

Платформа II
Фінансові ризики ведення бізнесу
та фінансово-економічна безпека суб'єктів підприємництва

УДК 336.647/.648

Зимовець В.В.,

*доктор економічних наук, старший науковий співробітник,
завідувач відділу фінансів реального сектора,
Державна установа "Інститут економіки та прогнозування НАН України"*

**Деформовна фінансова модель ведення бізнесу в Україні:
інституційний аспект**

Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України розвиваються за специфічними сценаріями, а параметри їх функціонування (в частині структури капіталу, або рівня боргової залежності) не вписуються у загальноприйняті для ринкової економіки пропорції. Ми дотримуємось точки зору, що зростання боргової залежності збільшує вірогідність банкрутства підприємства відповідно до теорії «компромісу» С.Майерса, згідно з якою структура капіталу підприємств може зміщуватися на користь боргової складової лише до того моменту, коли вірогідність фінансової скрути стає відчутною [1, с.578]. Надмірне нарощування боргів є неможливим у зв'язку із протидією ринкових механізмів, які забезпечують самоочищення фінансової системи від «токсичних» елементів.

Специфіка фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України полягає в тому, що жодна із існуючих різновидів теорії структури капіталу не може пояснити тенденції щодо стрімкого нарощування боргу. Якщо в 2005 р. борги підприємств корпоративного сектора економіки майже не перевищували власний капітал, то протягом 10 наступних років їх боргова залежність (відношення боргу до власного капіталу) зростає більш ніж учетверо (табл.1). Це стало наслідком дії двох різновекторних тенденцій – нарощування

боргів та декапіталізації підприємств. Протягом 2013-2015 рр. власний капітал підприємств зменшився більш ніж на 500 млрд грн. (майже на 30 %) унаслідок збиткової діяльності, припинення бізнесу та втрати активів у зв'язку із окупацією Росією частини території країни. Водночас відбулося стрімке зростання боргів підприємств – майже на 2 трлн грн на тлі стагнації банківського кредитування (табл.1). Поширення сурогатних форм боргового фінансування, а саме кредиторської заборгованості, є властивим для країн з перехідною економікою. Відповідно до узагальнень Р.де Хааса та М.Пеетерс кредиторська заборгованість є альтернативною формою фінансування для тих підприємств, які *стикаються з надвисокими преміями при залученні зовнішнього фінансування*, у т.ч. банківського кредитування [2, с.147]. З іншого боку, нарощування «небанківських» боргів ініціює процеси сегментації фінансової системи та посилює автономність сегменту нефінансових корпорацій. Можна говорити про відсутність «платоспроможного» попиту на кредити з боку підприємств корпоративного сектора економіки.

Таблиця 1

Структура капіталу корпоративному секторі економіки України
(млрд грн, на початок року)

Показники	2013	2014	2015	2016*
Власний капітал	1701,9	1657,9	1352,2	1198,0
Позичковий капітал (борг) , у т.ч.	3292,6	3166,2	4306,7	5239,7
<i>кредиторська заборгованість</i>	<i>2052,3</i>	<i>1911,9</i>	<i>2677,3</i>	<i>3046,1</i>
Боргова залежність	1,93	1,91	3,18	4,37
Дефіцит власного капіталу	(295,9)	(271,7)	(911,4)	(1377,1)

Джерело: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. – [Електронний ресурс].-доступний з: <http://ukrstat.gov.ua/>; Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України) . – [Електронний ресурс].-доступний з: <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>; * попередні оцінки

На початок 2016 р. боргова залежність корпоративного сектора досягла рівня 4,3, що перевищує «нормальний» для країн з емерджентними економіками рівень більш ніж втричі (фінансовий леверидж, розрахований як відношення власного капіталу до сукупних зобов'язань підприємств, в 2013 р. становив від

0,8 (країни ЦСЄ) до 1,1 (Латинська Америка) та 1,2 (КНР) [3]). Аномально високий рівень боргової залежності підприємств корпоративного сектора України є проявом «квазіринковості» фінансової системи України та її неспроможності до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності.

Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні, властивими ознаками якої є надвисока боргова залежність, незначна роль банків у фінансуванні та нагромадження капіталу у тіньовому секторі (офшорних юрисдикціях), *склалась унаслідок слабого рівня захисту прав кредиторів та недовіри до банківської системи*. Проявом слабкості захисту інтересів кредиторів є вкрай низький рівень відшкодування у разі банкрутства: якщо після завершення процедур банкрутства кредитори отримують у США 80,4 %, у Польщі – 58,3 %, у Німеччині – 83,7 %, а в Україні – лише 8,3 % [4]. Отже ризики втрат у разі банкрутства підприємств в Україні є в рази вищими, ніж у розвинутих країнах. Відповідно до А.Кортевега для підприємств з потенційно високими втратами від фінансової скрути (*finacial distress costs*) навіть незначне зростання боргової залежності призводить до нелінійного зростання ризиків [5, с.2], що *паралізує кредитні відносини та є основною причиною нарощування сурогатних боргів*. Дисциплінуючий вплив банків на фінансовий стан підприємств послаблюється. Водночас власний капітал не зростає унаслідок впливу як об'єктивних чинників, про які згадано вище, так і у зв'язку із недовірою до банківської системи. Лише протягом 2014-16 рр. втрати підприємствами капіталу у ліквідній формі (коштів на рахунках) оцінюються в обсягу не менше 270 млрд грн. [6], що стало наслідком заходів по «очищенню» банківської системи із застосуванням дуже дискусійного механізму «виведення неплатоспроможних банків з ринку». Закономірною реакцією на ризики втрати ліквідності підприємствами у банках України є т.зв. «офшоризація» (виведення прибутків за межі країни), та, як наслідок, декапіталізація корпоративного сектора.

Отже, вплив саме інституційних чинників є домінантою формування фінансової моделі ведення бізнесу в Україні. *Іррелевантність до надмірної боргової залежності є специфічною властивістю фінансової моделі ведення бізнесу, що суттєво утруднює розвиток відносин з фінансовими ринками.* Це уповільнює міжгалузевий рух капітал та не сприяє очищенню фінансової системи від токсичних елементів (неплатоспроможних підприємств).

Список використаних джерел:

1. Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance.1984.- № 39, pp. 575-592. – [Електронний ресурс].- доступний з: http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf.
2. и De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. – [Електрон. ресурс].- доступний з: http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf
3. Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets // Global Financial Stability Report.- IMF.- October 2015. – [Електронний ресурс].-доступний з: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf>
4. Resolving Insolvency // Doing Business. World Bank. – [Електронний ресурс].- доступний з: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>
5. Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. – [Електронний ресурс].-доступний з: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1
6. Украинская рулетка: граждане и бизнес потеряли в банках-банкротах свыше 300 млрд гривен. Можно ли построить в Украине европейскую систему гарантирования вкладов. – [Електронний ресурс]. – доступний з: <http://forbes.net.ua/business/1416943-ukrainskaya-ruletka-grazhdane-i-biznes-poteryali-v-bankah-bankrotah-svyshe-300-mlrd-griven>