

**Н. Д. Бабяк, М. М. Самбірський****КОРПОРАТИВНЕ ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ  
ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

*У статті проаналізовано особливості корпоративного фінансування за кризових явищ на українському фінансовому ринку. Визначено ключові фактори, що обумовлюють вибір інструментів фінансування корпоративного сектору на сучасному етапі. Встановлено зв'язок між тенденціями в окремих сегментах вітчизняного фінансового ринку та стратегією фінансування корпорацій. Обґрунтовано заходи, спрямовані на активізацію емісійної стратегії вітчизняних корпорацій під час кризи. Мета дослідження полягає в розробленні пропозицій стосовно оптимізації корпоративної стратегії фінансування в умовах нестабільності на фінансовому ринку. Наголошено, що економічна поведінка великих промислових і фінансових корпорацій може й повинна стати одним із визначальних чинників успішного реформування економіки. З цією метою Україні необхідно подолати ряд серйозних перешкод, і насамперед гострий дефіцит капіталу, потрібного для усунення технологічного розриву між вітчизняними промисловими підприємствами та їхніми зарубіжними конкурентами. Зазначено, що характерними рисами стратегії фінансування українських корпорацій на сучасному етапі є: істотне погіршення умов запозичення ресурсів у банківській системі через зниження кредитоспроможності позичальників на тлі загальної дестабілізації банківської системи; недоступність запозичень на ринку корпоративних облігацій; обмеженість ресурсів ринку акцій для широкого кола корпорацій. Підкреслено, що за таких умов доцільним є подальше реформування банківського сектору шляхом ліквідації та реорганізації неефективних банків, посилення вимог до ризик-менеджменту в банківських установах, зменшення ролі банків, які функціонують у складі великих вітчизняних фінансово-промислових груп, оскільки часто саме вони призводять до дестабілізації банківської системи. При цьому розв'язання проблем ринку корпоративних облігацій слід розглядати передусім у контексті макро-економічної стабілізації, а ринку акцій — крізь призму підвищення ефективності системи захисту прав інвесторів та подолання впливу тіньового сектору економіки.*

**Ключові слова:** корпорація, корпоративне фінансування, емісійна стратегія, акція, облігація, прибуток.

**Рис. 7. Літ. 7.**

**Н. Д. Бабяк, М. М. Самбирский****КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ В УСЛОВИЯХ  
НЕСТАБИЛЬНОСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА**

*В статье проанализированы особенности корпоративного финансирования в условиях кризисных явлений на украинском финансовом рынке. Определены ключевые факторы, обуславливающие выбор инструментов финансирования корпоративного сектора на современном этапе. Установлена связь между тенденциями в отдельных сегментах отечественного финансового рынка и стратегией финансирования корпораций. Обоснованы меры, направленные на активизацию эмиссионной стратегии отечественных корпораций во время кризиса. Цель исследования заключается в разработке предложенный касательно оптимизации корпоративной стратегии финансирования в условиях нестабильности на финансовом рынке. Сделан акцент на том, что экономическое поведение крупных промышленных и финансовых корпораций может и должно стать одним из определяющих факторов успешного реформирования экономики. С этой целью Украине необходимо преодолеть ряд серьезных препятствий, и прежде всего острый дефицит капитала, нужного для устранения технологического разрыва между отечественными промышленными предприятиями и их зарубежными конкурентами. Отме-*

© Бабяк Н. Д., Самбірський М. М., 2015

чено, що характерними чертами стратегії фінансування українських корпорацій на сучасному етапі є суттєве погіршення умов заборгованості ресурсів в банківській системі через зниження кредитоспроможності позичальників на фоні загальної дестабілізації банківської системи; недоступність заборгованості на ринку корпоративних облігацій; обмеженість ресурсів ринку акцій для широкого кола корпорацій. Підкреслено, що в таких умовах є цілорозумним подальше реформування банківського сектору шляхом ліквідації та реорганізації неефективних банків, посилення вимог до ризик-менеджменту в банківських установах, зменшення ролі банків, функціонуючих в складі великих вітчизняних фінансово-промислових груп, оскільки часто саме вони призводять до дестабілізації банківської системи. При цьому рішення проблем ринку корпоративних облігацій слід розглядати в першу чергу в контексті макроекономічної стабілізації, а ринку акцій — через призму підвищення ефективності системи захисту прав інвесторів та подолання впливу тіньового сектору економіки.

**Ключові слова:** корпорація, корпоративне фінансування, емісійна стратегія, акція, облігація, прибуток.

**Nataliia Babiak, Marian Sambirskyi**

### CORPORATE FINANCING IN THE UNSTABLE CONDITIONS OF FINANCIAL MARKET

*In this article features of corporate financing in the conditions of crisis phenomenon on the domestic financial market are analyzed. The main factors that stimulate the option of instruments of corporate sector's financing on the current stage are determined. The connection between trends on the separate segments of domestic financial market and strategy of corporations' financing is determined. The measures directed on the activation of emission strategy of domestic corporations in the crisis conditions are grounded. The aim of the research is the development of propositions directed in optimization of corporate financing strategy in the conditions of unstable financial market. Economic behavior of powerful industrial and financial corporations can and should be one of the most significant factors of successful reformation of economy. For Ukraine on this way there is a number of significant barriers, including above all – an acute capital shortage needed to overcome the existing technological gap between domestic industrial enterprises and their foreign competitors. The characteristic features of domestic corporations' financing strategy on the current stage are: significant deterioration of borrowing conditions of resources in the banking system through the lowering of creditworthiness of borrowers in the background of the total destabilization of the banking system; unavailability of borrowings on the corporate bond market; the limited resources of the stock market for a variety of corporations. In the current conditions it is advisable the further reformation of banking sector through the liquidation and reorganization of non-effective banks, strengthening of requirements to the risk-management in the banking establishments, reduction of the role of banks that are functioning in the frames of powerful domestic financial and industrial groups because they are the reason of banking system destabilization. The resolving of corporate bond market problems should be seen primarily in the context of macroeconomic stabilization; and stock market – through the prism of growing efficiency of investor protection system and overcoming the "shadow" economy impacts.*

**Keywords:** corporation, corporate finance, emission strategy, shares, bonds, profit.

**JEL classification:** G21, G30, G32.

Події 2013—2015 рр. сформували надзвичайно серйозні виклики для української держави в політичній, соціальній і економічній сферах. Слід визнати, що їх подолання великою мірою визначає як подальший євроінтеграційний поступ України, так і її існування як незалежної держави в коротко-строковій перспективі. Хоча в умовах фактичної зовнішньої агресії на перший

план виходять саме політичні аспекти, економічні є не менш значимими. Особливо з огляду на деструктивний вплив фактично імітації економічних реформ упродовж більш ніж двох десятиліть, що найгостріше проявився саме в останніх два роки. Тому настав час для болісних, але необхідних трансформацій, здатних радикально змінити ситуацію в національній економіці, повною мірою розкрити її потенціал.

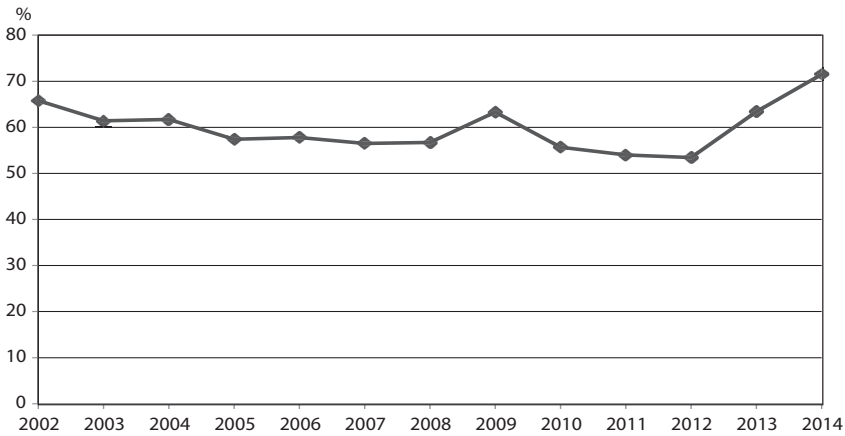
Провідну роль у цьому процесі відіграє корпоративний сектор, адже, як показує зарубіжний досвід, саме економічна поведінка потужних промислових і фінансових корпорацій може й повинна стати одним із визначальних чинників успішного реформування економіки. З цією метою Україні необхідно подолати цілу низку перешкод, у першу чергу гострий дефіцит капіталу, потрібного для усунення технологічного розриву між вітчизняними промисловими підприємствами та їхніми зарубіжними конкурентами. Усі зазначені фактори зумовляють актуальність наукового аналізу проблем, пов'язаних із оптимізацією корпоративного фінансування в умовах кризи на фінансовому ринку.

Питання корпоративного фінансування, зокрема в контексті взаємодії корпорацій із суб'єктами фінансового ринку, розглядалося в працях багатьох вітчизняних учених, таких як В. Бабіченко, І. Бланк, О. Буряк, О. Смирна, В. Суторміна, В. Сухотеплий, О. Чуб [1—7]. Разом із тим слід зауважити, що аналіз різноманітних теоретичних і прагматичних аспектів корпоративного фінансування в зазначених працях переважно охоплює період 2009—2012 рр. Утім, події 2013—2015 рр. істотно видозмінили умови функціонування українського корпоративного сектору, отже, постала потреба в актуалізації наявних наукових положень та обґрунтуванні пропозицій щодо створення оптимальної стратегії фінансування корпорацій під час кризи на фінансовому ринку.

Мета статті — розробити пропозиції, спрямовані на оптимізацію умов реалізації корпоративної стратегії фінансування в умовах нестабільності на фінансовому ринку.

У працях багатьох провідних учених підкреслюється, що лідерство сучасних корпорацій визначається доступом до зовнішніх фінансових ресурсів, передусім акумульованих на фондовому ринку [1—3]. Саме завдяки йому вони перетворилися на панівну форму підприємницької діяльності в глобальній економіці. На противагу зазначеному слід наголосити, що протягом тривалого часу у вітчизняному корпоративному секторі використовувалися переважно внутрішні (власні) джерела фінансування. Такий підхід характерний для вітчизняного бізнесу загалом, і змінити його поки що не вдається (рис. 1).

Привертає увагу не так той факт, що протягом досліджуваного періоду частка власних коштів у структурі фінансування інвестицій у основний капітал коливалася в межах 55—65 %, як стрімке зростання цього показника в кризові періоди, зокрема у 2009 та 2013—2014 рр. (див. рис. 1). Отже, є очевидним істотне зменшення можливостей залучення ресурсів із зовнішніх джерел у кризові

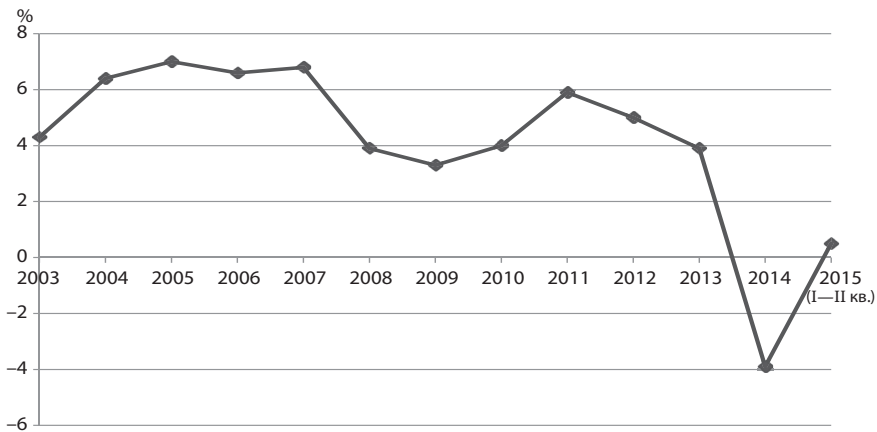


Джерело: побудовано за: Капітальні інвестиції / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

**Рис. 1. Динаміка частки власних коштів підприємств і організацій у фінансуванні інвестицій у основний капітал в Україні протягом 2002—2014 рр.**

періоди, тоді як підприємства намагаються зберегти інвестиційну активність, орієнтуючись на власні джерела. Крім того, серед інших джерел фінансування слід виокремити частку банківських кредитів та інших позик (8—10 %).

Підкреслимо, що надмірна орієнтація на внутрішні джерела фінансування об'єктивно створює високу залежність від результатів діяльності підприємств, котрі помітно погіршуються в кризовий період (рис. 2). У таких умовах



Джерело: побудовано за: Діяльність підприємств / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

**Рис. 2. Динаміка рентабельності операційної діяльності підприємств в Україні протягом 2003—2015 рр.**

фактично неможливо розраховувати на достатній прибуток, котрий потенційно можна використати як внутрішнє джерело фінансування. Зокрема, кількість збиткових підприємств в Україні коливається в межах 38—42 %, при цьому накопичені збитки значно перевищують прибуток дохідних підприємств.

Водночас не менш деструктивний вплив на корпоративний сектор чинять тенденції, що спостерігаються в основних сегментах фінансового ринку, де вітчизняні підприємства залучають зовнішнє фінансування, — на фондовому ринку та ринку банківського кредитування. До речі, саме банківський сектор упродовж усього періоду незалежності України відігравав ключову роль у фінансовій інфраструктурі. Утім, цей факт неоднозначно сприймається окремими фахівцями [5—7]: вони наголошують, що для вітчизняної банківської системи характерні істотні диспропорції, котрі деструктивно впливають як на функціонування банків, так і на їхню здатність фінансувати економіку навіть у періоди макроекономічного зростання.

Аналізуючи динаміку кредитування нефінансових корпорацій банками України, зображену на рис. 3, насамперед звернемо увагу на значне зниження темпів приросту ринку банківського кредитування в Україні після 2008 р. Треба визнати, що така тенденція великою мірою зумовлена вкрай стрімким нарощуванням кредитної експансії банків у 2005—2008 рр., яка не була підкріплена ні структурними реформами в економіці, ні зрушеннями у функціонуванні банківського сектору.

Саме своєрідна конкурентна стратегія вітчизняних банків, орієнтована на максимальне збільшення обсягу виданих кредитів (як юридичним, так і фізичним особам) без належної оцінки ризиків призвела до помітного погіршення



Джерело: побудовано за даними Бюлетеня Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 3. Динаміка обсягів кредитування банками нефінансових корпорацій в Україні протягом 2005—2015 рр.

фінансового стану багатьох банківських установ і банківської системи загалом, а також до істотного зниження якості кредитного портфеля банків та зростання вартості запозичень (рис. 4).



Джерело: побудовано за даними Бюлетеня Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

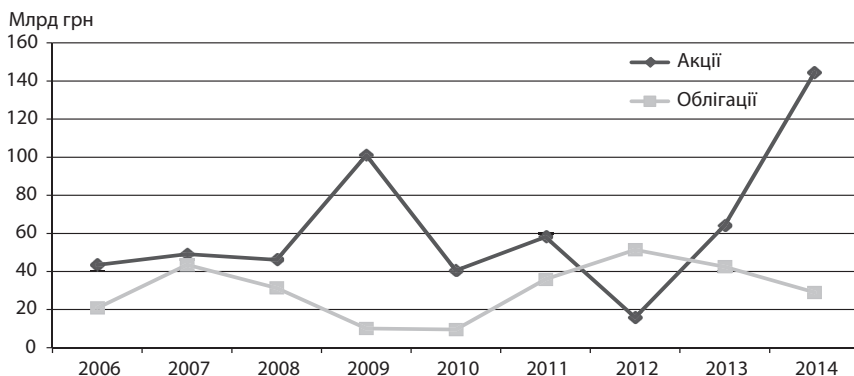
**Рис. 4. Динаміка частки простроченої заборгованості банків та процентної ставки за кредитами нефінансовим корпораціям в Україні протягом 2005—2015 рр., %**

Таким чином, відбувається складний процес “очищення” банківської системи: якщо у 2008 р., за даними НБУ, в Україні функціонувало 175 банків, то в середині 2015 р. — лише 126. Кількість їхніх структурних підрозділів за цей період зменшилася з 16 803 до 12 985. Утім, поряд із позитивними змінами відзначаються негативні, основними з котрих є: зниження довіри до банківських установ із боку позичальників і вкладників; ускладнення доступу банків до ресурсів; формування підґрунтя для різноманітних махінацій під час ліквідації банків тощо.

Не менше проблем і на вітчизняному фондовому ринку, особливо в його первинному сегменті, хоча на ринку акцій у 2014 р. відбулося значне зростання обсягу зареєстрованих випусків (рис. 5).

Виникає питання: що зумовлює зростання емісійної активності на вітчизняному ринку акцій у періоди криз, наприклад у 2009 і 2014 рр.? Насамперед це емісійна активність підприємств державного сектору економіки та банківських установ. Так, понад 90 % усього зареєстрованого випуску зазначених цінних паперів у 2014 р. становили акції:

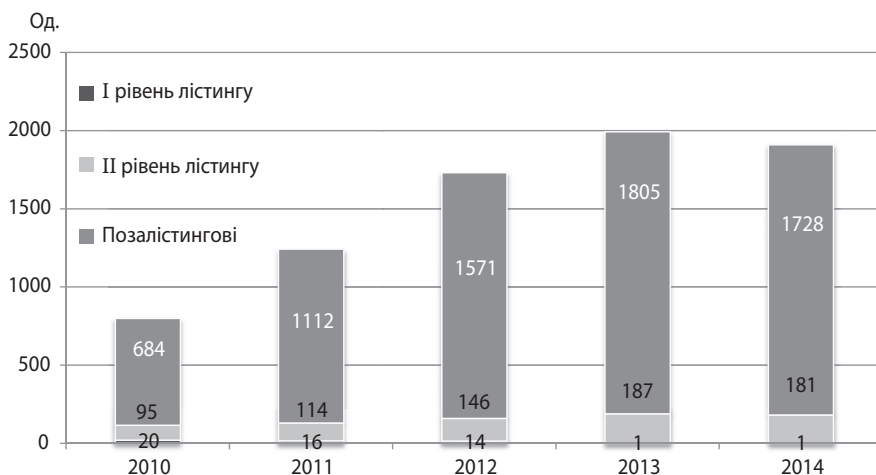
- ПАТ “Національна акціонерна компанія “Нафтогаз України”;
- ПАТ “Державний ощадний банк України”;
- ПАТ “КБ “Надра”;
- ПАТ “Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк”;
- ПАТ “КБ “ПриватБанк”.



Джерело: побудовано за даними Річного звіту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2014 рік (<http://www.nssmc.gov.ua>).

**Рис. 5. Динаміка зареєстрованих випусків акцій і облігацій в Україні протягом 2006—2014 рр.**

Тому можна стверджувати, що на нинішньому етапі фондовий ринок не спроможний повноцінно виконувати притаманні йому функції акумуляції й перерозподілу капіталу. Досі нерозв’язаною залишається проблема біржового ринку корпоративних цінних паперів — навіть публічні корпорації не вважають за потрібне пройти лістинг. Більше того, надзвичайно мало корпоративних емітентів та їхніх акцій відповідають критеріям останнього, встановленим законодавством і фондовими біржами (рис. 6).

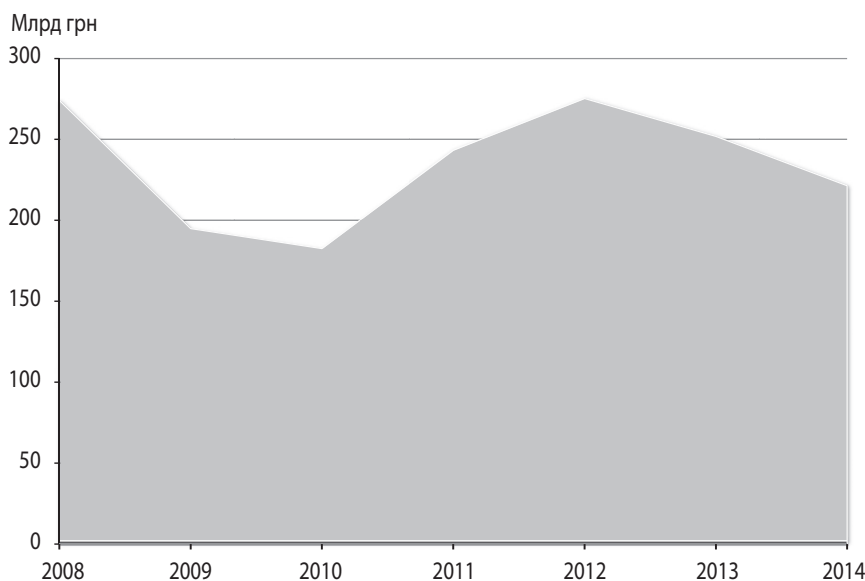


Джерело: побудовано за даними Річного звіту Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2014 рік (<http://www.nssmc.gov.ua>).

**Рис. 6. Кількість акцій, допущених до торгів на фондових біржах України у 2010—2014 рр.**

Водночас, як зазначають фахівці Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), вітчизняні корпорації, що здійснили перше публічне розміщення акцій (initial public offering — IPO) на міжнародних біржах, застосовують принципово інший підхід, орієнтований на високу транспарентність бізнесу та дотримання принципів корпоративного управління.

Механізми ціноутворення на ринку цінних паперів дають можливості для різноманітних маніпулювань, що призводить до невиправданого зростання ціни на окремі фінансові інструменти. Лише у 2015 р. НКЦПФР припинила обіг на всіх фондових біржах України 78 емітентів із загальним обсягом торгів у 2014—2015 рр. на суму 384,44 млрд грн і сукупною капіталізацією 460,18 млрд грн. Таким чином, в умовах стагнації фінансового ринку знижується інвестиційна активність (рис. 7).



Джерело: побудовано за: Капітальні інвестиції / Держ. служба статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

**Рис. 7. Динаміка капітальних інвестицій підприємств і організацій протягом 2008—2014 рр.**

Погіршення ситуації в інвестиційній сфері, що триває з 2013 р., великою мірою визначає середньострокові перспективи для всього вітчизняного бізнесу й, зокрема, корпоративного сектору. За таких обставин неможливо подолати істотне технологічне відставання вітчизняної промисловості, забезпечити її інноваційний розвиток, створити умови для різкого поліпшення її конкурентної позиції на глобальних ринках.



Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Корпоративний сектор на сучасному етапі зіткнувся з безпрецедентними проблемами, від розв'язання яких багато в чому залежить подальший поступ реформ. Насамперед треба звернути увагу на можливості зменшення наявних перешкод для корпоративних стратегій фінансування. У найбільш формалізованому вигляді їх можна описати таким чином:

- Істотне зниження якості кредитного портфеля банків на тлі загальної дестабілізації банківської системи, що призводить до скорочення їхньої кредитної діяльності. Крім того, значно погіршуються умови запозичення ресурсів у банківській системі, а також, через макроекономічну нестабільність, — кредитоспроможність багатьох потенційних позичальників.

- Запозичення на ринку корпоративних облігацій доступні для обмеженого кола емітентів: фінансових установ, підприємств державного сектору економіки. Загалом для облігаційних випусків на сучасному етапі, порівняно з періодами макроекономічної стабільності, характерні зменшення термінів обігу, випуск цінних паперів невеликими за обсягом серіями, використання в ролі “андерайтерів” надійних фінансових установ із високою репутацією.

- Ресурси ринку акцій не доступні для широкого кола корпорацій: наявні випуски, як правило, мають “квазіпублічний” характер та передбачають розміщення цінних паперів серед обмеженого кола покупців, до якого зазвичай входять акціонери.

На нашу думку, до актуальних шляхів подолання розриву між корпоративним сектором і фінансовим ринком можна віднести:

- подальше реформування банківського сектору шляхом ліквідації та реорганізації неефективних банків, посилення вимог до ризик-менеджменту в банківських установах, зменшення ролі банків, які функціонують у складі великих вітчизняних фінансово-промислових груп, оскільки часто саме вони призводять до дестабілізації банківської системи. Зокрема, в середньостроковій перспективі такі дії помітно знизять довіру бізнесу до цієї системи, проте за рахунок реалізації вказаного сценарію в банківському сегменті залишаться тільки ті установи, чия діяльність відображатиме сучасний підхід до банківництва. Визнаємо, що підтримка, у т. ч. рекапіталізація, проблемних банків в Україні не дала позитивного результату, а стала ще одним механізмом неефективного використання бюджетних ресурсів; окрім того, за нинішніх умов коштів на таку підтримку немає;

- розгляд проблем ринку корпоративних облігацій передусім у контексті макроекономічної стабілізації. Зростання інтересу з боку корпорацій до застосування цих фінансових інструментів можливе виключно в разі формування сприятливого макросередовища. Вітчизняний досвід показує, що саме в цьому випадку підприємства активно емітують облігації, віддаючи їм перевагу перед банківським кредитуванням.

Слід наголосити, що деструктивні процеси на ринку акцій значно глибші, ніж у інших сегментах фінансового ринку. Навіть за поліпшення стану економіки українські корпорації дуже рідко використовують випуск акцій як додаткове джерело фінансування — на наш погляд, головним чином через слабку ефективність системи захисту дрібних акціонерів та домінування тіньового сектору економіки. Відповідно, класичні форми отримання доходу від акцій — дивіденди й курсові різниці — не набули поширення в нашій державі. Звичною є ситуація значної концентрації акціонерної власності, яка поєднується з хронічною збитковістю підприємств традиційних для України галузей — металургії, хімічної промисловості. Проте навіть скрутний фінансовий стан не стає приводом для продажу таких корпорацій їх власниками, що свідчить про існування інших пріоритетів, зокрема доходів через трансфертне ціноутворення, відшкодування податків. Отже, головним напрямом зміни пріоритетів у корпоративних стратегіях фінансування є інституційні трансформації у фінансовій системі, в усіх без винятку сегментах вітчизняного фінансового ринку.

### Список використаних джерел

1. *Бабіченко В. В.* Домінанта корпорацій в сучасній економіці: фінансові чинники / В. В. Бабіченко // Інвестиції: практика та досвід. — 2015. — № 6. — С. 43—46.
2. *Бланк И. А.* Управление формированием капитала / И. А. Бланк. — К. : Ника-Центр : Эльга, 2000. — 512 с.
3. *Буряк О. П.* Банківська криза: суть, причини, наслідки / О. П. Буряк // Держава та регіони. Серія: економіка та підприємництво. — 2013. — № 2. — С. 199—202.
4. *Смирна О.* Управління структурою капіталу вітчизняних підприємств після проведеного ІРО / О. Смирна // Ринок цінних паперів України. — 2013. — № 9-10. — С. 63—67.
5. *Суторміна В. М.* Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна ; ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана”. — К., 2004. — 566 с.
6. *Сухотеплий В.* Фінансова криза та особливості динаміки структури активів банківської системи України / В. Сухотеплий // Вісник Національного банку України. — 2011. — № 10. — С. 96—100.
7. *Чуб О.* Банківські кризи: теоретичні та прикладні аспекти / О. Чуб // Вісник Національного банку України. — 2010. — № 3. — С. 22—26.