

DOI: [10.32702/2307-2105-2022.1.92](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2022.1.92)

УДК 336.763

О. В. Смирна,

*к. е. н., доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування,
Державний університет економіки і технологій, м. Кривий Ріг
ORCID ID: 0000-0001-9463-0991*

Н. В. Ізмайлова,

*к. е. н., доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування,
Державний університет економіки і технологій, м. Кривий Ріг
ORCID ID: 0000-0002-9684-0279*

СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ КРИЗОВИХ ЯВИЩ

O. Smyrna

*PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance, Banking and Insurance,
State University of Economics and Technology*

N. Izmaylova

*PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance,
Banking and Insurance, State University of Economics and Technology*

CURRENT STATE AND PROBLEMS OF CAPITAL FORMATION OF UKRAINIAN ENTERPRISES IN CRISIS CONDITIONS

Стаття присвячена проблемним питанням формування капіталу українських підприємств в кризових умовах. Розглянуто поняття структури капіталу як співвідношення елементів власних та залучених джерел фінансування. Визначено динаміку формування капіталу та його складових, їх співвідношення з ВВП країни та тенденції щодо структурних зрушень серед елементів капіталу. Проведено оцінку ефективності використання капіталу підприємств України та визначено, що кризові прояви в економіці України суттєво її знижують, в тому числі наслідки гальмування економічних процесів через пандемію COVID-19.

Також в статті зазначено, що недостатній рівень розвитку фондового ринку в Україні стримує процеси залучення фінансових ресурсів через випуски емісійних цінних паперів, а у післякризові роки їх обсяги суттєво скорочуються. Обсяги залучення коштів через випуски акцій та облігацій також залежать від політики держави, яка провадиться для підвищення прозорості біржового сегмента, а також в межах регуляторної політики в банківському секторі. Визначено переваги облігаційного методу залучення ресурсів. Проведено порівняння обсягів боргового фінансування реально сектору економіки та визначено, що перевага надається банківському кредитуванню.

The article is devoted to the problematic issues of capital formation of Ukrainian enterprises under crisis conditions. There was considered the concept of capital structure as the ratio of elements of own and borrowed sources of financing used by the enterprise in the course of its economic activity. There were determined the dynamics of capital formation and its components, their ratio to the

country's GDP and trends in structural changes among the elements of capital. It is determined that there is an increase in borrowed capital in monetary terms and an increase in its share in the total capital of economic entities. The efficiency of capital use of Ukrainian enterprises was assessed and it was determined that the crisis in the Ukrainian economy significantly reduces it, including the consequences of slowing down economic processes due to the COVID-19 pandemic.

The article also notes that the insufficient level of stock market development in Ukraine, shortcomings in its functioning do not allow the mechanisms of the stock and investment sphere to play a proper role in attracting financial resources to the real sector of the economy. This hinders the processes of securities issuance, and in the post-crisis years their volumes are significantly reduced. The amount of funds raised through the issuance of shares and bonds also depends on the government's policy to increase the transparency of the stock market segment, as well as within the regulatory policy in the banking sector. In particular, the largest issuers of shares are commercial and state-owned banks, which are forced to increase their authorized capital in accordance with the requirements of the NBU. At the same time, the corporate bond market of Ukraine is even smaller than the stock market, despite the advantages of the bond method of attracting resources.

The issuance of corporate bonds is an alternative to the use of bank loans for the expanded development of enterprises. There has been made a comparison of the amount of debt financing in the real sector of the economy and it has been determined that bank lending is preferred. The corporate client loan portfolio is represented mainly by short- and medium-term loans, mainly in hryvnia.

Ключові слова: капітал; структура капіталу; власний капітал; позиковий капітал; акції; облигації; банківські кредити.

Keywords: capital; capital structure; equity; debt capital; stocks; bonds; bank loans.

Постановка проблеми. Самостійність підприємств в прийнятті фінансових рішень передбачає залучення фінансових ресурсів з різних джерел. Потреба в пошуку джерел фінансування виникає у кожного підприємства як на етапі становлення, так і в процесі його подальшого функціонування незалежно від форми власності, сфери діяльності та стадії розвитку. Досить важливим є питання розвитку ринкових форм фінансування підприємств. З одного боку, зручним для підприємства є те, що для залучення коштів на основі збільшення статутного капіталу не потрібні ні застава майна, ні гарантії третіх осіб, а ресурси, вкладені у власний капітал підприємства, залишаються в його розпорядженні протягом довгострокового періоду. З іншого боку, позиковий капітал забезпечує вищий фінансовий потенціал розвитку підприємства та рентабельність діяльності, але й генерує фінансовий ризик та загрозу банкрутства. Виважене використання залученого фінансування, оптимальне комбінування його джерел забезпечить підприємству стабільний розвиток, але й вимагатиме різнопланового та глибокого аналізу його використання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Світова фінансова наука напрацювала значну теоретичну базу щодо формування та управління структурою капіталу підприємств. Відштовхуючись від робіт Е. Соломона, Дж.Ф. Уестона, Д. Дюранда та базової теорії М. Міллера та Ф.Модільяні, розвиток теорій структури капіталу знайшов своє відображення в роботах Ю. Бріггема, М. Дженсена, А. Дітмара, Дж. Зечнера, М. Лері, У.Меклінга, С. Маерса, Н. Майлуфа, М. Робертса, А. Такора, Е. Фама, Е.Фішера, Р. Фрімана, К. Френча, Р. Хенкеля та багатьох інших. Вітчизняні науковці, зокрема Балабанов І.Т., Бандурка О.М., Бланк І.О., Кірейцев Г.Г., Савчук В.П., Суторміна В.М., Терещенко О.О. та інші, також приділяли увагу дослідженню базових теорій структури капіталу та визначенню можливостей її оптимізації. Разом з тим, в умовах кризової економіки України виникає багато специфічних моментів щодо процесів формування та використання капіталу підприємств, знаходження адекватних шляхів оптимізації цих процесів, що актуалізує значення подальшого розвитку відповідних наукових досліджень.

Мета статті – дослідження сучасного стану та особливостей фінансування суб'єктів господарювання в Україні, а також визначення проблем, що виникають у фінансовому забезпеченні розвитку вітчизняних підприємств у сучасних умовах.

Виклад основного матеріалу.

За кризових явищ в економіці для кожного підприємства актуальним є питання досягнення та збереження стабільного фінансового стану, який, в свою чергу, залежить від доцільності та ефективності використання різноманітних джерел фінансування підприємства, тобто від його структури капіталу.

У найбільш загальному вигляді структура капіталу розглядається її дослідниками як співвідношення власного та запозиченого капіталу підприємства. Зокрема, такої думки дотримуються Ю. Бріггем, Л. Гапенски, які під структурою капіталу вбачають поєднання залучених і власних джерел коштів [1, с.358].

Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна під структурою капіталу підприємства розуміють співвідношення між

власними, позиковими і залученими групами джерел, а також окремими видами джерел капіталу в процесі його формування і використання для здійснення інвестиційної діяльності підприємства [2, с. 310].

М.О Данилюк, В.І. Савич зазначають, що структура капіталу являє собою співвідношення власних і позикових фінансових засобів, використовуваних підприємством у процесі своєї господарської діяльності [3, с. 79]. Такої ж думки, що до сутності структури капіталу дотримуються Л.В. Кузьменко, В.В. Кузьмін, В.М. Шаповалова [4, с. 187], Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук [5, с. 63].

І.О. Бланк визначає структуру капіталу як співвідношення усіх форм власних та запозичених фінансових ресурсів, що використовуються підприємством у процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів [6, с. 280].

В.В. Ковальов, аналізуючи сутність структури капіталу, виділяє такі два поняття як “фінансова структура” та “капіталізована структура”. Так, під терміном “фінансова структура” він розуміє спосіб фінансування діяльності комерційної організації в цілому, тобто структуру всіх джерел засобів, включаючи короткострокові. Другий термін відноситься до більш вузької частини джерел засобів – довго-строкових пасивів (власного і позиченого капіталу) [7, с. 847].

Інша група авторів під структурою капіталу підприємства розуміють набір цінних паперів. Зокрема, Дж.К. Ван Хорн зазначає, що структура капіталу – співвідношення або структура цінних паперів, що використовуються фірмою для її фінансування [8, с. 472]. Тобто до капіталу не відносяться різні види кредиторської заборгованості, що виникає у підприємства.

Такі науковці, як Е. Нікбахт А. Гропеллі розглядають структуру капіталу як складову фінансів фірми. Вони вважають, що структура капіталу зафіксована у правій частині балансу, де показано основні джерела коштів, залучених для фінансування [9, с. 170]. Такої ж думки щодо визначення структури капіталу дотримуються О.П. Крайник, З.В. Клепикова [10, с. 146].

Отже, аналізуючи структуру капіталу різні автори включають до її складу різноманітні варіанти співвідношення різних видів капіталу підприємства. Проте більшість науковців, досліджуючи дане питання, аналізують структуру капіталу лише за джерелами формування коштів не враховуючи його будову за формами прояву ресурсів. Саме тому, на нашу думку, під структурою капіталу доцільно розуміти співвідношення між власними та запозиченими ресурсами у грошовій, фінансовій, матеріальній та нематеріальній формах, що використовуються підприємством у процесі своєї господарської діяльності.

Сьогодні в Україні спостерігаються специфічні тенденції формування структури капіталу, а саме зростання позикового капіталу у грошовому вимірі та збільшення його частки у складі загального капіталу підприємств. Така ситуація має суттєвий вплив на показники результативності використання пасивів, подальший розподіл доходів між власниками та інвесторами, а також на формування норм прибутку, що визначає потенційні можливості заощадження та нагромадження капіталу, а також впровадження інновацій суб'єктами економіки за рахунок власних коштів.

З 2010 року в економіці України розпочалися процеси економічного зростання. Динаміка із року в рік спостерігається неоднорідна та стрибкоподібна, але темпи зростання є досить високими порівняно з іншими країнами (табл. 1).

Але на фоні позитивної динаміки необхідно відмітити кардинальну зміну тенденцій, які свідчать про погіршення структурних пропорцій капіталу підприємств, а саме: суттєве падіння вартісної оцінки власного капіталу підприємств по відношенню до ВВП у результаті нарощення позикового капіталу при зменшенні власного.

Таблиця 1.
Тенденції вартісних та структурних характеристик капіталу підприємств України

Показник	Станом на 31.12.										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Сукупний капітал підприємств, млрд. грн.	4097,0	4676,1	5419,7	5712,3	5994,3	8073,8	9991,8	9961,8	10878,1	11495,0	12682,5
% до ВВП	378,4	359,1	384,7	392,6	382,6	407,9	419,3	334,0	305,7	289,2	302,4
у т.ч. позиковий капітал, млрд. грн.	2670,3	3089,8	3514,7	3761,9	4513,6	5785,0	7546,0	7503,3	8169,5	8402,2	9342,7
% до ВВП	246,7	237,3	249,5	258,6	288,1	292,3	316,6	251,5	229,6	211,4	222,8
власний капітал, млрд. грн.	1426,7	1586,3	1904,9	1950,4	1480,7	2288,7	2445,8	2458,5	2708,6	3092,8	3339,8
% до ВВП	131,8	121,8	135,2	134,1	94,5	115,6	102,6	82,4	76,1	77,8	79,6
Частка власного капіталу, %	34,8	33,9	35,1	34,1	24,7	28,3	24,5	24,7	24,9	26,9	26,3
Частка позикового капіталу, %	65,2	66,1	64,9	65,9	75,3	71,7	75,5	75,3	75,1	73,1	73,7

1. Джерело: сформовано і розраховано авторами на основі даних [11, 12]

2. З 2014 року - без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях, банків, бюджетних установ

Як свідчать дані табл. 1 вартісна оцінка сукупного капіталу підприємств по відношенню до ВВП з 2010

по 2020 рік зменшилась з 378,4 до 289,2%. А вартісна оцінка власного капіталу відносно ВВП зменшилась з 131,8 до 77,8%. При цьому позиковий капітал мав загальну тенденцію до зростання - з 246,7 у 2010 році до 316,6% у 2016 році. Тобто має місце стрімке нарощення номінальних обсягів позикового капіталу (за 2010–2019 роки він вирі з 2670,3 до 8402,2 млрд. грн. (у 3,5 рази), у той час як зростання власного капіталу становило лише 2,1 рази.

Дані таблиці також свідчать, що частка позикового капіталу у структурі пасивів підприємств з 2010 по 2020 рік збільшилась з 65,2 до 73,7% (майже на 10 відсоткові пункти). І якщо у 2002-2003 роках співвідношення власного та позикового капіталу було приблизно 1:1, а згодом власний капітал має тенденцію до стрімкого заміщення позиковим капіталом (рис 1). Різкий перелом відбувся за результатами 2014 року, коли економіку України охопила криза, подолати яку не вдалося до сих пір та яка посилилась під впливом світової пандемії COVID-19.

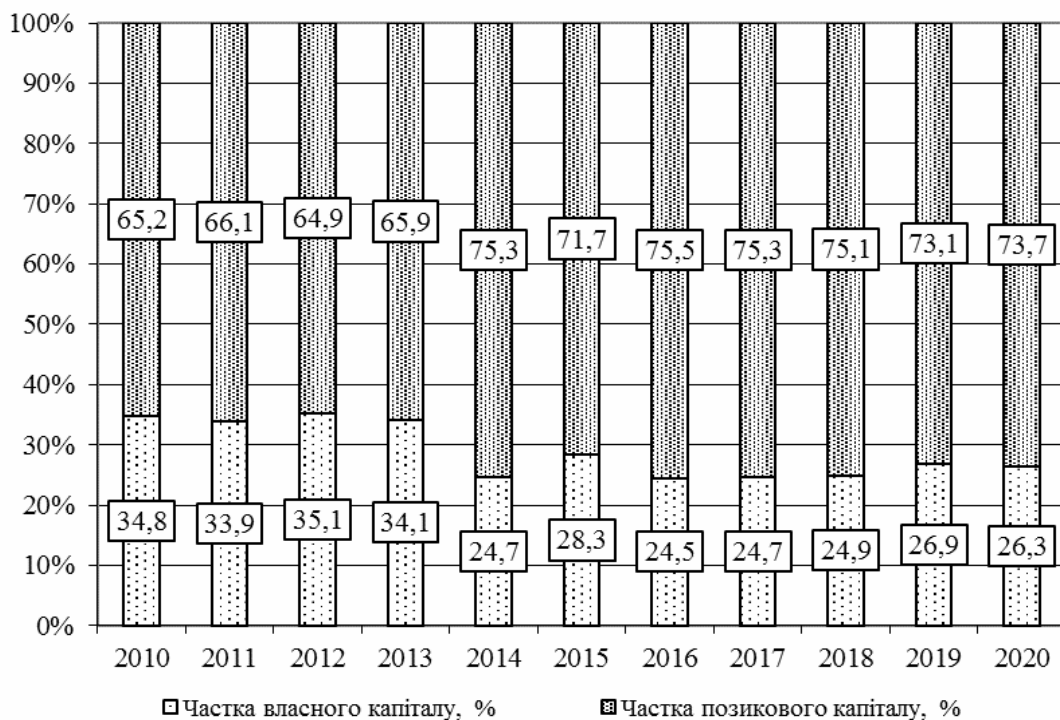


Рис. 1. Структура капіталу підприємств України у 2010–2020 роках, %
Джерело: сформовано і розраховано авторами на основі даних [11, 12]

На фоні погіршення структурних пропорцій капіталу інтерес представляє розрахунок показника рентабельності використання капіталу (в тому числі власного та позикового), який спрямовується на фінансування активів підприємств незалежно від джерел формування капіталу. Як показав отриманий результат, рівень рентабельності використання капіталу знаходиться на досить низькому рівні (див. табл. 2).

Таблиця 2.
Аналіз ефективності використання капіталу підприємств України

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чистий прибуток	13,9	67,8	35,1	-22,8	-590,1	-373,5	29,7	168,8	288,3	523,8	68,1
Середньорічний капітал підприємств	3886,5	4386,5	5047,9	5566,0	5853,3	7034,0	9032,8	9976,8	10728,4	11495,0	5747,5
Середньорічний власний капітал підприємств	1339,5	1506,5	1745,6	1927,7	1715,5	1884,7	2367,3	2452,2	2583,6	2900,7	3216,3
Рентабельність капіталу, %	0,36	1,55	0,69	-0,41	-10,08	-5,31	0,33	1,69	2,69	4,56	1,18

1. Джерело: сформовано і розраховано авторами на основі даних [18, 43]

2. З 2014 року - без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях, банків, бюджетних установ

Так, рентабельність сукупного капіталу за 2019 рік становила лише 4,56%. При цьому слід відмітити, що порівняно з 2010 роком у 2017 році обсяги чистого прибутку збільшились у 37 разів, в той час як середня сума капіталу – лише у 3 рази. Це зумовило певне підвищення показника рентабельності. Але його рівень у 3-4

разів менший, ніж середня вартість процентів за кредит. Суттєвим моментом є також той, що у 2013-2015 роках через внутрішньополітичні причини підприємства України отримували значні обсяги збитків, що не дозволяло взагалі говорити про прибутковість діяльності підприємств України.

Наступна хвиля різкого зниження рівня рентабельності викликана суттєвим скороченням чистого прибутку за результатами 2020 року під впливом загального уповільнення економічних процесів в Україні та світі в цілому, яке спричинене пандемією COVID-19.

Якщо ж проаналізувати результативність роботи власного капіталу з огляду на зменшення його обсягів у складі загального капіталу, то слід відмітити, що у порівнянні з 2010 роком віддача на кожну гривню власного капіталу у 2020 році більша, ніж у 18 разів, не можна вважати це задовільним, оскільки нарощення частки позикового капіталу у структурі пасивів з 2010–2020 років не дає можливості підвищити рентабельність власного капіталу, який є реальним джерелом капіталізації прибутку та збільшення ресурсів інвестування.

На сьогодні недостатній рівень розвитку фондового ринку в Україні, існуючі недоліки в його функціонуванні не дають можливості механізмам фондово-інвестиційної сфери відігравати належну роль у залученні фінансових ресурсів у реальний сектор економіки. Хоча в принципі темпи зростання фондового ринку в останні роки були значними.

Також варто звернути увагу на такий показник, як обсяги емісійних цінних паперів. За роки функціонування фондового ринку України вдалося досягнути певних позитивних результатів. Починаючи з 1997 р. і по 2011 р. вітчизняний фондовий ринок характеризувався постійно зростаючою динамікою (протягом даного періоду він збільшився у 25 разів). Це свідчить про те, що вітчизняні підприємства зацікавлені у залученні інвестицій за допомогою цінних паперів. У 2012 р. український фондовий ринок продемонстрував суперечливу динаміку свого розвитку. З одного боку, спостерігалось зростання загальних обсягів торгівлі цінними паперами та збільшення видів фінансових інструментів, що використовуються на фондовому ринку. З іншого боку, згорталася емісійна діяльність (рис. 2).

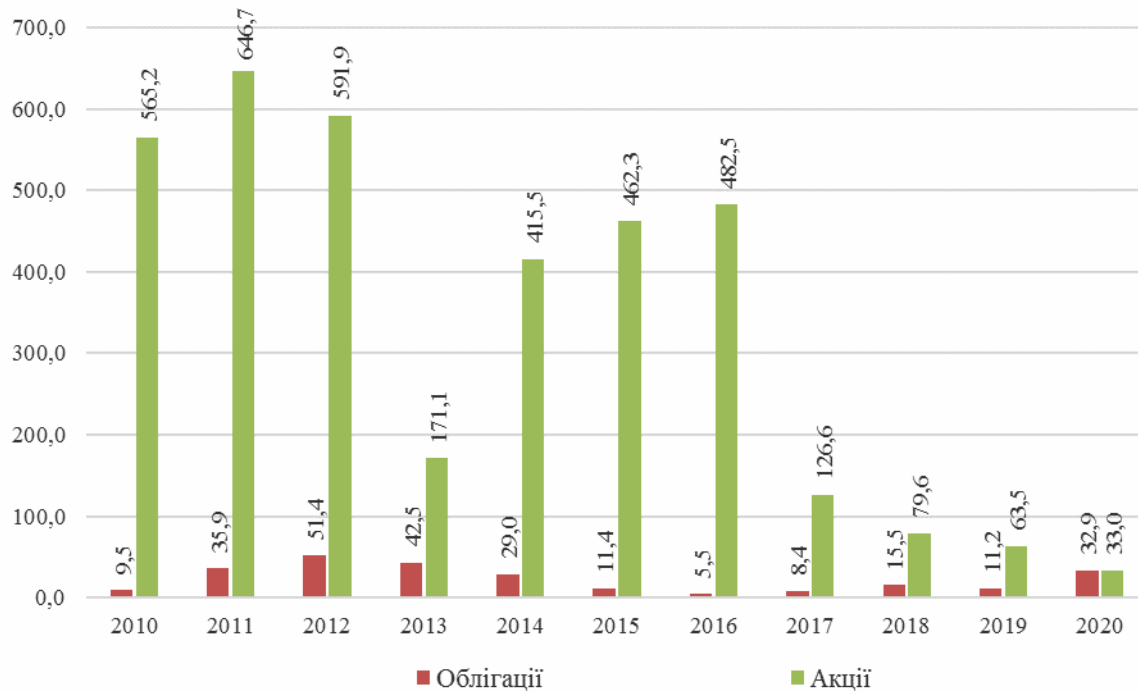


Рис. 2. Обсяги випуску емісійних цінних паперів у 2010–2020 роках, млрд грн.

Джерело: сформовано і розраховано авторами на основі даних [11, 12]

Аналіз показує нестійку тенденцію зміни обсягів випуску акцій та облігацій, що можна пояснити фінансовою кризою, яка розгорнулася в 2013 році. Проте починаючи з 2015 по 2016 рр. спостерігається значне збільшення обсягу емісії облігацій, тобто ринок оговтався від спаду і набирає обертів для подальшого збільшення.

Якщо говорити про обсяги залучених коштів в результаті випуску акцій, то за останні роки було здійснено розміщення акцій на вітчизняному фондовому майданчику, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків акцій.

Зокрема, у 2010-2012 роках спостерігалось стійке зростання обсягів емісій на ринку, проте у 2013 році відбулося суттєве скорочення ринку, що було пов'язано із впровадженням з 1 січня 2013 року особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами, що і призвело до скорочення обсягу здійснюваних операцій на позабіржовому ринку. У 2014 році, не дивлячись на політичну ситуацію, що сталася в Україні, падіння курсу національної валюти, спостерігалось зростання обсягу торгів на ринку цінних паперів на 39,06 % в порівнянні із 2013 роком.

Починаючи з 2015 року НКЦПФР розпочав роботу з очищення фондового ринку та підвищення прозорості біржового сегмента (впроваджено нові вимоги до лістингу цінних паперів на фондових біржах, що враховують європейські стандарти і сприяють перебуванню у лістингу лише якісних цінних паперів), через що

відбувалось скорочення ринку.

Ще важливим індикатором розвитку фондового ринку країни є співвідношення обсягу торгів на ринку цінних паперів із обсягом ВВП. В Україні з 2010 по 2015 роки обсяг торгів на ринку перевищував ВВП, з 2016 року та до теперішнього часу спостерігається зворотну ситуацію: обсяг ВВП значно перевищує обсяг торгів на ринку цінних паперів в Україні. Співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП у 2018 році склало 19,8%. В країнах із розвинутими ринками капіталу цей показник зазвичай складає більше 100%.

Проаналізувавши динаміку показника обсягу зареєстрованого Комісією випуску цінних паперів, важко виділити чітку тенденцію. Спостерігається його падіння в післякризові періоди: у 2010, 2012, 2015 та 2020 роках, оскільки в такі періоди спостерігається зменшення зацікавленості інвесторів в інструментах фондового ринку та кредитоспроможності підприємств, що мають потребу у залученні коштів на ринку цінних паперів. У 2020 році обсяг випуску цінних паперів досяг свого мінімуму за досліджуваній період.

Серед фінансових інструментів майже завжди провідну позицію за обсягами зареєстрованих випусків займали акції. На динаміку випусків акцій визначальний вплив мав банківський сектор.

В цілому, аналізуючи випуски акцій останніх років, можна зробити висновок, що найбільшими емітентами акцій є комерційні та державні банки, що змушені збільшувати обсяг власного статутного капіталу відповідно до вимог НБУ. Така ситуація свідчить не на користь ринку акцій, оскільки підприємства реального сектору економіки майже не виходять на ринок для залучення капіталу, що є індикатором «фіктивності» ринку акцій. Тобто ринок акцій не виконує класичних функцій ринків капіталів щодо залучення та перерозподілу грошових коштів між його суб'єктами.

Аналізуючи особливості залучення коштів шляхом емісії акцій, варто звернути увагу на те, що акціонерне фінансування вимагає значних витрат, через що є недоступним для багатьох підприємств. Залучення фінансових ресурсів шляхом випуску акцій істотно збільшує фінансову базу та кредитну ємкість, однак є дорогим джерелом фінансування, оскільки дивіденди не зменшують базу оподаткування, а вартість залучення ресурсів висока через те, що інвестори враховують ризики та невизначеності, пов'язані з акціонерним капіталом. Також не можна забувати про те, що розширення акціонерного капіталу розвиває володіння та контроль з боку наявних акціонерів.

Збільшення фінансових ресурсів підприємства можливе також за рахунок випуску корпоративних облігацій, які, у свою чергу, є противагою банківським кредитам. Вони виступають дешевим та довгостроковим інструментом розвитку підприємства. Саме корпоративні облігації дають змогу урізноманітнювати свої борги через доступ до різних інвесторів та пристосовувати позику до власних фінансових потоків. Як зазначає В.Базилевич, такий спосіб залучення коштів є вигідним для підприємств, оскільки дозволяє залучати додаткові ресурси без делегування кредиторам повноважень з контролю за діяльністю підприємства. На жаль, у нашій державі такий спосіб залучення інвестицій є вкрай незадовільним (не значним).

На основі даних рисунку 2, можна зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій України є ще меншим за розмірами, ніж ринок акцій. Питома вага обсягу торгів облігаціями у загальному обсязі торгів за останні десять років (з 2010 до 2020 років) жодного разу не перевищувала 10%, а у 2014-2016 рр. взагалі не досягла навіть 3%. Якщо аналізувати обсяг торгів облігаціями, то можна зазначити, що ринок корпоративних облігацій майже перестав існувати після кризи 2008-2009 рр. – саме тоді спостерігалось катастрофічне падіння обсягу здійснюваних операцій на ринку, що було пов'язано, в першу чергу, з тим, що більшість боржників за облігаціями просто перестали обслуговувати власні зобов'язання.

У 2011-2012 спостерігалось незначне відновлення ринку за рахунок активності банків щодо випуску облігацій та попиту на них з боку нерезидентів. Але вже починаючи з 2013 року і до теперішнього часу характерним є скорочення ринку корпоративних облігацій. Недовіру до корпоративних облігацій в Україні посилює ситуація із банківським сектором та виведенням великої кількості банків з ринку, в результаті чого потенційні інвестори обирали більш надійні інструменти: ОВДП та депозитні сертифікати НБУ.

Мінімальний обсяг торгів корпоративними облігаціями був зареєстрований у 2017 році – 29,8 млрд. грн. З 2018 року почалося незначне зростання на ринку та попит на корпоративні облігації дещо зріс. Проблемою ринку облігацій є те, що емітентам важко залучити кошти в потрібному обсязі на ньому (зазвичай це 0,5-4 млрд. грн.), що пов'язано із невеликим обсягом самого ринку і складністю розмістити облігації на суми більші ніж 150-200 млн. грн. без участі державних банків та нерезидентів. Крім того, бажаючи зробити незначну емісію облігацій (30-50 млн. грн.) стикаються із проблемою низької ліквідності таких облігацій на початку обігу, що пов'язано із небажанням інвесторів вкладати кошти у маловідомі та невеликі за обсягами підприємства. Випуски облігацій розміром менше 30 млн. грн. практично не є цікавими для ринку. Така ситуація обмежує коло емітентів, що можуть залучити кошти саме за допомогою випуску облігацій.

Крім того, для залучення емітентів на ринок корпоративних облігацій необхідно, щоб даний ринок міг запропонувати їм переваги в порівнянні із ринком банківського кредитування. Розглянемо, які переваги і недоліки має для емітентів залучення коштів за допомогою випуску облігацій. По-перше, перевагою ринку облігацій є те, що на ньому є можливість залучити кошти від інституційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів та інвестиційних фондів), не використовуючи при цьому банків у якості посередників. Залучення коштів без посередництва банків може сприяти зменшенню вартості залучення ресурсів, але це можливо лише в тому випадку, коли у банків з'являється конкуренція, а у емітентів та потенційних інвесторів є альтернатива банківським кредитам і депозитам.

Активізація облігаційного методу залучення ресурсів може бути пояснена тим, що, по-перше, зі стабілізацією економіки з'являється можливість розмістити позику серед багатьох позичальників і тим самим зменшити залежність від одного кредитора; по-друге, з'являється здатність розширити потенційну базу

кредиторів і, як наслідок, збільшити обсяги запозичень; по-третє, сек'юритизована позика простіше піддається регулюванню з боку позичальника: по-четверте, облігаційні запозичання створюють сприятливий ефект те кредитну історію для потенційних інвесторів та кредиторів; по п'яте, оподаткування відсотків за облігаціями входить до собівартості, що природно знижує базу оподаткування. Звичайно, існують і певні ризики для покупців облігацій. До таких можна віднести ризики процентних ставок (вартість облігації може значно змінюватися разом із змінами процентних ставок), ризик купівельної спроможності (якщо інфляція зростає, виплати можуть не забезпечити адекватної компенсації інвестору), кредитні ризики не виконання зобов'язань у строк через невизначеність економічного стану, а також специфічний ризик емісії – відсутність добре визначеної юридичної основи для захисту прав Інвесторів. Усе це необхідно враховувати при формуванні відповідної політики облігаційного фінансування з метою мінімізації можливих ризиків та максимізації обсягу залучення додаткових ресурсів.

Отже, випуск корпоративних облігацій є альтернативою використання банківських кредитів для розширеного розвитку підприємств. На жаль, сьогодні банківське кредитування є домінантним над фінансами, отриманими за рахунок емісії облігацій.

Розглядаючи особливості банківського кредитування в Україні, слід зазначити, що початковим моментом, який визначає можливі обсяги наданих кредитів, є рівень капіталізації банків. Протягом останніх років спостерігається позитивна динаміка основних показників банківської діяльності.

У таблиці 3 наведено порівняльну характеристику боргового фінансування реального сектора та обсягу випуску корпоративних облігацій за 2005–2020 роки.

Як видно з таблиці 3, обсяг банківських кредитів для реального сектора економіки протягом 2005–2014 років постійно зростає, збільшившись за цей період майже у 8 разів, незважаючи на досить високу вартість банківських кредитів. При цьому частка корпоративних облігацій, зареєстрованих Комісією, змінювалась незначно. Максимальний обсяг випуску корпоративних облігацій спостерігався у 2012 році, коли склав 51,39 млрд. грн. Але вже до кінця 2016 року його обсяг зменшився майже в 10 разів. Такий аналіз дає змогу стверджувати, що фінансовий сектор України носить банкоцентричний характер, властивий німецькій економіці. Підприємства нефінансового сектора часто змушені вдаватися до банківського кредиту як для поповнення оборотних коштів, так і для здійснення капітальних вкладень у зв'язку з відсутністю належного розвитку ринку цінних паперів.

Таблиця 3.
Боргове фінансування реального сектора у 2005–2019 роках

Роки	Обсяг банківських кредитів, млрд. грн.	Вартість банківських кредитів для суб'єктів господарювання, %	Обсяг випусків облігацій підприємств, млрд. грн.	Сумарне боргове фінансування економіки, млрд. грн.	Відношення обсягу корпоративних облігацій до обсягу банківських кредитів, %
2005	106,80	15,25	12,75	118,83	11,93
2006	160,50	15,20	22,07	187,57	13,75
2007	260,48	14,70	44,48	304,97	17,07
2008	443,67	13,00	31,35	467,80	7,07
2009	462,22	29,00	10,11	472,33	2,18
2010	500,96	20,20	9,49	510,55	1,89
2011	575,55	18,50	35,91	611,46	6,23
2012	605,43	19,10	51,39	656,82	8,45
2013	647,48	18,60	42,47	689,95	6,56
2014	756,90	18,20	29,01	785,91	3,83
2015	778,52	15,90	11,42	789,62	1,47
2016	822,11	21,30	5,52	827,63	0,67
2017	870,30	21,16	8,35	878,65	0,96
2018	919,05	16,65	15,45	934,5	1,68
2019	822,02	13,00	11,21	833,23	1,36
2020	752,50	10,50	32,95	785,45	4,38

Джерело: сформовано і розраховано авторами на основі даних [11, 12]

Корпоративний клієнтський кредитний портфель за підсумком 2020 р. представлений в основному коротко- та середньостроковими кредитами переважно в гривні (54%) (за цільовим спрямуванням – інші кредити (в т.ч. кредити в поточну діяльність).

Разом з тим перевага короткострокового фінансування над довгостроковим сприяла зростанню витрат підприємницьких структур, пов'язаних з обслуговуванням залученого капіталу. Все це спричинило обмеження банківських кредитних операцій, в тому числі і кредитування реального сектора економіки. Сьогодні банки або відмовляються від кредитування промислових підприємств, або проводять його обмежено, намагаючись підвищити ставки, що звісно є не вигідними для останніх. Подальше використання банківських кредитів як джерела фінансування можливе лише за умов початку росту економіки.

Висновки. Для досягнення стабільності та зростання матеріальних благ суспільства є необхідним забезпечення розширеного відтворення виробництва. З одного боку, це стає можливим за умов ефективного використання різних інструментів фондового ринку, зокрема цінних паперів, основними з яких є акції та корпоративні облигації. Вони дозволяють суб'єктам підприємницької діяльності використовувати кошти, залучені на фондовому ринку. Акції є найбільш розповсюдженим засобом інвестицій, яким користуються акціонерні товариства для фінансування проектів, а тому з початку становлення фондового ринку в Україні ринок акцій довгий час був домінуючим.

Залучення коштів для розвитку реального сектора регіональної економіки за допомогою фондового ринку є незначним. Великі за обсягами випуски акцій належать фінансовим установам, основними з яких є банки, які випуском акцій виконують вимогу Національного Банку України до рівня капіталізації. У зв'язку з цим підприємства, щоб профінансувати свою діяльність, змушені використовувати банківські кредити, незважаючи на досить високу вартість. Фондовий ринок України має спекулятивний характер. Відсутність різноманітності ринкових інструментів із належними властивостями зумовлює недовіру підприємств до фондового ринку та до залучення коштів для фінансування своєї діяльності за допомогою його інструментів.

Список літератури.

1. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент В 2-х т. / Пер. с англ.; под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. 497 с.
2. Крамаренко Г.О., Чорна О.Є. Фінансовий менеджмент. К.: ЦНЛ, 2006. 520 с.
3. Данилюк М.О, Савич В.І. Фінансовий менеджмент. К.: ЦНЛ, 2004. 204 с.
4. Кузьменко Л.В., Кузьмін В.В., Шаповалова В.М. Фінансовий менеджмент. Херсон: Олді-плюс, 2003. 256 с.
5. Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В. Управління капіталом підприємства. К.: КНЕУ, 2007. 440 с.
6. Бланк І.О. Финансовый менеджмент. 2-е изд., перераб. и доп. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. 656 с.
7. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во “Проспект”, 2007. 1024 с.
8. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. сер. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2003. 800 с.
9. Нікбахт Е. Гропеллі А. Фінанси. К.: Основи, 1992. 383 с.
10. Крайник О.П., Клепкова З.В. Фінансовий менеджмент. – К.: Дакар, 2000. – 260 с.
11. Державний комітет статистики України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
12. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.

References.

1. Brighem, Ju. and Gapenski, L. (1997), *Finansovyj menedzhment* [Financial management], In 2 volumes, Translation from English; ed. V.V. Kovalev, vol.1, Jekonomicheskaja shkola, SPb. Russia, P. 497.
2. Kramarenko, H.O. and Chorna, O.Ye. (2006), *Finansovyj menedzhment* [Financial management], TsNL, Kyiv, Ukraine, P. 520.
3. Danyliuk, M.O. and Savych, V.I. (2004), *Finansovyj menedzhment* [Financial management], TsNL, Kyiv, Ukraine, P. 204.
4. Kuzmenko, L.V. Kuzmin, V.V. and Shapovalova, V.M. (2003), *Finansovyj menedzhment* [Financial management], Oldi-plus, Kherson, P. 256.
5. Shvydanenko, H.O. and Shevchuk, N.V. (2007), *Upravlinnia kapitalom pidpriemstva* [Enterprise capital management], KNEU, Kyiv, Ukraine, P. 440.
6. Blank, I.O. (2004), *Finansovyj menedzhment* [Financial management] 2nd ed., Jel'ga, Nika-Centr, 2004. Kyiv, Ukraine, P. 656.
7. Kovalev, V.V. (2007), *Finansovyj menedzhment: teoriya i praktika* [Financial management: theory and practice], 2nd ed., TK Velbi, Izd-vo “Prospekt”, Moscow, Russia, P. 1024.
8. Van Horn Dzh.K. (2003), *Osnovy upravlenija finansami* [Fundamentals of financial management], Translation from English, Finansy i statistika, Moscow, Russia, P. 800.
9. Nikbakht, E. And Hropelli, A. (1992), *Finansy* [Finances], Osnovy, Kyiv, Ukraine, P. 383.
10. Krainyk, O.P. and Klepkova, Z.V. (2000), *Finansovyj menedzhment* [Financial management], Dakar, Kyiv, Ukraine, P. 260.
11. State Statistics Committee of Ukraine, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 12 Jan 2022).
12. Ministry of Finance of Ukraine, available at: <http://www.minfin.gov.ua> (Accessed 12 Jan 2022).