

УДК 336:334.012

Кравченко О. В.
ТОВ «Центр»

МІКРОЕКОНОМІЧНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ АКТИВНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті представлені результати дослідження детермінантів інвестиційної активності вибіркової сукупності підприємств промисловості України на основі використання tobit-моделювання. Проаналізовано вплив компонентів корпоративної фінансової архітектури на інвестиційну діяльність вітчизняних підприємств.
Ключові слова: інвестиційна активність, корпоративна фінансова архітектура, tobit-модель.

Постановка проблеми. Інвестиційна активність підприємств є фундаментальним параметром відтворювального процесу, що визначає можливості оновлення основного капіталу, проведення структурних реформ, формування базису стійкого довгострокового розвитку економіки. В Україні, незважаючи на досить високу динаміку інвестиційних процесів, спостерігається невідповідність обсягів і структурно-динамічних характеристик інвестиційних ресурсів потребам забезпечення розширеного відтворення та вирішення модернізаційних завдань [1, с. 3]. Недосконалість механізмів стимулювання інвестиційної активності вітчизняних підприємств на макrorівні з боку держави зумовлює необхідність визначення ключових детермінантів активізації інвестиційної діяльності за рахунок внутрішніх важелів впливу на інвестиційний процес з боку господарюючих суб'єктів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній науковій літературі інвестиційна активність підприємств досліджується, головним чином, на основі динамічного та структурного аналізу середньогалузевих даних. Зокрема, серед вчених, що займаються дослідженням та аналізом інвестиційних процесів в економіці, можна виділити таких, як Д.В. Ванькович, О.А. Ворсовський, Н.М. Внукова, А.Ф. Гукалюк, В.В. Демидович, С.В. Захарін, А.Б. Ідрисов, Г.М. Кадирова, О.В. Ковальчук, І.П. Косарева, І.П. Колот, О.В. Носова, І.В. Олександренко, О.Д. Рябченко. Більш прискіплива увага мікроекономічним детермінантам інвестиційної активності підприємств приділена російськими науковцями, а саме: А. Анкудиновим, О. Лебедевим, М. Сафіуліним, В. Черкесовою, В. Удальцовим.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Утім, спираючись на наукові доробки у вітчизняній науковій літературі, дослідження макроекономічних даних не дозволяє коректно визначити чинники, що впливають на інвестиційну активність господарюючих суб'єктів на рівні фірми, що вимагає доопрацювання питань, пов'язаних з зазначеними аспектами інвестиційної діяльності підприємств.

Формулювання цілей статті. Метою статті є дослідження ключових детермінантів інвестиційної активності вітчизняних підприємств в межах корпоративної фінансової архітектури на основі економетричного моделювання.

Виклад основного матеріалу дослідження. Зростання інвестиційної активності підприємств, що відбувається за рахунок збільшення обсягів інвестицій та більш ефективного їх використання, є необхідною передумовою технологічної модернізації та структурної перебудови економіки в цілому. Аналіз результатів реформ у розвинених країнах свідчить, що ключовими чинниками зростання конкурентоспроможності національних

економік є прискорення темпів накопичення високоінтелектуального людського капіталу та розширення високотехнологічних форм відтворення основного капіталу за рахунок інновацій [2]. Водночас в Україні, внаслідок недостатнього рівня фінансування капіталовкладень протягом тривалого часу, відбулися суттєві відтворювальні деформації інвестиційного процесу в багатьох галузях народного господарства. За офіційними даними, ступінь зношеності основних фондів в середньому по економіці невинно зростає, досягши 76,7% станом на 31.12.2012 р. [3, с. 3]. Експлуатація застарілих основних засобів призводить до спрямування значної частини капіталовкладень на підтримку існуючого технологічного рівня підприємств. Наслідком цього стало збільшення залишкової вартості основних засобів за рахунок їх ремонту, а не впровадження нових, більш сучасних технологічних процесів.

Найбільш критичний стан основних засобів спостерігається на підприємствах транспорту та зв'язку (96%), у переробній промисловості (57,2%), у виробництві транспортних засобів та устаткування (70,4%). В середньому по промисловості ступінь зношеності основних фондів станом на 31.12.2012 р. становив 57,3%. У свою чергу внаслідок низьких темпів оновлення основних виробничих фондів погіршується технічний стан обладнання, збільшується рівень енергоємності, що призводить до підвищення собівартості виробленої продукції за рахунок енергетичної складової та загалом негативно позначається на конкурентоспроможності продукції національних виробників. Таким чином, актуальність проблеми високого ступеню зношеності та недостатнього інвестування в модернізацію і створення матеріальних активів вітчизняних підприємств зумовлює специфіку даного дослідження, яка виявляється в аналізі важелів активізації інвестиційної діяльності підприємств капіталомістких галузей промисловості на основі компонентів корпоративної фінансової архітектури.

Фінансова архітектура компанії є фінансовий дизайн бізнесу, що об'єднує такі компоненти, як організаційно-правову форму, структуру власності, структуру капіталу та систему стимулів і розподілу ризиків серед інвесторів (система корпоративного управління) у єдину системну конструкцію [4, с. 139]. Варіація даних компонентів дозволяє виокремити певні типи фінансової організації компаній та відповідно проаналізувати чинники формування та результативність того чи іншого типу фінансової архітектури в різних інституційно-правових та економічних умовах функціонування.

Результати емпіричних досліджень демонструють, що трансформація таких внутрішніх параметрів, як структура власності і капіталу, систе-

ма та розмір винагороди, розкриття інформації щодо діяльності компанії та її інвестиційних рішень, оптимізація організаційно-правової форми господарювання сприяє збільшенню інвестицій в створення матеріальних активів та підвищує ефективність діяльності підприємства. Зокрема, в дослідженні В. Удацьова, який проаналізував взаємозв'язок між інвестиційною поведінкою 134 публічних російських компаній за період 2004-2007 рр. та концентрацією власності, було виявлено, що концентрація власності, виміряна часткою власності 3-х найбільших акціонерів-аутсайдерів, здійснює негативний вплив [5, с. 312]. Також було діагностовано зворотну нелінійну залежність показника приросту необоротних активів до виручки від розміру найбільшого пакету акцій аутайдера. Однак було доведено позитивний вплив концентрації власності інсайдерів (членів ради директорів) в діапазоні до 2% та більше 21% капіталу на інвестиційну активність компаній.

Отже, можна зазначити, що неоптимальний розподіл прав власності призводить до виникнення конфліктів між різними групами зацікавлених сторін та відповідно дестабілізує діяльність підприємства, негативно позначається на фінансових можливостях забезпечення інвестиційного процесу. В умовах асиметричності інформації та концентрації власності, що властиве більшості компаній пострадянського простору, необхідність залучення зовнішніх джерел фінансування з більш високою премією за ризик, ніж на розвинених ринках капіталу може призводити до скорочення темпів інвестування. Окрім цього, відсутність дієвих важелів контролю за діяльністю мажоритарних акціонерів з боку інших власників може призводити до розкрадання інвестиційних коштів, скорочення пропорцій відтворення виробничих активів та надлишкового інвестування, що завищує середні витрати підприємства у порівнянні із мінімально можливими.

Агентські конфлікти між менеджерами та акціонерами також здійснюють суттєвий вплив на інвестиційну діяльність підприємства. Зокрема, менеджмент, спрямовуючи свої зусилля на задоволення власних амбіцій шляхом створення «імперії» з підприємства, може реалізовувати економічно недоцільні інвестиційні проекти. Неоднозначність інтенсивності та характеру впливу окремих власників на фінансово-інвестиційні аспекти діяльності підприємства пояснюється гіпотезами конвергенції інтересів (коли володіння певним відсотком капіталу підприємства стимулює менеджмент працювати більш ефективно) та обкопування (наявність значного пакету акцій у володінні менеджменту підвищує ймовірність використання своєї влади на шкоду іншим акціонерам та компанії).

В роботі М. Сафіуліна, А. Анкудінова та О. Лебедева на основі обстеження 500 найбільших публічних російських компаній за період 2001–2011 рр. було виявлено, що найбільш впливовими детермінантами інвестиційної активності виступають прибутковість компаній, їх розмір та доступність боргового фінансування [6]. Дослідниками доведено, що в умовах нерозвинених ринків капіталу інвестиційні рішення стають супутнім результатом рішень по фінансуванню, тобто інвестиції здійснюються тільки тоді, коли менеджмент компанії має можливість залучити боргове фінансування на прийнятних умовах.

Окремо слід звернути увагу на те, що в сучасних умовах господарювання все більша увага при-

діляється системі корпоративного управління як з боку власників підприємств, так і з боку потенційних інвесторів. Підвищення якості корпоративного управління шляхом підвищення інформаційної прозорості компанії, наявність системи винагороди менеджменту та дієвих механізмів захисту прав власності акціонерів (наприклад, участь акціонерів в роботі наглядової ради товариства) підвищує інвестиційну привабливість вітчизняних компаній та сприяє зростанню їх вартості за рахунок нарощування обсягів інвестиційної діяльності.

Таким чином, враховуючи вищевикладене, проаналізуємо вплив окремих компонентів корпоративної фінансової архітектури на інвестиційну активність вітчизняних підприємств. Визначаючи інвестиційну активність як цілеспрямовану інвестиційну діяльність, спрямовану на розвиток та зміцнення конкурентних переваг підприємства шляхом поступового зростання обсягу його необоротних активів, в якості залежної змінної використано відношення суми придбаних необоротних активів протягом звітного періоду до виручки від реалізації продукції звітного періоду. Зазначимо, що оцінка інвестицій підприємства в основний капітал береться у відносному вираженні щодо виручки з метою нівелювання впливу розміру підприємств вибірки на результати моделювання (1.1).

$$IA = \frac{AFA}{Sales}, \quad (1.1)$$

де *IA* (*investment activity*) – показник інвестиційної активності підприємства, *AFA* (*acquired fixed assets*) – придбані необоротні активи, тис. грн.; *Sales* – виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), тис. грн.

Вибіркова сукупність підприємств була сформована на основі даних 40 найбільших за виручкою підприємств промисловості, організованих у формі публічних акціонерних товариств, що ввійшли до рейтингу *Forbes* у 2012 р. [7]. Особливістю сформованої вибірки є збалансована панельна структура даних за період 2008-2013 рр. За галузевої приналежності вибіркова сукупність підприємств містить по 10 підприємств за такими напрямками: гірничо-металургійний комплекс, паливно-енергетичний комплекс, хімічна промисловість, машинобудування.

Аналіз панельних даних проведено з метою отримання більшої кількості спостережень над обмеженою кількістю об'єктів та запобігання похибки усереднення, що властиве часовим рядам та наскрізним даним, де не враховуються індивідуальні характеристики об'єктів та передбачається однорідність усіх коефіцієнтів регресії.

Дані про структуру власності й капіталу, стан корпоративного управління та інші фінансові показники діяльності підприємств були отримані на основі загальнодоступної бази даних Національної комісії з цінним паперів та фондового ринку України [8]. Формули розрахунку та дескриптивна статистика кількісних змінних, за якими оцінювалися параметри корпоративної фінансової архітектури підприємств, наведена у табл. 1.

Оскільки метою даного дослідження є визначення чинників, що призводять до зростання вартості необоротних активів, нульові значення динаміки придбання необоротних активів були виключені з аналізу. Найбільш оптимальною технікою аналізу даного типу цензурованих вибірок є *tobit*-моделювання. У формалізованому вигляді модель залежності інвестиційної активності від окремих параметрів корпоративної фінансової ар-

Дескриптивна статистика змінних

№ п/п	Назва змінної, розрахунок	Середнє значення	Стандартне відхилення
1	Share_larg – частка акцій у власності найбільшого акціонера, %	60,28	28, 39
2	Sum_share_larg – сумарна частка акцій у власності акціонерів, що володіють більше 10% капіталу, %	88,86	14,49
3	ROE (return on equity) – рентабельність власного капіталу (чистий прибуток (збиток) / власний капітал)	-0,04	0,93
4	TDR (total debt ratio) – відношення суми довгострокових та короткострокових зобов'язань до балансової вартості активів	0,55	0,29
5	d_bonus – даммі-змінна, пов'язана із наявністю або відсутністю винагороди членам наглядової ради товариства	0,38	0,49
6	Mmore – питома вага представників акціонерів у наглядовій раді, які володіють більше 10% акцій	0,29	0,38
7	Mless – питома вага представників акціонерів у наглядовій раді, які володіють менше 10% акцій	0,38	0,42

Джерело: складено автором

хітектури можна представити у наступному вигляді (1.2.):

$$IA = \beta_0 + \beta_1 \text{Share_larg}_i + \beta_2 \text{Sum_share_larg}_i + \beta_3 \text{ROE}_i + \beta_4 \text{TDR}_i + \beta_5 \text{d_bonus}_i + \beta_6 \text{Mmore}_i + \beta_7 \text{Mless}_i + \varepsilon_i \quad (1.2.)$$

При цьому передбачається, що випадкові ефекти a_i та помилки ε_i – незалежні, однаково розподілені випадкові величини. В табл. 2 наведені результати оцінок tobit-моделей наскрізної (polled) регресії та з випадковими ефектами (random effects). Відсутність оцінок моделей з фіксованими ефектами пов'язана з недостатнім рівнем статистики, який дозволив б отримати оцінки з функції правдоподібності.

Таблиця 2

Коефіцієнти специфікації моделі та їх статистична оцінка

Параметри моделі	Pooled	Random effects
	Коефіцієнт (z-статистика)	Коефіцієнт (z-статистика)
Share_larg	0,001 (4,86) ***	0,0009 (3,28) ***
Sum_share_larg	-0,001 (-3,11) ***	-0,001 (-2,59) **
ROE	0,016 (2,28) **	0,009 (1,29) *
TDR	0,063 (2,06) **	0,046 (1,30) *
d_bonus	0,039 (3,19) ***	0,037 (2,44) **
Mmore	-0,075 (-4,41) ***	-0,056 (-2,83) **
Mless	-0,032 (-2,33) **	-0,033 (-1,91) **
Константа	0,465 (5,05)	0,465 (5,051)
Rho(p)	0,11	0,24
N of obs	240	240
Wald test	–	50,71
LR test	45,87	48,52

*** – статистична значущість за рівня 0,01;

** – статистична значущість за рівня 0,05;

* – статистична значущість за рівня 0,1.

Джерело: розраховано автором

Враховуючи те, що регресійний аналіз не демонструє причинності, а лише дозволяє виявити кореляції, можна зробити наступні висновки. Загалом, результати моделювання за двома типами моделей свідчать про суттєвий позитивний вплив на інвестиційну активність найбільшого акціо-

ра підприємства, та водночас виявляється обернена залежність між нарощуванням вартості необоротних активів та загальним рівнем концентрації власності. Тобто чим більш концентрованою є власність підприємства, тим меншою є його потенційна можливість залучення додаткових коштів шляхом емісії цінних паперів. Окрім цього, підприємства з надконцентрованою структурою власності є менш привабливими для зовнішніх інвесторів внаслідок ризиків недотримання прав власності міноритаріїв. При цьому мінімізація агентського конфлікту між домінуючими акціонерами за умови наявності тільки одного мажоритарного акціонера сприяє інвестиційному розвитку підприємств.

Виявлена позитивна залежність між прибутковістю власного капіталу підприємства та нарощуванням обсягу необоротних активів узгоджується з припущенням, що в умовах нерозвиненого та неефективного ринку капіталу внаслідок асиметричності інформації менеджмент підприємств більш схильний до використання власних джерел фінансування інвестиційних вкладень, наявність яких можлива за умови прибуткової діяльності.

Також слід звернути увагу на слабку позитивну кореляцію інвестиційної активності та рівня боргового навантаження. Поясненням даного ефекту може слугувати те, що на слаборозвинених ринках капіталу інвестиції здійснюються лише тоді, коли менеджмент підприємства має можливість здійснити боргове фінансування на прийнятних умовах та «поділитися» інвестиційними ризиками з кредиторами [6, с. 134].

Фрагментарні оцінки якості корпоративного управління, задані змінними структури наглядової ради товариства та наявності винагороди її членам, не дозволяють робити об'єктивні висновки щодо впливу системи корпоративного управління на інвестиційну діяльність підприємства. Утім, окремі виявлені залежності свідчать про суттєві дисбаланси в системі корпоративних відносин вітчизняних підприємств, оскільки участь представників як мажоритарних, так і міноритарних акціонерів в діяльності наглядової ради не сприяє підвищенню інвестиційної активності. Опосередковано даний ефект може бути пояснений через призму недосконалості нормативно-правової бази захисту прав акціонерів та низьким рівнем корпоративної культури. Водночас, наявність позитивного впливу факту наявності винагороди членам наглядової ради на інвестиційні процеси дозволяє зробити висновки щодо важливості матеріального заохочення ключових агентів захисту прав акціонерів.

Висновки і пропозиції. Результати емпіричного тестування на основі tobit-моделей детермінантів інвестиційної активності вибіркової сукупності промислових підприємств України свідчать, що в умовах слабкорозвинених ринків капіталу важливим чинником інвестиційних витрат підприємств є наявність внутрішніх джерел фінансування. Також спостерігається позитивна

кореляція між зростанням вартості необоротних активів та борговим фінансуванням. Водночас, фрагментарні оцінки якості корпоративного управління не дозволяють об'єктивно оцінити ступінь впливу системи корпоративних відносин на інвестиційні рішення вітчизняних підприємств, що вимагає подальшого наукового дослідження.

Список літератури:

1. Пріоритети інвестиційної політики у контексті модернізації економіки України. – К. : НІСД, 2013. – 48 с.
2. Clusters of Innovation: Regional Foundations of U.S. Competitiveness / Porter M. E. et al. – Washington, DC : Council on Competitiveness, 2001. – P. 5-7.
3. Баланс основних засобів України за 2012 рік. – К. : Держкомстат України, 2013. – 25 с.
4. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. – 1999. – Vol. 5. – P. 133-141.
5. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний / В.Е. Удальцов // Аудит и Финансовый анализ. – 2008. – № 5. – С. 301-313.
6. Сафиуллин М.Р., Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. Исследование мотивов и факторов инвестиционной активности предприятий (на примере компаний Приволжского федерального округа) / М.Р. Сафиуллин, А.Б. Анкудинов, О.В. Лебедев // Проблемы прогнозирования. – 2013. – № 4. – С. 126-138.
7. Рейтинг 200 крупнейших компаний. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://forbes.ua/ratings/2>.
8. Річна регулярна інформація емітентів цінних паперів за 2002-2010 рр. [Електронний ресурс]. Загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів. – Режим доступу : <http://www.smida.gov.ua>.

Кравченко Е. В.

ООО «Центр»

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ДЕТЕРМИНАНТЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Резюме

В статье представлены результаты исследования детерминантов инвестиционной активности выборочной совокупности предприятий промышленности Украины на основе использования tobit-моделирования. Проанализировано влияние компонентов корпоративной финансовой архитектуры на инвестиционную деятельность отечественных предприятий.

Ключевые слова: инвестиционная активность, корпоративная финансовая архитектура, tobit-модель.

Kravchenko O. V.

LLC «Center»

MICROECONOMIC DETERMINANTS OF INVESTMENT ACTIVITY OF DOMESTIC ENTERPRISES

Summary

This paper presents the results of the study the determinants of investment activity of the sample of industrial enterprises in Ukraine based on the use of tobit-modeling. The influence of the components of corporate financial architecture in the investment of domestic enterprises is analyzed.

Key words: investment activity, corporate financial architecture, tobit-model.

УДК 336.7

Курдидик Н. І.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

СУТНІСТЬ РИНКУ КАПІТАЛІВ ТА ЙОГО МІСЦЕ В СТРУКТУРІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Досліджено теоретичні питання сутності ринку капіталів, його місця в структурі фінансового ринку. Згруповано та класифіковано інструменти фінансового ринку, здійснено їх розподіл за структурними одиницями фінансового ринку. На основі проведеного аналізу запропоновано власну класифікацію структурних елементів фінансового ринку, визначено сутність та місце ринку капіталів в структурі фінансового ринку.

Ключові слова: ринок капіталів, фінансовий ринок, цінні папери, ринок грошей, фондовий ринок.

Постановка проблеми. Ступінь розвитку фінансового ринку сьогодні досяг такого рівня, що актуальними стають дискусії з приводу його структурізації. Потреба у виділенні структурних

одиниць фінансового ринку обумовлена створенням та поширенням нових інструментів фінансового ринку, ускладненням його організаційної структури, розширенням переліку видів відносин,