргументовано, що термін «фінансування підприємства» доцільно використовувати для характеристики процесу його фінансового забезпечення, оскільки він спрямований на реалізацію функції формування капіталу. Процес фінансування обмежуються дефіцитами в інформаційному забезпеченні, нераціональними фінансовими рішеннями та недостатнім рівнем розвитку локального ринку капіталів. На

подолання зазначених дефіцитів спрямовані теоретичні концепції у сфері корпоративних фінансів.

Визначено, що основними теоретичними концепціями у сфері корпоративних фінансів та ринку капіталів є теорії, спрямовані на вирішення дилеми оптимізації структури джерел фінансування та мінімізації плати за капітал. Систематизовано критерії оптимуму, які постулюються альтернативними концепціями: рентабельність власного капіталу (класична теорія); відсутність оптимуму (неокласична концепції іррелевантності); мінімізація ставки витрат на капітал (компромісна теорія); мінімізація накладних витрат (концепція ієрархії джерел фінансування); рівність агентських витрат за борговим і власним капіталом (концепція агентських витрат); ціна активу (біхевіористична концепція).

Відповідно до висновків А. Раппапорта (*A. Rappaport*), раціональний інвестор, приймаючи рішення щодо вкладення капіталу, має керуватися передусім критерієм максимізації вартості. З'ясовано, що той чи інший спосіб фінансування підприємств не лише сигналізує про потенційні показники результативності, а й містить стимули щодо прийняття тих чи інших фінансових рішень менеджментом. У разі обмежених можливостей контролю за діяльністю менеджменту з боку капіталодавців слід обирати основні показники результативності (KPI), які орієнтують менеджмент на максимізацію економічної доданої вартості. Цей критерій доцільно розглядати як новітній критерій оптимальності фінансових рішень, який дає змогу реалізувати компоненти ризику та результативності.

Ефективна алокація ресурсів передбачає їх трансформацію та збалансування. Встановлено, що необхідною умовою ефективною алокації є виконання сигнальної функції ринку капіталів та корпоративних фінансів, у межах якої одні учасники фінансових відносин приймають, інтерпретують та посиляють сигнали іншим учасникам, і навпаки. Ринок буде ефективним, якщо релевантна інформація автоматично знаходить свій вираз у ціні активів. Відповідно, ціна активу є основним інструментом алокації ресурсів на ринку. Проблема полягає у тому, що вітчизняний ринок капіталу тривалий період не відповідав жодній із трьох (за Ю. Фама (*E. Fama*)) форм інформаційної ефективності.

Для оцінювання потенціалу зростання вартості використовуються як сигнали, що надходять із ринку безкоштовно, так і канали інформації, пов'язані з додатковими накладними витратами. При цьому питома вага платної інформації буде щораз більшою, чим менш ефективним є ринок капіталів. Доведено, що найбільш адекватними методологічними прийомами отримання неупередженої та об'єктивної інформації щодо ризиків, які впливають на потенційну вартість підприємств та ймовірності дефолту емітента цінних паперів, є рейтингування та дью-ділідженс.

Тоді як інструмент рейтингування широко використовується у вітчизняній практиці, процедура дью-ділідженс щодо емісії цінних паперів має доволі обмежене застосування. Метою дью-ділідженс підприємства є оцінювання його вартості з урахуванням комплексу ризиків, що можуть

вплинути на драйвери вартості. За результатами дослідження удосконалено методологію проведення дью-ділідженс як інструменту зниження інформаційних ризиків у процесі розміщення цінних паперів.

Враховуючи новітні ризики та фактори, що впливають на ринкову капіталізацію підприємств, окрім традиційних напрямків дью-ділідженс (фінансовий, комерційний, правовий, податковий, організаційний), виокремлено комплаєнс та дью-ділідженс сталого розвитку. Комплаєнс має бути сконцентрований на виявленні корупційних ризиків і комплексу загроз, пов'язаних із відмиванням коштів, накладанням фінансових санкцій, кіберзлочинністю. Потенціал впливу на вартість підприємства екологічних, соціальних та загально-економічних ризиків має з'ясовуватися у процесі перевірки відповідності діяльності підприємства критеріям сталого розвитку. 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, здійснюючи суттєвий вплив на забезпечення реалізації основних теоретичних постулатів ринку капіталів.

У другому розділі **«Методологічна компонента прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів»** узагальнено методологічні основи прийняття рішень щодо фінансування підприємств, з'ясовано фактори, що впливають на ціну залучення капіталу, визначено роль кредитно-інвестиційних рейтингів у прийнятті фінансових рішень на ринку капіталів, а також досліджено канали впливу макроекономічних факторів на процеси прийняття рішень щодо фінансування корпоративного сектору.

Серед методологічних завдань дослідження виокремлено обґрунтування принципів, критеріїв та детермінант прийняття фінансових рішень раціональними учасниками ринку капіталів. Основними методологічними компонентами базової моделі прийняття фінансових рішень є поле рішень та цільова функція (рис. 1). Поле рішень охоплює сукупність альтернативних способів реагування (дії) та множину можливих станів зовнішнього середовища. Рішення раціонального інвестора та емітента залежить від їх пріференцій щодо типу результуючого показника, його величини, ризиків досягнення та часових меж. Інша необхідна умова полягає в реалістичності оцінювання поточного та майбутнього станів зовнішнього середовища. З використанням методологічного апарату вартісно-орієнтованого управління в дисертації доведено, що цільові функції інвестора та емітента можуть бути максимально наближеними.

Для спрямування діяльності менеджменту на досягнення вартісних цілей в дослідженні узагальнено принципи забезпечення вартісно-формуючої функції корпоративних фінансів. Обґрунтовано доцільність запровадження не лише окремих вартісно-орієнтованих індикаторів, а й завершеної логічно-дедуктивної системи показників. Пропонована система є результатом розщеплення вартісно-орієнтованого показника економічної доданої вартості (EVA) на окремі фактори, що на нього впливають. Ця система логічно вписується у базову модель прийняття рішень щодо фінансування. Вона

дозволяє з'ясувати фактори, що впливають на цільові функції підприємства (емітента) та інвесторів. Необхідною умовою зближення цільових функцій має бути прив'язка системи винагороди менеджменту (як агента) до вартісно-орієнтованих результуючих показників (наприклад, EVA). Умовою максимізації є мінімізація середньозваженої ставки витрат на капітал. Це передбачає покращення як суверенних кредитних рейтингів країни, так і рейтингів підприємства-емітента. Отже, на результативність діяльності компанії впливають обидві складові поля рішень: стан зовнішнього середовища та спосіб дій агента.

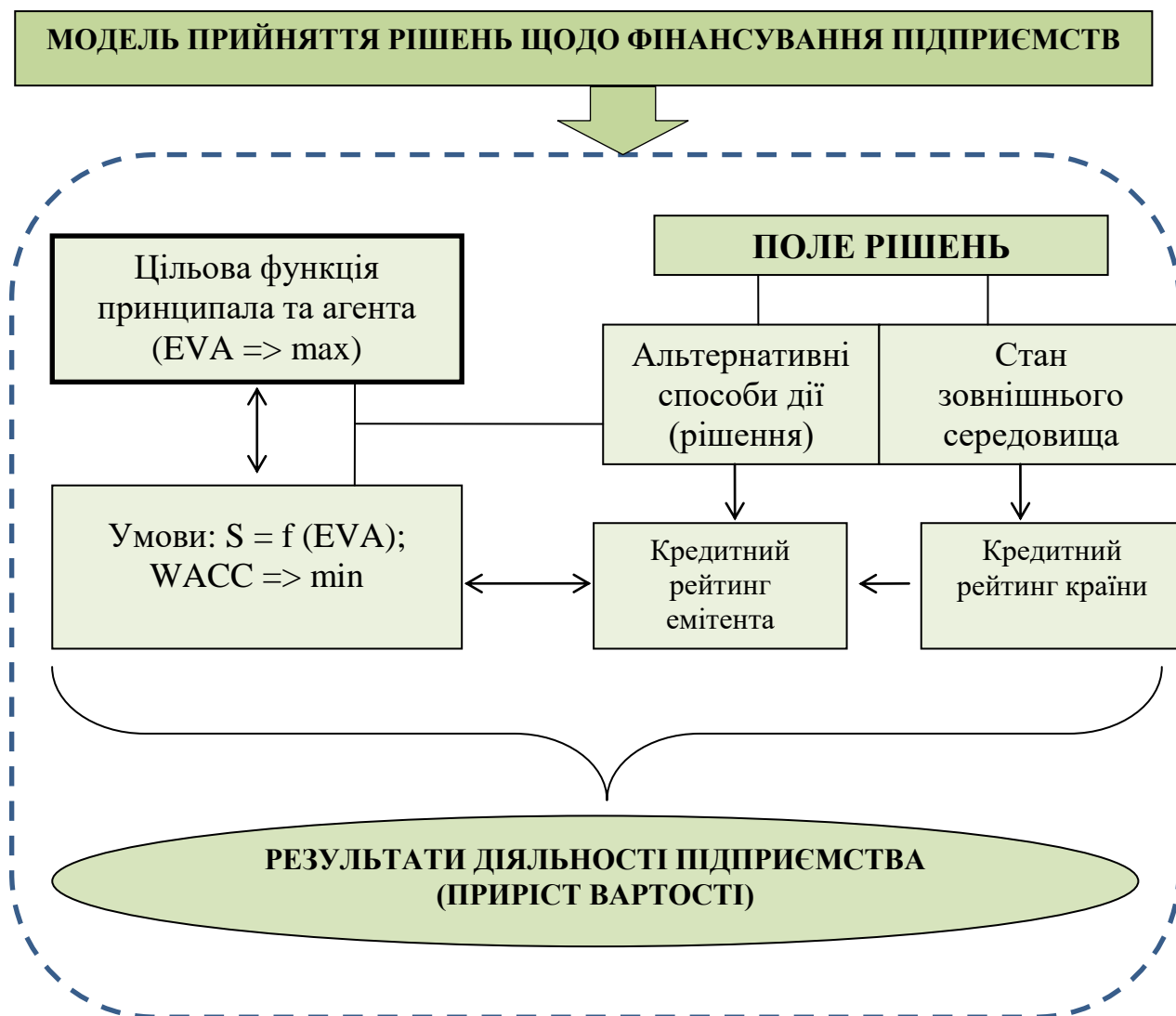


Рис. 1. Методологічна компонента моделі прийняття рішень щодо фінансування підприємств

У межах розвитку методологічної компоненти прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів важливого значення набуває дослідження очікуваної ринком ставки витрат підприємства на капітал як визначальної складової поля рішень щодо фінансування підприємств. Ставка витрат на капітал (або ціна залучення капіталу) для підприємств-емітентів є ідентичною до очікуваної норми дохідності на вкладений капітал інвесторами.

В дисертації визначено такі методологічні особливості розрахунку та використання ціни залучення капіталу:

- ціна капіталу є критерієм доцільності його залучення та впливає на прийняття рішення щодо інструменту чи джерела фінансування;

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

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

- з огляду на експліцитну та імпліцитну складові плати за капітал для обчислення величини ставки витрат на власний капітал використовуються непрямі методи, більшість з яких ґрунтується на неокласичній моделі CAPM.

Проаналізовано основні чинники впливу на ставку витрат на капітал: структуру капіталу, ставки витрат на власний і борговий капітал, податковий щит. Визначено, що останній за реалізації ефекту економії на податкових платежах дещо здешевлює ставку витрат на борговий капітал. Це доводить наявність диференційованого підходу до оподаткування різних джерел фінансування підприємств. Вплив макроекономічної ситуації виявляється через величину безризикової ставки дохідності та середньої премії за ризик на відповідному ринку капіталів.

Важливою детермінантою прийняття рішень на ринку капіталів є рейтинг емітента. Термін «рейтингування» визначено як спосіб класифікації підприємств залежно від їх здатності своєчасно виконувати боргові зобов'язання за емітованими цінними паперами чи отриманими кредитами на основі оцінювання ймовірності дефолту. Доведено, 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*»). Оскільки рейтинги виводяться як з використанням математичних алгоритмів, так і експертних оцінок, наголошено на необхідності дотримання принципу скептичного ставлення до результатів рейтингового оцінювання. Проведене дослідження повноти розкриття рейтинговими агентствами методологій рейтингового оцінювання засвідчило, що вітчизняні рейтингові агенції не повністю дотримуються принципу транспарентності процесу рейтингування. Оприлюднюється лише загальна інформація без вказівки методів класифікації, вагових коефіцієнтів, порядку калібрування, механізму інтегрування кількісних та якісних критеріїв. Без цього неможливо оцінити якість та об'єктивність рейтингових методологій та відповідних оцінок. Отже, з боку регулятора має бути суттєво посилений контроль за оприлюдненням змістовної частини методологій рейтингового оцінювання.

У третьому розділі «**Ринок капіталів України та його вплив на алокацію ресурсів у корпоративному секторі**» проведено оцінку стану ринку капіталів щодо його відповідності критеріям ефективності, визначено рівень

впливу вітчизняного ринку капіталів на фінансування корпоративного сектору, досліджено ринок капіталів України у контексті глобальних тенденцій розвитку фінансових ринків та проведено аналіз процесів інтеграції українських корпорацій у міжнародні ринки капіталів.

Відповідно до постулатів класичної теорії ринку капіталів, він буде ефективним, якщо реалізовуватимуться гомогенні очікування інвесторів, учасники ринку матимуть однаковий доступ до релевантної інформації, будуть відсутніми (або мінімальними) трансакційні витрати. Доведено, що ринок капіталів ефективно обробляє всю релевантну інформацію, що знаходить свій вираз у ринковому курсі цінних паперів. Відповідність зазначеним критеріям ефективності є запорукою того, що ринок буде якісно виконувати свої функції, передусім функцію ефективного алокації капіталу. Чим більше локальний ринок не відповідає згаданим постулатам, тим нижчий рівень виконання ним функцій.

З'ясовано, що на вітчизняному ринку капіталів сформувалась ситуація, за якої не виконується жоден із критеріїв ефективності. Такий стан в роботі позначено як «відмова функціонування ринку капіталів» (*capital market failure*). Першопричиною цього є інформаційна неефективність ринку, гетерогенні очікування (виявляються у широкому застосуванні маніпулятивних технологій) та надто високі трансакційні витрати. За інформацією НКЦПФР, до запровадження системної діяльності з очищення ринку цінних паперів від «сміттєвих активів» частка торгівлі фіктивними цінними паперами на організованому ринку становила 73%, а на неорганізованому – 62%. Динаміка лістингових компаній в Україні свідчить про інтенсивну діяльність регулятора у напрямку очищення ринку від фіктивних фінансових інструментів (табл. 2).

Таблиця 2

Динаміка кількісних показників «очищення» ринку капіталів України у 2014–2018 рр.*

Рік	Кількість емітентів, цінні папери яких допущено до лістингу				
	Акції	Облігації	Інвестиційні сертифікати	Всього	Зміна
2014	172	147	36	355	–
2015	57	86	24	167	-45%
2016	11	13	1	25	-85%
2017	11	7	1	19	-24%
2018	4	10	–	14	-26%

*Складено за інформацією НКЦПФР.

Акцентовано, що системні причини, які призвели до хронічної відмови функціонування локального ринку капіталів, ґрунтуються на невиконанні фундаментальних вимог до ефективного функціонування ринку як емітентами цінних паперів, так і фінансовими посередниками, інвесторами та регулятором. Ідентифіковано наслідки деформованої інфраструктури вітчизняного ринку капіталів: формування чорного ринку інсайдерської інформації, рейдерські захоплення активів, обіг фіктивних цінних паперів.

На вітчизняному ринку капіталів рівень недостовірності інформації та маніпулювання нею досягнув таких масштабів, що неможливо об'єктивно

оцінити рівень капіталізації ринку, його волатильність і чутливість до нової інформації. Відновити ринок можливо через механізми державного регулювання ринкових процесів. Однак у разі України тривалий період характерною є функціональна недієздатність державного регулятора ринку. Ринок капіталу не відповідав критеріям інформаційної ефективності, а система регулювання та нагляду – принципам Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO).

У роботі доведено, що абсолютна величина обсягів річних емісій корпоративних цінних паперів на вітчизняному ринку залежить від таких основних чинників: рівня економічної кон'юнктури, активності іноземних інвесторів, курсу національної грошової одиниці, посилення вимог фінансових регуляторів щодо мінімальної величини капіталу банків та страхових компаній, макроекономічних ризиків. Незважаючи на формальне зростання показників емісії цінних паперів у 2016–2018 рр., ринок капіталів не здійснював суттєвого впливу на алокацію ресурсів у корпоративному секторі економіки України. Це зумовлено тим, що значна частка емісій припадала на банківський сектор та державні підприємства. Останні здійснюють переважно формальні реєстрації випусків цінних паперів.

Аналіз даних табл. 3 дав змогу виявити незадовільну тенденцію щодо змін в алокації ресурсів на організованому ринку. Так, понад 90% фінансових ресурсів з ринку спрямовується у державні облігації.

Таблиця 3

Динаміка структури фондового ринку України щодо фінансових інструментів у 2005–2018 рр., %*

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

*Складено за даними звітності НКЦПРФ.

Зниження частки капіталу, що спрямовується у корпоративні цінні папери, є наслідком не лише скорочення платоспроможного попиту інвесторів та високого рівня ризиків, а й ефектом витіснення з боку державних облігацій.

Останні є більш привабливими для інвесторів нарівні з корпоративними цінними паперами як з точки зору ризику, так і прибутковості.

Емісія акцій та облігацій залишається рідкісним способом залучення коштів вітчизняними компаніями. До лістингу на вітчизняному ринку допущена мізерна кількість емітентів. Інформацію щодо динаміки кількості випусків корпоративних цінних паперів, які перебували в обігу на фондовому ринку України, відображають дані табл. 4.

Таблиця 4

Динаміка кількості випусків корпоративних цінних паперів, які перебували в обігу на фондових біржах України в 2012–2018 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, %	85	84	84	90	98	96	97

*Складено за даними НКЦПФР.

Для отримання узагальненої картини біржового ринку корпоративних цінних паперів та з'ясування його ролі в алокації ресурсів у корпоративному секторі економіки в табл. 5 подано інформацію про структуру торгів корпоративними фінансовими інструментами щодо фондових бірж України.

Таблиця 5

Динаміка структури торгів корпоративними цінними паперами щодо фондових бірж України в 2012–2018 рр., %*

Організатор торгівлі	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.
УФБ	0,58	3,60	0,56	1,55	0,15	0,01	0,0
ІННЕКС	0,02	0,23	0,05	0,02	0,02	1,30	0,0
УМФБ	1,56	1,26	0,19	0,03	0,44	0,00	0,0
ПФТС	29,56	46,52	40,52	33,89	50,00	56,84	43,1
КМФБ	3,78	8,17	11,21	14,90	12,44	0,73	0,0
УМВБ	0,04	0,00	0,44	0,52	0,19	0,00	0,01
«Перспектива» (ФБП)	40,79	17,14	11,77	18,38	20,19	18,73	48,8
СЄФБ	0,68	1,13	2,14	7,29	0,50	0,00	0,0
УБ	21,69	8,14	11,52	20,56	16,08	22,38	8,1
«Універсальна» (ПФБ)	1,29	13,81	21,60	2,86	0,00	0,01	0,0
Усього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100

*Складено на основі даних НКЦПФР.

Проведений аналіз дозволяє констатувати, що однією з причин зловживань на вітчизняному ринку капіталів є наявність значної кількості «кишенькових» та низько ефективних фондових бірж, які зорієнтовані переважно на торгівлю державними облігаціями. Така ситуація призводить до розпорошення ресурсів, посиляє хибні сигнали інвесторам й емітентам, не дозволяє використовувати ефект синергії та знижує довіру до ринку загалом. Водночас аналіз засвідчив позитивну тенденцію до консолідації торгів. Обіг корпоративних цінних паперів зосередився на трьох біржах (ПФТС, УБ та «Перспектива»), на які припадає більше 98% від обсягу торгів загалом.

У результаті проведеного дослідження встановлено, що за рівнем капіталізації фондового ринку до початку кризових явищ Україна перебувала на рівні країн з доволі низьким рівнем доходів та економічного розвитку (Болгарія, В'єтнам, Румунія). Обґрунтовано, що через низький рівень інформаційної ефективності та високий потенціал маніпулятивності показники капіталізації ринку тривалий період були штучними і не відображали реальної ринкової вартості емітентів. Рівень капіталізації вітчизняного фондового ринку щільно корелює зі світовими цінами на сировинні ресурси. Це було додатковим чинником, що зменшує рівень його глобальної конкурентоспроможності. Встановлено, що нестабільність макроекономічної ситуації, коливання цін на сировинних ринках, ризики корупції призвели до того, що волатильність фондового ринку в Україні є однією з найвищих серед країн, які досліджувалися експертами Світового банку.

Дослідження підтвердило, що через деформацію вітчизняного фондового ринку, монополізацію окремих його сегментів, відсутність ефективних індикаторів оцінки підприємств і чітких правил гри у вигляді однозначних законодавчих актів викристалізувалася чітка тенденція до «втечі» 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 великих компаній на зарубіжних фондових майданчиках. Обґрунтовано, що міжнародний ринок IPO має циклічний характер, а пікові значення обсягів залучення коштів можуть бути наслідком відкладеного через нестабільність та ризики попиту на корпоративні цінні папери з боку інвесторів і на капітал з боку емітентів. Доведено, що з огляду на низькі процентні ставки за корпоративними облігаціями та зростання у міжнародних інвесторів «апетитів до ризику» доволі перспективним інструментом залучення коштів вітчизняними підприємствами стали корпоративні єврооблігації.

У четвертому розділі **«Залучення власного та боргового капіталу підприємствами з використанням інструментарію ринку капіталів»** проведено оцінювання стану та перспектив фінансового забезпечення підприємств на основі публічного розміщення акцій, досліджено корпоративні облігації як інструмент фінансового забезпечення підприємств, визначено напрями удосконалення процесів публічного розміщення корпоративних цінних паперів.

Дослідження засвідчило, що рівень капіталізації лістингових компаній є інтегрованим виразом усіх факторів ризику ринку капіталів. За даними НКЦПФР, в Україні наприкінці 2016 р. цей показник становив менш як 1 млрд дол США. Це був найнижчий показник серед країн з фондовими ринками. Зважаючи на незначну кількість компаній, акції яких перебували у лістингу, та низький рівень їх прибутковості, у 2018 р. показник капіталізації ринку досягнув найменшого за весь період дослідження значення. Динаміку основних характеристик ринку акцій в Україні наведено в табл. 6.

Таблиця 6

Динаміка кількісних та якісних характеристик ринку акцій в Україні в 2010–2018 рр.*

Показники	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.
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 ринку цінних паперів, %	33,3	29,1	23,99	10,20	17,82	21,28	22,66	27,0	13,48
Капіталізація лістингових компаній фондового ринку за станом на кінець року, млрд грн	171,7	179,9	277,02	311,7	457,6	63,5	19,6	17,3	7,97

*Зведено на основі даних НКЦПФР.

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

У дисертації виокремлено основні 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, які можуть досягати 15% від обсягу емісії. Однак витрати на IPO є разові, а кошти залучаються на необмежений період. Отже, номінальні накладні витрати, пов'язані із залученням капіталу через IPO, будуть нижчими, ніж відсоток за банківськими позиками за емітованими облігаціями. З огляду на те, що витрати на інвестиційний капітал вміщують також винагороду інвесторів, ціна його залучення є завжди вищою, ніж ціна залучення позик. По-друге, значною є тривалість підготовчих та організаційних робіт з публічного розміщення, у межах чого має бути запроваджено ефективне корпоративне управління, міжнародні стандарти фінансової звітності та дотримані вимоги щодо ведення бізнесу, які регламентуються національним законодавством країни, де знаходиться фондова біржа, на якій планується розміщення акцій. По-третє, обов'язковість дотримання вимог щодо розкриття

інформації та здійснення ефективної інформаційно-комунікаційної діяльності, забезпечення ефективного корпоративного управління потребують додаткових витрат. Ідеться про запровадження ефективних механізмів ризик-менеджменту та внутрішнього контролю, на основі яких підвищується ймовірність того, що активи підприємства будуть використовуватися в інтересах акціонерів.

Доведена необхідність забезпечення балансу між дотриманням вимог до діяльності емітентів та допуску до торгів і витратами, пов'язаними з виконанням цих вимог. У разі надмірних накладних витрат, пов'язаних із виходом на ринок, підприємства змушені застосовувати альтернативні джерела залучення коштів, у тому числі тіньові схеми або технології блокчейн. За прикладом передового зарубіжного досвіду вирішення проблематики залучення на ринок капіталів малого та середнього бізнесу обґрунтовано доцільність запровадження спеціального регламенту, який регулюватиме доступ і торгівлю цінними паперами середніх за обсягами підприємств. Такий спрощений регламент забезпечить гнучкість організованого фондового ринку до потреб невеликого бізнесу та дрібних інвесторів, зменшення накладних витрат, пов'язаних з емісією цінних паперів.

Резервом зниження накладних витрат, пов'язаних із залученням коштів на основі емісії акцій, є спрощення механізму емісії. Запропонована схема здійснення IPO передбачає здійснення дев'яти кроків і ґрунтується на принципі «єдиного вікна» при реєстрації емісії цінних паперів.

З огляду на банкоцентричний характер вітчизняного фінансового ринку та нерозвиненість ринку капіталів дуже обмеженою є практика використання українськими підприємствами корпоративних облігацій. Динаміку кількісних показників фінансування підприємств за здійснення емісії облігацій наведено в табл. 7.

Таблиця 7

**Динаміка довгострокового боргового капіталу підприємств України
(нефінансовий сектор) у 2012–2018 рр.***

Показники	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	2017 р.	2018 р.
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
В тому числі:							
корпоративні підприємства нефінансового сектору, млрд грн	39,59	34,42	23,98	11,42	5,52	5,65	15,45
корпорації фінансового сектору, млрд грн	11,8	8,04	5,33	–	–	2,7	–
Співвідношення обсягів випуску облігацій нефінансовими корпораціями до довгострокових кредитів банків, %	12,8	10,3	5,4	2,9	1,1	1,2	3,5

*Складено на основі інформації НКЦПФР та НБУ.

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 розглядається підприємствами як важливе джерело мобілізації довгострокового капіталу.

Для удосконалення процесу публічного розміщення корпоративних цінних паперів обґрунтована необхідність запровадження контролінгу IPO. Цей термін пропонується розуміти як систему інформаційної підтримки, координації, планування, аналізу, управління ризиками та контролю, яка сукупно 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, реєстрації в регуляторних органах), а також заходів щодо формування попиту на акції та визначення курсу емісії (заходи з інвестор-релейшнз, фінансового маркетингу).

За результатами дослідження обґрунтовано рекомендації щодо удосконалення процесу фіксації курсу емісії цінних паперів. Ухвалюючи рішення щодо встановлення курсу емісії, запропоновано враховувати такі основні чинники:

- стартові передумови, за яких проводиться емісія (готовність ринку капіталів освоїти емітовані цінні папери);
- балансову вартість корпоративних прав;
- ринкову вартість підприємства та перспективи її зростання;
- загальні тенденції на ринку та ринкові очікування щодо конкретного емітента;
- широкий спектр принципал-агент-конфліктів, які виникають у процесі емісії.

Встановлено, що курс емісії є результатом компромісу між найбільш впливовими групами інтересів, а також аналітичної та інформаційно-комунікаційної роботи служби контролінгу. Максимальний (граничний) курс цінних паперів (KE_i) з точки зору інвестора має бути вищим, ніж фактичний курс емісії (KE). З точки зору емітента, курс емісії вигідний, якщо він вищий, ніж граничний курс акцій (KE_e), визначений з урахуванням результатів перевірки найбільш істотних ризиків і генераторів вартості в інтересах емітента (вендор дью-ділідженс). Таким чином, курс емісії, за якого розміщення акцій буде успішним, перебуватиме у зоні узгодження (ЗУ):

$$ЗУ = KE_i - KE_e \geq 0. \quad (1)$$

Вираз 1 означає, що очікувана інвесторами вартість підприємства має перевищувати граничну вартість з точки зору емітента, а реальний курс емісії має бути у межах відрізка між зазначеними очікуваннями. У разі, якщо гранична вартість за розрахунками емітента є вищою, ніж гранична вартість за розрахунками інвесторів, існуватиме загроза, що емісія не відбудеться через

неадекватність встановленого емітентом курсу емісії. Зближення параметрів КЕі та КЕе можна досягти у разі застосування інструментів зменшення інформаційної асиметрії, основними з яких визнано дью-ділідженс та фінансову комунікацію, що забезпечується ІРО-контролінгом. Практична імплементація обґрунтованих рекомендацій щодо удосконалення дью-ділідженс, контролінгу ІРО та андеррайтингу при розміщенні цінних паперів дозволить інтенсифікувати процеси емісії корпоративних цінних паперів.

У п'ятому розділі **«Напрями активізації ринку капіталів для забезпечення фінансування корпоративних підприємств»** досліджено процеси оздоровлення ринку капіталів крізь призму проблем економічного розвитку України, обґрунтовано напрями реформування системи регулювання ринку капіталів та визначено шляхи покращення системи корпоративного управління підприємствами як необхідної умови дієздатного ринку капіталів.

У роботі доведено, що між макроекономічними показниками та показниками розвитку ринку капіталів існують прямі та зворотні каузальні зв'язки. Це означає, що за макроекономічної кризи не слід очікувати активного зростання ринку капіталів, і навпаки. У дисертації визначено, що слабким економікам та їх локальним ринкам капіталів доволі важко протистояти у конкурентній боротьбі з фінансовими системами розвинених країн. Локальні ринки програють як у питаннях інфраструктури та якості регулювання, так і щодо ліквідності, капіталізації та ризиковості. Національні уряди багатьох країн з перехідною економікою здійснюють перманентні, однак здебільшого невдалі, спроби оживити свої незначні за обсягами та неефективні ринки капіталів. Обґрунтовано, що найбільш прийнятною опцією для розвитку дрібних локальних ринків є об'єднання на регіональному рівні, зокрема створення регіональних фондових бірж (за участі декількох країн з однаковим рівнем розвитку фондового ринку та зіставними економічними умовами).

Акцентовано, що в процесі реалізації державної фінансової політики не доцільно визначати мету запровадити ту чи іншу модель фінансування або форсувати розвиток одного із сегментів фінансового ринку. Водночас не слід також створювати дискримінаційні умови для того чи іншого сегмента ринку. Для формування однакових конкурентних умов для розвитку різних сегментів фінансового ринку слід зважати на рівень зарегульованості ринку капіталів та кредитного ринку. Прямі та непрямі накладні витрати, пов'язані з регулюванням зазначених ринків, мають бути зіставними. Лише у такому разі можна досягти збалансованого розвитку фінансового ринку. Так, однією (хоча й не основною) причиною нерозвиненості вітчизняного фондового ринку є різні підходи до оподаткування доходів від інвестиційного та позикового капіталів. Ідеться як про подвійне оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств, так і про ефект «податкового щита»: проценти за позиками підприємства зараховують до витрат і відповідно знижують податкові платежі. Для активізації ринку капіталів необхідно усунути дискримінаційні умови оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств порівняно з доходами від надання позикового капіталу.

З огляду на те, що рух капіталів не визнає національних кордонів, реформування вітчизняної системи регулювання ринку капіталів доцільно здійснювати з урахуванням таких стратегічних цілей:

- система регулювання ринку має бути не автономним локальним утворенням, а 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.

Оперативним завданням системи регулювання ринку має бути нейтралізація чинників, які призвели до фактичної відмови функціонування вітчизняного ринку капіталів та погіршення його міжнародної конкурентоспроможності. Для досягнення окреслених стратегічних й оперативних цілей слід здійснювати комплексні та узгоджені реформи за такими основними напрямками:

- нормативно-правове забезпечення діяльності Oferentів фінансових послуг доцільно привести у відповідність до директив ЄС, у тому числі імплементувати європейські регуляторні моделі та методології у процес здійснення наглядових функцій на ринку капіталів;

- запровадити консолідований нагляд за діяльністю Oferentів фінансових послуг на основі передового досвіду ЄС та з урахуванням діяльності Європейської служби банківського нагляду (EBA), ЄЦБ, Європейської служби нагляду за ринком цінних паперів (ESMA) і Європейської служби нагляду у сфері страхування і недержавного пенсійного забезпечення (EIOPA);

- продовжувати реформи у ході створення умов для вільного руху капіталів, у тому числі шляхом лібералізації контролю за рухом капіталів у комплексі із забезпеченням прозорості структури власності Oferentів фінансових послуг;

- привести у відповідність систему регулювання ринку капіталів до Принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO;

- запровадити принцип «єдиного вікна» при реєстрації емісії цінних паперів, що сприятиме зниженню накладних, зокрема бюрократичних, витрат, пов'язаних із залученням коштів на ринку капіталів. Реалізація принципу «єдиного вікна» у процесі емісії цінних паперів забезпечуватиме координацію діяльності всіх державних органів й інституцій, залучених до реєстрації та контролю за емісією, а також подачу всіх документів в електронній формі.

Важливим чинником, що визначає інвестиційну привабливість емітента, є якісна система корпоративного управління. У дисертації обґрунтовано висновок про залежність процентних ставок на капітал підприємств від рівня корпоративного управління. Корпоративне управління спрямоване на створення умов для довіри до підприємства з боку інвесторів та інших груп інтересів, що забезпечується у результаті поєднання багатьох 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).

Встановлено, що проблематика корпоративного управління пов'язана із питанням реалізації переважних прав власників на придбання цінних паперів нової емісії. Визначено, що переважне право є запобіжником для розмивання частки вартості окремих акціонерів та її знецінення. Завдяки реалізації переважних прав акціонери покриватимуть власні збитки за зниження ринкового курсу акцій у разі їхньої додаткової емісії та зменшення частки у статутному капіталі.

З метою створення умов для практичної імплементації переважних прав обґрунтовано модель розрахунку їх внутрішньої справедливої вартості PR_f з урахуванням таких факторів: ринковий курс акцій перед додатковою емісією (P_0), курс емісії (E_k), ставка витрат на власний капітал (re), співвідношення, з яким здійснюється емісія (s), кількість цінних паперів, які були в обігу (K_0), та кількість заново емітованих акцій (ΔK) й очікуваний приріст грошових потоків після розміщення акцій (ΔFtV):

$$PR_f = \frac{\Delta K \cdot E_k}{K_0 + \Delta K} + \frac{\Delta FtV}{re \cdot (K_0 + \Delta K)} - \frac{P_0 \cdot \Delta K}{K_0 + \Delta K} \quad (2)$$

Відповідно до моделі (2), вартість переважних прав зменшується зі зростанням курсу емісії (перша складова), приростом грошових потоків за результатами емісії акцій (друга складова) та підвищується зі збільшенням кількості знову випущених акцій, які розмивають початкову ринкову вартість (третья складова виразу).

За результатами дослідження запропоновано алгоритм розрахунку мінімальної величини додаткового грошового потоку, який має генерувати компанія, що здійснює додаткову емісію акцій для збереження ринкового курсу, що діяв до збільшення статутного капіталу (модель 3):

$$\Delta FtV \geq r_e \cdot \Delta K \cdot (P_0 - E_k) \quad (3)$$

Модель 2 відображає, що справедлива вартість переважного права буде прямувати 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 діяв до нової емісії. Для компенсації збитків для акціонерів, пов'язаних із додатковою емісією акцій, обґрунтована необхідність зняття заборони на торгівлю переважними правами та звільнення від оподаткування виручки від реалізації зазначених прав. Аргументом на користь цього є те, що за змістом переважні права є гарантованим законодавством інструментом покриття прямих та непрямих збитків, які акціонери можуть отримати у разі додаткової емісії акцій і збільшення статутного капіталу. Йдеться передусім, про збитки від розмивання частки у статутному капіталі та від зменшення ринкової вартості акцій.

Перезапуск фінансового ринку й окремих його сегментів запропоновано розглядати щодо впливу якісних та кількісних параметрів ринку на інвестиційну активність й економічний розвиток. Аргументовано, що саме собою покращення кількісних показників ринку має сенс лише у разі наявності позитивної кореляції між рівнем його розвитку та економічним зростанням національної економіки.

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-формуочу 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-рілейшнз, 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-формуочої 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 можливість 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 ризику 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».

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

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 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 застосовування 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.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. Остроз, 2012 р.). Остроз : 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 облігаціями. 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.).

АНОТАЦІЯ

Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні. – Рукопис.

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

У дисертації досліджено теоретичні та прикладні засади функціонування ринку капіталів та обґрунтовано напрямки посилення його вагомості у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств.

Досліджено теоретико-методологічні засади функціонування ринку капіталів та визначено його місце у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств. Розкрита методологічна компонента прийняття рішень щодо залучення підприємствами ресурсів на ринку капіталів, зокрема, узагальнено методологічні основи прийняття фінансових рішень, визначено канали впливу кредитно-інвестиційних рейтингів і макроекономічних факторів на можливість та ціну залучення капіталу. Оцінено стан ринку капіталів в Україні та його вплив на алокацію ресурсів у корпоративному секторі. Визначено шляхи удосконалення інструментарію залучення власного та боргового капіталів підприємствами. Обґрунтовано напрями активізації ринку капіталів та реформування системи його регулювання. Запропоновано напрями покращення системи корпоративного управління підприємств як необхідної умови ефективності ринку капіталів.

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.

АННОТАЦИЯ

Стецько М. В. Рынок капиталов в финансовом обеспечении корпоративных предприятий в Украине. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Тернопольский национальный экономический университет, Тернополь, 2019.

В диссертации исследованы теоретические и прикладные основы функционирования рынка капиталов и обоснованы направления усиления его весомости в финансовом обеспечении корпоративных предприятий.

Исследованы теоретико-методологические основы функционирования рынка капиталов и определено его место в финансовом обеспечении корпоративных предприятий. Раскрыта методологическая компонента принятия решений по привлечению предприятиями ресурсов на рынке капиталов, в частности обобщены методологические основы принятия финансовых решений, определены каналы влияния кредитно-инвестиционных рейтингов и макроэкономических факторов на возможности и цену привлечения капитала. Оценено состояние рынка капиталов в Украине и его влияние на аллокацию ресурсов в корпоративном секторе. Определены пути совершенствования инструментария привлечения собственного и долгового капиталов предприятиями. Обоснованы направления активизации рынка капиталов и реформирования системы его регулирования. Предложены пути улучшения системы корпоративного управления предприятий как необходимого условия эффективности рынка капиталов.

Ключевые слова: рынок капиталов, корпоративные финансы, цена привлечения капитала, финансирование предприятий, корпоративное управление, кредитно-инвестиционный рейтинг, публичное размещение корпоративных ценных бумаг, дью-диллидженс, финансовый контроллинг, ценностно-ориентированное управление.

ANNOTATION

Stetsko M. V. The capital market in the financial support of corporate enterprises in Ukraine. – 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 analyzes theoretical and applied principles of functioning of the capital market and substantiates the directions of increasing its significance in the financial support of corporate enterprises.

The theoretical and methodological foundations of the functioning of the capital market are investigated and its place in the financial support of corporate enterprises is determined. Along with the traditional functions of corporate finance,

the necessity of distinguishing its information and communication function as well as the function of managing the behavior of participants of financial relations is substantiated. Decision-making criteria regarding financial support of enterprises are categorized. It is substantiated that in the conditions of the underdeveloped capital market, the most adequate methodological methods of reducing information asymmetry in the capital market are ratings (internal and external), due diligence and investor-relations measures provided by financial control.

The methodological component of decisions on attraction of resources by the enterprises in the capital market is developed, within which the key elements of the decision-making model regarding the financing of enterprises are systematized, the key factors that determine the cost of capital are specified and the instrument of credit and investment ratings as indicators of the investment attractiveness of enterprises is improved. A value-oriented pyramid of indicators has been developed that takes into account the parameters of the target function of investors and issuers.

The existence of a stable relationship between the cost of capital of enterprises and the level of corporate governance has been proved. The channels of influence of macroeconomic factors on the decision-making processes regarding corporate financing are substantiated.

The state of the capital market in Ukraine and its impact on the allocation of resources in the corporate sector has been evaluated. The capital market functioning failure phenomenon manifesting itself in non-performance of the market inherent functions is exposed. To determine the directions of increasing the global competitiveness of the capital market in Ukraine, a comparative analysis of the capital market at national and supranational levels was conducted, the processes of integration of Ukrainian corporations into international capital markets were investigated, and the factors impeding the entry of enterprises into public markets were identified.

The ways of improving the instruments of attracting equity and debt capital by enterprises have been determined. The proofs are given that in order to coordinate, provide information and plan events in the framework of the initial placement of corporate rights; it is advisable to introduce a set of IPO controlling measures. The key trends in the corporate bond market are summarized and its place in the financial support of enterprises is determined. The mechanism of the effect of exclusion of corporate securities from the market by government bonds is exposed. Ways to improve the process of public offering of corporate securities are suggested.

The recommendations for the capital market intensification and reforming its regulation system are substantiated. Ways to improve the corporate governance system as a necessary condition for capital market efficiency are identified. In order to increase the level of corporate governance of enterprises and protect the property rights of investors, a model of the initial monetary valuation of the fair value of preemptive rights and a mechanism for compensation of losses from shareholders' equity dilution are proposed.

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

Підписано до друку 23.01.2020 р.
Формат 60x90/16. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублікаторі.
Умов. друк. арк. 1,9. Обл.-вид. арк. 2,0.
Зам. № А003-20. Тираж 150 прим.

Видавець та виготовлювач
Тернопільський національний економічний університет
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль 46009

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.*

Видавничо-поліграфічний центр «Економічна думка ТНЕУ»
вул. Бережанська, 2, м. Тернопіль 46009
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua