НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДУ «ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НАН УКРАЇНИ»

ТРАНСФОРМАЦІЇ У ФІНАНСУВАННІ КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Наукова доповідь

За редакцією доктора економічних наук В.В. Зимовця

Київ – 2023

УДК 336.02-044.922:334.78]:330.3-026.16
Т 65

Автори: д.е.н., чл.-кор. НАН України А.І. Даниленко (розділ 6), д.е.н. В.В. Зимовець (вступ, розділ 1), н.с. В.І. Гаркавенко (розділ 3), к.е.н. Г.В. Єршова (розділ 5, розділ 6), к.е.н. П.О. Керімов (розділ 2), А.В. Корнилюк (розділ 4)

Рецензенти:

д.е.н., чл.-кор. НАН України С.О. Кораблін (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
д.е.н., с.н.с. Ю.В. Кіндзерський (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
д.е.н., ст.н.с. Є.О. Бублик (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
д.е.н., проф. Т.В. Майорова (ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана» – Київ).

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» від 27 червня 2023 р. № 40

Т 65 **Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності** : наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». – Електрон. дані. – К., 2023. – 148 с. – Режим доступу : http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvanni-korporatyvnoho-biznesu.pdf

ISBN 978-617-14-0136-5 (електронне видання)

У доповіді розвинено науково-практичні підходи щодо оцінки впливу нестабільності та інституціональних чинників на стратегії фінансування бізнесу. Визначено вразливість бізнесу до систематичних та ідіосинкратичних воєнних ризиків; розроблено інструментарій оцінювання прямих збитків бізнесу від війни. Проаналізовано ефективність грошово-кредитної політки НБУ під час повномасштабної війни, розв’язаної РФ у 2022 р. Узагальнено трансформації у фінансах великого, середнього та малого бізнесу під час війни. Обґрунтовано, що першочерговими завданнями державної політики у воєнний та повоєнний періоди мають стати рекапіталізація бізнесу та перезапуск ринкових механізмів фінансування приватних інвестицій.

УДК 336.02-044.922:334.78]:330.3-026.16

ISBN 978-617-14-0136-5
(електронне видання)

© Національна академія наук України, 2023
© ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", 2023

ЗМІСТ

ВСТУП 5

РОЗДІЛ 1. ДОСТУП КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ ДО ФІНАНСУВАННЯ ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ 12

1.1. Систематичний ризик і пропозиція капіталу під час війни 15

1.2. Декапіталізація бізнесу як фактор зростання попиту на капітал 21

1.3. Фінансування повоєнного відновлення корпоративного бізнесу 35

РОЗДІЛ 2. ВПЛИВ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИХ ЧИННИКІВ НА СТРАТЕГІЇ ФІНАНСУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ 42

2.1. Тенденції інституціонального розвитку України 44

2.2. Захисні стратегії фінансування корпоративного бізнесу 51

РОЗДІЛ 3. ДОСТУП КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ УКРАЇНИ ДО БАНКІВСЬКИХ КРЕДИТІВ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ 61

3.1. Цілі та завдання грошово-кредитної політики в умовах нестабільності 62

3.2. Грошово-кредитна політика НБУ в умовах війни 66

3.3. Боргова політика уряду в умовах війни 78

3.4. Вплив війни на платіжний баланс та зовнішній борг 79

3.5. Тенденції банківського кредитування корпоративного бізнесу 81

РОЗДІЛ 4. СТРУКТУРНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ У ФІНАНСУВАННІ ВЕЛИКОГО ТА СЕРЕДНЬОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ 90

4.1. Місце та роль великого та середнього бізнесу в економіці України 91

4.2. Джерела фінансування великих та середніх підприємств 93

РОЗДІЛ 5. ФІНАНСУВАННЯ МАЛОГО БІЗНЕСУ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ТА ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ 100

5.1. Фінансування малого бізнесу в Україні в умовах нестабільності 101

5.2. Вразливість фінансів малого бізнесу до нестабільності в умовах війни 106

5.3. Державна підтримка малого бізнесу у зарубіжних країнах в умовах нестабільності 110

РОЗДІЛ 6. ДЕРЖАВНА ПОЛІТИКА СТАБІЛІЗАЦІЇ ФІНАНСІВ КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА У ПОВОЄННИЙ ПЕРІОД 113

6.1. Завдання державної політики у сфері фінансування корпоративного бізнесу 114

6.2. *Форми та інструментарій фінансової підтримки корпоративного бізнесу державою: огляд зарубіжних практик повоєнного відновлення* 120

6.3. Державна політика у сфері фінансування корпоративного бізнесу в Україні під час війни та у повоєнний період 126

ВИСНОВКИ 136

ДОДАТКИ 142

ВСТУП

Нестабільність у загальноприйнятому розумінні – це невизначеність, викликана можливістю раптової зміни поточної ситуації[1]. Отже, нестабільність для бізнесу – це невпевненість у збереженні умов його ведення, які визначатимуться змінами макроекономічної, фінансової та політичної ситуації *у майбутньому*. Для хронічно нестабільних економічних систем таке визначення не є вірним, оскільки макроекономічної, фінансової та політичної стабільності *у минулому* не існувало. Тому в широкому розумінні, що охоплює обидва випадки, ідентифікаторами нестабільного середовища є висока волатильність ключових фінансово-економічних та непередбачуваність змін в умовах ведення бізнесу.

Хоча нестабільність найчастіше розглядається у контексті циклічності економіки та інфляції[2], вона зумовлюється не лише циклічними змінами та коливаннями загальноекономічної динаміки. Політичні та інституціональні фактори також можуть створювати нестабільність в економіці – як у ретроспективі, так і у майбутньому. Під впливом макрофінансових, інституціональних і політичних факторів майбутній стан економічної системи та значення основоположних фінансових параметрів можуть суттєво відхилятися від очікуваних, що ускладнює не лише прийняття, а й виконання фінансових рішень на будь-якому рівні – від державного бюджету на макрорівні та до фінансових стратегій і рутинних процедур з оплати рахунків на рівні підприємств.

Вплив макрофінансової нестабільності на фінансування корпоративного бізнесу достатньо добре вивчений у роботах зарубіжних вчених. Проведено велику кількість емпіричних досліджень щодо закономірностей у змінах

[1] Cambridge Dictionary. URL: https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/instability
[2] Cossiga Giovanni Antonio. Stability and Instability of an Economic System: Considerations. 2017. URL: https://www.ccsenet.org/journal/index.php/res/article/view/68886

ключових фінансових індикаторів бізнесу в періоди нестабільності. Девіс і Стоун (2004)[3] встановили вищу вразливість фінансування корпоративного бізнесу у країнах з ринками, що формуються, до макрофінансової нестабільності, проявом чого є аномальна висока частка боргу у структурі капіталу. Багато робіт присвячено дослідженню впливу макрофінансової нестабільності на фінансування бізнесу в окремих країнах. Лім (2013)[4] дослідив вплив макрофінансової нестабільності на банківське кредитування у Кореї. Гіз і Ґікас (2016)[5] дослідили вплив рецесії на кредитування бізнесу та наслідки посилення вимог до позичальників у післякризовий період у Греції.

Трансформації у фінансуванні бізнесу у країнах із розвиненими фінансовими ринками, які полягають у заміщенні банківських кредитів іншими джерелами фінансування, досліджено у роботі Де Фіоре і Уліга (2015)[6]. Встановлено, що скорочення пропозиції капіталу для фінансування бізнесу в умовах макрофінансової нестабільності зумовлює лише циклічні зміни у тактиці фінансування, не змінюючи довгострокові стратегії.

В Україні питанням вразливості фінансування саме корпоративного бізнесу до макрофінансової нестабільності присвячено не так багато робіт. У роботах Міщенка (2015)[7], Бровко, Бровко та Крижановського (2019)[8] дослідили вплив макрофінансової нестабільності на банківське кредитування бізнесу.

---

[3] Davis E. Philip, and Stone Mark R. Corporate Financial Structure and Financial Stability. *IMF Working Paper*. 2004. WP/04/124. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04124.pdf

[4] Lim Youngjae. Sources of Corporate Financing and Economic Crisis in Korea: A Micro-evidence. *NBER Working Paper* No. w9575. March 2003. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9575/w9575.pdf

[5] Hyz Alina B., Gikas Grigorios. Business funding sources during the financial crisis: supply-side and demand-side factors. Case study of Greece. *Central European Review of Economics & Finance*. 2016. Vol. 11, No. 1. URL: https://journals.indexcopernicus.com/api/file/viewByFileId/134267.pdf

[6] De Fiore Fiorella and Uhlig Harald. Corporate Debt Structure and the Financial Crisis. *European Central Bank Working Paper Series*. February 2015. No. 1759.
URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1759.en.pdf

[7] Міщенко В.І. Вплив банківської кризи на зміну умов банківського кредитування. *Фінансовий простір*. 2015. № 3. URL: https://ofp.cibs.ubs.edu.ua/files/1503/15mvivbk.pdf

[8] Бровко Л., Бровко Є., Крижановський О. (2019). Формування фінансових ресурсів підприємств в умовах нестабільності. *Економіка і держава*. 2019. № 9. https://doi.org/10.32702/2306-6806.2019.9.57

Бабяк і Самбірський(2019)[9] визначили основні фактори впливу на стратегії фінансування бізнесу в умовах нестабільності, зокрема – істотне погіршення умов запозичення ресурсів у банківській системі; недоступність запозичень на ринку корпоративних облігацій; обмеженість ресурсів на ринку акцій. На час початку цього дослідження в 2021 р. наукових розробок щодо оцінки впливу макрофінансової нестабільності на доступність фінансування для корпоративного бізнесу як на агрегованому (сектор нефінансових корпорацій), так і на макрорівні, бракувало.

В Україні, поряд із традиційними факторами нестабільності (розміром державного боргу, інфляцією та ін.), діють додаткові – слабка фіскальна спроможність держави, дисфункціональність фондового ринку, нестабільність національної валюти, корупція та слабкість інститутів захисту прав власності. Фінансова система України є вразливішою до внутрішніх та зовнішніх ризиків та загроз, що перешкодило формуванню повноцінних ринкових механізмів (банківського, фондового) трансформації заощаджень у продуктивний капітал. Фінансовий ринок не забезпечує попит корпоративного бізнесу на капітал, індикаторами чого є низька частка ринкових фінансових інструментів (облігацій, банківських кредитів) у структурі його фінансування в Україні. Реакцією українського бізнесу на *обмежений доступ до капіталу* на ринках стало поширення таких стратегій фінансування бізнесу, які покладаються не на фінансові ринки, а переважно на власні кошти кінцевих бенефіціарів.

Поряд із фактором обмеженого доступу до капіталу другою причиною трансформації стратегій фінансування є *високі інвестиційні ризики.* Упродовж останнього десятиліття бізнес в Україні зазнав значних фінансових втрат унаслідок раптового знецінення національної валюти, «очищення» банківської системи, поширеності фіктивних банкрутств та рейдерства. Зважаючи на негативний досвід щодо фінансових втрат та високу вірогідність його

[97] Бабяк Н.Д., Самбірський М.М. Корпоративне фінансування в умовах нестабільності фінансового ринку. Фінанси України. 2015. № 10. URL: https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/26540/Fu_2015_10_9.pdf?sequence=1&isAllowed=y

повторення, бізнес змушений адаптувати стратегії фінансування задля мінімізації потенційних збитків та убезпечення вкладених коштів від знецінення. На тлі слабкості ринкових інститутів, насамперед захисту прав власності, відбувається трансформація стратегій і структури фінансування корпоративного бізнесу, що передбачає заміщення власного капіталу неринковими інструментами (квазіпозиками від власників). Така стратегія дає змогу запобігти рейдерському захопленню бізнесу через механізми скуповування/переуступки боргів, що є поширеною у світі практикою. Цілеспрямоване нарощування боргів підприємства перед його власниками є інструментом мінімізації ризиків його недружнього захоплення[10]. Також існує емпірично підтверджений зв'язок між вливаннями власниками боргового капіталу та ухиленням від оподаткування[11].

В умовах хронічної нестабільності в Україні доступ бізнесу до капіталу на фінансовому ринку був обмеженим, а ризики втрати власного (інвестованого капіталу) - вищими, що й зумовило трансформації стратегій фінансування[12]. Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу мають зворотний вплив на фінансову систему, знижуючи її ресурсний потенціал та підвищуючи секторальні кредитні ризики, що не лише скорочує інвестиції й уповільнює економічне зростання, а й створює загрози для стабільності фінансової системи країни. Розпочата в 2022 р. повномасштабна війна проти України зумовила розширення предмету дослідження завданнями з розкриття її наслідків для фінансів корпоративного бізнесу, оцінювання його фінансової стійкості до систематичних та ідіосинкратичних ризиків в умовах війни, розробки інструментарію для визначення масштабів викликаних війною збитків та

[10] Zwiebel J. Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment. *The American Economic Review.* 1995. № 86. P. 1197–1215.

[11] Alves J., &Moreira J.A. Shareholders Loans: A simple method of Money laundering. *OBEGEF Working Paper*. 2015. No. 40. URL: https://www.fep.up.pt/docentes/pjv/i2fc/2014/restricted/S6.2.pdf

[12] Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О. О. та ін. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України: колективна монографія / за ред. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. URL: https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/17256

концептуального каркасу державної політики у сфері фінансування повоєнного відновлення.

Отже, визначення впливу війни на доступ бізнесу до капіталу в умовах зростання інвестиційних ризиків, оцінювання стійкості модифікованих стратегій фінансування бізнесу до умов війни та визначення пріоритетних завдань його повоєнного відновлення є актуальними науковими завданнями, які мають практичне значення.

Метою дослідження є розвиток науково-практичних підходів щодо оцінки впливу макрофінансової нестабільності на доступ бізнесу до капіталу в умовах війни, визначення фінансових наслідків війни для корпоративного бізнесу та розроблення практичних рекомендацій щодо його фінансування у повоєнний період.

У розділі 1 – «Фінансування бізнесу в умовах війни та повоєнного відновлення» – досліджено вплив повномасштабної війни на фінансування бізнесу в Україні на тлі зростання систематичного ризику і процентних ставок у 2022 р. Доведено, що відносна стійкість фінансів корпоративного бізнесу під час війни пояснюється поширенням захисних моделей фінансування, роль банківського кредитування у яких є незначною. Оцінено масштаби прямих і непрямих збитків підприємств за перший рік повномасштабної війни в Україні. Доведено, що ключовим завданням першого етапу повоєнного відновлення бізнесу повинна стати його часткова рекапіталізація на основі компенсації прямих збитків.

У розділі 2 – «Вплив інституціональних чинників на стратегії фінансування корпоративного бізнесу» – розроблено інструментарій оцінювання впливу інституціональних чинників на стратегії фінансування бізнесу. Показано, як українські підприємства пристосовуються до непередбачуваності судових рішень і необхідності протидіяти спробам рейдерського захоплення бізнесу. Висунуто гіпотезу про те, що реакцією на інституціональну слабкість стало виникнення та поширення захисних стратегій фінансування корпоративного бізнесу в Україні, серед яких описано

квазіризикову та шахрайську моделі фінансування. Встановлено, що слабкість захисту прав власності, поширеність корупції і високі військово-політичні ризики є ключовими інституціональними факторами високого систематичного ризику в Україні.

У розділі 3 – «Доступ корпоративного бізнесу України до банківських кредитів в умовах нестабільності» – проаналізовано тенденції у банківському кредитуванні бізнесу в Україні під час повномасштабної війни, вплив на нього ключових макрофінансових чинників та грошово-кредитної політики НБУ. Встановлено, що процентна політика НБУ в 2022 р. не сприяла активізації банківського кредитування бізнесу і мала негативні наслідки для публічних фінансів, викликані зростанням витрат на обслуговування державного боргу. Під час повномасштабної війни обсяги банківського кредитування бізнесу в національній та іноземній валюті очікувано скоротились з двох причин – припинення видачі нових кредитів в умовах високого систематичного ризику і формування додаткових резервів під кредити бізнесу на тлі зростання частки непрацюючих кредитів у 2022 р. на 20%. Показано, що згортання кредитної активності банків під час війни було частково компенсовано державними програмами підтримки пільгового кредитування. Звертається увага на зростання відірваності банківського сектора від корпоративного бізнесу, про що свідчить зниження частки кредитів нефінансовим корпораціям у банківських активах.

У розділі 4 – «Структурні трансформації у фінансуванні великого та середнього бізнесу» – проаналізовано тенденції у фінансуванні великого та середнього бізнесу в умовах нестабільності. Встановлено, що частка власного капіталу у фінансуванні великого бізнесу є значно вищою порівняно із середнім бізнесом на тлі незначної ролі довгострокового кредитування. Показано, що на тлі обмеженого доступу бізнесу до капіталу на фінансових ринках під час повномасштабної війни зросла роль позичкового капіталу у фінансуванні великого та середнього бізнесу, насамперед у рамках програм державної фінансової підтримки кредитування бізнесу. Розглянуто вплив

повномасштабної війни на доступність капіталу для великого бізнесу на міжнародних фінансових ринках.

У розділі 5 – «Фінансування малого бізнесу в умовах нестабільності та повоєнного відновлення» проаналізовано основні тенденції у фінансах малого бізнесу в Україні в довоєнний період. Встановлено, що характерною ознакою фінансування малого бізнесу є переважання поточних зобов'язань у структурі капіталу на тлі аномально низької частки власних коштів. Упродовж першого року війни більшість підприємств малого бізнесу втратила наявні резерви на тлі зменшення обсягів банківського кредитування. Показано, що фінансова підтримка малого та мікробізнесу є однією з важливих складових антикризової державної політики у зарубіжних країнах. У періоди нестабільності роль держави у підтримці малого бізнесу істотно зростає, для чого використовуються різноманітні інструменти, впровадження яких не відміняє довгострокові програми розвитку малого бізнесу, а доповнює їх.

У розділі 6 – «Державна політика стабілізації фінансів корпоративного бізнесу під час війни та у повоєнний період» – визначено ключові завдання державної політики у сфері фінансування корпоративного бізнесу в Україні під час війни та у повоєнний період. Розглянуто основні механізмами державної підтримки корпоративного сектора у періоди нестабільності. Узагальнено успішний досвід окремих країн щодо фінансування повоєнного відновлення корпоративного бізнесу на основі визначених пріоритетів розвитку економіки країни, стимулювання іноземних інвестицій шляхом страхування ризиків та системи преференцій, забезпечення конкурентного середовища та контролю за захистом економічної конкуренції; розвитку високотехнологічного експорту.

Розділ 1. Доступ корпоративного бізнесу до фінансування під час війни та повоєнного відновлення

Необхідною передумовою функціонування життєздатного бізнесу є достатність продуктивного капіталу, який включає всі необхідні для виробництва товарів та послуг матеріальні й нематеріальні активи, та наявність доступних джерел фінансування. Існує лише два джерела (форми) фінансування бізнесу – пайовий (власний капітал) і борг. Грантове фінансування не виділяється в окрему форму та є інструментом збільшення власного капіталу. Вибір з-поміж можливих форм фінансування ґрунтовно вивчений у рамках теорії конвенційної структури капіталу у багатьох емпіричних дослідженнях. Закономірності співвідношення боргу та пайового (власного) капіталу у фінансуванні бізнесу в зарубіжних країнах розкрито Боріо (1990)[13], Раджаном та Джингалезом (1995)[14] та ін.

Відповідно до конвенційної теорії структури капіталу макрофінансова нестабільність впливає як на загальні обсяги фінансування бізнесу, так і на структуру такого фінансування. Основною причиною макрофінансової нестабільності є нерозсудлива бюджетна політика і зростання державного боргу темпами, швидшими за темпи зростання внутрішніх джерел його фінансування. Внаслідок випереджаючого зростання державного боргу обсяги фінансування бізнесу скорочуються, що підтверджується емпіричними доказами. Демрічі, Хуанг, Сіалм (2017) на основі аналізу даних 40 країн за 1990–2014 рр. встановили існування негативного зв’язку між державним боргом та фінансовим левериджем у секторі нефінансових корпорацій[15]. В Україні у 2009–2019 рр. на тлі зростання частки державних боргів у внутрішньому кредиті з 3,1 до 40,0% і відповідного скорочення пропозиції

[13] Borio Claudio. Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective. *BIS Economic Papers*. 1 May 1990. № 27. URL: https://www.bis.org/publ/econ27.pdf

[14] Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. 1995. URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

[15] Demirci Irem, Huang Jennifer, Sialm Clemens. Government Debt And Corporate Leverage: International Evidence. 2017. URL: http://www.nber.org/papers/w23310

капіталу на фінансових ринках частка банківських кредитів у джерелах фінансування бізнесу скоротилась до 8,9%[16].

Скорочення банківського кредитування бізнесу пояснюється не лише обмеженістю пропозиції кредиту, а й також незадовільним фінансовим станом підприємств в умовах кризових явищ в економіці[17]. Реакцією бізнесу на хронічну нестабільність в Україні стало поширення модифікованих стратегій фінансування, які не передбачають залучення боргового капіталу на фінансових ринках і покладаються переважно на фінансування у формі квазіборгів (позик від власників та пов'язаних осіб). Унаслідок модифікації стратегій фінансування у такий спосіб частка боргу у структурі капіталу нефінансового бізнесу на тлі його декапіталізації зросла[18], що не узгоджувалось із положеннями конвенційної теорії структури капіталу.

Розгортання широкомасштабної війни в Україні в 2022 р. значно підвищило вірогідність втрати вкладеного капіталу і, відповідно, інвестиційні ризики на тлі скорочення пропозиції капіталу на фінансових ринках. Під час повномасштабної війни інвестиційні ризики в Україні зросли унаслідок:

- зростання систематичного ризику, зумовленого поглибленням макрофінансових дисбалансів та високою вірогідністю знищення матеріальних активів під час бойових дій та/або втрати контролю за бізнесами на окупованих територіях. Фінансування – це двосторонній процес, у якому узгоджуються економічні інтереси реципієнта (бізнесу) і донора (інвестора). Зростання систематичного ризику , проявом чого є вищі процентні ставки і плата (умовна) за власний капітал, не лише обмежило доступ бізнесу до фінансування, а й спонукало капіталодавців до перегляду умов фінансування та/або вимог щодо повернення інвестованого капіталу. З іншого боку, бізнес зацікавлений у

[16] Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України / за ред. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. URL: http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf

[17] Шпигоцька Н.О. Ефект витіснення та його вплив на масштаби кредитування економіки банківською системою України. 2015. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/svitfin_2015_2_7

[18] Зимовець В.В., Багацька К.В. Капіталізація реального сектору економіки України: тенденції та наслідки. 2018. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/svitfin_2018_1_3

збереженні існуючих умов фінансування і не мав фінансових можливостей для дострокового повернення інвестованого капіталу в умовах війни. Вищий рівень систематичного ризику призводить до додаткових фінансових витрат, пов'язаних із залученням капіталу (сплата процентів та умовна плата за власний капітал);

- зростання специфічного (ідіосинкратичного) ризику, який залежить від специфічних характеристик окремих підприємств. Ідіосинкратичний ризик в умовах війни розподіляється нерівномірно і залежить від таких факторів, як наближеність до територій очікуваного розгортання активних бойових дій, вірогідність нанесення ракетних та авіаційних ударів ворога; інтенсивність фінансових відносин із контрагентами на окупованих територіях; валютна позиція підприємства напередодні війни.

Узагальненим негативним наслідком війни для українського бізнесу в кількісному (фінансовому) вимірі є декапіталізація у широкому розумінні як результат дії двох факторів: (1) скорочення боргових джерел фінансування унаслідок погашення кредитів (інших зобов'язань) і неприйнятності умов їх пролонгації у зв'язку із зростанням плати за капітал; виведення капіталу в безпечніші юрисдикції з метою збереження його вартості; (2) втрати інвестованого капіталу унаслідок прямих (знищення/пошкодження майна, знецінення активів) та непрямих збитків, до яких призвела війна.

1.1. Систематичний ризик і пропозиція капіталу під час війни

Об'єктивним наслідком війни в Україні стало *підвищення систематичного ризику* і відповідне погіршення умов фінансування для всіх підприємств. Висока вірогідність знищення/пошкодження виробничих активів та втрати контролю власниками, зокрема державою, за підприємствами, філіями або окремими ідентифікованими матеріальними активами (земельні ділянки, нерухомість, інше майно), які залишились на окупованих територіях, та їх незаконного привласнення (примусове вилучення активів, пограбування,

так звана «націоналізація») були головною причиною зростання систематичного ризику в 2022 р. Вірогідність відшкодування таких втрат навіть у середньостроковому періоді є низькою, чинне законодавство не містить норм і процедур щодо оцінювання таких збитків та механізмів їх компенсації. Хоча ще у березні 2018 р.[19] Верховна Рада доручила уряду розроблення законопроєкту про створення реєстру фізичних та юридичних осіб, які постраждали внаслідок збройної агресії, упродовж майже чотирьох років до початку повномасштабного вторгнення такий законопроєкт так і не було розроблено. Як показала практика попереднього етапу війни (2014–2021 рр.), прямі збитки від втрати контролю за бізнесом оцінювались в індивідуальному порядку з намаганням їх подальшого стягнення через міжнародні суди[20], що потребувало значних витрат часу і коштів на ведення справ. Вищі очікувані трансакційні витрати є фактором підвищення систематичного ризику.

Таблиця 1.1

Премія за ризик країни та індикатори фінансового ринку в Україні, *%*

Показник	2018	2019	2020	2021	2022
Премія за ризик країни	10,4	7,4	6,3	6,4	17,3
Процентні ставки за кредитами НФК у гривні	18,1	18,0	11,1	9,7	16,5
Рівень інфляції, грудень до грудня (ІСЦ),	9,8	4,1	5,0	10,0	26,6
Знецінення гривні відносно долара США, за рік	1,0	-15,2	20,1	-4,2	47,7
Безризикова ставка ОВДП	17,8	16,9	10,2	11,3	18,3
Частка непрацюючих кредитів у кредитах корпоративному сектору	55,8	53,8	46,7	36,1	42,9

Джерело: Country Default Spreads and Risk Premiums (January 5, 2023); Процентні ставки за новими кредитами за розміром суб'єкта господарювання. Інформація щодо розміщення ОВДП (https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx); Обсяги активних операцій та частка непрацюючих активів (https://bank.gov.ua/files/stat/NPL_AO_2023-02-01.xlsx).

Значна невизначеність щодо перспектив відшкодування (компенсації) збитків від знищення/пошкодження виробничих активів та повернення контролю за ними після звільнення окупованих територій на тлі поглиблення

[19] Постанова ВРУ «Про комплекс невідкладних заходів щодо практичної реалізації міжнародно-правової відповідальності Російської Федерації за збройну агресію проти України» № 2356 від 20 березня 2018 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2356-19#Text

[20] Відшкодування збитків як важлива частина політики деокупації Криму. Кримська платформа / Центр оборонних стратегій. Березень 2022. URL: https://defence.org.ua/wp-content/uploads/2022/04/CDS_Vidshkoduvannia_zbytkiv_ukr.pdf

макрофінансових дисбалансів призвели до суттєвого підвищення систематичного ризику в 2022 р. Премія за ризик країни (CRP) для України в 2022 р. підвищилася на понад 10,9 %, або утричі – з 6,4 до 17,3% (табл. 1.1). Це означає, що очікувана плата за капітал в Україні на початок 2023 р. була на 17,3 п.п. вищою порівняно із платою за капітал у США. У разі рівномірного розподілу активів по території України, що є характерним для великих бізнесів з розгалуженою мережею (поштові сервіси, залізничний транспорт, роздрібні мережі) збитки від втрати контролю за активами є пропорційними тій частці території України, що була окупована агресором. За даними національного поштового оператора АТ «Укрпошта», через воєнні дії було тимчасово втрачено контроль над приблизно *12% своїх поштових відділень*, здебільшого в окупованих районах Луганської, Донецької, Херсонської та Запорізької областей[21]. Частка втрати контролю за активами (12%) майже ідентична зростанню премії за ризик країни (10,9%).

Війни завжди супроводжуються поглибленням дисбалансів у фінансовій системі, які обмежують пропозицію капіталу для бізнесу на внутрішньому ринку. Фундаментальними причинами поглиблення макрофінансових дисбалансів в Україні після початку повномасштабного вторгнення стали масштабні збитки внаслідок знищення/руйнування виробничих активів; зупинка виробництв та скорочення попиту, як внутрішнього споживчого, так і зовнішнього (у т.ч. унаслідок свідомого цілеспрямованого перешкоджання агресором експорту через морські порти України), що у результаті спричинило падіння ВВП у 2022 р. на 29,1% і суттєве зростання рівня державного та гарантованого державного боргу з 49,0 до 78,5% ВВП (табл. 1.2).

Хоча завдяки оперативній реакції НБУ на початку повномасштабного вторгнення і фінансовій підтримці зарубіжних країн фінансова система України в 2022 р. і не зазнала повного колапсу, її спроможність фінансувати бізнес

[21] Фінансова звітність відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності та звіт незалежного аудитора 31 грудня 2021 року / АТ «Укрпошта». URL: https://www.ukrposhta.ua/doc/annual-reports/ukrposhta_financial_statements_2021.pdf

зменшилась. Умовно позитивним можна вважати підвищення рівня монетизації ВВП з 38,0 до 48,2% за 2022 р, що засвідчує невластиве під час війни зростання попиту на гроші і, відповідно, нагромадження надмірної ліквідності у банківському секторі. Обсяги ліквідних коштів банків (включаючи депозитні сертифікати НБУ) у 2022 р зросли майже удвічі – на 278 млрд грн, що свідчить про збільшення ресурсного потенціалу для кредитування.

Таблиця 1.2

Макрофінансові дисбаланси у 2018–2022 рр.

Показник	2018	2019	2020	2021	2022
Рівень державного та гарантованого державою боргу, *% ВВП*	60,9	50,2	60,4	49,0	78,5
Монетизація ВВП, *%*	35,9	36,2	43,8	38,0	48,2
Коефіцієнт витіснення, *%*	42,8	36,8	37,6	34,8	38,3
Коефіцієнт трансформації, *%*	51,8	41,5	31,5	29,6	23,9
Кредити сектору НФК, *млрд грн*	859,7	744,6	724,2	752,3	754,4
Ліквідні кошти банків, *млрд грн*	134,3	269,0	254,8	315,9	594,1

Джерело: Огляди фінансових корпорацій (https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xlsx); Державний та гарантований державою борг України https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg); Розподіл кредитів, наданих суб'єктам господарювання в національній та іноземній валютах за видами економічної діяльності, що класифікуються за розділами, з них непрацюючих у визначенні, наведеному в Положенні № 351 (у розрізі банків) (https://bank.gov.ua/files/stat/Loans_KVED.zip).

В умовах критично високих інвестиційних ризиків додатковий потенціал банківської системи було використано для стабілізації публічних фінансів шляхом придбання НБУ державних облігацій, що призвело до підвищення «коефіцієнту витіснення»[22] з 34,8 до 38,3% за 2022 р. На тлі підвищення «коефіцієнту-витіснення» погіршення фінансового стану підприємств і значної невизначеності щодо подальшого розгортання війни нові кредити бізнесу банками на ринкових умовах у 2022 р. майже не надавалися (заборгованість сектора нефінансових корпорацій за банківськими кредитами з початку повномасштабної війни по 01.06.2023 р. зменшилась на 34 млрд грн в абсолютному (вартісному) вимірі. У відносному вимірі згортання кредитної

[22] Відношення вкладень банківської системи (НБУ і комерційних банків) у державні облігації до сукупних ресурсів банківської системи, що показує ту частку ресурсів, яка іммобілізована державою з ринкового обігу.

активності банків в 2022 р. підтверджується зниженням коефіцієнта трансформації (відношення банківських кредитів підприємствам сектора нефінансових корпорацій до сукупних ресурсів банківської системи) з 29,6 до 23,9%.

Завдяки значній фінансовій підтримці країн-партнерів вплив поглиблення макрофінансових дисбалансів на зростання систематичного ризику в Україні в 2022 р. був контрольованим і лише частково відображав реальний стан фінансової системи У зв'язку із тим, що на час завершення дослідження статистика ВВП за 2022 р. не була оприлюднена, не було можливості кількісно оцінити вплив дефіциту чистих заощаджень на пропозицію капіталу на внутрішньому ринку. За оприлюдненими даними, в 2022 р. за рахунок зовнішніх запозичень і грантів від Європейського Союзу, урядів іноземних держав, міжнародних організацій та донорських установ 2022 р. було профінансовано бюджетні видатки в обсязі 1,1 трлн грн, що становить 20,1% ВВП за 2022 р. За рахунок цих джерел Україні вдалося частково компенсувати дефіцит капіталу на внутрішньому ринку і забезпечити контрольованість ключових макрофінансових індикаторів.

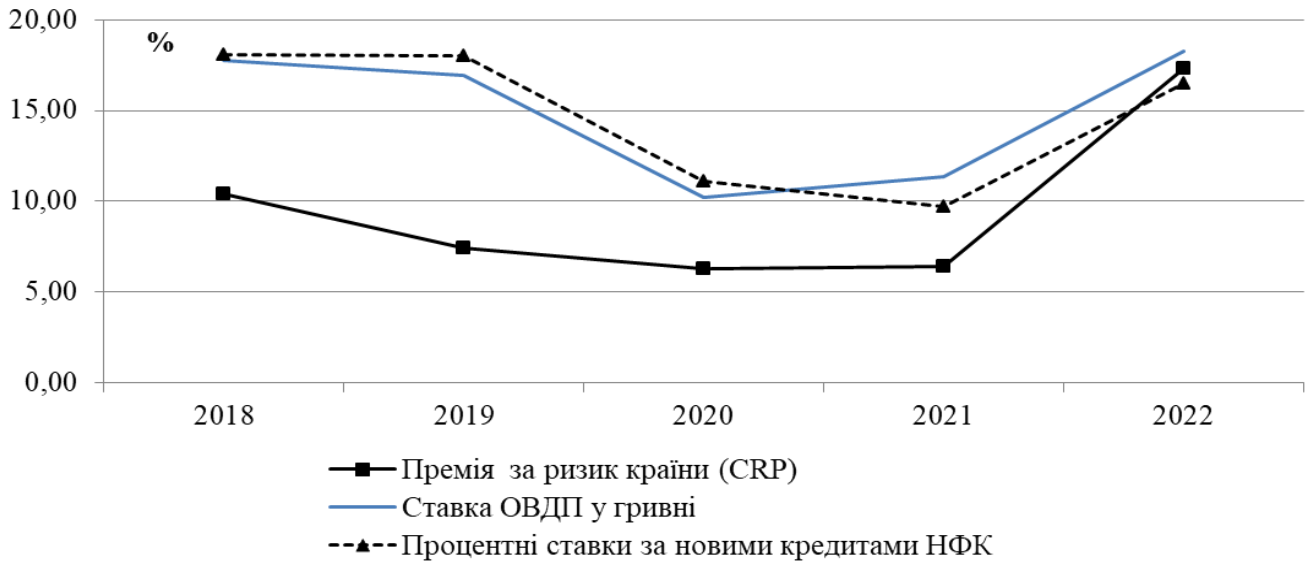

Рис. 1.1. Премія за ризик країни і процентні ставки по нових кредитах в Україні, в 2018–2022 рр.

Джерело: побудовано за даними табл. 1.1

Відправною точкою для визначення умов фінансування бізнесу в ринковій економіці є безризикова процентна ставка (зазвичай це процентна ставка по державних облігаціях). Упродовж 2022 р. середня ставка ОВДП у гривні зросла на 7,9 п.п. (рис. 1.1), що не можна вважати достовірним індикатором підвищення систематичного ризику, адже ОВДП розміщувались переважно на неринкових засадах (викуповувались НБУ), що було цілком виправдним в умовах розгортання повномасштабної війни.

У відповідь на зростання систематичного ризику середні процентні ставки за новими кредитами підприємствам упродовж 2022 р. підвищилися майже удвічі – з 9,7 до 16,5%річних. Водночас таке підвищення не спричинило системного впливу на фінанси підприємств, зважаючи на «відірваність» банківського сектора від корпоративного бізнесу (частка банківських кредитів у фінансуванні активів сектора нефінансових корпорацій на початок 2022 р. становила лише 5,6%). Ця «відірваність» дала змогу мінімізувати витрати банків на формування резервів під непрацюючі кредити, частка яких упродовж 2022 р. зросла з 36,1 до 42,9%.

Реагуючи на високі макрофінансові ризики та враховуючи уроки попередніх криз, а також несприятливе інституціональне середовище, про що йтиметься у розділі 2, бізнес в Україні створив та запровадив захисні стратегії фінансування, які не покладались на залучений на фінансових ринках капітал. Ключовими елементами зазначених стратегій були – (1) фінансування бізнесу за рахунок власних коштів у формі квазіборгів (квазіризикові моделі фінансування); (2) акумуляція ліквідного капіталу поза межами фінансової системи України («офшоризація»); (3) відмова від залучення капіталу на фінансових ринках (захисні (консервативні) стратегії). Підприємства, які застосовують квазіризикові моделі фінансування, можуть тривалий час працювати з від’ємним капіталом і формально не проводити рекапіталізацію (збільшення статутного капіталу) взагалі.

Зростання систематичного ризику в 2022 р. хоч і погіршило умови фінансування бізнесу, але не спричинило хаос і руйнування фінансової

системи. Під час повномасштабної війни спрацювали захисні моделі фінансування бізнесу, що послабило негативний вплив скорочення пропозиції капіталу на внутрішньому ринку на фінанси підприємств, доступ яких до капіталу на ринку і у попередні роки був вкрай обмеженим.

Високі систематичні ризики, які на час завершення дослідження (червень 2023 р.) зберігаються, відображають значну невизначеність у сегменті публічних фінансів, пов'язану із відсутністю чітко зафіксованих обсягів майбутньої фінансової допомоги країн-партнерів у середньостроковому періоді. Зростання систематичного ризику паралізувало інвестиційний процес, а також обмежило доступ бізнесу до капіталу на фінансових ринках, що ускладнило підтримку життєздатності підприємств під час війни і погіршило перспективи їх повоєнного відновлення та розвитку.

1.2. Декапіталізація бізнесу як фактор зростання попиту на капітал

В умовах обмеження доступу до капіталу на фінансових ринках під час війни запорукою виживання підприємства є достатність власного капіталу, а особливо нагромаджених резервів у ліквідній формі, тобто грошових коштів. Наявність таких резервів – «подушки безпеки», що не обов'язково повинна бути відображена на балансі підприємства, дає змогу продовжувати господарську діяльність під час війни, проводити відновлення пошкоджених/знищених війною необоротних матеріальних активів і виконувати зобов'язання перед контрагентами. Під час війни відбувається зумовлена об'єктивними чинниками декапіталізація бізнесу, ознакою якої є зменшення власного капіталу. Двома основними причинами декапіталізації бізнесу під час війни є:

1) виведення ліквідного капіталу у тіньовий сектор та за кордон;

2) виникнення викликаних війною збитків, які включають прямі (знищення/пошкодження майна, знецінення активів) та непрямі.

Розміри збитків окремого підприємства залежить від багатьох факторів – географічного розташування виробництва, постачальників і покупців, структури активів і зобов'язань, рівня боргової залежності (левериджу) та ін., які у сукупності визначають рівень ідіосинкратичного ризику.

Під час війни на спричинену збитками декапіталізацію накладається умисна декапіталізація як наслідок тимчасового виведення капіталу з господарського обігу «до кращих часів». Найчастіше реакцією бізнесу на значну невизначеність під час війни є трансфер ліквідного капіталу за межі воюючої країни. Практика зарубіжних країн, у яких мали місце збройні конфлікти після завершення холодної війни, показує, що реакцією бізнесу на макрофінансову нестабільність і масове знищення та розграбування приватних активів була *масштабна втеча капіталу з країни*[23].

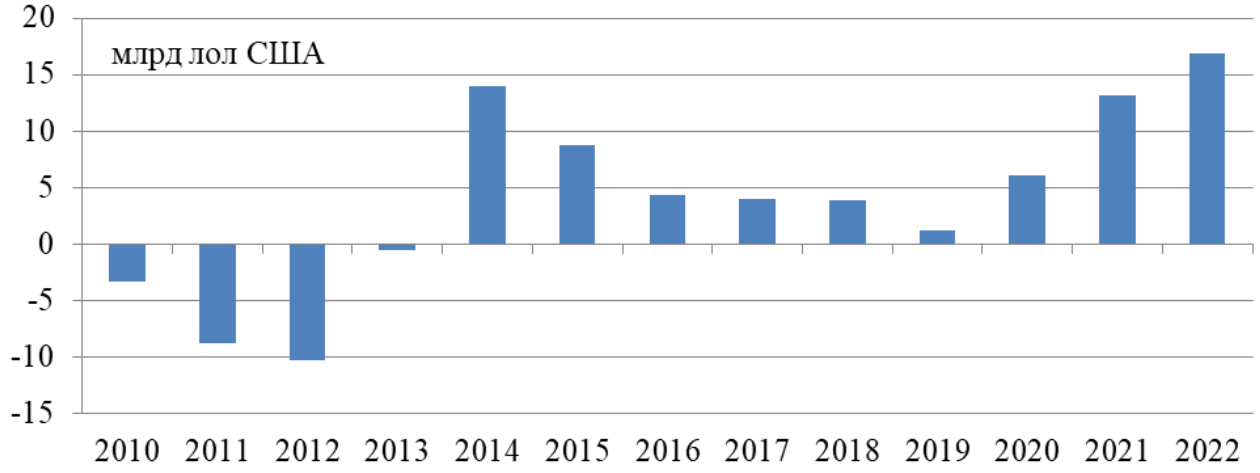

Рис. 1.2. Обсяги виведення капіталу нефінансовим бізнесом з України через легальні канали в 2010–2022 рр.

Джерело: Платіжний баланс України (https://bank.gov.ua/files/ES/Tov_y.xlsx).

Відплив капіталу з України в 2022 р. лише частково вдалося обмежити за допомогою інструментарію валютного регулювання: упродовж 2022 р. через легальні канали, підтверджені статистикою платіжного балансу, з України було виведено капітали в обсязі 16,9 млрд дол. США, зокрема через зовнішньоторговельні операції – 11,3 млрд дол. США, репатріацію доходів –

[23] Crisis Prevention and Recovery Report 2008: Post-Conflict Economic Recovery – Enabling Local Ingenuity. P. 32. URL: http://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/publications/undp-cpr-post-conflict-economic-recovery-enable-local-ingenuity-report-2008.pdf

4,4 млрд дол. США (рис. 1.2). Фактичні обсяги виведених капіталів є більшими, оскільки зазначена сума не враховує обсяги виведення капіталу із застосуванням трансфертних цін у зовнішньоекономічних операціях та у зв'язку із ухиленням від оподаткування. Отже, існує значний потенційний ресурс рекапіталізації бізнесу за рахунок повернення тіньових резервів у господарський обіг. Як показали попередні дослідження практики фінансування бізнесу в Україні[24], репатріація виведеного капіталу та авторекапіталізація бізнесу в Україні була реакцією на макрофінансову стабілізацію та економічне пожвавлення, чого не доводиться очікувати до закінчення війни.

Непрямі збитки від війни. Основними причинами виникнення непрямих збитків підприємств під час війни є (1) скорочення обсягів виробництва і продажу; (2) втрати від курсових різниць та (3) втрати від знецінення фінансових інструментів (часток у капіталі, дебіторської заборгованості).

Падіння обсягів виробництва і продажу. На час завершення роботи над доповіддю статистика продажів загалом по сектору нефінансових корпорацій оприлюднена не була. За даними опитування підприємств у 2022 р. обсяги продажів знизилися в середньому на 36,3%. Серед причин респонденти виділяють зростання логістичних витрат – 51%, зниження попиту на продукцію/послуги – 35%. Значний вплив на падіння обсягів продажу було спричинено розривом господарських зв'язків під час повномасштабної війни, з чим зіткнулися 37% підприємств[25]. У літературі застосовується термін ризик ланцюжків постачання (*supply chain risk*) – «будь-яка ймовірна подія відбувається поза або всередині ланцюга постачання, що навмисно чи

[24] Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України: наукова доповідь / НАН України, .ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. URL: http://ief.org.ua/docs/sr/303.pdf

[25] Нове щомісячне опитування підприємств. Лютий 2023. URL: https://business.diia.gov.ua/uploads/5/29486-rezul_tati_desatogo_somisacnogo_opituvanna_kerivnikiv_promislovih_pidpriemstv_ukrains_kij_biznes_v_umovah_vijni.pdf

ненавмисно порушує потік товарів, інформації чи грошей у процесі постачання, виробництва чи попиту»[26].

Для оцінювання обсягів операційних збитків за 2022 р., викликаних падінням *номінальних обсягів продажу*, на агрегованому рівні було застосовано альтернативну процедуру розрахунку. Сума очікуваних збитків визначалась як різниця між показником валового прибутку від реалізації за 2021 р., скоригованого на індекс номінального ВВП у 2022 р., та іншими операційними витратами за 2021 р. Обчислені у такий спосіб очікувані операційні збитки за 2022 р. становлять 6,6% балансової вартості агрегованого власного капіталу сектора нефінансових корпорацій на початок 2022 р.

Відповідно до чинного законодавства непрямі збитки, спричинені падінням обсягів продажу та знеціненням гривні можна кваліфікувати як упущену вигоду, що визначається як розмір неотриманого доходу, на який постраждалий міг розраховувати за умови відсутності збройної агресії протягом певного часу[27]. Водночас чинним законодавством ідентифікація та порядок обчислення таких збитків передбачається лише для суб'єктів господарювання, які зазнали унаслідок збройної агресії *реальних збитків*. Прийнята у жовтні 2022 р. *Методика визначення шкоди та обсягу збитків*[28] визначає порядок обчислення упущеної вигоди і поширюється лише на майно, власнику якого заподіяні реальні збитки щодо зазначеного майна. У разі, коли існують підстави пов'язувати виникнення упущеної вигоди з наслідками

[26] Wicaksana Agus, Ho William, Talluri Srinivas & Dolgui Alexandre. A decade of progress in supply chain risk management: risk typology, emerging topics, and research collaborators. *International Journal of Production Research*. 2022. Vol. 60, Is. 24. P. 7155–7177. https://doi.org/10.1080/00207543.2022.2077672

[27] Постанова КМУ «Порядок визначення шкоди та збитків, завданих Україні внаслідок збройної агресії Російської Федерації» від 20.03.2022 р. № 326 (е редакції постанови КМУ від 22 липня 2022 р. № 951). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/326-2022-%D0%BF/ed20230307#n432

[28] Наказ № 3904/1223 від 18.10.2022 р. «Методика визначення шкоди та обсягу збитків, завданих підприємствам, установам та організаціям усіх форм власності внаслідок знищення та пошкодження їх майна у зв'язку із збройною агресією Російської Федерації, а також упущеної вигоди від неможливості чи перешкод у провадженні господарської діяльності» / Міністерство економіки України, Фонд державного майна України. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1522-22#Text

збройної агресії, але з причин інших, ніж заподіяння реальних збитків щодо майна, визначення розміру упущеної вигоди здійснюється з дотриманням Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», вимог міжнародних та національних стандартів оцінки, норм міжнародної оціночної практики, що склалася.

Втрати від знецінення фінансових інструментів. Під час війни збитки від знецінення фінансових інструментів зростають тому, що боржники підприємства можуть втратити платоспроможність через фізичне руйнування/знищення ключових активів або опинитися на тимчасово окупованих територіях і умисно або неумисно не виконувати свої фінансові зобов'язання. Визнання заборгованості таких контрагентів є сумнівною підставою для її знецінення і формування резерву під очікувані кредитні збитки (МСФЗ) або резерву сумнівних боргів (ПСБО).

Відповідно до чинного законодавства підлягають визначенню втрати підприємств від неоплачених товарів, робіт і послуг, *наданих та спожитих на тимчасово окупованих територіях та вартість втрачених фінансових активів підприємств*[29]. Під такі втрати підпадають втрати від списання сумнівної дебіторської заборгованості контрагентів, які перебувають на окупованій території і не виконали свої зобов'язання, а також корпоративні права та інші боргові зобов'язання підприємств, які залишились на тимчасово окупованій території. Проте у чинній *Методиці визначення шкоди та обсягу збитків* не встановлено, у який спосіб мають визначатися збитки від таких втрат. Отже, формально підприємства та інвестори не мають нормативно встановленого алгоритму їх обчислення та реєстрації (декларування).

Очікувані втрати від знецінення фінансових активів унаслідок *втрат від неоплачених товарів, робіт і послуг* під час війни залежать від того, яку частку в активах підприємств становить дебіторська заборгованість. На початок

[29] Постанова КМУ «Порядок визначення шкоди та збитків, завданих Україні внаслідок збройної агресії Російської Федерації» від 20.03.2022 р. № 326 (в редакції постанови КМУ від 22 липня 2022 р. № 951). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/326-2022-%D0%BF/ed20230307#n432

2022 р. ця частка становила 38,2%, а її загальна сума сягала 5,1 трлн грн. У 2022 р. платіжна дисципліна в Україні погіршилась, про що свідчить збільшення частки непрацюючих кредитів на 6,8 п. – з 36,1 до 42,9% (табл. 1.2).

Можна з достатньою впевненістю передбачити, що частка сумнівної дебіторської заборгованості в умовах повномасштабної війни зростатиме і загальна сума витрат на створення резервів під заборгованість становитиме не менше 300 млрд грн, або 8,5% балансової вартості агрегованого власного капіталу сектора нефінансових корпорацій на початок 2022 р. Існує суттєва невизначеність щодо ймовірності погашення частини таких боргів після звільнення окупованих територій, що є підставою для визнання підприємствами втрат від знецінення і формування резервів уже за результатами першого року повномасштабної війни.

Для підприємств, які ведуть бізнес на територіях активних бойових дій і втратили контроль за частиною активів та контакти з покупцями на окупованих територіях, фактичні масштаби збитків від знецінення дебіторської заборгованості є значно більшими, що підтверджується даними фінансової звітності окремих підприємств, яка була оприлюднена на час завершення цієї доповіді. За даними консолідованої фінансової звітності ПАТ «Запоріжжяобленерго» за 2022 р.[30], яке втратило контроль за електромережами семи районів, у 2022 р., створило додаткові резерви під кредитні збитки у розмірі 27% від власного капіталу на початок року. Під заборгованості покупців електроенергії, які перебувають на окупованій території, ПАТ «Запоріжжяобленерго» формує 100% резерв, враховуючи те, що «споживачі, які перебувають на неконтрольованих Україною територіях, не мають можливості сплачувати заборгованість за спожиту електроенергію».

Втрати від курсових різниць. Знецінення національної валюти під час війни є причиною збитків підприємств, вразливих до валютного ризику, тобто таких, у яких борги перевищують активи в іноземній валюті. Агрегований

[30] Звіт аудитора щодо аудиту консолідованої фінансової звітності ПАТ «Запоріжжяобленерго» за 2022 рік. URL: https://www.zoe.com.ua

валютний ризик підприємств України визначався як чутливість власного капіталу до можливих фінансових втрат у разі знецінення гривні.

Напередодні розгортання повномасштабної війни чиста коротка валютна позиція (чистий борг сектора нефінансових корпорацій в іноземній валюті, включаючи зобов'язання перед нерезидентами та банками в іноземній валюті) становила 42,8% від балансової вартості агрегованого власного капіталу сектора нефінансових корпорацій. Вразливість нефінансового бізнесу до знецінення гривні на початок повномасштабної війни була високою, хоча і дещо нижчою, ніж на початку першого етапу війни у лютому 2014 р. (рис. 1.3) – 46,1%.

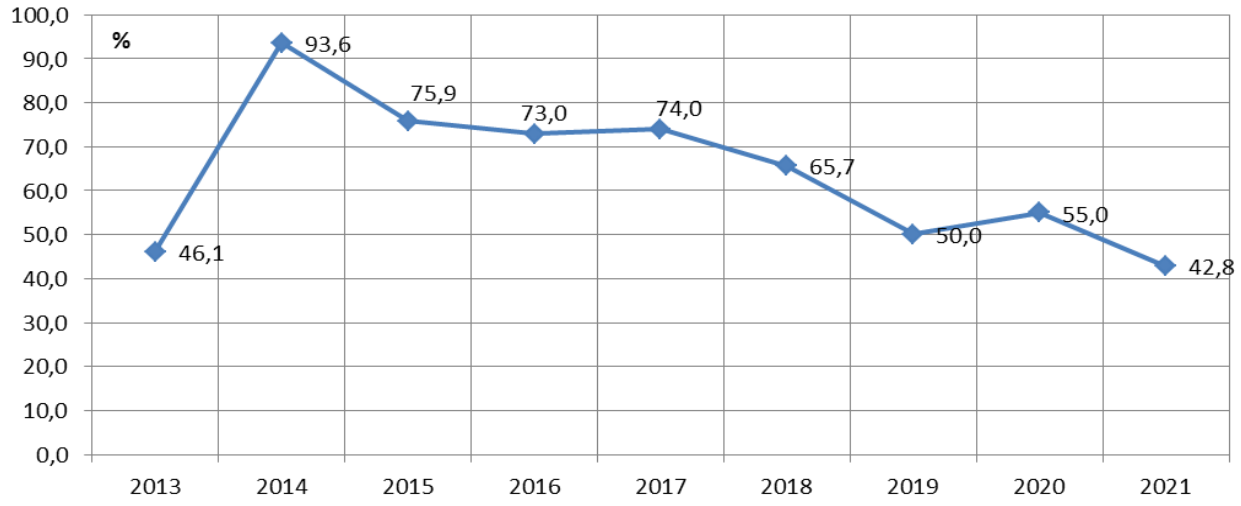

Рис. 1.3. Відношення короткої валютної позиції до власного капіталу, %

Джерело: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва. Міжнародна інвестиційна позиція. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/IIP_BPM5_y.xlsx

За перший рік повномасштабної війни національна валюта знецінилася на 34,1 п.п., що за попередніми оцінками спричинило збитки у розмірі 482 млрд грн, або 14,2% балансової вартості агрегованого власного капіталу сектора нефінансових корпорацій на початок 2022 р. Враховуючи те, що значна частина великого і середнього бізнесу контролюється з офшорів, частина збитків від курсових різниць (до 50% загальної суми) може бути умовною, у разі, якщо іноземний кредитор одночасно є контролером підприємства. У такому випадку частина збитків від курсових різниць, які виникли під час

повномасштабної війни, фактично є квазізбитками, адже кінцеві власники (бенефіціари) у підсумку не зазнали втрат капіталу (курсові різниці боржника і кредитора взаємно компенсуються). Втім в умовах повномасштабної війни і високих систематичних ризиків виникає часовий розрив між визнанням збитків від курсових різниць та їх компенсацією власниками у майбутньому.

Збитки від переоцінки активів і зобов'язань в іноземній валюті не можуть бути кваліфіковані як упущена вигода, оскільки не відповідають визначенню неотриманого доходу, на який постраждалий міг розраховувати за умови відсутності збройної агресії протягом певного часу[31]. Відповідно український бізнес не може очікувати на компенсацію таких збитків за рахунок винної у розв'язанні війни сторони.

За попередніми оцінками загальна сума непрямих збитків підприємств України за перший рік повномасштабної війни становила 1,1 трлн грн, або 29% балансової вартості агрегованого власного капіталу на початок 2022 р.

Прямі збитки від війни: ідентифікація та процедури компенсації. Під час війни прямі збитки підприємств виникають з двох причин:

– безповоротні втрати унаслідок фізичного знищення/пошкодження матеріальних активів під час бойових дій. Фінансовим наслідком знищення (пошкодження) матеріальних активів є визнання збитків у розмірі балансової вартості активу на дату знищення/пошкодження і відповідне зменшення власного капіталу;

– втрати, пов'язані із втратою контролю за активами підприємств на окупованій території, наслідком чого є захоплення/привласнення окупантами товарно-матеріальних цінностей, викрадення ними обладнання, «переоформлення» прав на нерухоме майно. Формально за підприємствами зберігається право власності на втрачене майно, у тому числі на нерухоме майно, включаючи земельні ділянки, що перебувають на тимчасово окупованій

[31] Постанова КМУ «Порядок визначення шкоди та збитків, завданих Україні внаслідок збройної агресії Російської Федерації» від 20.03.2022 р. № 326 (в редакції постанови КМУ від 22 липня 2022 р. № 951). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/326-2022-%D0%BF/ed20230307#n432

території, якщо воно набуте відповідно до законів України [32]. Водночас, відповідно до стандартів обліку, втрати майна фіксуються і визнаються як збитки у разі відсутності контролю за ними на звітну дату. У разі втрати контролю за основними засобами та іншими матеріальними активами, які залишилися на тимчасово окупованій території, підприємства формують 100% резерв від їх балансової вартості. У такий спосіб ПАТ «Запоріжжяобленерго» сформувало резерви і відобразило у фінансовій звітності збитки у розмірі 95 млн грн (17% власного капіталу на початок 2022 р.)[33].

У чинному законодавстві прямі збитки визначаються як «реальні збитки внаслідок втрати, пошкодження та знищення майна» і підлягають відшкодуванню. При цьому визначенню підлягають збитки внаслідок збройної агресії починаючи з 19 лютого 2014 р. Встановлено, що оцінка збитків проводиться з метою 1) визначення збитків, завданих внаслідок збройної агресії, у межах кримінальних проваджень відповідно до законодавства України; 2) визначення збитків, завданих внаслідок збройної агресії, для цілей подання постраждалими заяв на компенсацію. Водночас механізм відшкодування (компенсації) таких збитків чинним законодавством не регламентується, зокрема не визначено, куди саме підприємства мають подавати заявки на їх компенсацію.

Відповідно до напрацювань Робочої групи з питань аудиту збитків понесених внаслідок війни, створеної Національною радою з відновлення України від наслідків війни[34], ключовими завданнями у сфері компенсації збитків є встановлення єдиного підходу до порядку фіксації збитків та створення єдиного державного електронного реєстру, де би збиралися,

[32] Закон України Про забезпечення прав і свобод громадян та правовий режим на тимчасово окупованій території України. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1207-18#Text

[33] Звіт аудитора щодо аудиту консолідованої фінансової звітності ПАТ «Запоріжжяобленерго» за 2022 рік. URL: https://www.zoe.com.ua

[34] Указ Президента «Питання Національної ради з відновлення України від наслідків війни» від 21.04.2022 р. № 266/2022. URL: https://www.president.gov.ua/documents/2662022-42225

накопичувалися та оброблялися всі дані щодо збитків та їх оцінки[35]. Одразу після початку повномасштабної війни, у березні 2022 р., до Верховної Ради було подано проєкт закону «Про державну реєстрацію збитків, завданих внаслідок збройної агресії Російської Федерації проти України»[36]. На час закінчення цього дослідження (до червня 2023 р.) законопроєкт було розглянуто лише у першому читанні. Одночасно, відповідно до Резолюції Генеральної Асамблеї ООН від 14.11.2022 р., у Нідерландах передбачено створення альтернативного Реєстру збитків, завданих Україні російською агресією як компоненти всеохоплюючого репараційного механізму, що має включати також 1) компенсаційну комісію, яка розглядатиме індивідуальні заяви про компенсацію збитків від громадян, підприємств та держави; 2) компенсаційний фонд, який накопичуватиме кошти для виплати відповідно до рішень комісії, в тому числі за рахунок конфіскованих російських активів[37].

Відтермінування формування реєстру не забезпечило прозорого використання коштів на відновлення, зокрема на вирішення невідкладних завдань у сфері енергетики та інфраструктури. На тлі гальмування системної роботи з фіксації, верифікації та оцінки прямих збитків державою створюються численні «фонди відновлення» з нечітко визначеними функціями і без створення юридичної особи. Зокрема, йдеться про «фонд ліквідації наслідків збройної агресії», який є не фондом, а окремим рядком бюджету у складі спеціального фонду, передбаченим у Законі «Про Державний бюджет України на 2023 рік», *з метою ліквідації наслідків (у тому числі гуманітарних,*

[35] Аудит збитків, понесених внаслідок війни. Матеріали робочої групи. URL: https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/recoveryrada/ua/audit-of-war-damage.pdf

[36] Проєкт Закону «Про державну реєстрацію збитків, завданих внаслідок збройно агресії Російської Федерації проти України». URL: https://itd.rada.gov.ua/billInfo/Bills/pubFilezip/1247298

[37] Міжнародний реєстр збитків, завданих Україні російською агресією, буде розташований у Гаазі / Міністерство юстиції України. 17.02.2023. URL: https://www.kmu.gov.ua/news/mizhnarodnyi-reiestr-zbytkiv-zavdanykh-ukraini-rosiiskoiu-ahresiieiu-bude-roztashovanyi-u-haazi

соціальних, економічних), викликаних збройною агресією проти України[38]. Одночасно використовується інший інструмент – Фонд відновлення зруйнованого майна та інфраструктури, який також є не фондом, а спеціальним рахунком, відкритим Мінінфраструктури в НБУ для зарахування добровільних внесків (благодійних пожертв) від фізичних та юридичних осіб[39], призначених для відновлення зруйнованого майна та інфраструктури. Підприємствам не надано право прямо звертатися для відшкодування збитків за рахунок зазначених фондів, оскільки кошти виділяються центральним органам виконавчої влади, обласним та Київській міській держадміністрації, які їх розподіляють за суб'єктивно визначеними пріоритетами.

Підприємства лише формально мають можливість здійснювати фіксацію, верифікацію та реєстрацію прямих збитків у нормативно визначений спосіб задля їх легалізації та компенсації у майбутньому. Водночас невизначеність із сумами і термінами відшкодування (компенсації) прямих збитків має однозначно негативний вплив на фінансовий стан постраждалого від війни бізнесу. Питання фіксації, ідентифікації та відшкодування прямих збитків бізнесу внаслідок військової агресії є актуальним ще з початку окупації ворогом частини території України 2014–2015 рр. За експертними оцінками вартість втрачених на окупованих територіях активів на першому етапі війни у період 2014–2018 рр. *становила 32 млрд дол*. США (без урахування вартості землі та природних ресурсів)[40], яка дотепер не лише не відшкодована, а й формально не ідентифікована і не систематизована у реєстрі. З початку широкомасштабного вторгнення в 2022 р. сума прямих збитків бізнесу від війни значно зросла. За попередніми експертними оцінками (на основі

[38] Постанова КМУ «Порядок використання коштів фонду ліквідації наслідків збройної агресії» від 10.02.2023 р. № 118. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/118-2023-%D0%BF#n30

[39] Постанова КМУ «Порядок використання коштів з рахунка "Фонд відновлення зруйнованого майна та інфраструктури"» від 29 липня 2022 р. № 879. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/879-2022-%D0%BF#n19

[40] Війна на Донбасі: реалії і перспективи врегулювання. *Національна безпека і оборона*. 2019. № 1–2. С. 42–50. URL: https://razumkov.org.ua/uploads/journal/ukr/NSD177-178_2019_ukr.pdf

інформації ще на вересень 2022 р.), прямі збитки втрати від руйнування активів підприємств промисловості, АПК, торгівлі, енергетики та ЖКГ становили в еквіваленті 32,1 млрд дол. США, у т.ч. промислових підприємств – 11,3 млрд дол. США. Оскільки сума збитків за експертною оцінкою визначалась на основі переоціненої первісної вартості необоротних активів (без урахування зношування)[41], отриманий результат перевищує фактичні суми прямих збитків у класичному розумінні цього поняття. Без урахування зношування (за даними про зношування основних засобів по видах економічної діяльності[42]) скоригована сума прямих збитків, яка має бути відшкодована за рахунок винної сторони – країни-агресора, становить 17,7 млрд дол. США, або 472 млрд грн (за офіційним курсом НБУ на 31.12.2022 р.) (рис. 1.3).

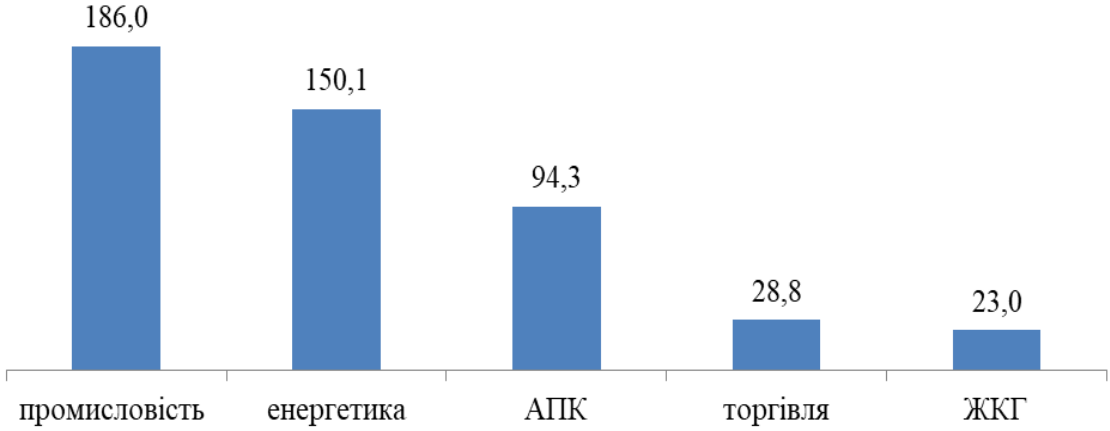

Рис. 1.3. Прямі збитки підприємств від війни
(експертна оцінка, вересень 2022 р.), млрд грн

Джерело: розраховано за: Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок воєнної агресії росії проти України за рік від початку повномасштабного вторгнення (https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/03/UKR_Feb23_FINAL_Damages-Report-1.pdf).

Найбільшої шкоди завдано промисловості (186 млрд грн), енергетиці (150 млрд грн) та агропромисловому комплексу (включно з земельними ресурсами) – 94,3 млрд грн. Сума прямих збитків підприємств виробничих секторів

[41] Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок військової агресії росії проти України за рік від початку повномасштабного вторгнення. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/03/UKR_Feb23_FINAL_Damages-Report-1.pdf

[42] Необоротні активи підприємств за видами економічної діяльності з розподілом на великі, середні, малі та мікропідприємства (2013–2021). URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/fin/pok_bal_pidpr/no_pved_roz_13_20_ue.xlsx

економіки України (на вересень 2022 р.) у чотири рази перевищує суму збитків, задекларованих за дев'ять місяців, інформація про які оприлюднена. Це пояснюється тим, що частина підприємств за дев'ять місяців не визнала у фінансових звітах збитки від знецінення знищених активів, припинила (призупинила) діяльність або перебуває на окупованих територіях. Зокрема, за оцінками експертів Світового банку, 75,8% збитків були спричинені руйнуванням двох металургійних заводів у Донецькій області (Азовського металургійного заводу та металургійного комбінату імені Ілліча в Маріуполі)[43].

Таблиця 1.3

Фінансові наслідки повномасштабної війни для підприємств України

Причини	Частка підпри-ємств, %	Наслідок	Частка від власного капіталу, %
Непрямі збитки			
Падіння обсягів виробництва	59	Збитки через скорочення обсягів продажу	6,6
Неплатоспроможність покупців	16	Збитки внаслідок списання боргів	9,0
Знецінення національної валюти	14	Витрати на переоцінку боргу в іноземній валюті	14,2
Прямі збитки			
Знищення/пошкодження матеріальних активів	5	Прямі збитки унаслідок списання знищених активів	12,6
Разом			**42,4**

Джерело: складено за даними: Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок військової агресії московії України за рік від початку повномасштабного вторгнення (https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/03/UKR_Feb23_FINAL_Damages-Report-1.pdf). Результати оцінки скориговано на суму зношування основних засобів у розрізі секторів на 01.01.2021 р.

Узагальнюючим негативним фінансовим наслідком війни для підприємств є їх декапіталізація як ключова причина зниження їх платоспроможності та ліквідності. Загальна сума прямих і непрямих збитків українських підприємств за 2022 р. за попередніми оцінками становила майже 42,4% балансової вартості їх власного капіталу напередодні повномасштабної війни, або 42 млрд дол. США, що узагальнено представлено у розрізі складових

[43] Ukraine rapid damage and needs assessment. February 2022. URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/099184503212328877/pdf/P1801740d1177f03c0ab180057556615497.pdf

у табл. 1.3. Попередня оцінка є зіставною із статистикою втрат на першому етапі російсько-української війни. Фактичні масштаби збитків за перші два роки війни (2014–2015 рр.) становили 68,1%, або понад 2/3 балансової вартості власного капіталу сектора нефінансових корпорацій на початок 2014 р.

Обчислена сума збитків за перший рік війни визначає порядок і масштаб мінімально необхідних обсягів інвестицій для повоєнного відновлення бізнесу. За результатами опитування у січні 2023 р. (535 підприємств)[44] серед головних перешкод для відновлення бізнесу відзначаються фінансові проблеми (відсутність достатнього капіталу), на що вказує 40,4% респондентів, та недоступність кредитних коштів (25,7% респондентів). Про проблеми із ліквідністю за результатами опитування (у лютому 2023 р.)[45] зауважували 16% підприємств, які зіштовхувались із браком обігових коштів. Зростання інвестиційних ризиків і аномально високі премії за ризик значно ускладнили доступ бізнесу до банківських кредитів для підтримки ліквідності та життєздатності під час війни, а також обмежили можливості залучення капіталу на ринкових засадах для їх рекапіталізації.

Водночас уже під час війни відбувалося часткове відновлення окремих зруйнованих підприємств за рахунок коштів власників (авторекапіталізація). Власники частини потенційно життєздатних підприємства, не очікуючи закінчення війни і порівнявши ризики подальших руйнувань із втратами від зупинки виробництв, здійснюють відновлення виробничих потужностей за рахунок власних коштів[46]. Окремі бізнеси отримали доступ до благодійної (точкової) фінансової допомоги, насамперед зарубіжної. Очевидно, що у такі способи певна частина прямих збитків підприємств буде компенсована

[44] Стан та потреби бізнесу в умовах війни. URL: https://business.diia.gov.ua/uploads/5/28594-stan_ta_potrebi_biznesu_v_umovah_vijni_rezul_tati_opituvanna_v_sicni_2023_roku.pdf

[45] Нове щомісячне опитування підприємств. Лютий 2023. URL: https://business.diia.gov.ua/uploads/5/29486-rezul_tati_desatogo_somisacnogo_opituvanna_kerivnikiv_promislovih_pidpriemstv_ukrains_kij_biznes_v_umovah_vijni.pdf

[46] Р. Іллічов: Українська промисловість цього року може збільшити обсяги на 100 млрд грн. *МИНПРОМ.* URL: https://minprom.ua/articles/294047.html?swcfpc=1&fbclid=IwAR1w4FxQ1b5Ge58HJD_SdSTI1Q65MtHLaM7LjBGgokL8x0IwwP-kGNiYWmU

власниками, а точніше кінцевими бенефіціарами, до створення спеціальної фінансової установи з відновлення економіки. Також було зроблено спроби застосувати інструментарій пільгового кредитування для фінансування відновлення виробничих потужностей, зруйнованих частково або повністю внаслідок проведення (воєнних) бойових дій у рамках програми «Доступні кредити 5–7–9%», але фактично інструмент не спрацював з ряду об'єктивних причин (фундаментальна причина – в тому, що для відновлення підприємству потрібна рекапіталізація, а не кредит).

Компенсація прямих збитків постраждалих від війни підприємств повинна стати ключовим завданням нульового циклу повоєнного відновлення. Завдані російською агресією прямі збитки бізнесу пропонується компенсувати централізовано на безповоротній основі (у формі грантів) на підставі реєстру збитків бізнесу, викликаних російською агресією, із відшкодуванням у майбутньому за рахунок репарацій з країни-агресора на підставі судових рішень міжнародного трибуналу, які набудуть чинності законної сили.

1.3. Фінансування повоєнного відновлення корпоративного бізнесу

На час закінчення цього дослідження остаточна оцінка масштабів завданих війною збитків була неможливою – принаймні до повного закінчення бойових дій. З початку повномасштабного вторгнення розпочалася робота експертів, аналітичних центрів та міжнародних організацій щодо оцінювання обсягів збитків України від війни.

Найбільш авторитетною оцінкою потреби України у фінансуванні повоєнного відновлення є звіт «Швидка оцінка завданої шкоди та потреб на відновлення – лютий 2023», підготовлений Світовим банком спільно з урядом України та Європейською Комісією. У цьому звіті загальна сума потреб України на відновлення економіки оцінюється у розмірі понад 411 млрд дол.

США (зокрема прямі збитки, завдані війною (*damage*[47]), – понад 97 млрд дол. США). Понад третина від зазначених сум припадає на потреби у фінансуванні повоєнного відновлення бізнесу, необхідні обсяги якого оцінюються у 120,6 млрд дол. США (на період 2023–2033 рр.), а прямі збитки – 34,4 млрд дол. США (табл. 1.4). Хоча загальні обсяги фінансування для відновлення бізнесу і перевищують обсяги прямих збитків, компенсація останніх не виділяється як окреме завдання повоєнного відновлення. Автори звіту вкладають у термін «відновлення» побудову нового, кращого бізнесу (*a build back better approach*) замість знищеного під час війни.

Таблиця 1.4

Потреби у фінансуванні повоєнного відновлення бізнесу,
млрд дол. США

Сектор	Прямі збитки	Вартість відновлення
Сектори інфраструктури		
Енергетика	10,6	47,2
Телекомунікації та цифрові технології	1,6	4,5
Водопостачання та водовідведення	2,2	7,1
Виробничі сектори		
Сільське господарство	8,7	29,7
Торгівля та промисловість	10,9	23,2
Іригація та управління водними ресурсами	0,4	8,9
Разом	**34,4**	**120,6**

Джерело: Ukraine rapid damage and needs assessment. February 2022.

Частина українського бізнесу, особливо ж великого і середнього приватного бізнесу, має для рекапіталізації та відновлення платоспроможності власні тіньові резерви. Втім, така рекапіталізація може відбутися (як показав досвід попередніх криз) лише на етапі економічного піднесення і зниження систематичного ризику, а також усунення тимчасових (на період війни) валютних обмежень. До завершення війни та у перші повоєнні роки масштабної рекапіталізації великого та середнього бізнесу за рахунок коштів власників не відбудеться.

[47] Прямі витрати знищених або пошкоджених фізичних активів та інфраструктури; оцінені в грошовому вираженні з урахуванням витрат на заміну або ремонту матеріальних активів та інфраструктури за ціною, яка діяла до війни.

У перші повоєнні роки можливості держави щодо фінансування програм підтримки бізнесу залишатимуться обмеженими, тому їх варто використати на підтримку життєздатних бізнесів, що неспроможні відновити платоспроможність і виробництво у інший спосіб. Також не варто очікувати активізації банківського кредитування до завершення війни і на нульовому циклі повоєнного відновлення. Отже, у повоєнний період Україна відчуватиме дефіцит внутрішніх джерел фінансування повоєнного відновлення бізнесу за рахунок коштів бюджету, самофінансування та банківських кредитів.

Як показує практика повоєнного відновлення зарубіжних країн, у перші післявоєнні роки основним джерелом фінансування була *іноземна фінансова допомога*, тоді як зростання приватних інвестицій спостерігалося пізніше, після досягнення макрофінансової стабілізації та відновлення інституційної спроможності держави [48]. Необхідною передумовою активізації руху приватного капіталу в Україну є перемога у війні, чітка фіксація умов миру і притягнення до відповідальності винних у розв’язанні війни. У протилежному випадку вагомою перешкодою для приватних інвестицій в Україну залишатиметься ризик поновлення бойових дій. Відповідно, високим залишатиметься систематичний ризик, що не створюватиме мотивації для рекапіталізації бізнесу за рахунок власних коштів або залучення капіталу на фінансових ринках. За таких умов у перші повоєнні роки не слід очікувати масштабного припливу приватних інвестицій. Втім у подальші роки, у разі зниження систематичного ризику, саме це джерело може відіграти вагому роль у фінансуванні реструктуризації і піднесенні економіки України на вищий технологічний рівень.

На тлі великої кількості заяв та декларацій західних партнерів про фінансову підтримку, інституціональний механізм фінансування повоєнного відновлення бізнесу в Україні на час завершення цієї доповіді не було

[48] Crisis Prevention and Recovery Report 2008: Post-Conflict Economic Recovery–Enabling Local Ingenuity. URL: http://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/publications/undp-cpr-post-conflict-economic-recovery-enable-local-ingenuity-report-2008.pdf

визначено навіть на концептуальному рівні. Серед потенційних донорів існують різні – конкуруючі – точки зору щодо організаційних форм, джерел та інструментів фінансування повоєнного відновлення економіки України.

У травні 2022 р. урядом України було проголошено про створення Фонду відновлення[49], який буде формуватися з п'яти джерел: допомоги держав-партнерів та міжнародних фінансових організацій, допомоги великих міжнародних корпорацій, замороженах, конфіскованих у держави-агресора активів, внесків приватних осіб, допомоги міжнародних гуманітарних організацій та благодійних фондів. Утім, дотепер процедури залучення та використання коштів Фонду відновлення не були регламентовані на законодавчому рівні. Україна не запропонувала потенційним донорам чіткого механізму використання та контролю за коштами на фінансування повоєнного відновлення.

Упродовж 2022–2023 рр. відбувався пошук такого формату фінансування повоєнного відновлення, який би влаштовував Україну та країн-донорів. Ще у травні 2022 р. Єврокомісія анонсувала створення спеціального фінансового механізму «*Rebuild Ukraine*»[50], призначеного для фінансування зусиль із відновлення та адаптації економіки України до ЄС. Передбачалось, що зазначений механізм стане основним інструментом підтримки України з боку ЄС шляхом поєднання грантів і позик. Водночас Єврокомісія вказувала на необхідність пошуку джерел фінансування такої підтримки, оскільки «непередбачені потреби, викликані війною в Європі, значно перевищують можливості, доступні у поточному багаторічному бюджеті ЄС на 2021–2027 рр.»[51]. У травні 2022 р. Рада ЄС погодилась розглянути конкретні пропозиції від Єврокомісії щодо створення такого механізму. Втім підходи,

[49] Розпочалася підготовка пропозицій до комплексного План відновлення України. URL: https://i-ua.tv/news/34770-rozpochalasia-pidhotovka-propozytsii-do-kompleksnoho-planu-vidnovlennia-ukrainy

[50] Ukraine Relief and Reconstruction. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022DC0233

[51] 2021-2027 long-term EU budget & Next Generation EU. URL: https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027_en

задекларовані Єврокомісією, на тлі певного оптимізму, пов'язаного із звільненням частини окупованих територій України, надалі не набули форми конкретних пропозицій. У липні 2022 р. на конференції в Лугано ЄС не представив конкретних пропозицій щодо створення фінансового механізму «*Rebuild Ukraine*». За результатами конференції було ухвалено Декларацію Лугано[52], у якій джерела фінансування чітко визначені так і не були.

Ідея уряду України щодо створення централізованого фонду фінансування повоєнного відновлення не знайшла підтримки серед потенційних донорів. В оприлюднених у вересні 2022 р. рекомендаціях для країн G7 про те, хто і як має заплатити за відбудову України, представлених Німецьким фондом Маршалла[53] відзначалось, що створення нового агентства допомоги чи централізованого трастового фонду для донорів не є ані реалістичним, ані доцільним. Натомість G7 та інші країни-партнери повинні працювати через міжнародні фінансові організації, використовуючи існуючі механізми. Хоча такий підхід до фінансування повоєнного відновлення економіки України не може забезпечити проведення системної державної політики, його перевагами є досвід та компетенції міжнародних фінансових організацій із фінансування конкретних завдань економічного розвитку.

У червні 2023 р. у Лондоні було проведено міжнародну Конференцію з питань відновлення України, що стала продовженням циклу щорічних заходів, останній з яких було проведено в Лугано. За результатами цієї конференції потенційні донори і країни-партнери не взяли на себе конкретних зобов'язань щодо великого плану відновлення (аналогу Плану Маршалла), який взагалі не дискутувався і не згадувався у матеріалах конференції[54]. У дискусіях акценти

[52] Outcome Document of the Ukraine Recovery Conference URC2022 'Lugano Declaration. Lugano, 4–5 July, 2022. URL: https://uploads-ssl.webflow.com/621f88db25fbf24758792dd8/62c68e41bd53305e8d214994_URC2022%20Lugano%20Declaration.pdf

[53] Designing Ukraine's Recovery in the Spirit of the Marshall Plan. September 07, 2022. URL: https://www.gmfus.org/news/designing-ukraines-recovery-spirit-marshall-plan

[54] Матеріали URC-2023. URL: https://ua.urc-international.com/urc-2023-info

було зміщено на підтримку макрофінансової стабільності та відновлення критичної інфраструктури.

На конференції у Лондоні Єврокомісія анонсувала створення спеціального механізму (*Ukraine Facility*) як гнучкого довготривалого механізму фінансування (далі - Механізм), який враховує ризики затягування війни та потреби у продовженні макрофінансової підтримки[55]. Механізм передбачає фінансову підтримку України упродовж 2024–2027 рр. у сумі 50 млрд євро, з яких 17 млрд – у формі грантів. Як окремий пріоритет визначено створення Українського інвестиційного каркасу (*Ukraine Investment Framework*), призначеного для залучення приватних інвестицій, для гарантування яких буде створено гарантійний фонд у розмірі 8,9 млрд євро. Для отримання доступу до фінансування уряд має узгодити з Єврокомісією план відновлення (*The Ukraine Plan*), де має бути чіткий перелік реформ та інвестиційних проєктів, які фінансуватимуться за допомогою Механізму, виписана процедура залучення органів місцевої влади при прийнятті рішень щодо фінансування, передбачені системи запобігання шахрайству, корупції та конфлікту інтересів під час використання коштів, наданих у рамках Механізму.

До закінчення війни основну частину фінансової допомоги країн-партнерів уряд буде змушений спрямовувати на стабілізацію публічних фінансів і не матиме наявних джерел фінансування для рекапіталізації постраждалого від війни бізнесу. Компенсація прямих збитків українського бізнесу від війни не включена Єврокомісією до завдань, що *перекладає основний фінансовий тягар рекапіталізації постраждалого від війни українського бізнесу на його власників та приватних інвесторів*. Без чіткого визначення процедур компенсації викликаних війною збитків у разі збереження воєнної загрози Україні ще довготривалий час знизити систематичні ризики не вдасться, оскільки вирішення цього питання є ключовим для відновлення

[55] Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on establishing the Ukraine Facility. Brussels, 20.6.2023 COM(2023) 338 final. URL: https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/system/files/2023-06/COM_2023_338_1_EN_ACT_part1_v6.pdf

довіри до спроможності держави захистити право власності інвесторів у майбутньому. Високий систематичний ризик в Україні стримуватиме приватні інвестиції і становитиме головну перешкоду для фінансування програм відновлення корпоративного бізнесу.

Звідси висновок, що першочерговими завданнями під час війни і на етапі повоєнного відновлення повинні стати рекапіталізація постраждалих від війни підприємств та розширення їх доступу до фінансування на ринкових засадах. Виконання зазначених завдань потребує формування системної політики у сфері фінансування бізнесу, що включає:

- створення спеціальної фінансової установи (зі статусом юридичної особи), що діятиме на основі спеціального Закону, акумулюватиме кошти з усіх потенційних джерел фінансування (у т.ч., але не виключно, – кошти ЄС в рамках *Ukraine Facility*) та фінансуватиме інвестиційні проєкти підприємств за стандартизованими процедурами у порядку черговості подання заявок і за умови відповідності кваліфікаційним критеріям;
- організація підготовчої системної роботи з рекапіталізації постраждалого від війни бізнесу на основі формування електронного реєстру прямих збитків;
- запровадження стандартизованої процедури визначення суми прямих збитків постраждалих від війни підприємств, яка не передбачає залучення оцінювачів;
- запровадження правил компенсації витрат на відновлення знищених/пошкоджених матеріальних активів, які фінансувались за рахунок власних коштів підприємств або банківських кредитів у період з початку війни;
- перезапуск ринкових механізмів фінансування приватних інвестицій, включаючи впровадження спеціальних фінансових механізмів страхування ризиків та надання додаткових гарантій інвесторам.

Розділ 2. Вплив інституціональних чинників на стратегії фінансування корпоративного бізнесу

Наші минулі дослідження вказують на ряд аномальних практик у фінансуванні корпоративного бізнесу в Україні, зокрема на продовжене функціонування підприємств, попри хронічну збитковість і від'ємний власний капітал, надвисокі строки погашення дебіторської і кредиторської заборгованості, незначну частка власного капіталу та банківських кредитів у структурі фінансування, відсутність активності на фінансовому ринку[56].

Економічні агенти керуються у своїй діяльності насамперед наявною в їх зовнішньому середовищі системою стимулів, а отже – аномальні практики відображають викривлення у зовнішньому середовищі. Це дає змогу сформулювати проблему як дослідження пристосування економічних агентів (у нашому випадку – підприємств сектора НФК) до наявних викривлень інституціонального середовища. Іншими словами, підприємства чинять відповідно до того, до чого їх змушують цілі та обставини, і у такий спосіб, за який вони не нестимуть відповідальність. Це у свою чергу означає, що для подолання таких аномальних практик у фінансуванні корпоративного бізнесу необхідно визначити, які ж недосконалості інституціонального середовища змушують українські підприємства чи дають їм можливість такі практики застосовувати.

Для того щоб визначити, як саме інституціональний розвиток впливає на окремі аномалії у поведінці підприємств (наприклад, на структуру їх фінансування), необхідно визначитись із тим, що таке інституціональний розвиток і як його кількісно виміряти для забезпечення порівнюваності та зіставності із іншими кількісними показниками. Наступним кроком є аналіз виявлених пристосувань підприємств до наявного середовища, які

[56] Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О. О. та ін. (2019) Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України: колективна монографія / за ред. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. URL: https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/17256

відображають раніше виявлені аномалії у їх показниках, після чого стає можливим зіставлення отриманих показників та формулювання висновків і пропозицій.

2.1. Тенденції інституціонального розвитку України

Рівень інституціонального розвитку важко піддається точній оцінці. Це зумовлює плюралізм у визначеннях і підходах, які не обов'язково є системними чи поєднуваними. Так, Аджемоглу (2016) виводить причини економічної нерозвиненості країн із екстрактивних інституцій, які було створено на їх території колонізаторами у минулому, і змогли втриматись через ряд факторів географічного (наявність природних ресурсів, яка спонукала колонізаторів виділяти для їх утримання більше воєнних ресурсів), демографічного (нестача робочої сили, що ставило робітників у більш вигідні умови при переговорах щодо умов праці), культурного (робоча етика, законослухняність) та юридичного (державно- чи приватноцентрична правова система) характеру[57]. Еменало та ін. (2018)[58] розглядають фактори інституціонального впливу через наявні теорії розвитку постколоніальних країн, виділяючи ряд теорій (правових витоків, наділення хворобами, релігійної теорії та теорії етнічного фракціонування), кожна з яких по-своєму виводить викривлення інституціонального середовища африканських країн із їх колоніального минулого. Релігійна теорія зокрема також викладається у праці М. Вебера «Протестантська етика і дух капіталізму»[59]. Більш детально ці та інші праці розглядалися раніше (зокрема у[60]), а тому тут на них зупинятися недоцільно. Наведемо лише релевантні висновки:

---

[57] Аджемоглу Дарон, Робінсон Джеймс. Чому нації занепадають. Походження влади, багатства і бідності. Київ: Наш формат, 2016. 440 с.

[58] Emenalo Chukwunonye O., Gagliardi Francesca, Hodgson Geoffrey M. Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*. 2018. Vol. 14, Is. 2. P. 345–372.

[59] Вебер Макс. Протестантська етика і дух капіталізму. Київ: Наш формат, 2018. 216 с.

[60] Керімов П. Вплив інституційного середовища на фінансовий розвиток: описовий огляд. *Економічна теорія* 2021. № 3. С. 57–71.

Серед інституціональних факторів у фінансовому розвитку можна виділити культурні та юридичні. Перші включають широкий спектр чинників, які важко піддаються вимірюванню і перевірці, як-от робоча етика, релігія, ставлення до умов контракту, прийнятність тих чи інших видів діяльності тощо. Другі передбачають такі фактори, як законодавчу традицію, місце держави у ринкових відносинах, очікування населення щодо ролі держави та обсягів соціальних платежів, механізми забезпечення умов контракту і верховенство права. Через складність кількісного оцінювання таких чинників значна кількість дослідників це питання взагалі ігнорує. Дослідження ж, що включають подібні оцінки, як правило базуються на кореляційно-регресійному аналізі взаємозв'язків окремих показників економічного зростання із одним чи кількома індексами, що розраховуються міжнародними фінансовими організаціями (МФО), або на методі аналізу середовища функціонування, який базується на тих самих даних, але відрізняється математичним апаратом.

Деякі дослідники використовують оригінальні набори показників з огляду на доступну статистику або цілі дослідження (зокрема, лібералізацію руху робочої сили, капіталу або зовнішньої торгівлі), але найбільш широко для оцінки інституціонального середовища використовуються показники, розраховані за методологією Світового банку[61] або за методологією міжнародного посібника з розрахунку ризику країни[62]. Обидва підходи за своєю суттю є агрегованими зваженими експертними оцінками.

Світовий банк оцінює інституціональний розвиток за такими шістьма основними напрямами, як: 1) контроль за корупцією; 2) якість державного регулювання; 3) прозорість демократичних інститутів та підзвітність чиновників; 4) політична стабільність та відсутність насилля; 5) ефективність уряду; 6) верховенство права.

---

[61] Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents

[62] International Country Risk Guide Methodology / The PRS Group, Inc. URL: https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf

Кожен із цих показників є агрегованою середньозваженою бальною експертною оцінкою, яка формується на базі опитувань експертів. Агрегація відбувається із моделі неспостережуваних компонентів (*Unobserved Components Model*). Значення таких показників перебуває у діапазоні від -2,5 до 2,5, вищі значення показників відповідають кращій оцінці явища, що оцінюється. Для кожного значення характерною є значна стандартна похибка. При складенні часових рядів, для забезпечення кращої порівнюваності між показниками, дані подаються як процентильний ранг (відношення бальної оцінки країни до агрегованої оцінки по всіх країнах), причому на базі такого рангу країни поділяються на групи. Україна відноситься до країн із рівнем доходів, нижчим за середній (*lower middle income countries*), але її процентильний ранг є нижчим за середній по групі за всіма показниками, окрім прозорості демократичних інститутів, ефективності уряду та якості державного управління (Додаток А). Оцінка за цією методологією здійснювалась Світовим банком із 1996 р., причому до 2003 р. оцінка здійснювалась один раз на два роки, а після – щорічно. При економетричному моделюванні автори здебільшого йдуть ще далі, агрегуючи шість показників Світового банку в один методом головних компонент. Розповсюдженість використання даних Світового банку викликана тим, що дані доступні у відкритому доступі.

Відповідно до висновків, отриманих, зважаючи на аналіз інституціонального середовища в Україні за даними Світового банку, за п’ятьма із шести параметрів відслідковується висхідний тренд (тобто розвиток), причому єдиний низхідний тренд, який характеризує політичну стабільність і відсутність насилля, викликаний зовнішньою агресією. Україна класифікована як країна із рівнем доходів, нижчим за середній, причому за показниками контролю за корупцією і верховенства права Україна є гіршою за інші країни з цієї групи, а за показниками прозорості демократичних інститутів, ефективності уряду та якості державного регулювання – кращою.

Показник політичної стабільності та відсутності насилля в Україні зі зрозумілих причин (воєнна агресія РФ починаючи із 2014 р.) помітно

погіршився у період, що розглядається. Упродовж 2014–2019 рр. *політичний ризик збільшував вартість кредитних ресурсів та слугував контраргументом при прийнятті рішень про ведення бізнесу в Україні.* Процентильний ранг за період, що розглядається, знизився з другого квартиля до першого; для порівняння: середнє значення процентильного рангу політичної стабільності для країн із низьким рівнем доходу становить близько 21, для країн із доходом, нижчим за середній, – близько 39, для країн Субсахарської Африки – близько 30, а для країн ОЄСР – близько 70. Зважаючи на повномасштабне воєнне вторгнення РФ в Україну у лютому 2022 р., цей показник матиме тенденцію до подальшого погіршення.

Показник ефективності уряду підвищився з -0,7 у 2000 р. до -0,36 у 2020 р., що відповідає переміщенню процентильного рангу із першого до другого квартиля. Значення процентильного рангу у 39,9 є кращим, ніж у країн Субсахарської Африки (26), країн із низьким рівнем доходів (17) і навіть країн із рівнем доходів, нижчим за середній (32), до яких і відноситься Україна. Країни ОЄСР мають процентильний ранг ефективності уряду на рівні 87.

Показник якості державного регулювання підвищився від -0,53 у 2000 р. до -0,3 у 2020 р. в абсолютному вираженні, і процентильний ранг цього показника більшу частину періоду перебував у другому квартилі (25–40). Для порівняння, процентильний ранг якості державного управління у країнах із низьким рівнем доходу становив близько 21, країнах із доходом, нижчим за середній, – близько 33, країнах Субсахарської Африки – близько 29, а у країнах ОЄСР – близько 88.

Отже, упродовж 2000–2020 рр. інституційне середовище України характеризується висхідним трендом у розвитку за всіма параметрами, окрім політичної стабільності та відсутності насилля, причому єдиний низхідний тренд викликаний зовнішньою агресією. За показниками контролю за корупцією та верховенства права Україна є гіршою за країни із цієї ж групи (Єгипет, Індія, Таджикистан, Узбекистан та ін.), а за показниками прозорості

демократичних інститутів, ефективності уряду та якості державного регулювання – кращою.

Другим за популярністю є підхід до оцінки інституціонального середовища, що базується на методології оцінки політичного ризику за методологією ICRG на основі бальної експертної оцінки. За цією методологією інституційне середовище оцінюється за такими показниками, як: 1) стабільність уряду; 2) корупція; 3) прозорість демократичних інститутів; 4) якість державного регулювання; 5) закон і порядок; 6) інвестиційний профіль.

За цією методологією інституційне середовище (в самій методиці – «політичний ризик») оцінюється за 12 основними напрямами, причому вплив кожного з них зважується залежно від своєї важливості. Кінцевий результат коливається у межах від 0 до 100 балів, причому вищі значення відповідають меншому ризику. ICRG не надає безкоштовної інформації, а тому у відкритих джерелах доступні лише вторинні дані.

Мінімальні значення більшості показників за методологією ICRG припадають на 2014 р., тобто рік початку воєнної агресії проти України. Так, показник політичної стабільності знизився з 9 (із 12 можливих) у 1998 р. до 5,45 у 2014 р., після чого почав відновлюватись і у 2016 р. становив 7,33, що відповідає рівню таких країн, як Уганда, Португалія чи Нідерланди за відповідний рік (Додаток Б).

Показник соціоекономічних умов в Україні характеризується висхідною динамікою: із 3,0 (з 12 можливих) у 1998 р. він підвищився до свого максимуму у 6,5 у 2005–2007 рр.; цікаво, що у 2009 р. цей показник впав нижче, ніж у 2014 р., а вже у 2016 р. – відновився до рівня 5,04, що є все одно вище за початковий показник 1998 р. Або, іншими словами, умови життя в Україні покращувались із 1998 р. і продовжували би покращуватись, якби не збройна агресія. Цей показник відповідає рівню таких країн, як Суринам, Гватемала і Болівія, – тобто бідних країн Південної Америки, і трохи кращий за показник бідних країн Африки.

Показник інвестиційного профілю в Україні також демонструє цікаву динаміку: зі свого мінімуму у 2000 р. (3,3 із 12 можливих) його значення зростало до максимуму (8,0) у 2006–2007 рр. і після провалу (6,0) у 2014 р., викликаного революцією і війною, у 2016 р. майже відновилося до максимального рівня (7,9). Це свідчить про розвиток інвестиційного клімату, а саме про створення механізмів гарантування виконання контрактів, та надійність у здійсненні платежів на рівні Словаччини, Данії, Танзанії, Малайзії чи Кенії.

Показник внутрішнього конфлікту в Україні знизився з максимального значення у 11,0 (із 12 можливих) у 1998 р. до 7,46 у 2014 р. та 2016 р. Очевидно, аналітики ICRG не змогли точно класифікувати проблему, і про всяк випадок віднесли російсько-українську війну і до зовнішніх, і до внутрішніх конфліктів, про що також свідчить майже ідентична динаміка показника внутрішнього конфлікту (зниження з 11,0 у 1998 р. до 7,0 у 2016 р.). Країни із подібними значеннями включають Уганду, Малаві, Кот д'Івуар, Конго та інші країни Африки.

Показник корупції в Україні знизився з 3,0 (із 6 можливих) у 1998 р. до 1,0 у 2002 р., після чого закріпився на рівні 1,67 у 2016 р. Таке значення показника є достатньо низьким, серед інших країн із подібним значенням – Росія, М'янма, Кенія, Конго.

Показник впливу військових на владу в Україні залишався стабільно високим за весь період – на рівні 5,0 (із 6 можливих). Така оцінка є досить розповсюдженою, і країни з такою бальною оцінкою включають як Тринідад і Тобаго, так і Румунію, Сінгапур чи Латвію.

Показник релігійних конфліктів також є досить високим і демонструє спадну динаміку з 6,0 (із 6 можливих) у 1998 р. до 5,0 у 2016 р. Подібний рівень цього показника спостерігається у широкому спектрі країн – від Албанії та Габону до ПАР та Польщі.

Показник закону і порядку в Україні у доступний для розгляду період стабільно мав значення 4,0 (із 6 можливих), – таке ж значення зафіксовано в

Естонії, Угорщині, Італії чи Йорданії. Показник етнічних конфліктів демонструє спадну динаміку з 5,0 (із 6 можливих) у 1998 р. до 4,0 у 2016 р. Країни з подібним значенням цього показника – Австрія, Австралія, Хорватія, Німеччина, Мозамбік.

Показник демократичної підзвітності в Україні демонструє значне зниження впродовж 1999–2005 рр., після чого повертається до свого початкового значення у 5,0 (із 6 можливих). Вірогідно, це є відображенням Помаранчевої революції. Країни із подібними значеннями – Албанія, Гана, Латвія, ПАР, Уругвай.

Показник якості адміністративної системи в Україні уряду незмінно перебуває на рівні 1,0 (із 4 можливих). Це досить низьке значення – на рівні Румунії, Росії, Венесуели чи Танзанії – і відображає залежність рішень бюрократичного апарату від політичного циклу (тобто рішення приймаються в інтересах поточної влади і відміняються при її зміні).

Сукупна оцінка політичного ризику України у 1998–2016 рр. за методологією ICRG знизилася з 68,00 до 60,46, в основному за рахунок зменшення значень показників конфліктів (зовнішнього, внутрішнього, релігійних та етнічних), а також корупції. Такий рівень відповідає таким країнам, як Мексика, Гвіана, Куба, Колумбія, Бразилія та Бахрейн, – тобто здебільшого країнам Південної Америки. Очевидними джерелами підвищення рейтингу є підвищення рівня життя, боротьба із корупцією та реформи, подальше покращення інвестиційного профілю і – звичайно – перемога у війні.

Рейтинг Doing Business також використовується як метрика для оцінки інституціонального середовища, однак його діапазон значно вужчий і вимірює лише якість державного регулювання та, частково, контроль за корупцією й інвестиційний профіль. Це обмежує сферу його використання як метрики розвитку інституціонального середовища до вузьких досліджень, сконцентрованих на легкості ведення бізнесу. Крім того, розрахунок цього рейтингу було припинено і втрачено основні його переваги – релевантність, доступність та порівнюваність упродовж довготривалого періоду.

2.2. Захисні стратегії фінансування корпоративного бізнесу

Вплив інституціональних чинників на економічне зростання оцінюється за допомогою економетричного моделювання, однак для побудови відповідної моделі необхідно визначити цільовий показник, який характеризуватиме вплив середовища функціонування бізнесу на моделі його фінансування. Зокрема, якщо визначати середовище функціонування бізнесу через ресурсний потенціал фінансової системи, таким цільовим показником може бути фінансова глибина. Якщо відштовхуватися від примату впливу на розвиток бізнесу спроможності банків кредитувати економіку, цільовим показником стає вузький показник обсягу або кількості наданих кредитів та/або відкритих кредитних ліній. У випадку, коли розвиток підприємств прив'язується до їх можливості залучати ресурси, таким цільовим показником стає співвідношення дохідності бізнесу та вартості кредитних ресурсів. Такий перелік не є вичерпним. Результати подібних досліджень, однак, додають питань, адже й ті самі фактори інституціонального розвитку чинять різний вплив на різні країни. Зокрема, якщо зважати на методологію Світового банку, в країнах, що розвиваються, найбільш впливовими показниками є контроль за корупцією, якість державного регулювання і законодавства, у той час як у розвинених країнах – відкритість зовнішньої торгівлі, лібералізація руху капіталу та економічне зростання. При цьому деякі фактори, що є дієвими у розвинених країнах, у країнах, що розвиваються, взагалі втрачають значимість або навіть чинять негативний вплив – зокрема лібералізація руху капіталу чи робочої сили.

Таким чином, чим менше країна розвинена, тим більше значимим для її економічного зростання та розвитку є рівень розвитку її інституцій. Це викликано тим, що, наприклад, для позитивного ефекту від лібералізації руху капіталу необхідні чітке законодавство і зрозумілий механізм його реалізації у вигляді ефективної адміністративної системи та механізмів контролю за корупцією, які хоча би потенційно сприятимуть залученню іноземного капіталу. У іншому випадку лібералізація руху капіталу просто призведе до

його відпливу. Іншим прикладом фактора, який чинить позитивний вплив на економіку країни при розвинених інституціях і негативний – при нерозвинених, є наявність ренти від природних ресурсів. Дохід від, наприклад, видобутку нафти, є непропорційно високим відносно складності самого процесу видобування, а отже, створює надійне джерело доходу, яке не тільки уможливлює довготривале консервування неефективних моделей господарювання, а й сприяє криміналізації економіки, адже для управління нафтовидобуванням не потрібний той самий рівень експертизи, як, наприклад, для управління машинобудуванням чи ІТ.

Розвиток інституцій впливає на стратегію фінансування підприємств у країні з таких причин.

1. Найбільшою конкурентною перевагою за умови функціонування підприємства у низькорозвиненому інституційному середовищі стає знання щодо «правильної» поведінки у цьому конкретному середовищі, – наприклад, кому і скільки давати хабарів задля комфортного функціонування, про особливості практичного застосування законів тощо. Це дає можливість використати асиметричне інституційне середовище на свою користь. При цьому ТНК набувають таких знань порівняно легко і використовують для максимізації прибутку ефективніше за місцеві фірми – через накопичений ними досвід функціонування на різних ринках[63].

2. Розвиток інституціонального середовища сприяє зростанню конкурентності всередині країни, тож підприємства, чия стратегія базувалася на використанні викривлень інституціонального середовища, як правило, програють більш конкурентним підприємствам. Більшого значення набувають такі сфери діяльності підприємства, як маркетинг[64] та технологічні інновації.

[63] Liu Yulong, Yu Yang. Institutions, firm resources and the foreign establishment mode choices of Chinese firms: the moderating role of home regional institutional development. *Journal of business research*. 2018. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.026

[64] Wu Jie. Marketing capabilities, institutional development, and the performance of emerging market firms: a multinational study. *International journal of research in marketing*. 2013. № 30 p. 36–45.

На цьому етапі доходи ТНК скорочуються за рахунок втрати монопольних прибутків і створення місцевих конкурентоспроможних фірм[65].

3. Через те, що викривлення інституціонального середовища бувають досить різноманітними і непередбачуваними, імпорт готових рішень із-за кордону не зумовлює позитивних результатів. Жодна зовнішня організація не може достатньо інтегруватися у місцеві владні структури для повного розуміння місцевої специфіки та бути настільки ж заінтересованою у результаті, адже не несе відповідальності за свої рішення у вигляді погіршення життєвих стандартів[66].

Як уже зазначалося, Україна відноситься до країн із нижчим за середній рівнем доходів і перебуває на одному щаблі із такими країнами, як Єгипет, Індія і Таджикистан. Показники WGI та політичного ризику за методикою ICRG також вказують на нижчий за середній рівень розвитку інституцій, хоч і з невеликим висхідним трендом. Найнижчі значення демонструють показники контролю за корупцією та верховенства права: це відображає практику вирішення питань не незалежними інституціями, а «за дзвінком», тобто не систематично і на індивідуальній основі особами, чия наявність на посаді напряму залежить від результатів минулого політичного циклу.

Викривлення інституціонального середовища деформують стратегії фінансування українських підприємств, які пристосовуються до непередбачуваності судових рішень і необхідності протидіяти спробам рейдерського захоплення бізнесу.

Найпоширенішим прикладом такого пристосування є *квазіризикова модель фінансування*[67]. За такої моделі підприємства одного власника розподіляються на зосереджені в офшорах центри доходів та центри витрат, які перебувають в Україні. Ця модель працює таким чином: бізнес розділяється на

[65] Bevan A., Estrin S., Meyer K. (2004). Foreign investment location and institutional development in transitional economies. *International Business Review.* 2004. № 13. P. 43–64.
[66] Bangura Y. Economic restructuring, coping strategies and social change: implications for institutional development in Africa. *Development and change.* 1994. Vol. 25. P. 785–827.
[67] Kerimov P., Zymovets V. Quasi-Risk and Fraudulent Financing Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*. 2021. № 8. P. 48–68.

центр доходів, який виводиться до офшорної зони, та центр витрат, який залишається в Україні. Центр витрат отримує мінімум фінансових ресурсів для своєї підтримки у функціональному стані, а його доходи переводяться в офшор. Для мінімізації оподаткування фінансування заводиться до центру витрат як кредити, а доходи такого підприємства відповідно виводяться як плата за кредит. Формально центр витрат працює взагалі без прибутку і часто зі збитком, що відображається у від'ємному власному капіталі. Попри це підприємство продовжує функціонувати стільки, скільки потрібно власнику, адже кредитор (власник) не зацікавлений у ініціації процедури банкрутства. Така схема покликана вирішити декілька проблем: по-перше, вона дає можливість законно не сплачувати податки, адже офіційно прибутків немає; по-друге, це захист від можливої втрати контролю над підприємством, яке перебуває на українській території, адже без центру доходу центр витрат є просто хронічно збитковою фірмою, активи якої будуть арештовані для сплати боргів старому власнику; по-третє, це мінімізація присутності будь-яких активів на території України, що потенційно дозволяє власнику у будь-який момент виїхати за кордон і майже нічого не втратити. Останні два пункти пов'язані із непередбачуваністю української судової системи і, як результат, необхідністю вивести все цінне майно у іншу юрисдикцію. Одночасно така модель фінансування є стратегією мінімізації оподаткування, захисту від рейдерського захоплення або націоналізації і стратегією виходу із ринку на випадок непередбачуваних змін у зовнішньому середовищі.

На поширення квазіризикової моделі фінансування в Україні вказує як наявність і динаміка промислових підприємств із від'ємним власним капіталом, показана у дослідженні[68], так і невідповідність між кредитоспроможністю промислових підприємств, вартістю кредитів і фактом, що вони продовжують залучати нові кредити[69]. Крім того, дослідження впливу основних фінансових

[68] Там само.
[69] Керімов П.О. Ціна кредиту та дохідність великих промислових підприємств України. *Економіка і прогнозування*. 2022. № 2. С. 53–73.

показників промислових підприємств в Україні на вірогідність їх банкрутства показала, що такі показники є другорядними порівняно із, наприклад, приналежністю до ФПГ або ТНК[70].

Квазіризикова модель фінансування є пристосуванням ряду українських підприємств до викривлення інституціонального середовища, що поєднує у собі захисну стратегію та оптимізацію оподаткування і характеризується створенням квазіборгу, тобто боргу перед пов'язаними кредиторами у офшорах. Такий борг надається за неринковою логікою на умовах відсутності спроб кредитора його стягнути і дозволяє виводити доходи підприємства-боржника в офшор у вигляді неоподатковуваних платежів за боргом, одночасно не сплачуючи податок на прибуток, якого формально немає.

Іншою формою пристосування стратегій фінансування українських промислових підприємств до наявних викривлень інституціонального середовища є *шахрайська модель фінансування*. Шахрайська модель фінансування – це такий підхід до фінансування бізнесу, що базується на використанні недостатнього рівня захищеності прав малих і середніх кредиторів в Україні й полягає у відмові великих підприємств погашати свою кредиторську заборгованість. Дієвість цієї моделі базується на дорожнечі та непередбачуваності судового процесу в країні, що перетворює розстрочку заборгованості (у сподіванні, що вона буде погашена у майбутньому) більш вигідним підходом для малих та навіть середніх кредиторів. Розглянемо викривлення інституціонального середовища, що уможливлюють цю модель, більш детально.

1. Середовище функціонування бізнесу для малих та великих суб'єктів господарювання радикально відрізняється. Окрім нерівності у обсягах доступних фінансових ресурсів, звичайних для будь-якої країни, власники великих підприємств в Україні, як правило, мають у своєму розпорядженні також і політичні важелі впливу і наявна правова система не в змозі вирівняти

[70] Керімов П.О. Аналіз факторів банкрутства великих підприємств України. *Фінанси України*. 2022. № 3. С. 76–87.

цей розрив. Наявність такої нерівності означає, що невеликий кредитор просто не матиме можливості ініціювати позов проти великого боржника, зустрічаючи опір не тільки з боку корумпованих судових чиновників, а й з боку більших кредиторів, чиї втрати від банкрутства більшого боржника потенційно є набагато більшими. Це спрацьовує і в протилежному випадку – якщо банкрутство ініційовано невеликим кредитором, то такий невеликий кредитор діє в якості агента більшого підприємства (порівнюваного за розмірами із підприємством, на яке спрямована процедура банкрутства), і є залученим у процес задля відведення уваги преси.

2. Судовий процес у країні є дорогим і його результати непередбачувані. Значні строки судового процесу, подовжені зустрічними позовами, відмінами попередніх судових рішень судами іншої інстанції та супроводжуючі цей процес значні судові витрати перетворюють процес судового розгляду процедури банкрутства великих боржників на довготривалий процес із непередбачуваним результатом, тож мало хто хоче у нього ув'язуватися. Тим більше, що частка боргу, яка повертається кредиторам через суд, становила в Україні близько 9,0% проти 70,2% у країнах ОЄСР. Це перетворює судові позови стосовно процедури банкрутства на змагання доступних для учасників економічних та політичних важелів впливу на суд, тож варіант нічого не робити і очікувати, коли боржник розрахується за боргами хоча б частково, перетворюється на більш вигідний для середніх кредиторів і єдино можливий – для малих.

3. Високий рівень взаємної залежності великих промислових підприємств в Україні. Більшість великих промислових підприємств після розпаду СРСР так і не змогли адаптуватись до функціонування у ринковому середовищі. Продукція таких підприємств залишилась як правило не конкуренто-спроможною на зовнішньому ринку, тоді як її виробництво – залежним від інших пострадянських підприємств, які працювали у СРСР у рамках спільного виробничого циклу. Такі підприємства мали ще більші складнощі із контрагентами, які після розпаду СРСР залишились у інших республіках і тому, наприклад, мали припинити виробництво після початку агресії РФ у 2014 р.,

втративши доступ як до основних покупців, так і до основних постачальників необхідних для виробництва деталей, які просто ніде більше не вироблялись. Подолання такої залежності вимагало би повного переобладнання і формування нових, інтегрованих вже на міжнародні ринки, ланцюгів створення вартості – завдання, що, як правило, виявилося нездійсненним для «червоних директорів», адже, крім подолання ідеологічного спротиву, воно вимагає також і мінімальної рівності та зіставності технологій у розпорядженні контрагентів і навичок функціонування на більш конкурентних ринках. Це призвело до того, що успадкована Україною від СРСР промисловість виявилася нездатною до розвитку, в той час як, наприклад, сільське господарство та IT-сектор (які виробляють продукцію, потрібну будь-де, і можуть працювати на 100% імпортному обладнанні), успішно розвивались. Таким чином, боргові практики, що є підґрунтям для квазіризикової та шахрайської моделі фінансування, певною мірою є результатом того, що українські промислові підприємства, як правило, неспроможні працювати автономно та пов'язані на продукції одне одного.

4. Україна є високоінфляційним середовищем функціонування. Вигідність затягування виплати боргів максимізується для позичальника саме у високоінфляційному середовищі, адже у такому випадку купівельна спроможність коштів, які повертаються, значно менша, ніж тих, які позичалися. Додатковим аргументом на користь такої стратегії є те, що борг, виражений у формі кредиторської заборгованості, не передбачає періодичних процентних платежів та капіталізації боргу, покликаних частково убезпечити кредитора від знецінювання його вкладень при використанні власне кредиту. Уникати за можливості негативних наслідків такої стратегії (судових позовів, втрати контрагентів, процедури банкрутства) перетворюється на вигідну та раціональну поведінку.

Ознакою використання підприємством квазіризикової чи шахрайської моделі фінансування є довготривале функціонування фірми із нежиттєспроможними фінансовими показниками, зокрема від'ємним власним

капіталом, протягом трьох і більше років. ,з огляду на цей основний критерій можна виділити також і додаткові. Зокрема, у минулому дослідженні[71] для виявлення використання квазіризикової та шахрайської моделі фінансування пропонувалося використовувати такі показники, як:

- частка непокритих зобов'язань (*Value gap ratio, VGR*). Цей індикатор показує частку непокритих активами зобов'язань підприємства і розраховується за формулою: VGR= (1 – Активи/Зобов'язання). Як орієнтир для нормальних значень індикатора можуть використовуватись емпіричні дані, отримані іншим дослідником[72]. Упродовж 2015–2019 рр. середні значення VGR по українських підприємствах становили 35,16% проти розрахованого за даними Анга для США – 21,9%;

- наявність негативного власного капіталу на підприємстві протягом трьох та більше років при збереженні діяльності підприємства;

- перевищення терміну погашення кредиторської заборгованості 60 днів при збереженні діяльності підприємства;

- позитивний грошовий потік (CF), EBITDA, нерозподілений прибуток (RE) та чистий дохід (NS) до загальних активів (валюти балансу, TA) при від'ємному власному капіталі.

Відповідно до розрахунків по репрезентативній вибірці переважно великих промислових підприємств за 2006–2019 рр., критеріям використання квазіризикової або шахрайської моделі фінансування відповідають підприємства, що відносяться до 3-го та 4-го квартилів і не збанкрутували (табл. 2.1):

Таким чином, критеріями, що вказують на використання квазіризикової або шахрайської моделі фінансування, є продовження функціонування підприємства попри несплату боргів і наявність від'ємного власного

[71] Kerimov P., Zymovets V. Quasi-Risk and Fraudulent Financing Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*. 2021. № 8. P. 48–68.
[72] Ang T.C. Are firms with negative book equity in financial distress? *Review of pacific basin financial markets and policies*. 2015. Vol. 18, No. 3. P. 1–41. https://doi.org/10.1142/S0219091515500162

(балансового) капіталу протягом трьох і більше років, за збереження позитивних доходів і прибутків. Основним критерієм розрізнення між квазіризиковою та шахрайською моделями фінансування є використання першою офшорів та пов'язаних кредиторів для оптимізації оподаткування, тоді як друга використовує інституційну нерівність усередині країни (різниця у захисті прав власності великих і малих кредиторів) для несплати своїх боргів. Очевидно, що ці схеми не є взаємовиключними і можуть доповнювати одна одну.

Таблиця 2.1

Фінансові показники фірм із від'ємним власним капіталом, 2006–2019 рр.

	EBIT/TA	RE/TA	CF/TD	Термін погашення КЗ	NS/TA
Орієнтовні значення	-0,00555	-0,00066	-0,0173	60	1,312
Фірми з від'ємним ВК, які збанкрутували					
1q	-0,19093	-1,33152	-0,00102	18710,1	0,005
2q	-0,07536	-1,03968	0,00440	132,4	0,190
3q	0,00000	-0,70433	0,02611	31,1	1,420
4q	0,09659	-0,44410	0,10447	5,1	2,005
Фірми з від'ємним ВК упродовж трьох та більше років					
1q	-0,05311	-1,19914	-0,02109	3223,3	0,322
2q	0,00391	-0,69985	0,01192	199,6	0,849
3q	0,03772	-0,29947	0,03808	76,6	1,321
4q	0,44793	-0,05322	0,83187	20,9	20,430

Джерело: фінансова звітність 74 промислових підприємств із від'ємним ВК за 2006–2019 рр.

Особливості інституціонального середовища відображаються у особливостях ведення бізнесу, зокрема у кредитних відносинах. За відсутності ринку цінних паперів підприємства можуть залучати ресурси виключно у кредитних інститутів, однак кредитоспроможність значної їх частини є для цього недостатньою. Попри це, деякі з них не тільки продовжують функціонувати, а й залучають кредити. Очевидно, деякі кредитори все ще згодні кредитувати такі підприємства. Можливим поясненням тут є наявність інсайдерської інформації, що підтверджує кредитоспроможність таких боржників. Іншим поясненням може бути те, що такого роду трансакції відбуваються між пов'язаними особами, тобто підприємствами і банками

всередині однієї ФПГ. Частка кредитів депозитних корпорацій пов'язаним нефінансовим корпораціям, яка публікується НБУ починаючи з 2019 р., є аргументом на користь другого пояснення.

Частка кредитів депозитних корпорацій пов'язаним нефінансовим корпораціям у середньому становить від 77% і вище. Найменша частка кредитів пов'язаним особам припадає на малий бізнес і становить 63–67%, у той час як на суб'єкти великого підприємництва припадає 77–79% кредитів пов'язаним особам, а на суб'єкти мікропідприємництва – 95%. Або, іншими словами, лише близько 20% великого і середнього бізнесу і близько третини малого бізнесу відображає такі фінансові результати, які б демонстрували їх кредитоспроможність. Тобто можна стверджувати про наявність неринкової складової при залученні кредитів рядом позичальників, і подібні випадки досить таки масові. Подібні операції є неможливими без співучасті банків, які надають кредити на таких умовах.

Про наявність неринкових елементів у кредитуванні великих підприємств в Україні свідчить дослідження, проведене за допомогою даних репрезентативної вибірки із 212 переважно великих промислових підприємств України за 2006–2018 рр. Попри зростання кількості підприємств із від'ємним власним капіталом та підприємств-зомбі, тобто підприємств, які не могли обслуговувати борг протягом трьох та більше років, кредитори майже не ініціювали процедуру банкрутства. Таким чином, можна стверджувати не тільки те, що більшість кредитів в Україні надається на неринкових засадах, а й те, що після надання таких кредитів у питаннях ініціації банкрутства неплатоспроможних боржників кредитори продовжують керуватися неринковою логікою.

Розділ 3. Доступ корпоративного бізнесу України до банківських кредитів в умовах нестабільності

3.1. Цілі та завдання грошово-кредитної політики в умовах нестабільності

Світовий досвід засвідчує, що головним інструментом у досягненні країною економічного зростання та максимальної зайнятості населення може стати банківська система. Проте забезпечити сталий розвиток економіки шляхом спрямування фінансових ресурсів на високотехнологічні виробництва, стимулювання експорту, імпортозаміщення, банківська система може лише тоді, коли *стратегія її розвитку буде невід'ємною складовою державної стратегії економічного розвитку країни та макроекономічної політики*. Уряди країн, у яких розвиток економіки відбувався швидкими темпами, – Японії, Німеччини, США, Китаю, Південної Кореї, Сінгапуру, – використовували комплексні механізми регулювання, забезпечуючи єдність дій усіх державних інститутів у досягненні спільної мети – зростання економіки.

Економічне зростання та макроекономічна стабільність у країні також вирішальною мірою залежать від стійкості роботи банків, необхідною умовою нормальної діяльності яких є організація ефективного контролю і нагляду за ними з боку держави через центральний банк або інші уповноважені органи із метою недопущення їх банкрутств.

Таким чином, *від політики та діяльності особливого центрального органу державного управління – центрального банку залежить не лише стан грошово-фінансової системи, а й розвиток економіки країни*. Саме тому питання щодо цілей, завдань, функцій, обов'язків та повноважень органів управління центрального банку, а також його взаємовідносин з іншими органами влади є одними із найбільш важливих у правовому регулюванні його діяльності.

Аналіз нормативно-правової бази, що регулює діяльність Національного банку України, свідчить про таке.

Законом України «Національний банк України» (далі – Закон), відповідно до Конституції України, *основна функція Національного банку України*

визначена як забезпечення стабільності грошової одиниці. Таке формулювання фактично мети діяльності НБУ дало підстави по-різному трактувати цілі та завдання НБУ для досягнення цієї мети, через що до Закону вносилися відповідні зміни. Доречно зазначити, що з часу ухвалення (1999 р.) Закон зазнав суттєвих змін щодо: цілей, завдань та функцій НБУ, завдань, обов'язків та повноважень органів управління НБУ, взаємовідносин НБУ з іншими органами влади, грошово-кредитної політики, системи регулювання та нагляду за банківським сектором, а також механізмів виведення банків з ринку та задоволення вимог кредиторів, більшість із яких аж ніяк не можна вважати ефективними.

Зміни до Закону України «Про Національний банк України» у 2010 р.[73], призвели до того, що з 2012 р.[74] в Основних засадах грошово-кредитної політики (єдиний і основний документ до 2015 р., який визначав цілі та завдання НБУ на наступний рік та середньострокову перспективу) *передбачену Конституцією України пріоритетну мету* (визначену як основна функція) – *стабілізацію гривні було підмінено стабілізацією цін, тобто можливість курсової стабілізації було виведено зі сфери відповідальності НБУ*. Трансформація законодавчої бази у 2010 р. дала НБУ можливість оголосити про *перехід до режиму інфляційного таргетування та запровадження режиму вільного плавання курсу гривні*, зняти із себе відповідальність за виконання стабілізаційних завдань на валютному та грошово-кредитному ринках.

Відсутність у законодавстві вимоги щодо затвердження Основних засад грошово-кредитної політики[75] Верховною Радою України чи будь-яким іншим органом[76] та зміни до Закону щодо бази, на яких ці засади мають ґрунтуватися,

[73] Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності НБУ» від 09.07.2010 р. № 2478-VI.

[74] Основні засади грошово-кредитної політики на 2011 рік не були опубліковані, оскільки Рада НБУ не проводила засідань і проєкт документа не набув офіційного статусу.

[75] До ухвалення Закону у законодавчому порядку передбачалося, що основні засади (напрями) грошово-кредитної політики щорічно затверджує Верховна Рада України (ст. 12 Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 20.03.1991 №872-XII).

[76] Лише у жовтні 2021 р. Законом України «Про внесення змін до деяких законів України

створюють всі передумови для проведення НБУ політики, яка жодним чином не узгоджується із загальноекономічною політикою держави[77].

Норми Закону не лише призводять до «відірваності» грошово-кредитної політики від політики загальноекономічної, а й свідчать про надання НБУ абсолютної і безпрецедентної у світовій практиці свободи і незалежності. Закладені норми надають «особливому центральному органу державного управління» повну безконтрольність щодо емісійної політики, умов розміщення та використання золотовалютних резервів держави, гарантії превалювання прав над обов'язками, убезпечують від правової відповідальності за грошово-кредитну і валютно-курсову політику.

Упродовж 2014–2021 рр. спостерігалося подальше посилення «автономності» НБУ, скорочення повноважень Ради НБУ, зняття відповідальності та узаконення безвідповідальності членів Ради НБУ, голови і членів Правління та інших службовців НБУ, надання їм привілейованих гарантій. Зокрема, відмінено вимогу щодо обов'язкової державної реєстрації нормативно-правових актів Національного банку перед набранням ними чинності в Міністерстві юстиції України[78], що унеможливило проведення правової експертизи нормативно-правових актів НБУ (2014 р.); у жовтні 2021 р.[79] із повноважень Ради Національного банку виключено норму, відповідно до якої вона «здійснює аналіз впливу грошово-кредитної політики України на стан соціально-економічного розвитку України та розробляє пропозиції щодо внесення відповідних змін до неї», що призвело до процесів,

---

щодо окремих питань діяльності Національного банку України» від 19.10.2021 № 1811-IX було уведено норму, відповідно до якої Рада НБУ *схвалю*, (а не затверджує) розроблені нею ж основні засади грошово-кредитної політики.

[77] До внесення змін визначалися і вказувалися конкретні, затверджені Кабінетом Міністрів України, показники загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрів економічного та соціального розвитку України на відповідний період. Зміни ж до Закону не передбачають ані переліку цих показників, ані термінів їх надання Кабінетом Міністрів України.

[78] Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання негативному впливу на стабільність банківської системи» від 04.07.2014 № 1586-VII.

[79] Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо окремих питань діяльності Національного банку України» від 19.10.2021 № 1811-IX.

коли НБУ, проводячи грошово-кредитну політику, дедалі більше ігнорував процеси у соціально-економічному розвитку країни; зміна взаємовідносин НБУ з Кабінетом Міністрів України (ст. 52)[80] поглиблювала «відірваність» грошово-кредитної політики від загальноекономічної.

Аналіз ситуації на фінансовому ринку України дає підстави стверджувати, що НБУ, який згідно із законодавством відповідає за забезпечення стабільності грошової одиниці України та має сприяти фінансовій стабільності, в тому числі стабільності банківської системи, дотриманню стійких темпів економічного зростання та підтримувати економічну політику КМУ, *у 2014–2017 рр.* не виконав свою основну функцію і не досягнув основних цілей, а *банківська система загалом стала фактором поглиблення економічної нестабільності*.

За такої чинної законодавчої бази цілком логічно, що упродовж 2010–2021 рр. *Основні засади грошово-кредитної політики* мали декларативний характер (оперуючи імперативами «посилити», «покращити», «сприяти», «приділяти увагу» тощо), і єдиним критерієм, який дає змогу здійснити оцінку досягнення цілей за зазначений період, був індекс споживчих цін[81]. Зважаючи не те, що лише за 2019 р. та за 2020 р. індекс споживчих цін перебував у межах, визначених пріоритетною метою грошово-кредитної політики, *можна стверджувати про незадовільне виконання Національним банком України Основних засад грошово-кредитної політики за 2012–2018 рр. та 2021 р.*

Визначення цінової стабільності головною метою процентної політики НБУ у 2014–2021 рр. та застосування ним процентної ставки виключно як інструменту антиінфляційного регулювання в умовах системного профіциту ліквідності банківського сектора України вкрай негативно вплинуло на кредитування корпоративного бізнесу, зруйнувало міжбанківський кредитний

[80] Закони України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення питань організації корпоративного управління в банках та інших питань функціонування банківської системи» від 30.06.2021 р. № 1587-IX та «Про внесення змін до деяких законів України щодо окремих питань діяльності Національного банку України» від 19.10.2021 р. № 1811-IX.

[81] 2010 р. – темпи зростання монетарної бази, 2011 р. – Основні засади взагалі не затверджувалися.

ринок і призвело до суттєвого зростання процентних витрат НБУ. Лише після початку повномасштабної війни РФ проти України НБУ тимчасово – на період воєнного стану – прийняв рішення не використовувати ринкові монетарні інструменти, зокрема ключову (облікову) ставку, як основний інструмент грошово-кредитної (монетарної) політики[82].

3.2. Грошово-кредитна політика НБУ в умовах війни

Багатопланові заходи НБУ з підтримки стійкості фінансового сектора дали змогу забезпечити фінансову стабільність та не допустити на банківському ринку кризи в перші місяці повномасштабної війни, незважаючи на панічні настрої та вилучення населенням коштів з банків, стрімке зниження економічної активності та доходів громадян, рекордне зростання дефіциту бюджету. Передусім ідеться про рішення стосовно роботи банківської системи в період запровадження воєнного стану[83] та Правил роботи банків у зв'язку з уведенням в Україні воєнного стану[84] щодо:

– *підтримки ліквідності банків* шляхом бланкового рефінансування Національним банком без обмежень щодо суми терміном до одного року, а також встановлення лімітів на зняття населенням гривневих коштів дало банкам змогу попередити паніку та забезпечити потребу населення в готівкових коштах;

– *фіксації обмінного курсу та запровадження валютних обмежень* (обмеження на купівлю валюти та транскордонні платежі, на зняття коштів з валютних рахунків) сповільнило зростання цін на імпортовані товари та девальвацію національної валюти, попередило паніку на валютному ринку,

[82] Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану, схвалені Радою НБУ 15.04.2022 р. № 4-рд.
[83] Постанова Правління НБУ «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» від 24.02.2022 р. № 18.
[84] Постанова Правління НБУ «Про деякі питання діяльності банків України та банківських груп» від 25.02.2022 р. № 23.

зменшило відплив валюти з України, стримало переведення населенням власних банківських заощаджень у валюту;

– *обмежень операцій банків із пов'язаними з ними особами* (заборона банкам: розподіляти капітал, зокрема виплачувати дивіденди[85]; здійснювати активні операції із пов'язаними з банком особами в частині укладання нових кредитних договорів та договорів про надання банком фінансових зобов'язань, укладання договорів про внесення змін до кредитних договорів щодо збільшення сум кредитів та фінансових зобов'язань, а також збільшення строків користування кредитами; достроково повертати вклади пов'язаним з банком особам, крім спрямування достроково повернених коштів на збільшення капіталу банку) сприяло попередженню ймовірних намірів пов'язаних із банками осіб отримати вигоди за рахунок погіршення фінансового стану банків;

– *регуляторних послаблень* шляхом незастосовування до банків заходів впливу за порушення ними порядку формування та зберігання обов'язкових резервів, пруденційних нормативів, лімітів відкритої валютної позиції та строків подання статистичної звітності, якщо вони виникли внаслідок агресії РФ, сприяло стабільності роботи банків;

– *спрощення низки вимог до операційної діяльності* шляхом надання дозволу на використання банками хмарних сервісів Європи, США та Канади, а також полегшення окремих вимог до ідентифікації клієнтів (збільшення суми ліміту за спрощеними процедурами віддаленої верифікації з 40 тис. грн до 400 тис. грн на місяць) дало змогу відповідно вберегти дані від загрози знищення та полегшити доступ клієнтів до власних коштів;

– *підтримки ініціативи великих мережевих магазинів видавати готівку з карток* забезпечило збільшення доступу населення до готівки і зменшило витрати банків та магазинів на інкасацію.

Оперативне та своєчасне прийняття у перші місяці повномасштабної

[85] Крім державних банків, дивіденди яких спрямовуються на поповнення Державного бюджету України.

війни рішень НБУ та внесення необхідних змін до законодавства, передусім до Законів України «Про Національний банк України» (дія норм закону в частині заборони купівлі цінних паперів в емітента та заборони надання кредитів державі зупинена на період воєнного стану), «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» (передусім щодо повної гарантії на банківські вклади населення на період дії воєнного стану та три місяці після нього), не лише забезпечило фінансову стабільність, а й підтвердило, що своєчасні та виважені рішення органів влади з огляду на ситуацію в країні, здатні забезпечити таку стабільність, тим більше, коли враховуються інтереси не лише банківського сектора, а й населення та бізнесу.

Після деокупації північних областей грошово-кредитна політика НБУ за окремими складовими почала змінюватися порівняно з політикою у перші місяці повномасштабної війни. Передусім це стосується *процентної політики*. 2 червня 2022 р. НБУ прийняв «революційне» рішення – *підвищити з 3 червня 2022 р. облікову ставку з 10 до 25% річних* та *розширити коридор процентних ставок за монетарними операціями з банками*[86]. Мета такого підвищення облікової ставки (за визначенням правління НБУ) – захист гривневих доходів та заощаджень громадян; збільшення привабливості гривневих активів; зниження тиску на валютному ринку і, в результаті, посилення спроможності Національного банку забезпечувати курсову стабільність та стримувати інфляційні процеси під час війни.

Натомість за підсумками 2022 р. *отримано ефект, протилежний очікуваному:*

– підвищення облікової ставки слабко трансформувалося у підвищення ставок за депозитами (про це свідчать ставки за новими депозитами домогосподарств у національній валюті за строками), а *залишки за депозитами* від одного до двох років *мали сталу* тенденцію *до зменшення впродовж червня–грудня 2022 р.;*

[86] Ставку для кредитів рефінансування встановлено плюс 2 п.п. від облікової ставки, а для депозитних сертифікатів – мінус 2 п.п. від облікової ставки (раніше було 1 п.п.).

– *попит населення на* іноземну *валюту* не лише не зменшився, а й *різко зріс* і з липня до грудня 2022 р. постійно перевищував пропозицію[87];

– *тиск на міжнародні резерви посилився*. Якщо *за лютий–березень 2022 р. чисті інтервенції НБУ* становили 7,6 млрд дол. США, або *1,9 млрд дол. США у середньому на місяць* (купівля валюти – 0,437 млрд дол. США, продаж – 2,348 млрд дол. США), то *за червень–грудень 2022 р.* – 16 млрд дол. США, або *2,3 млрд дол. США у середньому на місяць* (купівля валюти – 0,2 млрд дол. США, продаж – 2,5 млрд дол. США). Варто звернути увагу на те, що *чисті інтервенції НБУ* на продаж валюти за 2022 р. становили майже *25 млрд дол. США*, а *різниця між обсягом купівлі та продажу валюти клієнтами банків – 6,9 млрд дол. США*. Це дає підстави припустити, що на тлі валютних обмежень для зниження попиту клієнтами банків на валюту, власні операції банків з купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку не обмежувалися, тобто частина інтервенцій НБУ була спрямована на спекулятивні операції банків. Ці припущення посилюються рекордним результатом банківського сектора за 2022 р. від операцій купівлі-продажу іноземної валюти – 34,8 млрд грн.

Підвищення облікової ставки трансформувалося у підвищення ставок за кредитами (щоправда, поступово і не у 2,5 раза) – як пов'язаними з державними програмами, так і не пов'язаними, що *призвело до зростання витрат державного бюджету на обслуговування державних програм кредитної підтримки* та обмежило доступність кредитів передусім для бізнесу та населення. Обсяг заборгованості резидентів за кредитами у національній валюті за 2022 р. зменшився.

Підвищення ставки за кредитами рефінансування банків з 11 до 27% річних відбувалося одночасно з певними змінами в політиці рефінансування. Так, з 4 травня 2022 р. було змінено умови надання кредитів рефінансування

[87] За друге півріччя 2022 р. обсяги купівлі валюти населенням становили 8,005 млрд дол. США, а продажу – 6,956 млрд дол. США, внаслідок чого сальдо між купівлею та продажем становило 1,049 млрд дол. США, водночас за перше півріччя 2022 р. купівля валюти населенням становила 4,219 млрд дол. США, а продаж – 4,259 млрд дол. США.

банкам: доступ до бланкового рефінансування залишився лише для банків, які вичерпали можливості отримання забезпеченого рефінансування та де відбувався відплив коштів фізичних осіб із 23 лютого 2022 р. у розмірі 5% і більше; пом'якшено підходи до оцінки вартості ОВДП, що надаються в заставу при отриманні кредитів рефінансування. З листопада 2022 р. НБУ взагалі припинив операції з бланкового рефінансування.

Загалом обсяги кредитів рефінансування, які НБУ надав банкам у 2022 р., (як через постійно діючу лінію рефінансування, так і шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків) є *безпрецедентними за всі роки незалежності – майже 377 млрд грн*[88], з яких понад 92 млрд грн, або *25%, надано в перші п'ять днів дії воєнного стану* (три банківських дні). Якщо масштабні обсяги рефінансування банків у перші дні дії воєнного стану цілком зрозумілі та логічні (це дало банкам можливість упередити паніку та забезпечити потребу населення в готівкових коштах), то надання практично таких же обсягів (94 млрд грн) у серпні 2022 р., зважаючи, що такі кредити залучалися кількома банками, можуть свідчити тільки про проблеми одного-двох великих банків.

Враховуючи, що через три місяці *після* підвищення ставки (у липні–вересні 2022 р.) обсяги рефінансування обсяги були більшими, ніж за три місяці до її підвищення (у квітні–травні 2022 р.), можна було би стверджувати, що підвищення. облікової ставки НБУ та, відповідно, ставки рефінансування у червні 2022 р, не стало для банків стримуючим фактором для залучення збільшення обсягів кредитів рефінансування.

Проте зменшення заборгованості банків за кредитами рефінансування у 2022 р. на 57 млрд грн (з 95 млрд грн на кінець 2021 р. до 38 млрд грн[89] на кінець 2022 р.) засвідчує позитивний вплив підвищення ставки. І тут виникає

[88] Через постійно діючу лінію рефінансування – 229 млрд грн, шляхом проведення тендера з підтримання ліквідності банків на 148 млрд грн.

[89] Окремі банки компенсують підвищення вартості рефінансування за рахунок укладених у 2020–2021 рр. своп-контрактів з НБУ про хеджування процентного ризику за довгостроковим рефінансуванням.

питання щодо підходів і процедур надання кредитів рефінансування та контролю за їх цільовим використанням у період до повномасштабного вторгнення РФ в Україну. Аналіз звітності, що оприлюднюється НБУ, показав таке.

У травні 2020 р. для підтримки банківського сектора та уряду в період пандемії COVID-19 було запущено Програму довгострокового рефінансування банків, яка передбачала, що НБУ видає банкам кредити з максимальним терміном до п'яти років під заставу ОВДП, муніципальних та корпоративних облігацій, зокрема облігацій Укравтодору, та під зобов'язання, випущені під державні гарантії. За 2020–2021 рр. НБУ видав кредитів з терміном дії понад 30 днів на загальну суму *137 млрд грн.* Найбільші обсяги кредитів рефінансування від НБУ отримали два державних банки, щоб надати кредити під державні гарантії на інфраструктурні проєкти (на будівництво доріг, на погашення боргів на енергоринку), а саме: Укрексімбанк[90] – 27,9 млрд грн та Ощадбанк[91] – 21,4 млрд грн. Якщо майже 50 млрд грн емісійних коштів були спрямовані на інфраструктурні проєкти, то майже всі інші – на їх вкладання в ОВДП, тобто *емісійні кошти використовувалися виключно для фінансування дефіциту бюджету та отримання окремими банками прибутку*. Банки брали кредити рефінансування під 8%, а потім під 6%, за рахунок яких купували ОВДП з дохідністю 10–11% та віддавали НБУ ці ж ОВДП під заставу кредитів рефінансування. Таким чином, *за рахунок емісійних коштів банки без ризику гарантовано отримували 2–4% доходу*.

Найбільшими (які увійшли до першої десятки) отримувачами кредитів

[90] Зокрема, у березні 2020 р. уряд видав за облігаціями Укравтодору державні гарантії на 19,3 млрд грн, які придбав та частину з них віддав під заставу кредиту рефінансування; Укрексімбанк видав ще 1 млрд грн кредиту на будівництво доріг; ще у 2020 р. банк видав Укренерго 4 млрд грн кредиту для погашення боргів перед ДП «Гарантований покупець» у рамках виконання ПСО із забезпечення населення електроенергією та з компенсації «зеленого» тарифу.

[91] Банк видав 5 млрд грн кредиту Укренерго для розрахунків з ДП «Гарантований покупець». Ці гроші було перераховано як погашення частини боргу за електроенергію Енергоатому та альтернативній генерації. Окрім того, Ощадбанк – активний учасник програми «Доступні кредити 5–7–9%» для малого та середнього бізнесу.

рефінансування від НБУ в 2020–2021 рр. стали такі банки[92]: *Альфа-Банк* (власники – громадяни РФ) – 9,9 млрд грн; *АкордБанк* – 8,7 млрд грн; *Перший український міжнародний банк* – 5,7 млрд грн; *Банк Січ* – 4,3 млрд грн; Банк Кредит Дніпро – 3,9 млрд грн; Комерційний індустріальний банк – 3,9 млрд грн; Банк Авангард – 3,8 млрд грн. Залучені окремими банками в НБУ кошти у декілька разів перевищують кредитний портфель цих банків, що свідчить, що кредити залучалися не для кредитування. Зокрема, співвідношення коштів НБУ та кредитного портфеля на 01.01.22 (в дужках для порівняння на 01.01.21) становило: *Банк Авангард»* – 1625% (1578%); *АкордБанк* – 271% (133%); *Банк Січ* – 225% (177%); *RwS bank* – 704% (185%). Як результат – головним джерелом доходів багатьох таких банків є процентні доходи від операцій з цінними паперами, які, наприклад за 2021 р., у *Банку Авангард* становили 91% усіх процентних доходів, у *АкордБанку – 66%.*

Отже, *рефінансування банків у 2020–2021 рр. стало каналом емісійного фінансування державного бюджету за участю окремих банків і одночасно виступило механізмом обходу заборони Нацбанку напряму кредитувати дефіцит бюджету країни.*

НБУ це чітко усвідомлює і розуміє, що виключно він визначає обсяги рефінансування банків. Варто зазначити, що рефінансування банків у 2020–2021 рр. відбувалося в умовах надлишкової ліквідності.

Більш деструктивна роль процентної політики НБУ для бізнесу та державного бюджету проявляється *в операціях з депозитними сертифікатами.*

Найбільш привабливим активом для банків стали *депозитні сертифікати НБУ* – унаслідок понад двократного *підвищення ставки за ними*[93]. У результаті колосально *зросли мобілізаційні операції НБУ*: якщо у травні 2022 р. середньоденні залучення коштів через депозитні сертифікати становили 185 млрд грн, то у грудні – вже 403 млрд грн, тобто профіцит ліквідності

[92] Універсалбанк, який отримав 4,8 млрд грн кредитів рефінансування від НБУ, не віднесено до переліку, оскільки ці кошти, ймовірно, спрямовуються на фондування Монобанку.
[93] З 9 до 23% річних за депозитними сертифікатами овернайт та з 10 до 23% за сертифікатами строком на 14 днів.

банківського сектора на кінець 2022 р., порівняно з травнем, зріс *понад удвічі*. Більше того, у 2022 р., порівняно з 2021 р., мобілізаційні операції НБУ збільшилися з 55 до 204 млрд грн, або майже в чотири рази. Показово, що на кінець 2022 р., на тлі зростання обсягів коштів фізичних та юридичних осіб, у деяких банків стрімко зросли вкладення в депозитні сертифікати НБУ, а натомість вкладень в ОВДП не було взагалі або вони суттєво зменшилися. Так, в умовах повномасштабної війни операції з депозитними сертифікатами НБУ стали основним видом діяльності (у структурі загальних активів перевищували 50%) у таких банків з іноземним капіталом, як СЕБ Корпоративний Банк, Кредит Європа Банк, Дойче Банк ДБУ, Сітібанк, а з національним капіталом – у таких, як Банк Авангард, Банк Фамільний, Траст-капітал, Конкорд Банк, Альтбанк.

Зростання обсягів мобілізаційних операцій НБУ та процентної ставки за депозитними сертифікатами призвело до збільшення у 2022 р. процентних витрат НБУ за депозитними сертифікатами, порівняно з попереднім роком, у 3,8 раза, та, в результаті цього, недоотримання надходжень від прибутку НБУ до бюджету (збільшення процентних витрат НБУ зменшує його прибуток, значна частка якого підлягає перерахуванню до державного бюджету).

Процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами за 2022 р. становили майже 41 млрд грн, що становить понад 90% видатків державного бюджету 2022 р. на загальнодержавні функції та майже третину видатків попереднього – 2021 – року на оборону (табл. 3.1).

Дуже прикро, що НБУ має змогу від імені держави (а жодна державна інституція не має права навіть на перевірку/аудит діяльності НБУ! За весь період діяльності НБУ перевірка здійснювалася лише одного разу – у 1998 р. – Рахунковою палатою України за окремим рішенням Верховної Ради України) *безконтрольно здійснювати такі виплати за депозитними сертифікатами, оскільки отриманого НБУ в 2022 р. процентного доходу від ОВДП для їх покриття достатньо.*

Таблиця 3.1

Окремі показники діяльності Національного банку України,
на кінець періоду, *млрд грн*

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	*2021*	*2022*
1. Процентні доходи – всього	37,6	61,6	60,1	53,7	47,9	36,7	31,2	44	109,8
у т.ч. **доходи за цінними паперами** України	**26, 5**	**46,4**	**49,6**	**46,2**	**43,0**	**32,5**	**28,5**	**36,9**	**90,6**
2. Процентні витрати – всього	1,3	10,5	13,3	11,6	13,5	16,4	15,9	15,2	46,6
у т.ч. за депозитними сертифікатами НБУ	**0,7**	**8,2**	**9,6**	**6,4**	**7,5**	**9,6**	**10,5**	**10,7**	**40,8**
3. Чистий процентний дохід (до вирахування резервів)	36,3	51,1	46,7	42,1	34,4	20,3	15,3	28,8	63,2
у т.ч. за цінними паперами України та депсертифікатами	25,8	38,2	40	39,8	35,5	22,9	18	26,2	49,8
4. Прибуток до розподілу за рік	62,3	54,2	59,4	45,9	68,5	43,3	40,7	31,6	91
5. Частка прибутку до розподілу, що підлягає перерахуванню до Державного бюджету України	61,8	38,2	44,4	44,6	64,9	42,7	24,4	18,9	71,9
6. Різниця між сумою прибутку, що підлягає перерахуванню до Державного бюджету та доходами від ОВДП	35,3	**-8,2**	**-5,2**	**-1,6**	21,9	10,2	**-4,1**	**-18,0**	**-18,8**
Довідково:									
Витрати державного бюджету на обслуговування внутрішнього державного боргу	*34,7*	*60*	*64,1*	*73*	*75*	*74,3*	*75,7*	*102,1*	*121,3*
Витрати державного бюджету на оборону							120	127	1 143
Витрати державного бюджету на загальнодержавні функції							44	51	44
Питома вага процентних доходів НБУ від державних цінних паперів у загальних витратах на обслуговування внутрішнього державного боргу, %	**76,4**	**77,2**	**77,3**	**63,2**	**57,3**	**43,8**	**37,6**	**36,1**	**74,7**

Джерело: розраховано за даними НБУ.

НБУ упродовж 2009–2018 рр. та у 2022 р. *став найбільшим вигодонабувачем від розміщення Мінфіном ОВДП*, про що свідчить питома вага процентних доходів НБУ від державних цінних паперів у загальних витратах на обслуговування внутрішнього державного боргу (наприклад, у 2022 р. – 75%). Більше того, у 2015–2017 рр. та 2020–2022 рр. *витрати державного бюджету на виплату відсотків за ОВДП*, що перебували у портфелі *НБУ*, *перевищували* зобов'язання НБУ *з перерахування прибутку до Державного бюджету України*, тобто діяльність НБУ фактично фінансувалася за рахунок державного бюджету (2022 р. – *майже 19 млрд грн)*.

Процентні доходи за державними цінними паперами є основним джерелом доходів *НБУ* від діяльності починаючи з 2014 р. А у 2022 р. вони досягли рекордного рівня – *90,6 млрд грн, що на 53,8 млрд грн більше,* ніж у попередньому році.

На початок 2022 р. у власності НБУ перебували ОВДП в обсязі майже 313 *млрд грн* із доходністю 6,97–13,10% річних. Наявність у портфелі НБУ номінованих у гривні довгострокових ОВДП різної строковості[94], з яких понад 46% (146 млрд грн) погашатимуться у період із 2036 до 2047 р. і ставки за ними є плаваючими та залежать від фактичного рівня інфляції, збільшеного на 2,2 п.п., гарантують Нацбанку доходи від ОВДП до 2047 р.

Безумовно, зростання інфляції у 2022 р. у понад двічі зумовило збільшення доходів НБУ від ОВДП та, відповідно, витрат державного бюджету на обслуговування внутрішнього державного боргу. Проте іще більшу роль у цьому зіграла процентна політика НБУ та політика уряду України щодо державних запозичень на внутрішньому ринку.

З метою фінансування бюджетного дефіциту, викликаного

[94] У жовтні 2017 р. між МФ України та НБУ було здійснено репрофайлінг ОВДП – правочин із державним боргом шляхом обміну ОВДП, що перебували у власності НБУ, загальною номінальною вартістю 219,564 млрд грн на нові ОВДП, з яких 74,39 млрд грн погашатимуться у період із 2025 р. до 2035 р. і ставками за якими є фіксованими, що перебувають в інтервалі від 8,12 до 11,30% річних; 145,17 млрд грн погашатимуться у період із 2036 р. до 2047 р. і ставки за ними є плаваючими та залежать від фактичного рівня інфляції, збільшеного на 2,2 п.п.

повномасштабним вторгненням РФ в Україну, вже 25 лютого 2022 р. уряд прийняв рішення про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» в обсязі до 400 млрд грн (поетапно) із доходністю 11% річних і терміном обігу до 15 років та їх купівлю Національним банком України[95]. За березень–травень 2022 р. НБУ придбав таких облігацій на 120 млрд грн – їх обслуговування упродовж 15 років обійдеться державі у 198 млрд грн і НБУ щорічно отримуватиме з державного бюджету 13,2 млрд грн. Проте вже після підвищення НБУ облікової ставки у червні 2022 р. КМУ України вніс зміни до постанови про випуск військових облігацій[96] щодо застосування *плаваючої ставки* (замість фіксованої на рівні 11% річних), яка обраховується з огляду на середнє значення облікової ставки НБУ за річний період, а з червня по грудень 2022 р. НБУ *придбав* військових ОВДП *іще на 280 млрд грн* – з терміном обігу до 30 років.

Зрозуміло, що емісійне фінансування бюджету стало вимушеним кроком. Як зазначає НБУ, він сподівався, що уряд відреагує на підвищення облікової ставки відповідним підвищенням ставок за ОВДП (упродовж 2014–2021 рр. спостерігалася тісна кореляція динаміки облікової ставки та доходності гривневих ОВДП) і це збільшить їх привабливість та обсяги вкладень банків у ОВДП, що дасть змогу зменшити обсяги емісійного фінансування бюджету з боку НБУ, а отже – і ризики для цінової та фінансової стабільності. Вважаємо, що сама означена ціль була не лише хибною, а й вкрай шкідливою для державних фінансів, оскільки призвела б до зростання витрат на обслуговування внутрішнього державного боргу.

Проте під час повномасштабної війни спекулятивні «апетити» банківського сектора лише зросли. Оскільки доходність військових ОВДП, які розміщувалися Мінфіном на первинних аукціонах, була значно нижчою, ніж

[95] Постанова Кабінету Міністрів України «Про випуск облігацій внутрішньої державної позики "Військові облігації"» від 25 лютого 2022 р. № 156, до якої постановою від 13.05.2022 № 572 внесено зміни щодо збільшення терміну обігу військових облігацій до 30 років.

[96] Постанова Кабінету Міністрів України «Про внесення зміни до пункту 1 постанови Кабінету Міністрів України від 25 лютого 2022 р. № 156» від 7 червня 2022 р. № 659.

облікова ставка НБУ[97], обсяг ОВДП у власності банків за 2022 р. зменшився (майже на 60 млрд грн), а надлишкова ліквідність була спрямована в депозитні сертифікати НБУ.

За таких умов замість того, щоб здійснити випуск цільових облігацій з нульовою ставкою, які НБУ купуватиме напряму, фінансуючи дефіцит бюджету (цільова емісія за чітко визначеними каналами), до чого в період пандемії вдавалися деякі країни (наприклад, Індонезія), КМУ та НБУ *використали військові ОВДП як засіб для створення джерел отримання надприбутків НБУ* на багато років наперед за рахунок бюджету.

На тлі надання *безпрецедентної безкоштовної допомоги міжнародними партнерами*[98] та надання ними кредитної підтримки виключно на пільгових умовах (під низькі процентні ставки та на довгі строки), *вартість*[99] *емісійного фінансування бюджету в умовах війни є недостатньо обґрунтованою урядом та НБУ,* що свідчить про ігнорування негативних наслідків прийняття рішення щодо ставки доходності військових облігацій для стану державного бюджету як у короткостроковій, так і в довгостроковій перспективах.

Доречно зазначити, що *процентний дохід НБУ від ОВДП*, придбаних у 2022 р. (тим більше у разі подальшого збереження облікової ставки на рівні 25%), та від ОВДП, що перебували у його портфелі до 2022 р., *надає НБУ можливість і надалі сплачувати банкам «шалені» суми за депозитними*

---

[97] Обсяг випуску гривневих ОВДП за 2022 р. становив 594 млрд грн, з яких на 164 млрд грн розміщено шляхом їх продажу на первинних аукціонах, середньозважена доходність – ***12,72%*** (2021 р. – відповідно, 288 млрд грн та 11,44 %); на 400 млрд грн викуплені Національним банком України на 30 млрд грн випущені відповідно до постанови КМУ «Деякі питання випуску облігацій внутрішньої державної позики з подальшим придбанням акцій додаткової емісії приватного акціонерного товариства "Українська фінансова житлова компанія" у 2022 році» від 21.12.2022 р." із строком погашення п’ять років та ставкою доходу на рівні 19,5% річних. При цьому обсяг погашення гривневих ОВДП за 2022 р. становив 263 млрд грн (розрахунки автора).

[98] Офіційні трансферти від урядів іноземних держав, міжнародних організацій, донорських установ за 2022 р. становили у гривневому еквіваленті 481,1 млрд грн, або 26,9% від загальної суми доходів державного бюджету. Зокрема, вся допомога від США з початку повномасштабного вторгнення РФ в Україну і до кінця 2022 р. надійшла у вигляді грантів загальним обсягом 11,99 млрд дол.США.

[99] У березні–травні 2022 р. – 11%, з 07.06.2022 р.– плаваюча ставка з прив’язкою до облікової ставки в умовах підвищення останньої у 2,5 раза.

сертифікатами. Саме тому можна припустити, що *однією з цілей підвищення облікової ставки НБУ з 10 до 25% була прихована фінансова підтримка банківської системи за рахунок державного бюджету*.

3.3. Боргова політика уряду в умовах війни

Збільшення витрат державного бюджету на обслуговування внутрішнього державного боргу, викликане підвищенням облікової ставки НБУ, іще більше загострює проблему із державним боргом, адже для обслуговування ОВДП необхідно буде здійснювати нові запозичення.

Повномасштабне вторгнення РФ в Україну завдало серйозного удару українській економіці, що безумовно відобразилося на виконанні бюджетних показників 2022 р. та стало ключовим чинником стрімкого зростання державного боргу. На кінець 2022 р. державний борг *у гривневому еквіваленті* становив 4072 млрд грн та *перевищив рівень початку року* на 1411 млрд грн, або на *52,4%*, а *у доларовому еквіваленті – 111,3 млрд дол. США* та перевищив рівень початку року на 13,4 млрд дол. США, або 13,7%. Оскільки вплив зміни курсу гривні спотворює реальну ситуацію з обсягом державного боргу у гривневому чи доларовому еквіваленті, його необхідно розглядати за двома складовими: безпосередньо у національній валюті та безпосередньо в іноземній. Так, за 2022 р. державний борг, номінований у національній валюті, зріс на 354 млрд грн, або на 36%, а номінований в іноземній валюті – на 12,9 млрд дол. США, або на 20,8%.

Попри безпрецедентну безкоштовну допомогу міжнародних партнерів[100], зовнішній державний борг за 2022 р. збільшився у доларовому еквіваленті на 14 млрд дол. США, або на 24,8% (у гривневому – на 1050 млрд грн, або на 67,3%), – а якби не було позик міжнародних фінансових організацій та країн-партнерів на пільгових умовах (під низькі проценті ставки та на довгі строки), він був би набагато більшим.

[100] Із 57 млрд дол. США на кінець 2021р. до 71 млрд дол. США на кінець 2022 р.

Внутрішній *державний борг за 2022 р. збільшився* у гривневому еквіваленті на 31,4%*, або на 349 млрд грн* (у доларовому еквіваленті, через знецінення національної валюти в 1,34 раза, зменшився на 0,8 млрд дол. США, або на 2%). Зростання прямого внутрішнього боргу, у структурі якого заборгованість за ОВДП займає майже 100%, відбулося виключно за рахунок ОВДП, номінованих у національній валюті, заборгованість за якими зросла на 327 млрд грн, або майже на 31%.

Вартість зовнішніх запозичень та структура зовнішнього державного боргу свідчать про виважену боргову політику Міністерства фінансів та уряду на зовнішніх ринках у 2022 р. Намагання Міністерства фінансів дотримуватися виваженої політики щодо вартості внутрішніх запозичень відобразилося на утриманні доходності ОВДП, що розміщалися на первинних аукціонах, на рівні попереднього року. Натомість *політика уряду щодо залучення коштів НБУ шляхом продажу йому ОВДП*, особливо після підвищення облікової ставки у 2,5 раза, *призвела до суттєвого зростання вартості внутрішніх запозичень*.

3.4. Вплив війни на платіжний баланс та зовнішній борг

Суттєве падіння експорту товарів та послуг, зумовлене впливом повномасштабної війни, насамперед падінням виробництва та проблемами логістики, на тлі зовсім незначного зменшення імпорту товарів та зростання імпорту послуг[101], призвело до зростання дефіциту торговельного балансу з 2,7 млрд дол. США за 2021 р. до 25,9 млрд дол. США за 2022 р., тобто на 23,2 млрд дол. США.

Рекордні обсяги вторинних *доходів*, зумовлені *надходженням наданих Україні грантів від міжнародних партнерів та гуманітарної допомоги* (за

[101] Експорт товарів та послуг зменшився на 30%, або 24,5 млрд дол. США (товарів – на 22,2 млрд дол. США, а послуг – на 2,3 млрд дол. США), імпорт товарів та послуг – на 1%, або на 1,2 млрд дол. США (товарів – на 13,6 млрд дол. США зменшився, а послуг – на 12,4 млрд дол. США збільшився). Доречно зазначити, що імпорт послуг збільшився за рахунок витрат осіб, які виїхали за кордон через війну, і короткострокових мігрантів (зросли в 3,2 раза – до 19,8 млрд дол. США), а також за рахунок зростання імпорту послуг, що надаються в межах технічної допомоги. Натомість імпорт усіх інших послуг скоротився на 41,6%.

2022 р. обсяги надходжень за трансфертами становили 28,3 млрд дол. США, у тому числі 17,8 млрд дол. США – сектору державного управління, проти 6,8 млрд дол. США та 0,9 млрд дол. США відповідно за 2021 р.), а також *профіцит первинних доходів*[102], пов'язаний зі *значним скороченням виплат за інвестиційними доходами*, не лише перекрили від'ємне сальдо торгівлі товарами та послугами, а й сформували *профіцит поточного рахунку у сумі 8 млрд дол. США* за 2022 р.(за 2021 р. – дефіцит у сумі 3,9 млрд дол. США).

Натомість *за фінансовим рахунком чистий відплив коштів у 2022 р.* досяг максимального значення за останні 13 років – *11,1 млрд дол. США* – і був зумовлений найбільшим за всі роки незалежності *відпливом коштів із приватного сектора* (24,2 млрд дол. США). Цей відплив частково компенсувався припливом коштів за операціями державного сектора, який становив 13,2 млрд дол. США і зумовлений залученням позик від міжнародних фінансових організацій та закордонних органів управління на суму 14,7 млрд дол. США (надходження частково нівелювалися чистими виплатами за ОВДП на 1,3 млрд дол. США).

Основними статтями відпливу коштів з України за фінансовим рахунком у 2022 р. стали: торговельні кредити, надані українськими експортерами імпортерам (11,3 млрд дол. США); купівля іноземної валюти резидентами України та її приріст в позабанківському обігу (10,3 млрд дол. США), у тому числі громадянами, які виїхали за кордон через війну; виплати за ОВДП, що перебували у власності нерезидентів (1,3 млрд дол. США). Доречно зазначити, що зростання у 2022 р. суми торговельних кредитів, наданих резидентами України нерезидентам з 1 млрд дол. за 2021 р. до 11,3 млрд дол. США за 2022 р. вказує на небажання українських експортерів повертати валютну виручку в Україну і пов'язане як з війною, так і з застосуванням НБУ множинних валютних курсів.

[102] Профіцит балансу первинних доходів за 2022 р. становив 8,7 млрд дол. США (у 2021 р. дефіцит у сумі 5,8 млрд дол. США), що зумовлювалося насамперед скороченням виплат нерезидентам доходів від прямих інвестицій (за 2022 р. обсяги виплат становили 1,9 млрд дол. США проти 15,9 млрд дол. США за 2021 р).

У зв'язку з тим, що чистий відплив коштів за фінансовим рахунком у 2022 р. (11,1 млрд дол. США) перекрив профіцит поточного рахунку (8 млрд дол. США) лише частково, дефіцит платіжного балансу (2,9 млрд дол. США) було профінансовано коштами міжнародних резервів.

Ефективність заходів, запроваджених НБУ на початку повномасштабної воєнної агресії у 2022 р., зокрема вчасне запровадження фіксованого курсу та валютних обмежень, *а також міжнародна допомога у вигляді кредитів та грантів, убезпечили збільшення дефіциту платіжного балансу України до рівня, який міг би повністю «обнулити» валютні резерви НБУ та, відповідно, призвести до декількакратної девальвації національної валюти*.

3.5. Тенденції банківського кредитування корпоративного бізнесу

Один із важливих показників щодо рівня кредитування банківським сектором економіки на макрорівні, а саме співвідношення кредитів, наданих банками резидентам загалом та НФК зокрема, до ВВП, свідчить про *тенденцію декредитування банківським сектором національної економіки*, що спостерігається з 2014 р. Зазначений показник знизився з 62,8% за 2013 р. [103] до 19,2% за 2021 р., та з 47,7 до 13,8% відповідно, тобто більше ніж у три рази. Незначне зростання зазначених показників у 2022 р. пояснюється перевищенням темпів падіння номінального ВВП над темпами падіння кредитів, наданих резидентам, та незначним зростанням кредитів, наданих банками НФК.

Є всі підстави стверджувати, що *банківський кредит не відіграє відчутної ролі у фінансуванні бізнесу, оскільки банківський сектор фактично відмовився від впливу на формування передумов інвестиційно-інноваційного розвитку економіки України.* Це дуже яскраво демонструють показники ролі банківських кредитів у фінансуванні капітальних інвестицій та інноваційної діяльності промислових підприємств. Так, частка банківських кредитів у джерелах фінансування

[103] Незначне зростання показника у 2014 р. пов'язане зі зростанням гривневого еквіваленту загальної заборгованості за кредитами, що відбулося на тлі падіння заборгованості за кредитами в національній та іноземній валютах, тобто зростання пояснюється виключно девальвацією національної валюти.

капітальних інвестицій упродовж 2014–2019 рр. [104] знизилася до рівня 2003 р. і в 2020–2021 рр. продовжила падати, внаслідок чого на кінець 2021 р. становила лише 5%. Це свідчить про *зниження і до того незначної ролі банківського кредиту в оновленні основних фондів та інвестиційному розвитку економіки України. Про надзвичайно низьку ефективність використання потенціалу банківського сектора для фінансування інвестиційно-інноваційного розвитку економіки* України та його погіршення *свідчить частка кредитів, спрямованих на фінансування капітальних інвестицій та інновацій,* у загальному обсязі банківського кредитування. Так, у загальному обсязі банківського кредитування частка кредитів, спрямованих на фінансування капітальних інвестицій, знизилася з 3,8% у 2013 р. (2,3% від ВВП) до 1,6% у 2021 р. (0,3% від ВВП), а частка кредитів, спрямованих на фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств, з 2013 р. становила менше за 0,1% (за період 2013–2019 рр. усього 0,01–0,04% від ВВП).

Про стрімке погіршення кредитування банківським сектором бізнесу і суттєве *послаблення ролі банківського кредиту у фінансуванні поточної діяльності підприємств* свідчить динаміка коефіцієнта забезпеченості оборотних активів кредитними ресурсами. Так, співвідношення короткострокових кредитів до оборотних активів по НФК, яке і раніше не можна було вважати прийнятним, упродовж 2015–2021 рр. мало стійку тенденцію до погіршення, і на кінець 2021 р. загалом по економіці становило всього 5,8% проти 12,9% у 2013 р., тобто за рахунок короткострокових кредитів у 2021 р. фінансувалося менше за 6% оборотних активів.

Погіршення кредитування супроводжувалося посиленням системного превалювання інтересів банківського сектора над інтересами корпоративного бізнесу. Підтвердженням цьому є тенденції в динаміці та структурі кредитування банківським сектором резидентів у розрізі секторів економіки та нефінансових корпорацій за видами економічної діяльності; зростання в

[104] Підвищення показника у 2019 р. відбулося виключно за рахунок кредитів банків-нерезидентів.

загальних активах банківського сектора загалом та окремих банків зокрема частки ОВДП і депозитних сертифікатів НБУ та падіння частки кредитного портфеля; обсяг валютних спекулятивних операцій банків на валютному ринку та результат від торгівлі валютою.

З початком повномасштабного вторгнення РФ в Україну *ситуація з кредитуванням бізнесу погіршилася*. Передусім у 2022 рр. посилилася «відірваність» банківського сектора від корпоративного бізнесу та зосередженість на видах діяльності, які не є основними саме для банків, про що свідчить структура активів. Так, на тлі збільшення загальних активів банківського сектора:

– *загальний кредитний портфель банків за 2022 р. зменшився* (за рахунок кредитів фізичним особам) і на 01.01.2023 р. становив усього 38,1% їх загальних активів (станом на 01.01.2022 р. – 45,2%), а в деяких банках – як з іноземним капіталом (Укрсиббанк – 18%, Сітібанк –14%, Дойче Банк – 13%, СЕБ Корпоративний Банк – 7,5%), так і з вітчизняним капіталом – менше 20% (Акордбанк – 14% та інші). У АТ «Банк Авангард» цей показник не досяг навіть 1%;

– попри незначне збільшення обсягу портфеля кредитів юридичним особам, його питома вага у загальних активах банківського сектора загалом зменшилася з 34,9% за 2021 р. до 30,4% за 2022 р.;

– частка ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ разом у загальних активах банків зросла з 32,2% на 01.01.22 до 34,6% на 01.01.23.

Особливістю діяльності банків у 2022 р. є *зменшення вкладень в ОВДП* (майже на 63 млрд грн, або на 12%) та, відповідно, їх частки у загальних активах (з 23,1 до 17,8%). Натомість відбувся *рекордний приріст вкладень у депозитні сертифікати НБУ*, які зросли більш ніж удвічі (майже на 245 млрд грн) і на початок 2023 р. становили 457 млрд грн, а їх частка у загальних активах зросла з 9 до 16,8%.

Часткове *перетікання коштів з ОВДП у депозитні сертифікати НБУ* в другому півріччі 2022 р. пояснюється *підвищенням у* червні 2022 р. облікової

ставки НБУ та, відповідно, ставки за депозитними сертифікатами НБУ – з 9 до 23% річних за депозитними сертифікатами овернайт та з 10 до 23% за сертифікатами строком на 14 днів, тобто для банків депозитні сертифікати НБУ стали найбільш привабливим активом.

Показово, що на тлі зростання обсягів коштів фізичних та юридичних осіб, залучених банками, у деяких банків стрімко зросли вкладення в депозитні сертифікати НБУ, а натомість суттєво зменшилися вкладення в ОВДП (або їх взагалі не було) та кредитний портфель. Це характерно для таких банків з іноземним капіталом, як Укрсиббанк, ОТП Банк, Креді Агріколь Банк, Правекс Банк, Піреус Банк. Загалом[105] банки іноземних банківських груп за 2022 р. збільшили обсяги вкладень у депозитні сертифікати НБУ на 109 млрд грн і на 30 млрд грн зменшили обсяги ОВДП та на 57 млрд грн – сукупний кредитний портфель у гривневому еквіваленті. Банки з приватним капіталом зменшили обсяги ОВДП на 50 млрд грн, а обсяги вкладень у депозитні сертифікати НБУ збільшили на 55 млрд грн, обсяг же кредитного портфеля у гривневому еквіваленті при цьому практично не змінився, хоча знизився як у національній валюті, так і в іноземній у доларовому еквіваленті.

Для окремих банків *операції з депозитними сертифікатами НБУ стали основним видом діяльності*, адже депозитні сертифікати НБУ у структурі їх загальних активів на початок 2023 р. перевищували 50%, а саме: у банків з іноземним капіталом – СЕБ Корпоративного Банку (70%), Кредит Європа Банку (68%), Дойче Банку ДБУ (60%), Сітібанку (50%); у банків з національним капіталом – Авангарду (89%), Фамільного (64%), Траст-Капіталу (60%), Конкорду (57%), Альтбанку (51%).

Рекордний результат банківського сектора від операцій купівлі-продажу іноземної валюти за 2022 р. – 34,8 млрд грн (2021 р. – 10,7 млрд грн) пов’заний не лише зі значними обсягами купівлі банками валюти для розрахунків із міжнародними платіжними системами (внаслідок використання українськими

[105] Без урахування МР Банку, який у 2022 р. виведено з ринку.

громадянами, які були вимушені тимчасово виїхати за кордон, карток, емітованих українськими банками до рахунків у національній валюті, за межами країни для купівлі товарів та послуг) і підвищенням в Україні попиту населення на валюту, а й на тлі існування множинних курсів, що слугує іще одним підтвердженням зосередженості банків на спекулятивних операціях.

Мотивація банків до операцій, не пов'язаних з кредитуванням, зрозуміла, адже кредитний ризик завжди був найбільшим ризиком, а в умовах нестабільності він посилюється.

З початком повномасштабної війни в Україні платіжна дисципліна позичальників погіршилась унаслідок припинення/зупинки бізнесів та скорочення виробництва через суттєве зниження внутрішнього попиту внаслідок падіння реальних доходів населення і високого рівня еміграції українців та обмеження доступу до зовнішніх ринків збуту, а також унаслідок тимчасової втрати контролю за активами на тимчасово окупованих територіях. Про зростання кредитних ризиків, погіршення платіжної дисципліни і припинення обслуговування боргів частиною позичальників у 2022 р. свідчить зростання обсягу непрацюючих кредитів (майже на 87 млрд грн у гривневому еквіваленті, або на 11%) та збільшення питомої ваги непрацюючих кредитів у сукупних валових кредитах на 8,1 п.п. – із 30% у 2021 р. до 38,1% у 2022 р. Варто зазначити, що суттєве збільшення обсягів непрацюючих кредитів *корпоративного сектора* (майже 62 млрд грн, або 20%) на тлі зовсім незначного зростання обсягів наданих цьому сектору кредитів, призвело до збільшення *частки непрацюючих кредитів* з 36,1% на кінець 2021 р. до *42,9% на кінець 2022 р.* Зростання частки непрацюючих кредитів фізичних осіб у 2022 р. з 16,9 до 30,4% відбулося на тлі зростання обсягу непрацюючих кредитів по цьому сектору (на 25 млрд грн) та зменшення обсягу заборгованості за кредитами фізичним особам.

Цілком очікувано, що в таких умовах ситуація з кредитуванням у 2022 р. не могла покращитися, тим більше, що зниження бізнес-активності з початку повномасштабної війни призвело до падіння попиту бізнесу на кредити, а

фінансові установи посилили стандарти кредитування для бізнесу.

Суттєве *скорочення у 2022 р. обсягів кредитів в іноземній валюті, наданих банками НФК* (близько 30%, або 3 млрд дол. США у доларовому еквіваленті) загалом та зокрема промисловості, є продовженням тенденції системного скорочення обсягів кредитування в іноземній валюті всіх секторів та резидентів в цілому[106], що спостерігалося з 2014 р. (за винятком певного збільшення у 2018 р.).

Незначне *зростання у 2022 р. заборгованості за кредитами в національній валюті, наданих банками НФК* (20 млрд грн, або 4,2%), *забезпечено* виключно наданням кредитів *за рахунок участі банків у державних програмах* передусім, у програмі «Доступні кредити 5–7–9%».

За даними Фонду розвитку підприємництва, станом на 02.01.2023 р. з моменту старту (у лютому 2020 р.) Державної програми «Доступні кредити 5–7–9%» з суб'єктами підприємництва укладено 52 852 кредитних договори на загальну суму 165,8 млрд грн[107], у тому числі за час дії воєнного стану – 18 030 кредитних договорів на загальну суму 76,2 млрд грн. *Без урахування пільгового кредитування* за цією програмою (всього за рік – 86,4 млрд грн) на тлі підвищення кредитних ризиків і процентних ставок *у 2022 р. відбулося падіння обсягів кредитування підприємств корпоративного сектора в національній валюті* на ринкових умовах на 10 п.п. (на 56 млрд грн). Доречно зазначити, що зростання гривневого кредитного портфеля НФК у 2021 р. пояснюється також пільговим кредитуванням за державною програмою «5–7–9» та кредитуванням «Великого будівництва», яке здійснювалося переважно за рахунок коштів рефінансування, що надавалися банкам НБУ.

Для стимулювання банківського кредитування у період воєнного стану уряд розширив програми державної підтримки «Доступні кредити 5–7–9%» та

[106] Обсяг заборгованості за кредитами в іноземній валюті, наданими банками резидентам, зменшився у доларовому еквіваленті з 38,5 млрд дол. США на кінець 2013 р. до 7,6 млрд дол. США на кінець 2022 р., тобто на 30,9 млрд дол. США, або на 80% за дев'ять років.

[107] На 31.12.2020 р. – 17,5 млрд грн; 31.12.2021 р. – 79,4 млрд грн; 23.02.2022 р. – 89,6 млрд грн.

«Доступний фінансовий лізинг 5–7–9%»: запровадив нові напрями програми та поширив програму на середні й великі підприємства. Розширення програми «Доступні кредити 5–7–9%» під час повномасштабної війни призвело до зміни структури заборгованості за нею та її розподілу між банками (табл. 3.2). У період повномасштабної війни пріоритетними стали нові напрями кредитування: на антивоєнні цілі (кредити підприємствам критичної інфраструктури, оборонної промисловості) – їх обсяг за період з 24.02.2022 р. по 31.12.2022 р. становив 38,85 млрд грн, або 51% від загальної суми виданих за цей період коштів, а також кредити для сільськогосподарських товаровиробників – їх обсяг становив 25,74 млрд грн, або 33,8%.

Державні банки були найактивнішими в нарощенні кредитного портфеля в межах програми «5–7–9%» – за обсягами кредитування їх частка за у воєнний час суттєво зросла – з 29,7 до 52%. Причому державні банки сконцентрувалися саме на нових завданнях уряду – кредитуванні аграріїв та підтримці бізнесу для запобігання російській агресії та подолання її наслідків. На ці цілі вони видали відповідно 19 млрд грн та 17,2 млрд грн, або 48,8% та 66,7% загальної суми таких кредитів за цими напрямами. Державні банки зберігали лідируючу роль і в інвестиційному кредитуванні – 89% нових кредитів, а за антикризовими кредитами перехопили цю роль у банків з іноземним капіталом, оскільки видали 45,5% таких кредитів. На початок 2023 р. структура виданих кредитів за програмою «5–7–9%» виглядає таким чином (за обсягами): державні банки – 40%, банки з іноземним капіталом – 38,5%, приватні банки –21,5%.

Кредитування за програмою «Доступні кредити 5–7–9%» зумовило певні зміни у структурі банківських кредитів у національній валюті за видами економічної діяльності. Зокрема, у кредитах в національній валюті, наданих НФК, частка кредитів, наданих підприємствам сільського господарства, зросла з 12% у 2021 р. до 18% у 2022 р. (заборгованість зросла на 30 млрд грн).

Таблиця 3.2

Структура пільгових кредитів за Програмою «Доступні кредити 5–7–9%»

Напрями кредитування / групи банків	Обсяги кредитів за Програмою станом на 01.01.23, *млрд грн*	у т.ч.		Структура кредитів за напрямами та групами банків, %		
		Підписані до 24.02.22	Підписані з 24.02.22	станом на 01.01.23	надані до 24.02.22	надані з 24.02.22 по 31.12.22
Інвестиційні кредити – усього	10,3	9,7	0,6	6,2	10,8	0,8
Банки з державною часткою	7,2	6,7	0,6	70,2	69,0	88,8
банки з іноземним капіталом	1,5	1,5	0,0	15,0	15,8	4,0
приватні банки	1,5	1,5	0,0	14,8	15,3	7,2
Антикризові кредити – усього	60,5	55,1	5,4	36,5	61,4	7,1
банки з державною часткою	18,9	16,4	2,5	31,3	29,9	45,4
банки з іноземним капіталом	29,8	28,3	1,5	49,3	51,4	28,2
приватні банки	11,8	10,3	1,4	19,4	18,8	26,4
Кредити рефінансування	30,4	24,9	5,5	18,3	27,8	7,2
банки з державною часткою	4,0	3,5	0,4	13,1	14,2	8,0
банки з іноземним капіталом	16,9	14,4	2,6	55,7	57,7	46,5
приватні банки	9,5	7,0	2,5	31,2	28,1	45,5
Кредити для с/г виробників	25,7	0,0	25,7	15,5	0,0	33,8
банки з державною часткою	17,2	0,0	17,2	66,7	0,0	66,7
банки з іноземним капіталом	4,7	0,0	4,7	18,3	0,0	18,3
приватні банки	3,8	0,0	3,8	14,9	0,0	14,9
Кредити на антивоєнні цілі	38,8	0,0	38,8	23,4	0,0	51,0
банки з державною часткою	19,0	0,0	19,0	48,8	0,0	48,8
банки з іноземним капіталом	10,8	0,0	10,8	27,7	0,0	27,7
приватні банки	9,1	0,0	9,1	23,5	0,0	23,5
УСЬОГО	165,8	89,6	76,1	100,0	100,0	100,0
банки з державною часткою	66,3	26,6	39,6	40,0	29,7	52,0
банки з іноземним капіталом	63,8	44,2	19,6	38,5	49,3	25,7
приватні банки	35,7	18,8	16,9	21,5	21,0	22,2

Джерело: складено за даними Фонду розвитку підприємництва.

Незважаючи на збільшення у 2022 р. обсягів кредитів підприємствам промисловості (близько 6 млрд грн), їх частка у кредитах у національній валюті, наданих нефінансовим корпораціям, зросла за рік всього на 0,5 п.п. і на кінець 2022 р. становила 18,7% (рівень 2013 р.). Як і раніше, підприємства промисловості за часткою перебувають на другому місці, у той час як на першому місці – підприємства торгівлі, на які припадає 45% заборгованості за кредитами в національній валюті, наданих НФК. Варто зазначити, що за рахунок промислових підприємств у 2015–2020 рр. посилювалася тенденція зміни структури кредитів НФК на користь підприємств торгівлі, що лише у 2021–2022 рр. змінилася на зворотну. Дуже показовим є той факт, що на тлі падіння обсягів кредитів домогосподарствам заборгованість за кредитами у національній валюті підприємствам промисловості на кінець 2022 р. становила всього 45% від обсягів заборгованості за кредитами домогосподарств, оскільки впродовж 2017–2021 рр. стрімко зростали обсяги кредитування фізичних осіб.

Усе це свідчить, що структуру банківського кредитування – як за видами економічної діяльності, так і за секторами економіки – не можна назвати задовільною. До речі, з точки зору фінансування корпоративного бізнесу і стимулювання структурних зрушень *у 2019–2022 рр. структура кредитних вкладень банків у гривні за секторами економіки була найгіршою за весь період з 2000 р.*, адже частка кредитів НФК була найнижчою (65–69,5%), а частка кредитів домогосподарств – найвищою (28,5–31,4%). Отже, в умовах війни доступність банківського кредитування для корпоративного бізнесу знизилася, на що вказують структурні зміни в активах банківської системи в бік зростання частки депозитних сертифікатів НБУ, ОВДП та кредитів домогосподарствам.

Розділ 4. Структурні трансформації у фінансуванні великого та середнього бізнесу в Україні

4.1. Місце та роль великого та середнього бізнесу в економіці України

Упродовж 2010–2021 рр. кількість підприємств – як великих, так і середніх, – змінювалася: кількість великих підприємств коливалася у діапазоні від 383 до 698 одиниць, а у загальній кількості їх відсоток залишався досить низьким, не перевищуючи 0,2%; кількість середніх підприємств була значно вищою і коливалася від 14 832 до 20 983 одиниць, їх відсоток у загальній кількості також залишався відносно низьким, не перевищуючи 5,5%. Суттєве зменшення кількості великих і середніх підприємства в 2014–2016 рр. пояснюється втратою контролю за активами на тимчасово окупованих територіях Луганської і Донецької областей, а також АР Крим.

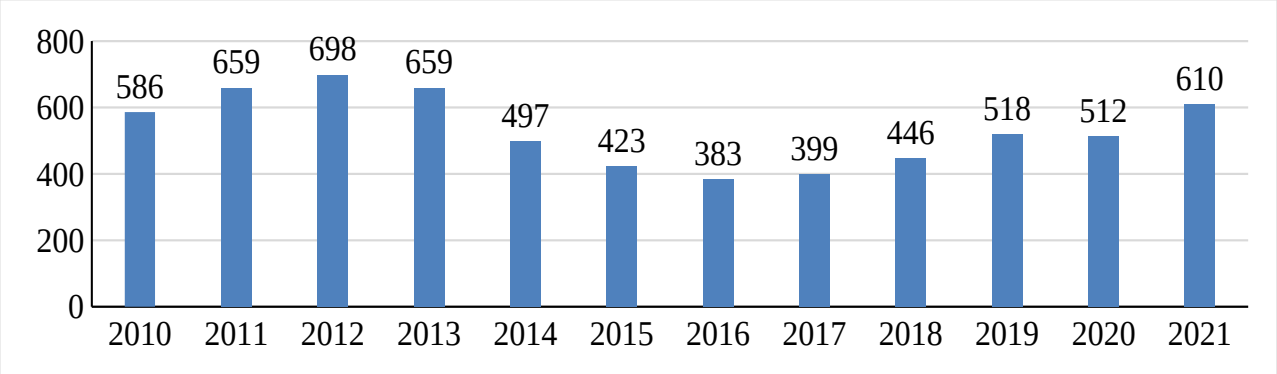

Рис. 4.1. Динаміка кількості великих підприємств в Україні, *одиниць*

Джерело: ДССУ.

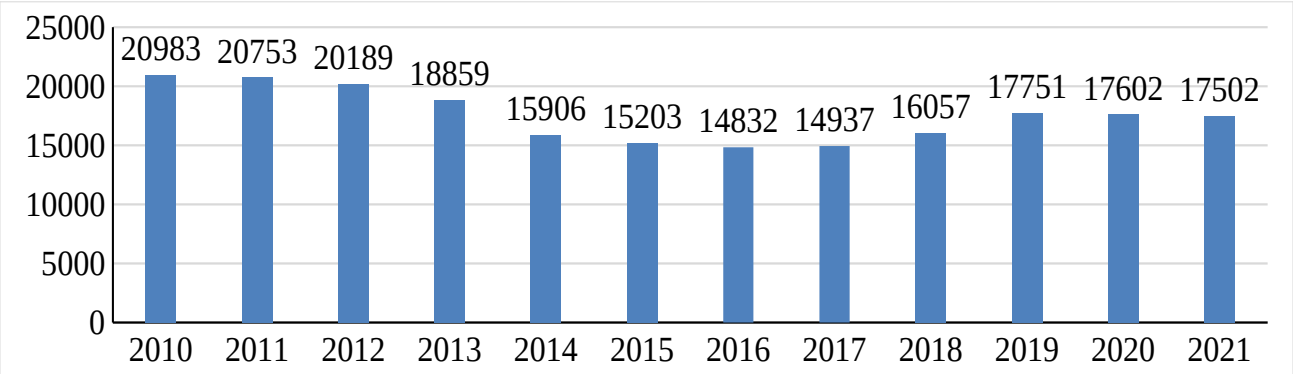

Рис. 4.2. Динаміка кількості середніх підприємств в Україні, *одиниць*

Джерело: ДССУ.

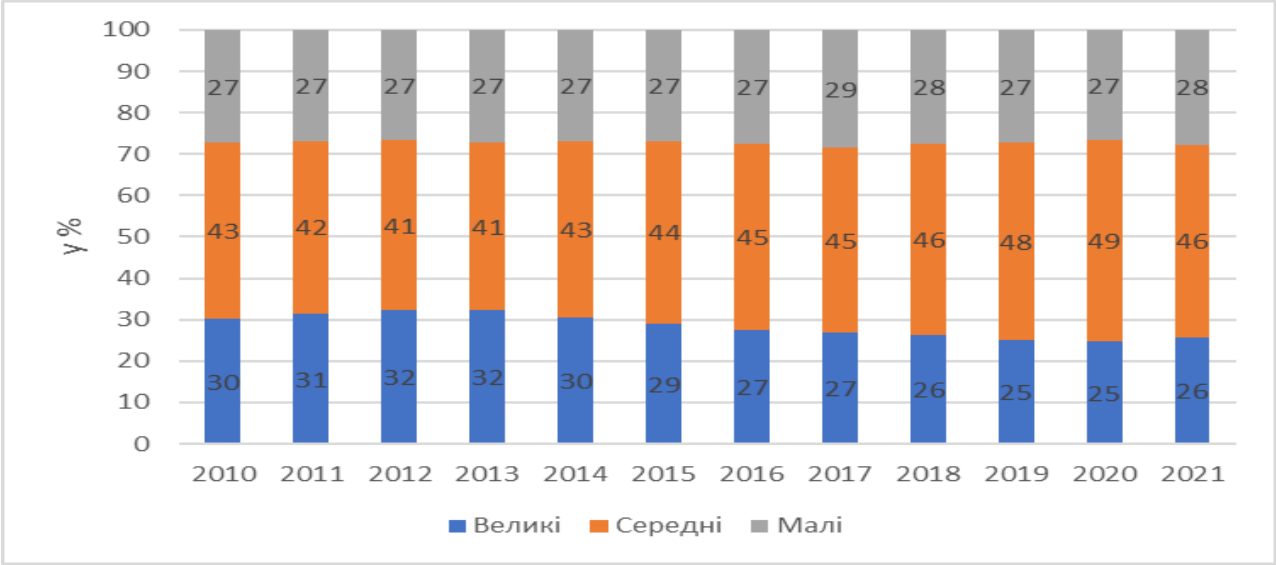

Рис. 4.3. Частка працівників, зайнятих на великих, середніх та малих підприємствах, *%*

Джерело: ДССУ.

Попри свою порівняно невелику кількість, великі та середні підприємства відіграють *важливу роль у забезпеченні робочих місць*. При цьому відсоток працівників, зайнятих на великих підприємствах, поступово зменшувався з 31% у 2010 р. до 26% у 2021 р. На середніх підприємствах спостерігалася зворотна тенденція – частка зайнятих працівників зросла з 43% у 2010 р. до 47% у 2021 році.

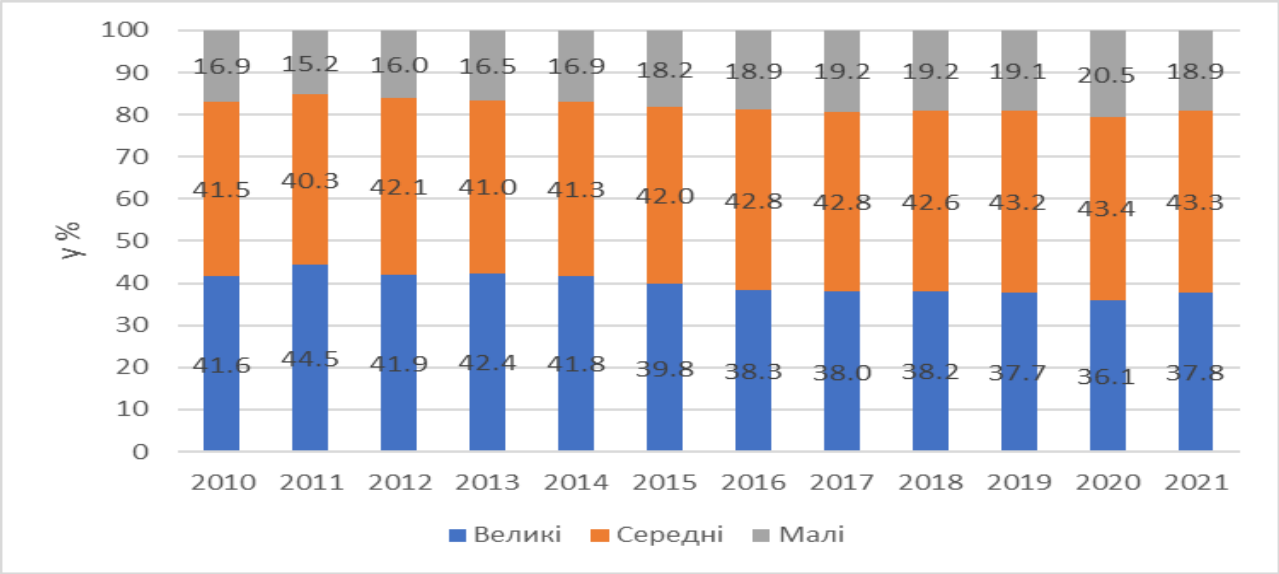

Рис. 4.4. Частка продукції, реалізованої великими, середніми та малими підприємствами, *%*

Джерело: ДССУ.

Незважаючи на те, що в обсязі реалізованої продукції частка великих підприємств знизилася, вона залишається високою і коливається в межах від 36,1 до 44,5%. Те ж стосується і середніх підприємств – показник їх частки в обсязі реалізованої продукції також коливається від 40,3 до 43,4%. Таким чином великі та середні підприємства разом мають стабільно високу і домінуючу частку в загальних обсягах реалізованої продукції, що засвідчує їх важливу роль в економіці та фінансовій системі країни.

4.2. Джерела фінансування великих та середніх підприємств

Власний капітал є суттєвим джерелом фінансування саме для великих підприємств, де його частка упродовж 2013–2021 рр. перебувала у межах 33–41%. У разі середніх підприємств частка власного капіталу була нижчою і на кінець 2021 р. становила близько 23%, що майже вдвічі менше за показник великих підприємств.

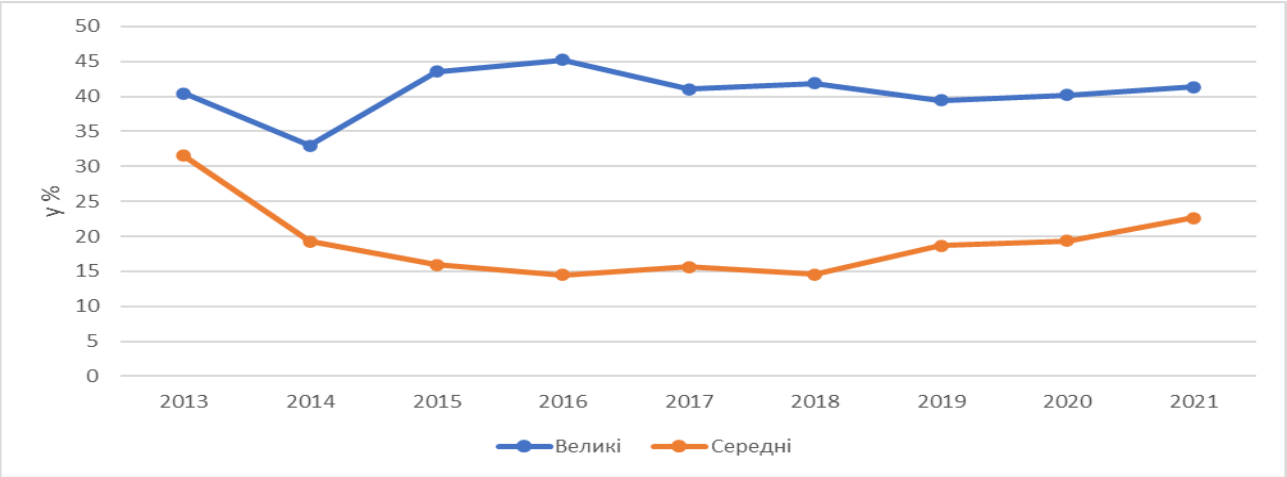

Рис. 4.5. Динаміка частки власного капіталу у фінансуванні великих та середніх підприємств, %

Джерело: ДССУ.

Довгостроковий позиковий капітал значної ролі у фінансуванні підприємств не відіграє. У сегменті великих підприємств спостерігалося поступове скорочення цього джерела фінансування упродовж 2013–2021 рр. (з 20 до 15%), за винятком 2020 р. (рис. 4.6).

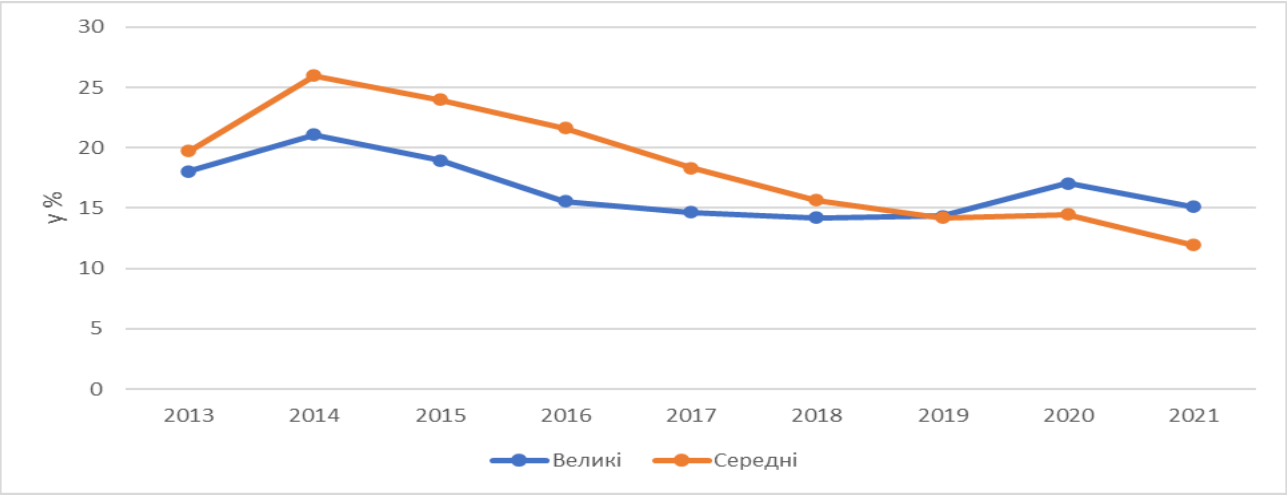

Рис. 4.6. Динаміка частки довгострокового позикового капіталу у фінансуванні великих та середніх підприємств, %

Джерело: ДССУ.

Упродовж 2013–2021 рр. короткостроковий позиковий капітал – насамперед кредиторська заборгованість – залишався основним джерелом фінансування підприємств. При цьому для великих підприємств його частка є найменшою, проте, тим не менш, співвимірною з обсягами власного капіталу. Для середніх підприємств частка короткострокового позикового капіталу є суттєво вищою за інші джерела фінансування. Дані щодо динаміки структури капіталу для підприємств аграрної, добувної та харчової галузей подано у Додатку В.

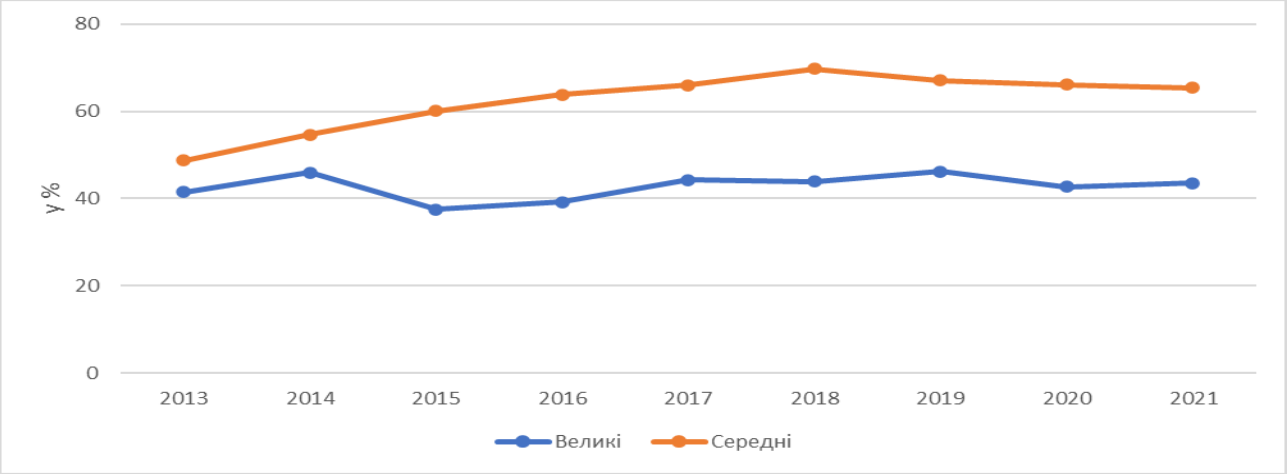

Рис. 4.7. Динаміка частки короткострокового позикового капіталу вітчизняних підприємств, %

Джерело: ДССУ.

Під час війни залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках надзвичайно ускладнене, зважаючи на високі ризики та, відповідно, ціну залучення капіталу. Це стосується як емісії облігацій, так і емісії акцій. Повномасштабна війна РФ проти України призвела до падіння попиту на цінні папери українських емітентів, що негативно вплинуло на вартість акцій вітчизняних агрохолдингів (табл. 4.1). Після початку повномасштабної війни усі підприємства демонструють зниження цін акцій. Деякі з них, такі як Кернел та Агротон, значну частку вартості акцій втратили. Натомість Astarta Holding та Ovostar Union виявили більшу стійкість і зазнали меншого падіння.

В умовах ускладнення доступу до капіталу на фінансових ринках в умовах війни підприємства можуть залучати його з таких джерел, як: власні кошти (чистий прибуток, додаткові внески власників/бенефіціарів, зокрема з тіньового сектора) та запозичення (банківські кредити, потенційні кредити МФО, кредиторська заборгованість).

Таблиця 4.1

Динаміка вартості акцій українських агрохолдингів, за даними ВФБ, *польські злоті*

Назва	**Ціна 18.02.2022**	**Ціна 25.02.2022**	**Ціна 22.06.2023**
Кернел	54,30	31,00	14,94
Astarta Holding	34,05	20,20	29,70
Агротон	7,00	4,50	3,36
Ovostar Union	65,00	57,00	43,20
ІМК	24,90	18,30	16,25
KSG Agro	3,05	1,92	2,00

Джерело: Варшавська фондова біржа.

Банківські кредити. Важливим джерелом фінансування великого та середнього бізнесу під час війни та у повоєнний період відновлення є позичковий капітал, зокрема кредити вітчизняних банків у рамках програм урядової підтримки кредитування програми «Доступні кредити 5–7–9%» та кредитів від міжнародних фінансових інституцій.

Більшість банківських кредитів, наданих у 2022 р., видавалися в рамках програми «Доступні кредити 5–7–9%», а 40% нових позичальників – великі

підприємства. Через повномасштабну війну програму «Доступні кредити 5–7–9%» було поширено *на середні підприємства з річним доходом до 50 млн євро* і великі підприємства з річним доходом понад 50 млн євро, а максимальну суму кредиту збільшено до 60 млн грн. Нові ставки відсотків за кредитами становили: для сівозмінних робіт та кредитів, спрямованих на пом'якшення наслідків війни, – 0% на рік протягом періоду воєнного стану і один місяць після його закінчення; 5% на рік після зазначеного періоду і до кінця терміну кредиту. Зважаючи на те, що наразі це практично єдиний доступний великому та середньому бізнесу інструмент кредитування, було здійснено детальний аналіз показників цієї програми за період із серпня 2020 р. (активний старт програми) по листопад 2022 р., який охоплює період кризи COVID-19 та повномасштабної війни РФ проти України.

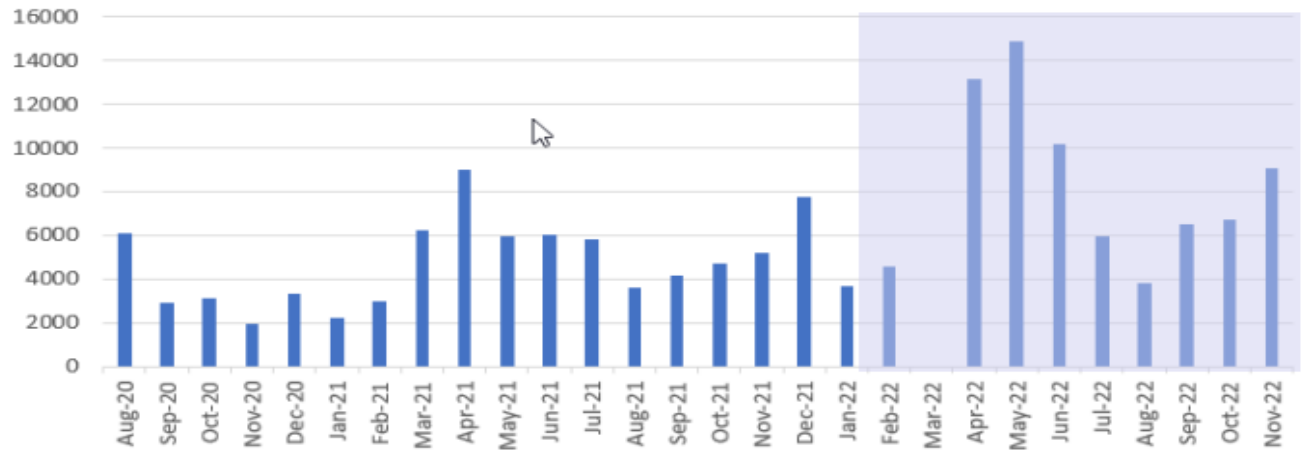

Рис. 4.8. Щомісячна динаміка чистих виданих кредитів у рамках програми «Доступні кредити 5–7–9%», *млн грн*

Джерело: Міністерство фінансів України (https://www.mof.gov.ua/uk).

Дані свідчать про значну інтенсифікацію обсягів кредитування з початком повномасштабної війни РФ проти України. Оскільки за даними НБУ, як зазначалося вище, більшість позичальників належали до великих підприємств, можемо припустити, що дані стосовно кредитів насамперед стосуватимуться великих та середніх підприємств. Детальний аналіз кредитів, виданих у рамках цієї програми, дає змогу виділити такі особливості: кредити видаються підприємствам з історично прибуткових галузей: АПК – 53%;

торговельні підприємства – 24%, підприємства – 14%, підприємства сфери послуг – 6%, будівельні підприємства – 2%, інші підприємства – 1%.

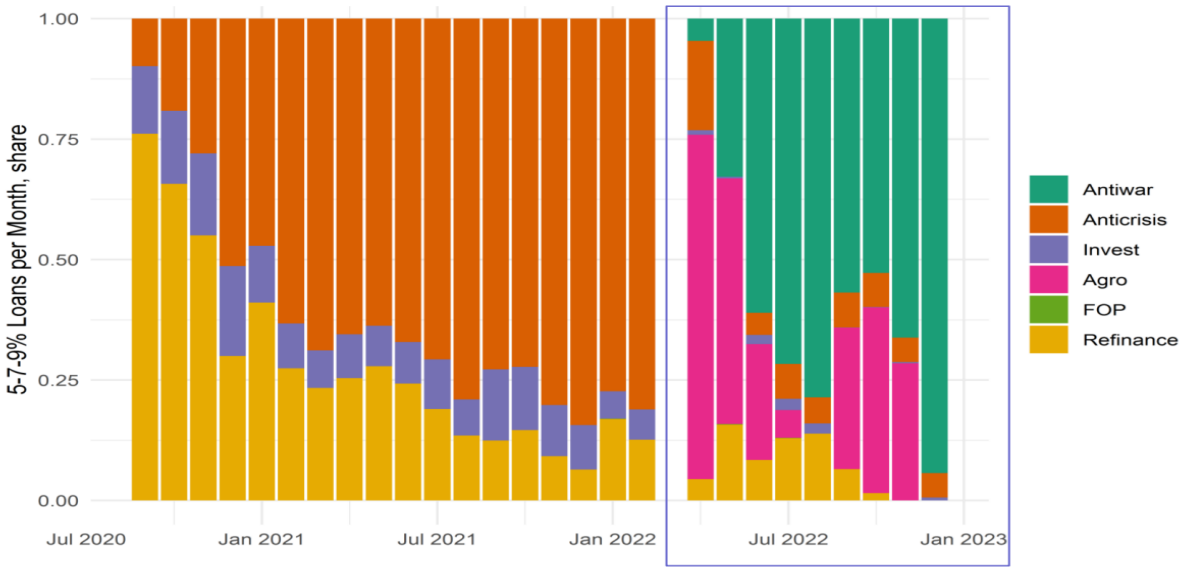

Рис. 4.9. Розподіл кредитів, наданих за цільовим призначенням

Джерело: Міністерство фінансів України (https://www.mof.gov.ua/uk).

Як показує рис. 4.9, більшість кредитів була надана на подолання наслідків кризи COVID-19 та повномасштабної війни, розв'язаної РФ проти України. Значна частка кредитів аграрним підприємствам навесні 2022 р. пояснюється масштабним фінансування посівної компанії. Як бачимо, кредити на інвестиційні цілі майже не видавалися. Також особливістю програми «Доступні кредити 5–7–9%», починаючи з 2022 р., є значне зростання ролі державних банків у кредитуванні бізнесу,

Отже, наразі в урядовій програмі кредитування бізнесу можна виділити дискусійні моменти щодо:

–доцільності кредитування в умовах дефіциту бюджету за пільговими ставками здебільшого історично прибуткових галузей економіки (АПК та торговельних підприємств);

– доцільності розроблення окремих програм кредитування та підтримки аграрного сектора з урахуванням особливостей його діяльності – з огляду на його важливість;

– зміни пріоритетів програми із відходу від «кризового» фінансування на кредитування проєктів розвитку.

Кошти міжнародних фінансових інституцій. У кризові періоди роль міжнародних фінансових інституцій у фінансуванні великого та середнього бізнесу зростає. Традиційно кредитна підтримка МФО на пільгових умовах надавалась в Україні підприємствам аграрного сектора та сектору переробки продуктів харчування, а також підприємствам, які працюють у галузі інфраструктури (енергетичним підприємствам, транспортним підприємствам). Серед ключових за обсягами фінансування слід виділити ЄБРР та ЄІБ.

За даними Міністерства фінансів[108], на 01 червня 2023 р. загальна сума фінансування ЄБРР для України становить 18,0 мдрд євро в рамках 532 проєктів. Наразі реалізовуються 11 проєктів загальним обсягом 2,4 млрд євро. Наприклад, у травні 2023 р. був схвалений кредит ЄБРР для МХП на суму 100 млн дол. США[109]. Крім того, також були надані позики агрохолдингу Астарта та державному перевізнику Укрзалізниця.

Загальний обсяг фінансування, наданого в Україні ЄІБ – як у публічному, так і у приватному секторах, становила понад 7,5 млрд євро. Наразі ЄІБ фінансує 25 проєктів на загальну суму 5,2 млрд євро. Крім того, у 2023 р. ЄІБ створив фонд «ЄС для України»[110], основною метою якого є фінансування відновлення українського бізнесу. Передбачається, що фонд надаватиме кредитну підтримку приватним підприємствам.

Отже, криза COVID-19 та повномасштабна війна, розв’язана РФ проти України, загострили негативні тенденції у структурі фінансування великого та середнього бізнесу, насамперед – залежність від короткострокових джерел

---

[108] Дані щодо співпраці з ЄБРР / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/en/ebrr

[109] МХП отримає кредитну позику в розмірі $100 млн від ЄБРР / АПК-Інформ. URL: https://www.apk-inform.com/uk/news/1532164

[110] EIB approves «EU for Ukraine». Initiative to finance Ukraine recovery and reconstruction, and backs transport, energy and business investment around the world [EN/UK]. *Reliefweb*. URL: https://reliefweb.int/report/ukraine/eib-approves-eu-ukraine-initiative-finance-ukraine-recovery-and-reconstruction-and-backs-transport-energy-and-business-investment-around-world-enuk

фінансування та фактичну недоступність залучення ресурсів на фінансових ринках. За таких умов основними джерелами фінансування великого та середнього бізнесу під час війни та у повоєнний період будуть власні кошти підприємств, банківське кредитування (у тому числі через урядові пільгові програми підтримки) та кредитування міжнародних інституцій.

Розділ 5. Фінансування малого бізнесу в умовах нестабільності та повоєнного відновлення

Малий та середній бізнес (МСБ) становить основу сучасної ринкової економіки. У розвинених країнах світу 50–90% усіх працюючих зайняті саме у малому та середньому бізнесі, а вироблена ним частка валового внутрішнього продукту (залежно від країни) досягає 30–60%. МСБ формує стійкий середній клас як основу соціально-економічної стабільності. Також МСБ є двигуном створення та впровадження інновацій, ІТ-технологій, цифровізації виробництва. Крім економічної, МСБ відіграє вкрай важливу соціальну роль, зокрема у забезпеченні зайнятості.

Основою соціально-економічного розвитку ЄС є саме МСБ. У Євросоюзі нараховується понад 23 млн підприємств МСБ, на які припадає понад половину загального обороту економіки і доданої вартості. Понад 20 млн фірм МСБ функціонує у США (без урахування сільськогосподарських структур). У КНР налічується понад 4,3 млн малих та середніх підприємств та 27,9 млн індивідуальних підприємств, де працює близько 75% міського населення. Це становить 99% від загальної кількості підприємств у країні, на які припадає майже 60% ВВП.

5.1. Фінансування малого бізнесу в Україні в умовах нестабільності

Малий бізнес, включно з мікробізнесом, є важливою складовою економіки України. Кількість малих підприємств в Україні становить 95,1% від загальної кількості працюючих в економіці суб’єктів господарювання (табл. 5.1). Отже, малий та мікробізнес є переважаючою організаційною формою підприємств та має для економіки ключове значення. Водночас аналіз основних показників малого підприємництва в Україні за період 2006–2021 рр. свідчить про існування проблем у цьому сегменті. Зокрема, упродовж 2006–2021 рр. частка зайнятих у діяльності малого бізнесу працівників скоротилася у загальній кількості зайнятих по країні на 13,6 п.п., а частка обсягу реалізованої

у сегменті малого підприємництва продукції за цей період не перевищувала 20%, а за окремими роками була істотно нижчою; агрегований фінансовий результат по сегменту малого бізнесу за більшість років був від'ємним, хоча упродовж 2010–2021 рр. частка малих підприємств, які отримали збиток, зменшилася з 43,0 до 27,5% (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Окремі показники розвитку малого бізнесу в Україні за 2006–2021 рр.

Показник	2006	2008	2010	2015	2019	2020	2021
Кількість малих підприємств, *% до загальної кількості підприємств – суб'єктів підприємницької діяльності*	92,8	92,7	94,3	95,5	95,2	95,2	95,1
Частка зайнятих працівників у діяльності малих, *% до загальної численності зайнятих працівників*	40,8	36,8	27,2	26,8	27,3	26,8	27,2
Обсяг реалізованої продукції малими підприємствами, *% до загального обсягу реалізованої продукції (товарів, послуг)*	19,0	16,5	16,9	18,2	19,1	20,5	18,9
Фінансовий результат (сальдо), *млрд грн*	5,2	-37,5	-15,7	-111,9	103,8	-12,3	178,5
Частка малих підприємств, які отримали збиток, *% до загальної кількості малих підприємств*	33,7	37,3	43,0	26,5	26,7	29,3	27,5

Джерело: складено за даними Держстату України за відповідні роки.

Незважаючи на те, що малий та мікробізнес в економіці кількісно превалює, він формує менше за третину доданої вартості[111]. Так у 2020 р. додана вартість за витратами виробництва по малих підприємствах становила 28% від загального показника, з якої на мікробізнес припадало 12,1%. Левова частка доданої вартості була сформована у сегменті середнього бізнесу (39,6%), на великий бізнес припадало 32,4%. Водночас протягом 2015–2020 рр. спостерігалася тенденція до збільшення ролі малого та мікробізнесу у формуванні доданої вартості. Так, за цей період частка доданої вартості малих підприємств збільшилася на 12,5 п.п. (мікробізнесу – на 7,4 п.п.), натомість

[111] Мається на увазі додана вартість за витратами виробництва підприємств.

частка великого бізнесу зменшилася на 11,8 п.п., а середнього – на 0,9 п.п.[112]. Така тенденція свідчить про помітне збільшення ролі малого бізнесу у формуванні ВВП України, хоча на нинішньому етапі значно меншої, ніж у розвинених країнах.

Упродовж 2010–2021 рр. кількість малих підприємств корпоративного сектора скоротилася. Так, якщо у 2010 р. сегмент малого підприємництва у корпоративному секторі налічував 1738,7 тис. підприємств, що становило 80,4% від загальної кількості підприємств в економіці, то у 2021 р. їх численність скоротилася до 1461,5 тис. підприємств, відповідно – 75,4%. Ця тенденція відповідає загальноекономічній ситуації в Україні та обумовлена впливом як кризових явищ в економіці (криза 2008–2009 рр., наслідки дій карантинних обмежень під час пандемії 2020 р.), так і анексією територій України у 2014 р. та втратою контролю за окремими підприємствами.

Структура фінансування малого бізнесу загалом відповідає тенденціям, загалом притаманним корпоративному сектору України. Зокрема, у малих підприємств простежується тенденція до зниження частки власного капіталу у структурі балансів. Упродовж 2008–2021 рр. його частка зменшилася на 9,6 п.п. (табл. 5.2). Така тенденція характерна практично для всіх видів економічної діяльності, крім сільського господарства, де частка власного капіталу – навпаки – зросла на 15,7 п.п.

У структурі капіталу малих підприємств превалює борговий капітал. Так, довгострокові та поточні зобов’язання перевищують частку власного капіталу майже у чотири рази. У свою чергу борговий капітал переважно представлений поточними, тобто короткостроковими, зобов’язаннями (поточні зобов’язання у 5,7 раза перевищують довгострокові).

[112] Додана вартість за витратами виробництва підприємств за їх розмірами за видами економічної діяльності. *Діяльність суб’єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва 2021*: стат. збірник. Київ, 2022. URL: https://www.ukrstat.gov.ua.

Таблиця 5.2

Власний капітал у фінансуванні малих підприємств, %

Вид економічної діяльності	2008	2015	2019	2020	2021
Усього по малим підприємствам в економіці	30,8	18,0	19,3	17,2	21,2
Сільське господарство	42,8	36,0	45,7	51,3	58,5
Промисловість	38,0	0,8	12,3	8,9	15,4
Будівництво	16,4	-9,1	-1,0	-1,6	0,2
Оптова та роздрібна торгівля	17,3	-1,2	8,9	7,6	8,8
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	30,8	-9,5	16,9	14,5	15,5
Тимчасове розміщування та організація харчування	38,2	4,5	19,9	10,7	25,6
Інформація та телекомунікації	-*	71,8	10,5	12,3	16,2
Корпоративний сектор	20,6	10,8	15,5	15,1	19,2

Примітка: * – входить до складу «Діяльність транспорту та зв'язку».
Джерело: розраховано за даними Держстату України.

Рис. 5.1. Структура капіталу малих підприємств, %

Джерело: складено за показниками структури балансів малих підприємств: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва: стат. збірник за 2021. Київ, 2022. URL: https://www.ukrstat.gov.ua

Аналіз структури поточних зобов'язань свідчить про істотне зменшення ролі банківського кредитування у фінансуванні бізнесу. Так, упродовж 2013–2021 рр. частка короткострокового банківського кредитування зменшилася по

всіх видах підприємств – як великих, так і середніх та малих (табл. 5.3). У свою чергу банківське кредитування заміщується нарощенням обсягів кредиторської заборгованості (характерно для великих та середніх підприємств) та іншими поточними зобов'язаннями (є характерним для малих підприємств). У структурі поточних зобов'язань малих підприємств частка інших поточних зобов'язань упродовж аналізованого періоду збільшилася на 14,1 п.п. – до 60%. На жаль, наявна статистика не дозволяє детальніше дослідити структуру «інших поточних зобов'язань» задля глибшого розкриття структури джерела фінансування малого бізнесу. Однак ми припускаємо, що значну частку у структурі інших поточних зобов'язань малих підприємств становлять «Поточні зобов'язання за цінними паперами», за якими здійснюється облік боргових цінних паперів (наприклад, векселів) та розрахунки за зобов'язаннями зі спільної діяльності або з іншими кредиторами. Варто зазначити, що «інші поточні зобов'язання» саме і є тією «сірою» зоною, за допомогою якої відбуваються фінансові маніпуляції, включаючи вливання нелегалізованого «тіньового капіталу» третіми особами – юридичними і фізичними.

Таблиця 5.3

Структура поточних зобов'язань підприємств з розподілом на великі, середні та малі підприємства, *%*

Роки	**Короткострокові кредити банків**			**Поточна кредиторська заборгованість**			**Інші поточні зобов'язання**		
	великі під-ва	середні під-ва	малі під-ва	Великі під-ва	серед-ні під-ва	малі під-ва	великі під-ва	середні під-ва	малі під-ва
2013	12,8	15,3	13,2	71,3	56,7	39,7	13,3	26,5	45,9
2014	11,9	13,3	15,6	69,2	56,4	38,9	13,9	29,1	44,5
2015	11,9	9,8	11,8	68,3	55,6	36,4	17,4	33,4	51,0
2016	13,3	10,3	4,0	64,7	54,7	23,3	18,2	33,6	72,1
2017	11,5	8,3	8,5	62,2	55,3	34,8	21,2	34,7	55,7
2018	7,7	10,9	7,0	68,1	52,9	36,3	18,9	34,0	55,6
2019	7,6	6,5	6,3	66,9	53,2	35,0	19,0	37,7	57,3
2020	6,1	6,5	6,1	68,3	51,6	35,0	21,1	38,4	58,0
2021	6,2	6,0	5,0	66,0	54,4	34,0	23,6	36,4	60,0

Джерело: складено за: Поточні зобов'язання і забезпечення підприємств за видами економічної діяльності з розподілом на великі, середні, малі та мікропідприємства за 2013–2021 роки. URL: https://www.ukrstat.gov.ua

Водночас слід зазначити, що труднощі з доступом до банківського кредитування в умовах нестабільності призводять до застосування та пошуку легальних або сірих схем залучення «тіньового» капіталу, включаючи відмивання брудних коштів, що і є характерним для малого бізнесу в Україні.

5.2. Вразливість фінансів малого бізнесу до нестабільності в умовах війни

Статистична інформація щодо стану фінансів малого та мікробізнесу в умовах воєнного стану наразі відсутня. Однак, зважаючи на наявні тенденції у фінансах великих та середніх підприємств (наведено у розділі 6), можливо припустити, що малі підприємства, що перебувають у регіонах проведення бойових дій та прилеглих до них територій, згорнули свою діяльність та внаслідок ушкодження або знищення виробничих фондів отримали значні збитки.

Це підтверджують і результати опитування, проведеного Європейською Бізнес Асоціацією (ЄБА)[113]. Вони свідчать, що серед малих та середніх підприємств України лише 5% респондентів не зазнали втрат від початку повномасштабної війни. Решта опитаних зазнали збитків різного ступеня (від 10 до 100 тис. дол. США). Станом на серпень 2022 р. серед опитаних підприємств МСБ не працювало 16%. Решта повністю або частково поновила свою роботу. Поряд із цим підприємства зіткнулися зі значним браком фінансових ресурсів для підтримки життєдіяльності бізнесу. Внутрішні фінансові резерви підприємств спустошуються внаслідок війни, у третини підприємств (32% відповідей респондентів) вони повністю вичерпані.

Аналізуючи результати опитування ЄБА, звертає на себе увагу той факт, що 63% МСБ, які отримали збитки від війни, не намагаються їх зафіксувати і подати заявку на відшкодування. Це, на нашу думку, свідчить про низьку взаємодію бізнесу з державними органами влади та відсутність надій бізнесу на

[113] Кожен п’ятий МСБ повідомляє про втрати від війни більше 100 тис. доларів / Європейська Бізнес Асоціація. 16.08.2022 р. URL: https://eba.com.ua/kozhen-p-yatyj-msb-povidomlyaye-pro-vtraty-vid-vijny-bilshe-100-tys-dolariv/

реальне відшкодування втрат. *Відсутність чітких компенсаторних механізмів з боку держави, про що вже зазначалось у розділі 1, збільшує розрив у порозумінні між бізнесом і державою, знижує довіру бізнесу до держави.* Цю тезу також підтверджує і те, що 63% опитаних підприємців не користуються ані державними, ані міжнародними програмами підтримки бізнесу.

За перший рік повномасштабної війни фінансовий стан підприємств у сегменті малого бізнесу істотно погіршився. Частка малих підприємств, яка оцінює стан свого бізнесу як незадовільний, у 2022 р. сягнула 58%[114]. Лише 1% підприємців оцінюють стан бізнесу як дуже добрий, 23% – задовільний або добрий.

Незважаючи на скрутне становище та значні ризики ведення бізнесу, значна частина малого бізнесу (67%) у 2023 р. планує залучати кошти для розвитку та підтримки бізнесу. Переважно джерелом фінансування респонденти визначають власні кошти (рис. 5.2.), хоча, як ми бачили із попереднього опитування, їх обсяги є вкрай обмеженими.

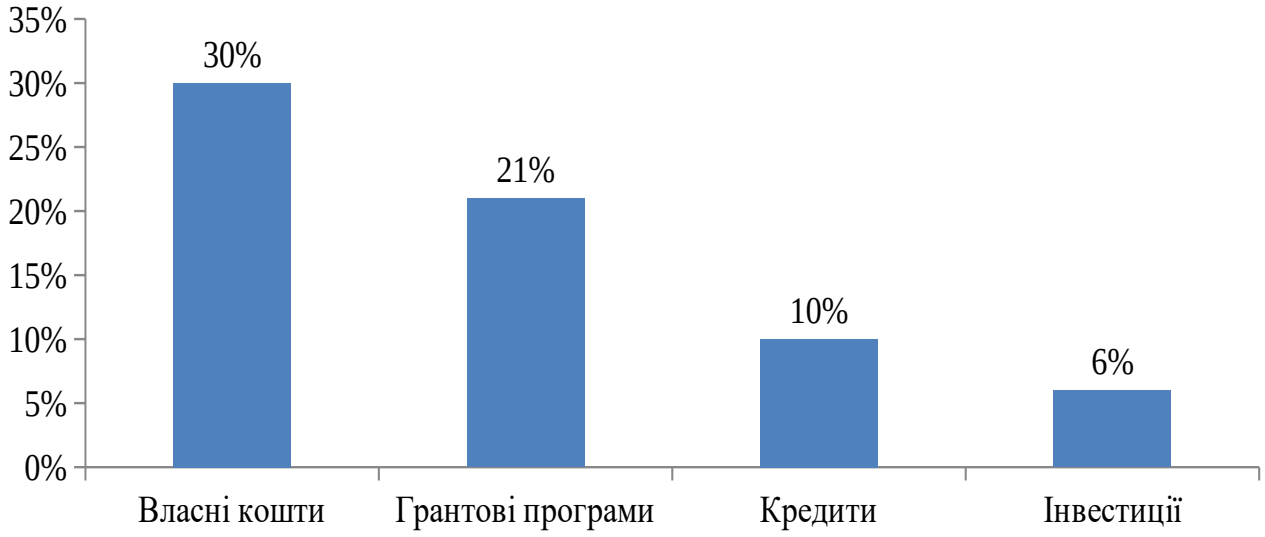

Рис. 5.2. Баланс відповідей малого бізнесу щодо джерел залучення коштів у 2023 р. на підтримку та розвиток підприємств, *%*

Джерело: Індекс настроїв малого бізнесу у 2022 році / Європейська Бізнес Асоціація. URL: https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2023/02/Prezentatsiya-MSB-indeksu-2023.pdf

[114] Індекс настроїв малого бізнесу у 2022 році / Європейська Бізнес Асоціація. URL: https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2023/02/Prezentatsiya-MSB-indeksu-2023.pdf

Цілком вірогідно, що малий бізнес залучатиме кошти для підтримки платоспроможності та ліквідності під час війни за рахунок тіньових резервів, що відображатиметься як збільшення «інших поточних зобов'язань». Разом із тим малий бізнес (59%) переважно відзначає недоступність банківського кредитування, незважаючи на запровадження численних державних програм підтримки МСБ для подолання наслідків війни (детально описано у розділі 6).

Варто зазначити, що слабкість взаємозв'язку між фінансовим сектором та сектором НФК є системною проблемою України, яка з часом набуває загрозливого характеру. Так, порівнюючи дані Світового банку щодо кредитування фінансовим сектором приватного (рис. 5.3.), можливо чітко простежити тенденцію до зниження обсягів кредитування в Україні. Упродовж 2008–2022 рр. в Україні обсяги кредитування бізнесу фінансовим сектором знизилися зі 71 до 18% (відносно ВВП), що свідчить про зниження ролі банківського сектора у кредитній підтримці розвитку економіки.

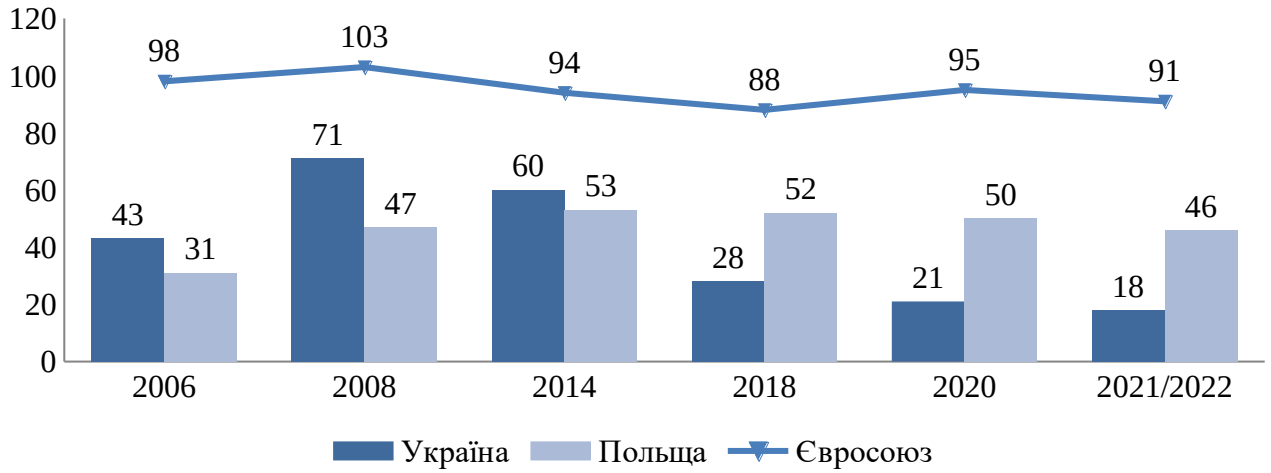

Рис. 5.3. Кредитування приватного сектора фінансовим сектором, *% до ВВП*

Примітка: дані щодо ЄС та Польщі наведено за 2021 р.
Джерело: побудовано на основі даних Світового банку: URL: https://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.PRVT.GD.ZS?end=2022&locations=UA-EU-DE-PL&start=2001&view=chart

Натомість у ЄС фінансовий сектор є надважливим джерелом кредитування бізнесу, а його *роль у часи нестабільності підвищується*. До прикладу, у кризовий 2008 р. кредитування бізнесу фінансовим сектором збільшилося до 103% відносно ВВП, у 2020 р. також спостерігалося відчутне

зростання порівняно з попередніми роками. Отже, одним із механізмів підтримки бізнесу, зокрема малого, у період нестабільності у розвинених країнах є збільшення кредитування приватного сектора. Натомість в Україні спостерігається протилежна тенденція щодо зменшення обсягів кредитування бізнесу в періоди нестабільності.

На тлі докапіталізації та обмеженого доступу до капіталу на фінансових ринках під час війни у малого бізнесу виникають додаткові витрати, пов'язані з евакуацією активів матеріальних для уникнення загрози їх знищення та ведення бізнесу / або втрати за ним контролю внаслідок окупації території ворогом. Для фінансової підтримки бізнесу ще на початку повномасштабної війни урядом була затверджена програма релокації підприємств із зони бойових дій до більш безпечних територій. За перший рік повномасштабної війни цією програмою скористалося 800 підприємств [115]. У 2022 р. 10% малих підприємств провели релокацію бізнесу з регіонів інтенсивних бойових дій[116]. Переміщення такої значної кількості підприємств та програма із їх адаптації, що включає: підбір місця розташування для потужностей підприємства; допомога з перевезенням на нову локацію; сприяння в розселенні працівників та пошуку нових співробітників; підтримка у відновленні логістики, закупівлі сировини та пошуку ринків збуту, дає підстави сподіватись, що ці підприємства, по-перше, зберегли персонал (за окремими даними збережено понад 35 тис. робочих місць[117]) та обладнання, по-друге, змогли відновити роботу та зберегти попит на свою продукцію. Дієздатність, яку забезпечила їм релокація, у майбутньому дасть бізнесу можливість розвитку.

[115] За рік війни в більш безпечні регіони релоковано 800 підприємств, – Тетяна Бережна / Міністерство економіки України. URL: https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=a700c206-722a-4752-b5bb-78a1063ae9db&title=ZaRikViiniVBilsh

[116] Індекс настроїв малого бізнесу у 2022 році / Європейська Бізнес Асоціація. URL: https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2023/02/Prezentatsiya-MSB-indeksu-2023.pdf

[117] Завдяки урядовій програмі релокації збережено понад 35 тисяч робочих місць – Тетяна Бережна / Міністерство економіки України. URL: https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=a54c8281-02fa-4ced-8b14-3a7ca772a826&title=Zavdiaki

5.3. Державна підтримка малого бізнесу у зарубіжних країнах в умовах нестабільності

У багатьох країнах світу, зокрема і в Євросоюзі, підтримка розвитку малого бізнесу є невід'ємною складовою державної політики, що включає комплекс стимулюючих заходів законодавчого, фінансового, консультаційно-інформаційного та освітнього характеру. Усвідомлення важливості питання розвитку малого бізнесу спонукає уряди країн до створення окремих державних органів, які опікуються цим питанням. Так, у Франції діє Державний секретаріат у малій і середній промисловості, у Великій Британії було створено відділ малих фірм при Міністерстві промисловості; у Японії – Національну адміністрацію малого бізнесу, в Індії функціонує Міністерство мікро-, малого і середнього підприємництва (ММСП), до складу входить Національна корпорація малого підприємництва (National Small Industries Corporation Ltd) тощо[118]. На рівні ЄС урядові структури проводять політику стимулювання малого бізнесу, яка включає галузеві та регіональні особливості розвитку країн – членів ЄС.

Огляд зарубіжного досвіду дав можливість окреслити основні форми стимулювання розвитку малого та середнього бізнесу, а саме: пряме державне субсидування; надання пільгових кредитів під низькі процентні ставки; грантове забезпечення інвестиційних проєктів та НДДКР; зниження витрат на нерухомість, податкові послаблення; звільнення роботодавця від сплати внесків на соціальне забезпечення; покриття деяких видатків (наприклад, на навчання нових співробітників та ін.); програми стимулювання експортної діяльності; участь держави в капіталі венчурних фондів; спрощений та пріоритетний доступ до державних замовлень.

[118] Ольвінська Ю.О. Особливості держаного регулювання малого підприємництва у країнах світу. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2015. № 2. URL: http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=814

Ці форми підтримки тією чи іншою мірою застосовуються практично всіма країнами світу, а обсяги і вибір форми залежить від потужності економіки та спроможності держави покривати фінансування визначених програм. Велику роль у підвищенні ефективності діяльності малого бізнесу відіграє спрощення умов ведення бізнесу. Так, наприклад, в Індонезії бізнес можливо відкрити упродовж двох тижнів, а мінімальна сума інвестиції становить лише приблизно 700 дол. США[119].

Зазначимо, що, крім фінансових механізмів стимулювання МСБ, у світі широко застосовуються стимули консультаційно-інформаційного характеру. Зокрема, в Великій Британії (як і переважно у країнах ЄС) існує розгалужена мережа бізнес-консультативних та бізнес-тренінгових центрів, які сприяють навчанню, підвищенню кваліфікації підприємців[120]. Навчання підприємців є важливою складовою державної політики розвитку МСБ та дає можливість не лише підвищити рівень їх обізнаності, а й забезпечує умови для ефективного діалогу між бізнесом, державою та фінансовим сектором.

Незважаючи на широкий спектр «повсякденних» форм підтримки малого бізнесу, у кризові періоди більшість країн світу впроваджують додаткові «антикризові пакети допомоги бізнесу». Так, під час пандемії коронавірусу країни ЄС істотно посилили підтримку МСБ. Наприклад, Німеччина запровадила податкові канікули, скасувавши до кінця 2020 р. сплату податку на прибуток[121]. Також заходи підтримки малого бізнесу під час кризи включали: тримісячні виплати малим підприємствам (де працює менше 10 працівників) фінансової допомоги у розмірі від 9 до 15 тис. євро; прямі субсидії мікробізнесу та фізичним особам-підприємцям; пільгове кредитування за низькими процентними ставками.

---

[119] Kreston Global. URL: https://www.kreston.com/uk/doing-business-in/indonesia/

[120] Квасниця О. Особливості державної підтримки малого бізнесу у зарубіжних країнах. *Світ фінансів.* 2012. № 2.С. 177–187.

[121] Еро О. Як врятувати малий бізнес в умовах карантину? / Європейська Бізнес Асоціація. URL: https://eba.com.ua/yak-vryatuvaty-malyj-biznes-v-umovah-karantynu/

Франція для підтримки малого бізнесу запроваджувала мораторій на сплату окремих податків та комунальних послуг, а також виділяла грантову допомогу найбільш постраждалим бізнесам. Також уводилися компенсаторні заходи щодо оплати праці найманих працівників[122].

Загалом для подолання кризи європейські країни переважно застосовували макроекономічні інструменти: відтермінування сплати податків, кредитування та кредитні гарантії малому бізнесу, кредитні канікули, субсидування заробітної плати[123]. Крім того, окремі країни фінансували заходи, пов'язані з участю у капіталі, списання боргів, фінансування активів тощо[124].

Отже, підтримка малого та мікробізнесу є однією з важливих складових державної політики країни. У період макроекономічної нестабільності роль держави у підтримці малого бізнесу істотно зростає, а для подолання кризи використовуються різноманітні інструменти, впровадження яких, у свою чергу, не відміняє затвердженої та упровадженої в роки стабільності програми розвитку малого бізнесу.

---

[122] Там само.

[123] Humeniuk V., Umantsiv Iu., Dligach A., Ivanova N. State financial support for small business during the coronavirus in European countries. *Financial and credit activities: problems of theory and practice*. 2021. № 3 (38). URL: https://fkd.net.ua/index.php/fkd/article/view/3293/3257

[124] Іващенко А. Фінансові механізми підтримки малого та середнього бізнесу в період пандемічної крихи: довід країн Західної Європи. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2020. .№ 2(22). URL: http://ppeu.stu.cn.ua/article/view/219435/219194

Розділ 6. Державна політика стабілізації фінансів корпоративного бізнесу під час війни та у повоєнний період

6.1. Завдання державної політики у сфері фінансування корпоративного бізнесу

З огляду на теорії циклічного економічного розвитку та відтворення і криз, економіка будь-якої країни розвивається циклічно, переживаючи при цьому як піднесення, так і кризи. Причини криз є різноманітними і досить детально описані в економічній літературі[125]. Окремі дослідники зазначають, що умовно кризи можна поділити на два види: криза перевиробництва (її проявом є порушення балансу попиту та пропозиції у бік значного перевищення пропозиції) та криза недовиробництва (викликана позаекономічними причинами і пов'язана з порушенням виробничого процесу під впливом форс-мажорних обставин (воєн, стихійних лих, революцій і т.ін.))[126]. На наш погляд, це досить умовний і спрощений поділ, однак, не вдаючись до глибокого аналізу сутності економічних криз, доцільно зазначити, що наразі в Україні спостерігається нашарування кризових явищ, пов'язаних як із структурними деформаціями, притаманними вітчизняній економіці (на думку вітчизняних економістів, яку ми поділяємо, з 2009 р. економіка України перебуває у стані нестійкої депресивно-кризової динаміки[127], що ще більше поглиблюється політичними та економічними подіями у країні та світі), так і активною фазою багаторічної війни.

Закономірно, що корпоративний сектор – як основа виробництва країни – відчуває вплив кризи одним із перших. Це наочно можна прослідкувати за

---

[125] Кондратьев Н.Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Москва: Экономика, 2002. 374 с.; Сидоров В.И., Тарасенко Т.В., Шедякова Т.Е. Единство традиций и инноваций в системе трудовой мотивации трансформационной экономики. Харьков: ХНУ имени В.Н. Каразина, 2009. 336 с.; Сідоров В., Ревякін Г. Economic crises detecting: laws of their functioning. *The Journal of V. N. Karazin Kharkiv National University. Series: International Relations. Economics. Country Studies. Tourism*. 2014. No. 4 (1144, 2). P. 133–136. URL: https://periodicals.karazin.ua/irtb/article/view/4537

[126] Сідоров В І., Ревякін Г.В. Проблема виявлення економічних криз та закономірності їх функціонування. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна*. 2014. No. 3 (1144, 1). С. 133–136.

[127] Подлєсна В.Г. Логіко-історичні підґрунтя соціально-економічних циклів: автореф. дис. на здобуття наук. ступ. д-ра екон. наук / ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. С. 5.

динамікою фінансових результатів підприємств корпоративного сектора у кризові періоди, зокрема 2008–2009 рр., 2014–2015 рр., ковідного 2020 р. (рис. 6.1).

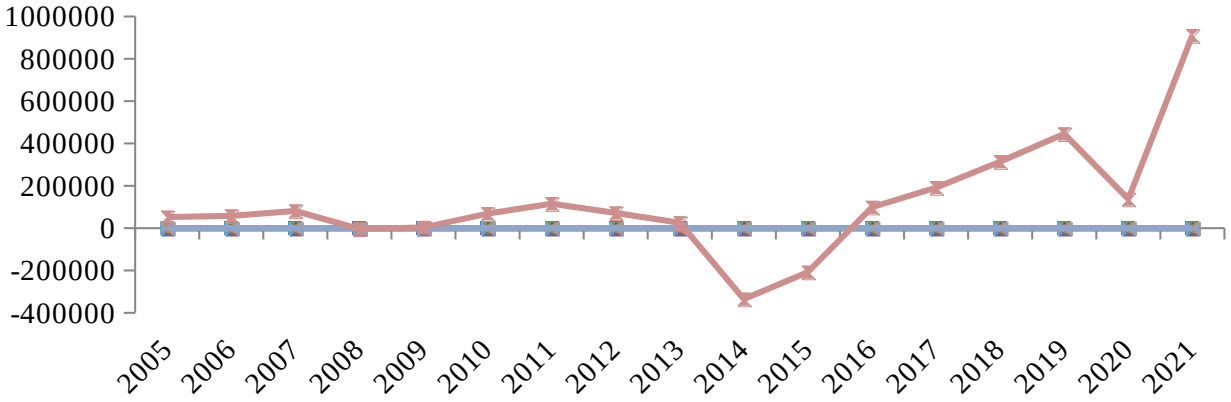

Рис. 6.1. Фінансові результати до оподаткування підприємств корпоративного сектора України, *млн грн*

Джерело: розраховано за даними Держстату України.

Водночас попередні дані по великих та середніх підприємствах за 9 міс. 2022 р.[128] (рис. 6.2), свідчать, що початок повномасштабного вторгнення РФ в Україну збільшив збитки корпоративного сектора більш ніж утричі, порівняно з ковідним 2020 р.

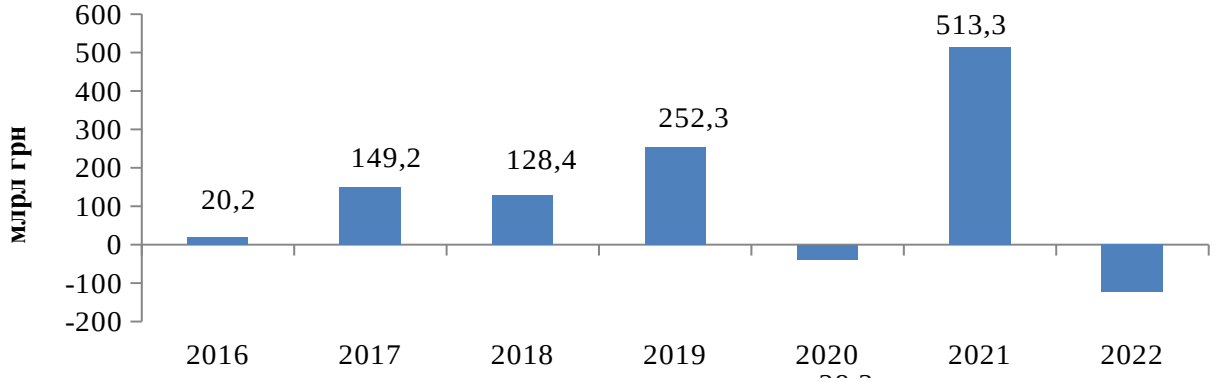

Рис. 6.2. Фінансовий результат до оподаткування великих та середніх підприємств корпоративного сектора *(млрд грн),* за 9 міс. відповідного року

Джерело: розраховано за даними Держстату України.

[128] Наведено результати діяльності підприємств, які здали звітність і продовжували діяльність під час війни за такими видами економічної діяльності: сільське, лісове та рибне господарство; промисловість; будівництво; оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; тимчасове розміщування й організація харчування; інформація та телекомунікації.

Фінансові, логістичні та інші фактори, які виникли на тлі війни, призвели до різкого зниження рентабельності підприємств корпоративного сектора та призвели до від'ємного значення ROE (знизилося до -9,5%, що більш ніж удвічі нижче за показник ковідного 2020 р.) (рис. 6.3). Від'ємне значення ROE відображає визнані втрати частини інвестованого капіталу на агрегованому рівні, що для підприємств, які перебувають на територіях проведення активних бойових дій, можуть становити 100%.

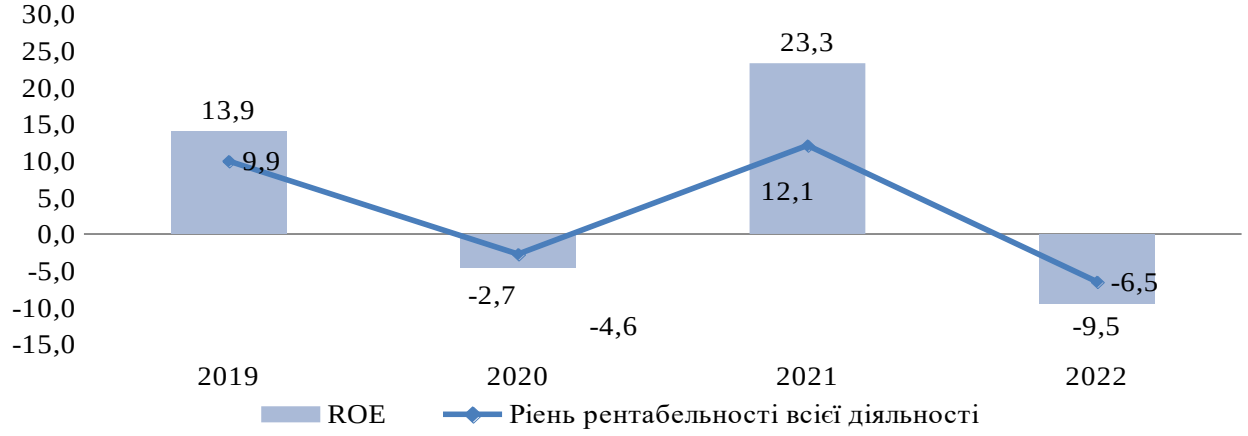

Рис. 6.3. Рентабельність та ROE великих та середніх підприємств корпоративного сектора *(за 9 міс. відповідного року)*

Джерело: розраховано за даними Держстату України.

Глибина кризових явищ в економіці залежить від міцності державних інституцій, швидкості реакції на дестабілізуючі чинники, правильності підбору та використання інструментарію їх пригнічення або нівелювання. Зважаючи на непоодинокі випадки економічних криз, у світовій економіці напрацьовано чималий арсенал інструментарію, який використовують держави для стабілізації фінансової системи країни. Звісно, підбір інструментарію залежить від чинників, що призвели до кризи. Так, історія знає кризи, викликані перевиробництвом товарів, коли споживання значно відставало від обсягів вироблених товарів, що призвело до природного зниження виробництва (яскравий приклад – світова криза 1929–1933 рр., яку називають «Великою депресією»). У цьому випадку інструментарій стабілізації корпоративного сектора у більшості країн зводився до: фізичного знищення надлишкової кількості товарів; встановлення жорсткого державного контролю за обсягами

виробництва, цінами, ринками збуту товарів; монополізації, концентрації, а подекуди і націоналізації виробництв; митного загородження від технологічних іноземних товарів та стимулювання експорту високотехнологічних товарів[129]. Сільське господарство також жорстко контролювалося – як в частині обсягів виробництва, так і цінової політики. Окремі країни поклали в основу політики виходу з кризи розвиток воєнної промисловості (Японія, Німеччина), інші сконцентрували свою увагу на розвитку інфраструктури (США), що дало змогу збільшити рівень зайнятості населення та знизити соціальне напруження. Інтерпретуючи історичні події, можемо зробити висновок, що з огляду на превалюючі в країнах політичні міркування, було виділено пріоритетні галузі, що стали драйверами економічного розвитку. Звісно, політика країн відрізнялась, однак фактором, який їх об'єднував, було жорстке втручання держави та контроль за діяльністю корпоративного сектора.

Доцільно зазначити, що з економічним розвитком, розширенням різноманіття фінансових активів та інституціями, що їх продукують та контролюють, епіцентром кризових явищ переважно виступає фінансовий сектор, що згодом впливає на виробничий сектор. Яскравим прикладом цього є світова фінансова криза, що почалася у 2008 р. у США з банкрутства декількох фінансових іпотечних установ. Розповзаючись, криза викликала проблеми з ліквідністю багатьох фінансових установ США та Європи, що, в свою чергу, призвело до падіння вартості акцій товаровиробників, звуження їх фінансування, та, закономірно, – зменшення обсягів виробництва і продажів. Задля подолання кризи у виробничому секторі, переважна кількість країн вдавалася до точкової державної підтримки окремих секторів, реструктуризації корпоративних боргів тощо. В Україні підтримка виробничого сектора відбувалася шляхом: збільшення ставок ввізного мита на некритичний імпорт

[129] Голубович В.И. Экономическая история зарубежных стран. Минск: Экоперспектива, 1998. С. 322–330; Васильев В.С. Франклин Д.Рузвельт и Джон М. Кейнс: экономическая политика в годы «Великой депрессии». *США. Канада: экономика, политика, культура*. 2001. № 10. С. 73–85; Якобчук В.П., Богоявленська Ю.В., Тищенко С.В. Історія економіки та економічної думки: навч. посіб. Київ: «Центр учбової літератури», 2015. 476 с.

для захисту внутрішнього товаровиробника, впровадження програми державних гарантій за наданими кредитами для окремих галузей економіки, часткової компенсації процентних ставок за кредитами МСП, звільнення від сплати ввізного мита та ПДВ обладнання, що використовується для запровадження енергозберігаючих технологій [130]. Фактично держава здійснювала точкові інтервенції, вирішуючи поточні проблеми в окремих сферах економіки. Реалізація державної програми щодо покращення економічного становища та подолання негативних наслідків світової кризи здійснювалося в рамках урядової програми «Подолання впливу світової фінансово-економічної кризи та поступальний розвиток»[131]. Переважна кількість експертів та науковців зазначають, що цілей програми не було досягнуто; з виділених на її реалізацію 11,9 млрд грн було освоєно 9,9 млрд грн, характер використання яких був переважно нецільовим[132].

У 2020 р. пандемія коронавірусу викликала чергову економічну кризу. Її причиною стала тимчасова зупинка численної кількості виробництв та розрив виробничо-логістичних ланцюжків унаслідок карантинних обмежень. Обмеження виробництва призвели до паніки на фондових біржах, що стало каталізатором проблем у фінансовому секторі. Тобто криза перекинулась із корпоративного сектора на фінансовий. Переважна кількість країн світу для стабілізації ситуації в економіці здійснювала кредитну підтримку бізнесу, запроваджувала податкові канікули тощо. В Україні було створено Стабілізаційний фонд у розмірі 64,7 млрд грн[133], першочерговим завданням якого було визначено підтримку системи охорони здоров’я та соціальної сфери.

---

[130] Бураковський Ігор. Якою була реакція України на світову фінансову кризу 2007–2009 років. *Експресо*. URL: https://espreso.tv/yakoyu-bula-reaktsiya-ukraini-na-svitovu-finansovu-krizu-2007-2009-rokiv#:~:text

[131] Постанова КМУ «Програма діяльності Кабінету Міністрів України "Подолання впливу світової фінансово-економічної кризи та поступальний розвиток"» від 20.12. 2008 р. №1107. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0005120-08#Text

[132] Бураковський Ігор. Якою була реакція України на світову фінансову кризу 2007–2009 років. *Експресо.* URL: https://espreso.tv/yakoyu-bula-reaktsiya-ukraini-na-svitovu-finansovu-krizu-2007-2009-rokiv#:~:text

[133] Корж Б. Мільярди на COVID-19: рік закінчився, куди ж пішли коронавірусні гроші. *Економічна правда*. URL: https://www.epravda.com.ua/publications/2020/12/29/669632/

Також було запроваджено декілька програм підтримки бізнесу, зокрема: виплати допомоги дітям підприємців 1-ої та 2-ої груп спрощеної системи оподаткування, програма підтримки МСП, кредитні канікули, компенсація ЄСВ для стимулювання створення та збереження робочих місць. Водночас для наповнення Стабілізаційного фонду було скорочено фінансування низки державних програм[134], серед яких підтримка АПК, програми регіонального розвитку, освітні програми та ін. Зважаючи на те, що безпосередніми виконавцями державних програм (підрядниками) виступає переважно бізнес, то можна констатувати, що відбувся своєрідний перерозподіл державної підтримки – визначені пріоритетними програми недоотримали фінансування, натомість розширилась підтримка усіх бізнес-структур. Ефективність таких заходів викликає сумніви, тим більше, що левова частка коштів Стабілізаційного фонду була спрямована не на реформування та підтримку медичної інфраструктури, а на будівництво доріг (24 млрд грн)[135].

Отже, підсумовуючи викладене вище, можна констатувати, що основними державними механізмами підтримки корпоративного сектора у періоди нестабільності є:

– податкові інструменти (зниження окремих видів податків або тимчасовий мораторій на їх стягнення; податкові канікули, пільгові ставки оподаткування для окремих груп товарів тощо);

– точкові державні інтервенції у пріоритетні види економічної діяльності (компенсація частини процентних ставок за банківськими кредитами; державні гарантії; пряме субсидування тощо);

– інструменти митного захисту для підтримки конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників та зниження експансії іноземних виробників на внутрішньому ринку;

– стимулювання розвитку малого та середнього бізнесу.

---

[134] Як Кабмін пропонує Раді "порізати" фінансування міністерств: список. *Економічна правда.* URL: https://www.epravda.com.ua/news/2020/03/26/658575/

[135] Корж Б. Мільярди на COVID-19: рік закінчився, куди ж пішли коронавірусні гроші. *Економічна правда*. URL: https://www.epravda.com.ua/publications/2020/12/29/669632/

Наведені вище інструменти або їх комбінація застосовуються згідно з чітко окресленим державним планом «ліквідації наслідків кризи» та мають обмежений у часі характер. Як правило, антикризовий план не відміняє, а лише доповнює діючі державні програми розвитку. Водночас вітчизняна практика свідчить, що при запроваджені антикризових заходів зазвичай згортається фінансування заздалегідь визначених програм державного стимулювання окремих видів економічної діяльності (пріоритетів економічного розвитку).

Переходячи до реалій сьогодення, слід відзначити, що криза, з якою Україна зіткнулася внаслідок повномасштабної воєнної агресії РФ, є наймасштабнішою за всі роки незалежності нашої держави. Глибоке економічне падіння спостерігається на тлі безпрецедентних збитків від руйнувань інфраструктурних, промислових та цивільних об’єктів в Україні. Окремі міста і селища повністю зруйновані, а їх відбудова триватиме не один рік. За даними експертних оцінок на червень 2023 р. прямі збитки, завдані інфраструктурі України оцінювалися на рівні 150,5 млрд дол США (за вартістю заміщення)[136]. Водночас кожен день продовження війни супроводжується новими руйнуваннями та втратами економіки, зокрема і корпоративного сектора.

6.2. *Форми та інструментарій фінансової підтримки корпоративного бізнесу державою: огляд зарубіжних практик повоєнного відновлення*

Аналізуючи світовий досвід повоєнного відновлення, доцільно звернути увагу на успішний приклад реалізації Програми відновлення Європи після Другої світової війни, яка відома під назвою План Маршалла[137]. Допомога надходила як у вигляді дешевих кредитів (близько 9% від загального обсягу) та

[136] Загальна сума прямих збитків, завдана інфраструктурі України через війну, за підсумками червня 2023 р. перевищила $150 млрд. URL: https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-pryamih-zbitkiv-zavdana-infrastrukturi-ukrayini-cherez-viynu-za-pidsumkami-chervnya-2023-roku-perevishhila-150-mlrd/

[137] План Маршалла. *Вікіпедія.* URL: https://uk.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%BB%D0%B0%D0%BD_%D0%9C%D0%B0%D1%80%D1%88%D0%B0%D0%BB%D0%BB%D0%B0

кредитних гарантій (1,5% від загального обсягу), так і у вигляді безоплатної фінансової та гуманітарної допомоги[138]. До реалізації плану було залучено 16 країн, однак левову частку допомоги отримали Франція (близько 21% загального обсягу допомоги), Велика Британія (24%), Західна Німеччина та Італія. Звичайно, кожна країна впроваджувала свій план відбудови, який враховував не лише понесені внаслідок війни втрати, а й спирався на пріоритети розвитку країни у майбутньому. Не вдаючись до детального опису реформ, які були проведені в рамках Плану Маршалла, зосередимося на державному інструментарії, який було застосовано для відновлення економік європейських країн. Так, переважна кількість країн, поряд із вирішенням гуманітарних та соціальних проблем, обрала своїм пріоритетом розвиток промисловості, а стимулювання економіки було здійснено за допомогою такого інструментарію, як:

– створення кредитної установи для відбудови (у Німеччині така установа у подальшому була перетворена на банк розвитку KfW), основним завданням якої було забезпечення перерозподілу та ефективного використання фінансової допомоги у рамках Плану Маршалла (Німеччина);

– створення спеціального фонду для страхування іноземних інвестицій у розмірі 300 млн дол. США – для стимулювання припливу інвестицій в європейські країни. Завданням фонду було гарантування американському бізнесу можливості виведення отриманих прибутків у доларах (впроваджувалось у країнах, де реалізовувався План Маршалла, зокрема у Німеччині та Франції)[139].

---

[138] Чернишов П. Чому План Маршалла спрацював у післявоєнній Європі. Уроки для України. *Forbes*. URL: https://forbes.ua/inside/pochemu-plan-marshalla-srabotal-v-postvoennoy-evrope-uroki-dlya-ukrainy-11042022-5382

[139] Україна: контекст світових подій. Аналітичні записки Державної установи «Інститут всесвітньої історії НАН України» (2017–2019 рр.) / за загальною редакцією член-кор. НАН України, д.і.н., проф. Кудряченка А.І. Київ: ДУ «Інститут всесвітньої історії НАН України», 2019. 448 с.

– створення у 1951 р. економічного співтовариства Європейське об'єднання вугілля і сталі (ЄОВС)[140], що сприяло економічній інтеграції та збільшенню товарообороту між європейськими країнами;

– застосування норм прискореної амортизації (Німеччина);

– стимулювання високотехнологічного експорту. Як уже зазначалося, переважна кількість країн обрала своїм пріоритетом розвиток промисловості, а саме розвиток високотехнологічних виробництв. Задля реалізації таких пріоритетів держави застосовували різні інструменти стимулювання (пряме субсидування, податкові пільги, державне замовлення тощо);

– кредитування для переозброєння промисловості (Німеччина). Унікальність системи кредитування полягала в тому, що, замовляючи у американських виробників обладнання, німецькі підприємства сплачували вартість цієї продукції не безпосередньо постачальнику, а вносили кошти у спеціально створений європейський фонд. У свою чергу американський виробник отримував оплату за товар від урядового розпорядника реалізації Плану Маршалла. Акумульовані у європейському фонді кошти витрачались на пільгове кредитування інвестиційних проєктів у промисловості. Повернення вже цих кредитів ішло на компенсацію боргових зобов'язань перед державними кредиторами[141].

Незважаючи на деякі відмінності у підходах до повоєнного відновлення провідних європейських країн, наукова спільнота оцінює реалізацію Плану Маршалла як ефективний інструмент стимулювання їх економічного відновлення. Про це також свідчить істотне зростання ВВП цих країн у повоєнні роки. Зокрема, порівняно з 1947 р., у 1952 р. ВВП Франції виріс на 42,7%, Італії – 41,7%, Західної Німеччини – 95,5%[142].

Ще одним яскравим прикладом успішного повоєнного відновлення є досвід Південної Кореї, яка змогла не лише відродитися після майже повної

[140] Там само.
[141] Іванов С.В. Економічне відновлення і розвиток країн після збройних конфліктів та воєн: невтрачені можливості для України. *Економіка України*. 2019. № 1 (686). С. 75–89.
[142] Там само.

руйнації, а й досягти значних економічних успіхів та увійти до десятки найрозвиненіших країн світу. Повоєнне відновлення Кореї базувалося на перегляді економічних пріоритетів. Так, позиціонуючись у довоєнний період як переважно аграрна країна, у період відновлення Південна Корея змістила акцент на підтримку розвитку важкої промисловості, що пришвидшило розвиток супутніх галузей. Важливим пріоритетом для країни стала освіта. Не маючи для розвитку великої ресурсної бази, уряд країни зробив наголос на освіті населення, що дало поштовх для розвитку нових технологій та інновацій[143]. Беззаперечним є той факт, що на початкових етапах відновлення економіки Південної Кореї істотну роль відігравала фінансова допомога США та, деякою мірою, Японії, що спрямовувалась на вирішення гуманітарних питань і першочергове відновлення інфраструктури. В свою чергу концентрація зусиль на визначених пріоритетах розвитку дала Кореї можливість змінити структуру економіки у бік інноваційних виробництв.

Не менш цікавим є досвід В'єтнаму, який у XX ст. пережив декілька важких воєнних конфліктів Не вдаючись до політичних оцінок та причин воєн, які точилися на території цієї країни, зазначимо що ще у 1986 р. В'єтнам представляв собою економічно ізольовану країну третього світу із вкрай низьким рівнем життя, що подекуди межувало зі злиднями. Традиційно аграрна країна, з незначною часткою промисловості, основи якою були закладені під патронатом СРСР, та експортною орієнтацією на країни соціалістичного табору, без кардинальних змін не мала перспектив подальшого розвитку[144]. Оновлення держави та її економіки базувалось на: впровадженні «економічного суверенітету» та згортанні програми індустріалізації зразка СРСР; забезпеченні продовольчої безпеки, нарощенні виробництва товарів для забезпечення

[143] Дмитренко Олена. Як відновити країну після руйнації: досвід Південної Кореї. URL: https://poltavawave.com.ua/p/iak-vidnoviti-krayinu-pislia-ruinatsiyi-dosvid-pivdennoyi-koreyi-656933

[144] Економіка В'єтнаму. *Вікіпедія.* URL: https://uk.wikipedia.org/

внутрішнього споживача та розвитку експортоорієнтованих галузей[145]. Комплекс проведених реформ забезпечив країні щорічне зростання ВВП на рівні 5–10%, і станом на 2021 р. ВВП В'єтнаму становив 366,14 млрд дол. США[146], а ВВП на душу населення упродовж 1986–2021 рр. зріс у 8,7 раза й у 2021 р. становив 3756,5 дол. США[147]. Безумовно, досвід повоєнного відновлення В'єтнаму не можна порівнювати із ситуацією, що склалася в Україні, але корисним буде виділити його окремі елементи, що, на наш погляд, можуть розглядатися як дієві при повоєнному реформуванні вітчизняної економіки, зокрема:

– створення зон експортного та промислового виробництва;

– концентрація державної підтримки на розвитку промисловості. Лише упродовж 1991–1995 рр. інвестиції у промисловість за рахунок бюджетних коштів у В'єтнамі становили 2,5 млрд дол. США, або 54% загального обсягу інвестицій, спрямованих у цю сферу діяльності;

– стимулювання припливу іноземних інвестицій (податкові та інші стимули) та залучення економіки у міжнародні ланцюжки доданої вартості.

Усе це дало В'єтнаму змогу поступово перейти від традиційного для нього в минулі роки низькотехнологічного сільського господарства та сировинного експорту до розвитку високотехнологічного виробництва та збільшення технологічного експорту. Зокрема, у 2020 р. основними товарними групами експорту В'єтнаму були електротехнічна продукція, комп'ютери, машини, інструменти та різноманітне обладнання, вироби текстильні та з деревини[148]. На сьогодні В'єтнам займає дванадцяте місце у світі із експорту

[145] 35 років реформ у В'єтнамі. Що вдалося побудувати? / Аналітичний центр ADASTRA. 21 Sep 2022. URL: https://adastra.org.ua/blog/35-rokiv-reform-u-vyetnami-sho-vdalosya-pobuduvati

[146] GDP Vietnam (current US$) / The World Bank. 2021. URL: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=VN

[147] GDP per capita (current US$) – Vietnam / The World Bank. 2021. URL: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=VN.

[148] Кудирко Л.П. Економіка В'єтнаму в системі глобального виробництва та збуту. *Ефективна економіка*. 2021. № 1. https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.1.104

електронної промисловості, третє місце за експортом одягу та текстильних виробів, активно розвиває ІТ-галузь.

Доцільно звернути увагу і на «економічне диво», яке продемонструвала після поразки у Другій світовій війні Японія. Реформування економіки здійснювалося, зважаючи на реалізацію таких основних елементів, як:

– жорстка бюджетна економія та дотримання практики бездефіцитного бюджету;

– відмова від прямої бюджетної підтримки економіки та спрямування коштів через банківський сектор на довгострокове кредитування промисловості;

– стимулювання іноземних інвестицій;

– стимулювання інноваційних виробництв та створення нових технологій.

Незважаючи на те, що Японія практично не має власної сировинної бази, довгостроковим пріоритетом розвитку країни було обрано промисловість, яка розвивалася і модернізувалася на основі інновацій. Японія стала одним із найбільших споживачів інноваційних виробів, скуповувала патенти на винаходи, впроваджувала нові технології. Завдяки проведеній на інноваційній основі модернізації, економіка Японії наразі є однією з найрозвиненіших. Якщо у 1960 р. ВВП Японії становив 44,31 млрд дол. США, то станом на кінець 2021 р. він сягав 4,94 трлн дол. США[149]. Експорт товарів та послуг у 2021 р. становив 919,16 млрд дол. США. Домінуючу частку у структурі експорту займають промислові товари – 85% загального експорту товарів, у свою чергу лише 2% – це експорт сільськогосподарської продукції[150]. На експорт комп’ютерних послуг припадає 10,41 млрд дол. США.

Підсумовуючи досвід окремих країн щодо повоєнного відновлення, доцільно виділити основні елементи проведених реформ:

---

[149] ВВП Японії (у поточних дол.. США) / World Bank. URL: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=JP

[150] Огляд торговельної політики Японії / Міністерство економіки України. URL: https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=7804c20b-d3fb-42b5-959d-27bf320d7480&title=OgliadTorgovelnoiPolitikiYaponii

– першочерговими завданнями політики відновлення були вирішення гуманітарних питань та відбудова втраченої інфраструктури;

– створення спеціальної установи, що опікується концентрацією та перерозподілом міжнародної допомоги, виділеної для гуманітарних та відновлюваних цілей;

– визначення державних пріоритетів розвитку економіки країни та концентрація уваги на їх реалізації. Збільшення ролі держави в економічній діяльності (прямі субвенції, податкові пільги, реалізація інвестиційних проєктів тощо) шляхом стимулювання обраних пріоритетів;

– стимулювання іноземних інвестицій шляхом страхування ризиків та системи преференцій;

– забезпечення конкурентного середовища та контроль за захистом економічної конкуренції;

– розвиток високотехнологічного експорту.

6.3. Державна політика у сфері фінансування корпоративного бізнесу в Україні під час війни та у повоєнний період

Незважаючи на те, що війна в Україні продовжується, уряд країни проводить активну роботу щодо стабілізації економічної ситуації. Зокрема, для підтримки бізнесу та економічної активності з початку повномасштабної війни держава впровадила ряд заходів, покликаних допомогти бізнесу адаптуватися до стресових умов воєнного стану. Зокрема, серед програм, які діяли у 2022 р., слід виділити:

– програму із працевлаштування тимчасово переміщених осіб, яка передбачає виплату компенсації роботодавцям при офіційному працевлаштуванні переміщеної особи у щомісячному розмірі 6,5 тис. грн.;

– мікрофінансування ветеранського бізнесу, що передбачає надання ветеранам та членам їхніх сімей одноразової компенсації для започаткування бізнесу (закупки товарів тощо) у розмірі до 20 тис. грн;

– сприяння реалокації бізнесу з окупованих територій та територій, де відбуваються активні бойові дії, що передбачає надання допомоги у пошуку приміщень та перевезенні обладнання бізнесу у більш безпечні регіони країни;

– розширення програми пільгового кредитування «5–7–9%», що передбачає можливість отримання кредиту у розмірі до 60 млн грн під 0% на час дії воєнного стану;

– надання державних гарантій під кредити малому та середньому бізнесу на портфельній основі для забезпечення часткового виконання боргових зобов'язань;

– грантова підтримка стартапів та IT-галузі (загальний обсяг фінансування програми – 10 млрд грн);

– застосування податкових стимулів на період дії воєнного стану: зниження ставки єдиного податку для бізнесу, який працює на спрощеній системі оподаткування, до 2% від обороту без ПДВ і звільнення від сплати єдиного податку платників податків, що належать до 1-ої та 2-ої груп.

Застосування цих заходів дає змогу фінансово підтримати життєздатність окремих підприємств у воєнний час, проте не вирішує проблему масштабної декапіталізації корпоративного бізнесу внаслідок воєнної агресії.

Після завершення війни очікується масштабний дефіцит власних коштів підприємств, зумовлений, поряд із об'єктивними причинами (прямими та непрямими збитками), втечею капіталу з країни. Зокрема, істотно загостряться проблеми ліквідності бізнесу, його боргової залежності та низької інвестиційної спроможності. Надмірна боргова залежність є характерною ознакою українських підприємств. Зокрема, упродовж 2013–2020 рр. агрегований коефіцієнт фінансової стійкості на рівні корпоративного сектора знизився із 53,0 до 39,0% при граничному мінімальному значенні у 75%. Прогнозується, що упродовж 2022–2023 рр. унаслідок розгортання платіжної кризи і викликаних знищенням матеріальних активів збитків, зниження фінансової стійкості корпоративного сектора на агрегованому рівні продовжиться,

внаслідок чого відбуватиметься звуження доступу підприємств до банківського кредитування через високі кредитні ризики.

В Україні вже йде робота над розробкою заходів та визначення пріоритетів повоєнного відновлення економіки. Улітку 2022 р. на міжнародній конференції в Лугано уряд України представив проєкт Плану відновлення та розвитку України[151], який визначає 15 основних програм, реалізація яких дасть можливість не лише відновити економіку країни, а і враховуватиме інтеграційні заходи зі вступу України в ЄС. Проєкт був визнаний міжнародною спільнотою основним рамковим документом, що декларує напрями процесу відновлення України. Варто зазначити, що цей план є амбітним, а його реалізація потребує чималих фінансових ресурсів, виділити які міжнародні партнери навряд чи зможуть. Водночас першочергового запровадження, на наш погляд, потребують ініціативи, які дадуть можливість «перезапустити» економіку та створять підґрунтя до подальшого розвитку.

Серед таких ініціатив доцільно виділити *створення трастового фонду для страхування військових ризиків для інвестиційних проєктів у пріоритетних секторах*. Зазначимо, що реалізація цієї ініціативи є надважливою, оскільки під час повномасштабної війни інвестиційні ризики в Україні зросли втричі (премія за ризик країни для України у 2022 р. підвищилася на 10,9 п.п. – з 6,4 до 17,3 п.п.)[152]. Зважаючи на те, що бойові дії тривають, надмірний інвестиційний ризик буде зберігатися й надалі, що нівелює можливості залучення в економіку інвестицій, зокрема іноземних. Окремі міжнародні партнери підтримали ініціативу щодо страхування військових ризиків і готові сприяти цьому. Зокрема, Японія для покриття воєнних ризиків при інвестуванні в Україну, спрямувала 23 млн дол. США в Багатостороннє агентство з гарантування

[151] План відновлення України. URL: https://recovery.gov.ua/

[152] Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення : наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/8/Finansy-pidpryiemstv-Ukrainy-pidchas-vijny.pdf

інвестицій (MIGA)[153]. Також ЄБРР підписав угоду з MIGA щодо страхування фінансових ризиків реалізації Програми стимулювання торгівлі[154], основною метою якої в Україні є збільшення можливостей експорту вітчизняної продукції. Водночас залучення більшого кола іноземних країн до участі в проєкті страхування воєнних ризиків дасть змогу збільшити потенційне коло іноземних інвесторів, готових інвестувати в Україну, знизить їх інвестиційні ризики. Поряд із цим доцільним видається створення вітчизняного трастового фонду (який фінансуватиметься в рамках Фонду відновлення) для державного страхування ризиків внутрішніх інвесторів при реалізації пріоритетних проєктів. Це дасть змогу збалансувати інвестиційні ризики внутрішнього інвестора і створити конкурентні умови для бізнесу.

Істотного вдосконалення потребує державна політика залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Зокрема, в останні десятиліття склалася ситуація, коли ПІІ, вкладені в Україну, за своєю істинною суттю переважно були нічим іншим, як виведеним раніше вітчизняним капіталом. Офшоризація вітчизняного бізнесу стала такою собі «нормою» і поширеною практикою, що давала змогу убезпечити капітал від внутрішніх політичних та економічних ризиків, знизити податкове навантаження тощо[155]. Водночас світовий досвід свідчить, що у перші роки повоєнного відновлення приплив іноземних інвестицій в країну є малоймовірним – це обумовлено істотними інвестиційними ризиками та звуженням внутрішнього ринку. Тому розраховувати на інвестиційний бум в Україні у перші повоєнні роки, як декларують деякі вітчизняні діячі[156], на наш погляд, занадто оптимістично і безпідставно.

---

[153] Япония стала первой страной, которая покроет военные риски при инвестициях в Украину. URL: https://ukrrudprom.com/news/YAponiya_stala_pervoy_stranoy_kotoraya_pokroet_voennie_riski_pri_investitsiyah_v_Ukrainu.html

[154] Покриття ризиків торговельного фінансування: ЄБРР та MIGA об’єднують зусилля. URL: https://euneighbourseast.eu/uk/news/latest-news/pokryttya-ryzykiv-torgovelnogo-finansuvannya-yebrr-ta-miga-obyednuyut-zusyllya

[155] Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив іноземного капіталу на економічний розвиток України. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 1. С. 47–62.

[156] Свириденко Ю. Країна можливостей: чому інвестор прийде в Україну. *Економічна правда.* URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/09/29/691997/

Вирішення питання щодо офшоризації капіталів лежить у площині зміцнення системи захисту прав власності в Україні, забезпечення дієвості та прозорості судової системи, захисту прав кредиторів, а також впровадження європейських норм корпоративного управління. Зазначені проблеми є системними для України, тягар їх невирішення країна несла не один десяток років. У свою чергу для залучення іноземних інвестицій у повоєнний період необхідна активізація діяльності в рамках Закону України «Про державну підтримку інвестиційних проєктів із значними інвестиціями в Україні», якою опікується UkraineInvest. З метою сприяння залученню іноземних інвестицій для повоєнного відновлення бізнесу пропонується:

– *створення Національного фонду структурної трансформації економіки (Національного банку розвитку) для фінансово-кредитної підтримки створення нових високопродуктивних виробництв / модернізації існуючих виробництв в обробному секторі промисловості.* Створення фінансової установи такого типу є актуальним для України питанням, яке обговорюється в експертних колах вже не один рік. Ми неодноразово піднімали тему доцільності створення Банку розвитку в Україні[157] і вважаємо, що за його допомогою можливо вирішити важливі проблеми економіки, зокрема щодо реалізації пріоритетів розвитку країни, що м’яко сприятиме структурній перебудові економіки; розширення доступу бізнесу до дешевого кредитування, покращення ефективності та контролю за державними інвестиційними проєктами тощо.

– *впровадження індикативного планування для реалізації проєктів інвестиційного меню*. Зважаючи на зростаючу роль держави в економіці, необхідність впровадження індикативного планування є безсумнівною. Як ми вже зазначали, воно повинно охоплювати не лише реалізацію інвестиційних проєктів, а й поширюватися на секторальний розвиток. Заходи щодо державного

[157] Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України: колективна монографія / за ред. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. 306 с. URL: http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf

стимулювання пріоритетів розвитку повинні здійснюватися в рамках плану відновлення економіки та мати чіткі індикатори ефективності.

– адаптація вітчизняних виробників до стандартів ЄС та налагодження співпраці з європейським ритейлом. Продукція вітчизняних товаровиробників є якісною та може бути конкурентоспроможною на європейських ринках. Однак вихід на ринки Європи для багатьох з підприємств є складним завданням. Відсутність досвіду роботи на європейському ринку, низька обізнаність щодо умов цього ринку та значні відмінності в технічних моментах роботи чинять вітчизняному товаровиробнику штучні перепони. Проте на тлі значної зацікавленості Україною у світі наразі для товаровиробників існує вікно можливостей потрапити на європейські ринки. Яскравим прикладом успішної співпраці з європейським ритейлом є вихід вітчизняних виробників на ринок Данії. За ініціативи скандинавського гіганта ритейлу Coop на ринку Данії на сьогодні представлено декілька вітчизняних товаровиробників продукції і їх список розширюватиметься[158]. Варто зазначити, що вітчизняні товари з'явились на ринку Данії завдяки зацікавленості ритейлера, який цілеспрямовано шукав вітчизняних контрагентів, а не навпаки. Збільшити зацікавленість вітчизняними виробництвами допоможе, на наш погляд, проведення профільних конференцій, презентацій вітчизняних виробництв на зарубіжних майданчиках, а також стандартизація продукції до вимог ЄС.

Першочергова реалізація таких ініціатив дасть можливість розвиватися корпоративному сектору, забезпечить його фінансовим ресурсом та підвищить попит на продукцію. У свою чергу, корпоративний сектор забезпечить збільшення попиту на трудовий ресурс та підвищення рівня життя населення.

Після фінансової кризи 2008–2009 рр. світова спільнота одностайно закликала уряди країн до концентрації уваги на розвитку промисловості, трансформації економіки на користь зайнятості та загального зростання на базі

[158] Петрушко Л. «Найкращий спосіб допомогти – робити спільний бізнес». Як гігант ритейлу з Данії відкривав шлях українським підприємцям на скандинавську полицю Forbes. URL: https://forbes.ua/company/naykrashchiy-sposib-dopomogti-robiti-spilniy-biznes-yak-gigant-riteylu-z-danii-vidkrivav-shlyakh-ukrainskim-pidpriemtsyam-na-skandinavsku-politsyu-28032023-12665

створення доданої вартості та підвищення продуктивності через індустріалізацію як центральну стратегію досягнення цієї трансформації[159]. Водночас експерти[160] зазначають, що для України великим ризиком повоєнного періоду є саме деіндустріалізація. Зважаючи на значні пошкодження промислових об'єктів, істотні фінансові втрати корпоративного сектора зниження промислового потенціалу є досить імовірним та загрозливим сценарієм майбутнього.

Завадити розвитку такого сценарію допоможе відбудова України, спрямована не на збереження колишньої структури економіки, а на реформування економіки країни як індустріально розвиненого, повноцінного члена ЄС. У зв'язку з цим для України питання визначення пріоритетів економічного розвитку (локомотивів розвитку) та побудова на цій основі концепції розвитку економіки на майбутнє є вирішальним. Наразі в українських суспільно-політичних колах точаться дискусії щодо обрання таких пріоритетів. Є думки, що пріоритетами розвитку повоєнної економіки будуть: АПК (харчова промисловість), медицина, будівництво та легка промисловість[161]. Інші ж наполягають на ключовій ролі машинобудування[162], інфраструктури[163]. Урядом же визначено декілька пріоритетів розвитку, зокрема: АПК, IT та воєнно-промисловий комплекс. І якщо останній пріоритет, враховуючи «небезпечних сусідів», є беззаперечним, то два інших, на наш погляд, викликають запитання.

Слід зазначити, що АПК як пріоритет визначається в Україні не вперше. Протягом багатьох років держава позиціонує себе як аграрну країну, здатну

[159] Саліхова О.Б. Ренесанс державної інтервенції у промисловий розвиток: останні світові тенденції та уроки для України. *Економіка України*. 2015. № (646). С. 19–38.

[160] Новиков С. Украине грозит деиндустриализация, меры нужно принимать уже сейчас, - эксперты. *РБК-Україна*. URL: https://www.rbc.ua/ukr/news/ukrayini-zagrozhue-deindustrializatsiya-zahodiv-1674223435.html

[161] Елла Лібанова: «Люди повертатимуться, якщо буде робота і де жити». URL: https://zhitomir-online.com/2023/05/23/ella-libanova-lyudy-povertatymutsya-yakscho-bude-robota-i-de-zhyty.html

[162] Булєєв І.П., Брюховецька Н.Ю., Чорна О.А. Модернізація промисловості шляхом імпортозаміщення та локалізації виробництва у машинобудуванні. *Економічний вісник Донбасу*. 2021. № 1 (63). С. 37–51.

[163] Амоша О.І., Амоша О.О. Щодо формули стратегії повоєнної перебудови економіки. *Економіка промисловості*. 2023. № 1 (101). http://doi.org/10.15407/econindustry2023.01.069

нагодувати світ. У 2021 р. частка вітчизняного експорту продукції рослинного походження та жирів та олії тваринного або рослинного походження становила 33,2% від загального його обсягу. Тобто третина експорту України – це необроблене зерно та олія, що є експортом з низькою часткою доданої вартості. Це закріплює статус сировинної економіки країни та консервує хронічну проблему від'ємного торгового балансу країни. Умовно кажучи, продаючи дешеву сировину, ми купуємо дорогі знаряддя праці для виготовлення цієї сировини. І це коло неможливо розірвати, маючи пріоритетом економічного розвитку країни АПК без належного розвитку переробної промисловості. У цьому контексті доцільно, на наш погляд, навести слова відомого економіста Е. Райнерта: «слід продавати не ресурси, а розвивати виробничу галузь, у якій країна є світовим лідером, що стане джерелом валюти, і це дозволить тримати баланс»[164]. Висловлене нами зауваження не нівелює важливості розвитку АПК в Україні, ми лише підкреслюємо необхідність реформування зазначеної політики, що має значні вади.

Щодо ІТ-галузі, то вона дійсно є перспективною та конкуренто-спроможною на зовнішніх ринках. Упродовж останнього десятиліття ІТ-галузь в Україні стрімко розвивається і лише упродовж 2016–2021 рр. її експортна виручка зросла у 3,5 раза зі щорічним приростом у 1–1,5 млрд дол. США. Навіть після повномасштабного вторгнення ІТ-галузь змогла втримати свої позиції та значно наростити експорт послуг. У 2022 р. експорт комп'ютерних послуг становив 7,35 млрд дол. США, що на 5,8% більше від результатів попереднього року [165]. Однак слід врахувати, що галузь розвивалась не завдяки допомозі держави, а за рахунок зростаючого попиту на зовнішніх ринках і значної частини освіченого населення, яке здатне швидко навчатися новому. Міцність і адаптивність галузі доводить, що вона здатна розвиватись без надмірної уваги держави до неї, а підтримка її розвитку лежить у площині

[164] Райнерт Ерік. Як багаті країни стали багатими, і чому бідні залишаються бідними. Київ: Самміт-Книга, 2019. 416 с.

[165] Фактор успіху. Вісім лідерів українського ІТ-бізнесу про результати 2022-го і те, куди рухатиметься ринок. URL: https://forbes.ua/innovations/faktor-uspikhu-visim-lideriv-ukrainskogo-it-biznesu-pro-rezultati-2022-go-i-te-kudi-rukhatimetsya-rinok-28022023-11995.

підвищення якості освіти фахівців, тобто реформуванні освітнього процесу та підвищення попиту на внутрішньому ринку (цифровізація виробництва)[166].

Зважаючи на важливість дискусії щодо виділення пріоритетів розвитку економіки, ми в свою чергу вважаємо доцільним визначити також першочергові пріоритети державної політики. Такими повинні стати: по-перше, чітке визначення збитків та їх відшкодування за рахунок заморожених активів агресора, по-друге, відновлення соціальної та житлової інфраструктури, по-третє, розбудова фінансової інфраструктури довгострокового кредитування та впровадження реформи корпоративного управління та захисту прав власності, що дасть поштовх для припливу іноземних інвестицій. Реалізація цих кроків дасть можливість частково повернути бізнесу втрачені ресурси, забезпечить його робочим капіталом (масового повернення українських біженців не відбудеться без відбудови соціальної інфраструктури та житлового фонду) та забезпечить фінансовим ресурсом для подальшого розвитку.

Паралельно з цим доцільно формувати каркас реформування повоєнної економіки України, зокрема концентруватися на пріоритетах розвитку. До них, на наш погляд, слушно включити:

– *переробну промисловість* (має широкий спектр, починаючи від виробництв переробки зерна і закінчуючи нафтопереробними виробництвами та розвитком «*зеленої*» *металургії*). Так, металургійна галузь до початку повномасштабної війни займала лідируючі позиції. Експорт металургійного виробництва у 2021 р. становив 16 млрд дол. США, або 23,5% загального експорту України. Під час повномасштабної війни найбільші підприємства цієї галузі були знищені, інші зазнали пошкоджень. Водночас масштабне відновлення інфраструктури потребуватиме значної кількості металургійної продукції, а дотримання принципів вуглецевої нейтральності спонукає до переходу від традиційних методів виплавки сталі до «зеленої» електрометалургії;

[166] Єршова Г.В. Вплив війни на діяльність ІТ-галузі в Україні та подальші перспективи розвитку. *Science of XXI Century: Development, Main Theories And Achievements*. FIN. Helsinki, 2 December 2022. P. 9–11.

– *освіту*. Підвищення ефективності освітнього процесу повинно стати одним із головних пріоритетів країни. Підвищення продуктивності праці є невирішеною проблемою в Україні, а технологічне удосконалення виробництв потребує істотного припливу кваліфікованих кадрів. Поряд із цим освітній процес має перебувати в синергії з виробничими потребами і постійно вдосконалюватися.

Реалізація кожного з окреслених пріоритетів є надскладним завданням і потребує комплексного підходу побудови державних стимулів та удосконалення законодавчої бази. Однак без переходу на інноваційні, технологічно досконалі виробництва існуючі в економіці дисбаланси подолати не вдасться.

ВИСНОВКИ

1. Упродовж довготривалого періоду макрофінансової нестабільності, який розпочався з кризою 2008–2009 рр. і триває дотепер, в Україні *сформувались і поширились захисні стратегії фінансування корпоративного бізнесу*, ознаками яких є фінансування бізнесу коштами власників, які надаються підприємствам як позики; акумуляція ліквідного капіталу поза межами фінансової системи України та мінімізація банківських кредитів у структурі боргу. Пристосовуючись у такий спосіб до макрофінансової нестабільності, корпоративний бізнес мінімізує валютні, інфляційні та кредитні ризики.

2. Крім хронічної макрофінансової нестабільності, корпоративний бізнес в Україні також змушений *адаптуватися і до неякісного інституціонального середовища*, насамперед до високих ризиків втрати капіталу внаслідок шахрайських дій контрагентів, рейдерського захоплення бізнесу. Слабкість контролю за корупцією та верховенства права в Україні засвідчує ряд факторів, які впливають на функціонування бізнесу, зокрема значна невідповідність захисту прав великих і малих суб’єктів господарювання, довготривалість, непередбачуваність та дорожнеча судових процесів. Формами пристосування бізнесу до наявних викривлень інституціонального середовища стали квазіризикова і шахрайська моделі фінансування бізнесу в Україні. Ознаками використання захисних стратегій фінансування бізнесу є високе значення частки непокритих зобов’язань, яка розраховується як одиниця мінус співвідношення активів і зобов’язань підприємства і позитивний грошовий потік при від’ємному значенні власного капіталу упродовж трьох та більше років. Основним критерієм розмежування між квазіризиковою та шахрайською моделями фінансування є використання першою офшорів для акумуляції ліквідного капіталу. Захисні стратегії фінансування бізнесу в Україні виконують одночасно функції захисту і від наслідків фінансових криз, і від

поширення свавілля та неправових методів вирішення фінансових суперечок, включаючи також податкову сферу.

3. Після початку повномасштабної війни проти України *умови фінансування корпоративного бізнесу суттєво погіршилися* внаслідок виникнення додаткового (воєнного) ризику, викликаного високою вірогідністю збитків унаслідок знищення/руйнування виробничих активів, втрати контролю власниками за підприємствами на окупованих територіях на тлі значного поглиблення макрофінансових дисбалансів. Індикаторами підвищення систематичного ризику в 2022 р. були зростання премії за ризик країни (втричі) і процентних ставок, що суттєво погіршило умови доступу підприємств до капіталу на фінансових ринках.

4. Підвищення систематичного ризику *не спричинило катастрофічних наслідків для більшості підприємств корпоративного сектора*, які застосовували захисні стратегії фінансування і не залучали капітал на фінансових ринках, у т.ч. – банківські кредити, натомість зберігаючи його в офшорах та у тіньовому секторі. Під час війни цілком очікувано посилилась відірваність банківського сектора від корпоративного бізнесу, про що свідчать зменшення частки кредитного портфеля з 45,2 до 38,1% та збільшення частки депозитних сертифікатів НБУ в активах банків з 9,0 до 16,8%.

5. За попередніми оцінками загальні втрати усього корпоративного бізнесу, включаючи великі, середні та малі підприємства, викликані прямими та непрямими збитками за перший рік повномасштабної війни становили 42% їх балансової вартості власного капіталу на початок 2022 р. (31% ВВП за 2022 р.). Під час війни та у повоєнний період дефіцит власного капіталу залишатиметься ключовою перешкодою для фінансування бізнесу на ринкових умовах. Рекапіталізація постраждалих від війни підприємств, включаючи компенсацію прямих збитків, є першочерговим завданням нульового циклу повоєнного відновлення. Не очікуючи закінчення війни, частина бізнесу вже в 2022–2023 рр. використовували власні резерви, зокрема й тіньові, для відновлення знищених виробничих потужностей, що підтверджує ефективність захисних стратегій фінансування в умовах війни.

6. Для о*рганізації системної роботи з рекапіталізації постраждалих від війни підприємств* доцільно : 1) створити окремий електронний реєстр прямих збитків бізнесу, до яких призвело фізичне знищення основних засобів, виробничих запасів та інших матеріальних активів; законодавчо закріпити ведення реєстру за спеціальною фінансовою установою; 2) встановити стандартизовану процедуру визначення суми прямих збитків постраждалих від війни підприємств, яка не передбачає залучення оцінювачів; 3) розробити і запровадити правила компенсації витрат на відновлення знищених/пошкоджених матеріальних активів, які фінансувались за рахунок власних коштів підприємств або банківських кредитів у період з початку війни до створення реєстру.

7. Банківська система України у фінансуванні корпоративного бізнесу не лише не відігравала вагомої ролі, а навпаки – сприяла *створенню спекулятивної моделі фінансової системи в Україні.* Надання НБУ абсолютної незалежності створило передумови для проведення ним політики, що відхиляється від загальноекономічної політики держави. Для посилення ролі НБУ у повоєнному відновленні корпоративного бізнесу доречно підготувати та внести до Конституції України зміни щодо основної функції та ролі Нацбанку виклавши їх у редакції: «Національний банк повинен через грошово-кредитну політику й забезпечення цінової та курсової стабільності грошової одиниці та помірного рівня процентних ставок сприяти довгостроковому економічному зростанню країни і максимальній зайнятості населення».

8. Під час війни *руйнування банківської системи України вдалося уникнути.* Оперативне ухвалення змін до законодавства та рішень НБУ щодо роботи банківської системи в період запровадження воєнного стану в 2022 р. надало змогу забезпечити фінансову стабільність та не допустити кризи на банківському ринку у перші місяці повномасштабної війни, незважаючи на панічні настрої населення та вилучення ним коштів з банків. Запровадження на початку повномасштабної війни адміністративних обмежень по операціях з іноземною валютою та відмова від вільно плаваючого валютного курсу у поєднанні з зовнішнім фінансуванням забезпечили відносну стабільність на

валютному ринку, обмежили відплив валюти за кордон та стримали девальваційні процеси, що дало змогу уникнути масштабних збитків корпоративного бізнесу від курсових різниць.

9. Українські *банки зберегли значний потенціал для фінансування корпоративного бізнесу.* Загальні обсяги ліквідних коштів банків (включаючи депозитні сертифікати НБУ) упродовж 2022 р. зросли на 278 млрд грн, що становить потенційне джерело розширення кредитування бізнесу в перспективі. Таке «замороження» капіталу в ліквідних коштах банків стало наслідком як підвищення систематичного ризику, так і суттєвого погіршення фінансового стану підприємств та їх декапіталізації.

10. В умовах системного профіциту ліквідності банківського сектора України в 2022 р. *дискусійним було рішення НБУ щодо підвищення у червні 2022 р. облікової ставки до 25% річних* та розширення коридору процентних ставок за монетарними операціями з банками, що мало такі негативні наслідки: зростання процентних витрат НБУ за депозитними сертифікатами з 10,7 млрд грн у 2021 р. до 40,8 млрд грн. у 2022 р.; збільшення витрат державного бюджету на обслуговування військових ОВДП; посилення «відірваності» банківського сектора України не лише від потреб корпоративного бізнесу, а й від потреб фінансування державного бюджету (обсяги ОВДП у власності банків за 2022 р. зменшилися майже на 60 млрд грн); збільшення витрат державного бюджету на підтримку пільгового кредитування бізнесу.

11. Війна *загострила негативні тенденції у фінансуванні великого та середнього бізнесу*, проявом чого стало зростання залежності від короткострокових джерел фінансування на тлі їх декапіталізації. Агрегований чистий збиток частини великих і середніх підприємств виробничих секторів, які продовжували діяльність під час повномасштабної війни, за оперативними даними за 9 міс. 2022 р. становив 156,1 млрд грн, що у чотири рази перевищує збиток за аналогічний період «ковідного» 2020 р. і відповідає втраті 9,5% балансової вартості власного капіталу.

12. Для *розширення доступу великого та середнього бізнесу до фінансування на ринкових засада*х, включаючи отримання кредитів та

залучення коштів на фондових ринках, необхідно: 1) запровадити механізм страхування воєнних ризиків, що дасть змогу знизити ризики інвестування; 2) підвищити якість складання та аудиту фінансової звітності підприємств як необхідної умови для відповідності критеріям банківського кредитування; 3) забезпечити відповідність позичальників кращим міжнародним практикам комплаєнсу, фінансового моніторингу та корпоративного управління.

13. Для розширення доступу підприємств до фінансування, що надається спеціальними інституціями (фондами) повоєнного відновлення, у т.ч. створеними у зарубіжних країнах необхідно: (1) запровадити постійне інформування та надання консультацій про факт існування таких програм, розкриття вимог для участі у них та правил оформлення учасниками документів; (2) створити єдину електронну інформаційну бази щодо всіх державних і міжнародних програм державної та міжнародної фінансової підтримки бізнесу та рекомендаціями щодо оформлення заявок на її отримання.

14. Під час війни держава має *обмежені фінансові можливості підтримки бізнесу* через критичну ситуацію з доходами бюджету і необхідністю першочергового фінансування пріоритетних (захищених) статей. Загальні планові обсяги прямої державної фінансової підтримки бізнесу в 2022 р. становили 0,6% видатків бюджету, що покриває 1,1% загальних втрат бізнесом капіталу за 2022 р. (за попередніми оцінками), і не чинили відчутного впливу на агреговані показники фінансів корпоративного сектора. Можливості держави для фінансування програм підтримки бізнесу під час війни залишатимуться обмеженими і можуть використовуватися лише для допомоги, яку доречно спрямувати на підтримку життєздатних бізнесів, що не спроможні відновити платоспроможність і виробництво у інший спосіб.

15. Для підвищення ефективності використання обмежених фінансових можливостей держави необхідно визначити і закріпити *пріоритети повоєнного відновлення, забезпечивши їх повноцінне фінансування (пільгове державне кредитування)*. Такими пріоритетами повинні стати: 1) чітке визначення прямих збитків та їх подальше відшкодування за рахунок країни-агресора, 2) відновлення соціальної та житлової інфраструктури, 3) розбудова фінансової

інфраструктури довгострокового кредитування та впровадження реформи корпоративного управління і захисту прав власності, що дасть поштовх для припливу іноземних інвестицій. Реалізація цих кроків дасть можливість частково відшкодувати бізнесу збитки, до яких призвела війна, забезпечить його робочим капіталом та фінансовими ресурсами для подальшого розвитку.

16. У повоєнний період Україна відчуватиме *об'єктивно обумовлений дефіцит внутрішніх джерел фінансування для відновлення корпоративного бізнесу* – коштів бюджету, банківських кредитів та власних коштів підприємств. Потенційними джерелами покриття дефіциту можуть бути лише зовнішні джерела фінансування – іноземна фінансова допомога у формі грантів та пільгових кредитів від країн-партнерів, а також залучення іноземних інвестицій (прямих і портфельних), включаючи реінвестиції раніше виведених з господарського обороту тіньових капіталів. Якщо отримання фінансової допомоги від країн-партнерів – це політичне питання, то залучення іноземних інвестицій – це питання спроможності держави провести необхідні реформи у напрямі створення дружнього до бізнесу інституціонального середовища.

17. Концептуальною основою фінансування повоєнного відновлення бізнесу в Україні має стати *поєднання капіталів, залучених із внутрішніх та зовнішніх джерел*, що й визначає першочергові завдання державної політики у цій сфері: 1) створення такого інституціонального механізму / спеціалізованого банку розвитку (зі статусом юридичної особи) для фінансування повоєнного відновлення бізнесу, якому би довіряли та який би унеможливлював неефективне використання коштів; 2) перезапуск ринкових механізмів фінансування бізнесу (банківське кредитування, прямі та портфельні інвестиції) в умовах значної невизначеності та зависокого систематичного ризику, включаючи впровадження спеціальних фінансових механізмів страхування «воєнних ризиків» та надання гарантій інвесторам та кредиторам.

ДОДАТКИ

Додаток А

Оцінка інституціонального середовища в Україні за методологією Світового банку, 1990–2020 рр.

Years	Political stability and absence of violence			Control of corruption			Government effectiveness			Regulatory quality			Rule of Law			Voice and accountability		
	Estimation	Std, error	Percentile rank	Estimation	Std, error	Percentile rank	Estimation	Std, error	Percentile rank	Estimation	Std, error	Percentile rank	Estimation	Std, error	Percentile rank	Estimation	Std, error	Percentile rank
1996	-0,15	0,41	42,55	-1,11	0,26	13,44	-0,67	0,18	27,87	-0,42	0,28	33,70	-0,82	0,19	22,61	-0,32	0,24	39,50
1998	-0,12	0,35	39,89	-1,27	0,17	5,15	-0,88	0,20	18,13	-0,76	0,25	22,28	-1,00	0,19	18,60	-0,24	0,21	43,28
2000	-0,41	0,34	32,28	-1,15	0,18	8,63	-0,70	0,20	26,15	-0,53	0,23	29,23	-1,11	0,16	14,36	-0,61	0,18	30,85
2002	-0,30	0,30	33,86	-1,05	0,16	11,62	-0,62	0,18	30,10	-0,58	0,20	30,10	-0,81	0,16	24,75	-0,52	0,15	33,33
2003	-0,36	0,29	34,67	-0,93	0,16	16,16	-0,58	0,18	32,14	-0,56	0,17	30,10	-0,78	0,17	25,25	-0,59	0,15	30,85
2004	-0,47	0,29	29,61	-0,93	0,15	16,59	-0,60	0,19	32,51	-0,40	0,18	39,41	-0,76	0,15	26,32	-0,67	0,15	28,37
2005	-0,29	0,28	37,38	-0,72	0,14	25,85	-0,64	0,18	32,35	-0,54	0,16	32,35	-0,78	0,16	27,27	-0,29	0,16	39,42
2006	-0,04	0,25	43,96	-0,75	0,14	24,88	-0,49	0,19	36,59	-0,52	0,18	31,86	-0,80	0,15	24,88	0,05	0,13	47,60
2007	0,17	0,24	48,79	-0,80	0,13	21,36	-0,67	0,20	29,13	-0,43	0,17	36,41	-0,73	0,14	27,27	0,06	0,12	49,52
2008	0,04	0,24	45,67	-0,84	0,13	19,90	-0,72	0,20	27,18	-0,53	0,18	33,01	-0,68	0,13	27,40	0,09	0,13	50,48
2009	-0,30	0,24	34,12	-1,04	0,13	15,79	-0,83	0,20	21,53	-0,57	0,17	32,06	-0,76	0,13	27,01	0,06	0,13	50,24
2010	0,01	0,24	45,50	-1,03	0,13	16,19	-0,78	0,20	24,40	-0,52	0,16	33,97	-0,81	0,13	25,12	-0,08	0,13	45,02
2011	-0,07	0,24	43,60	-1,05	0,13	15,64	-0,82	0,20	21,33	-0,60	0,15	29,86	-0,82	0,12	23,94	-0,13	0,12	44,60
2012	-0,09	0,22	41,71	-1,08	0,12	12,80	-0,58	0,20	32,23	-0,60	0,17	29,86	-0,78	0,12	26,29	-0,28	0,12	40,38
2013	-0,78	0,23	20,85	-1,13	0,12	11,37	-0,65	0,20	31,28	-0,62	0,17	30,33	-0,80	0,12	23,94	-0,32	0,12	37,56
2014	-2,02	0,19	5,71	-0,99	0,12	14,90	-0,41	0,21	39,90	-0,63	0,17	29,33	-0,79	0,13	23,08	-0,14	0,12	43,35
2015	-1,96	0,20	5,24	-0,98	0,12	14,90	-0,52	0,21	34,62	-0,59	0,17	29,81	-0,81	0,13	22,12	-0,09	0,13	43,84
2016	-1,86	0,20	6,67	-0,81	0,13	21,15	-0,57	0,20	32,21	-0,43	0,17	36,06	-0,77	0,15	24,52	0,00	0,12	47,78
2017	-1,87	0,21	6,67	-0,78	0,12	22,12	-0,46	0,20	35,58	-0,32	0,18	40,38	-0,71	0,14	25,48	0,01	0,12	47,29
2018	-1,87	0,21	5,66	-0,87	0,13	18,27	-0,41	0,20	38,46	-0,30	0,18	40,38	-0,72	0,13	24,04	-0,04	0,13	43,48
2019	-1,42	0,23	8,96	-0,76	0,14	25,48	-0,30	0,20	39,90	-0,26	0,18	42,31	-0,70	0,14	25,48	0,02	0,12	46,86
2020	-1,16	0,23	12,26	-0,78	0,14	23,56	-0,36	0,22	38,94	-0,30	0,19	40,87	-0,67	0,14	27,40	0,09	0,12	51,69

Джерело: побудовано автором на основі джерела Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents

Додаток Б

Політичні ризики в Україні за методологією ICRG в 1998–2016 рр.

Вид ризику	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Government Stability	9,00	8,83	8,75	7,50	6,17	7,25	7,71	8,00	6,58	6,17	7,38	6,00	7,63	7,50	7,13	6,63	5,54	6,92	7,33
2. Socieonomic Conditions	3,00	3,00	3,00	3,75	5,00	5,00	5,88	6,50	6,50	6,50	6,29	4,17	4,00	4,58	5,00	4,88	4,50	4,50	5,04
3. Investment Profile	5,00	5,00	3,33	4,71	5,50	6,00	6,58	7,71	8,00	8,00	7,50	6,00	5,88	5,67	6,50	6,29	6,00	7,13	7,96
4. Internal Conflict	11,00	10,33	7,58	7,00	8,21	9,50	9,50	10,50	10,50	10,50	10,71	10,08	10,00	10,00	10,42	10,25	7,46	7,33	7,46
5. External Conflict	11,00	11,00	11,00	11,00	10,88	9,83	9,50	9,50	9,63	10,00	9,83	9,50	9,96	10,00	10,00	9,96	8,17	7,04	7,00
6. Corruption	3,00	3,00	2,33	1,83	1,00	1,00	1,00	1,71	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,67	1,50	1,50	1,50	1,67
7. Military in Power	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
8. Religious Tensions	6,00	6,00	6,00	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
9. Law and Order	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
10. Ethnic Tensions	5,00	4,33	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
11. Democratic Accountability	5,00	4,00	3,33	2,08	2,00	2,00	2,63	4,75	5,38	5,50	5,50	5,50	5,38	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
12. Bureaucratic Quality	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
0. Total	68,00	65,50	59,33	57,38	57,75	59,58	61,79	67,67	67,58	67,67	68,21	62,25	63,83	63,75	64,71	63,50	57,17	58,42	60,46

Джерело: систематизовано за відкритими джерелами.

Додаток В

Таблиця В.1

Частка власного капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств АПК у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	50,1	49,9	48,5	52,7
2014	42,0	42,5	41,5	42,5
2015	40,1	47,2	40,7	36,0
2016	24,0	41,0	39,7	13,9
2017	47,9	42,7	50,5	47,0
2018	49,1	58,9	53,6	41,3
2019	50,7	55,5	53,5	45,7
2020	54,2	53,8	57,2	51,3
2021	59,2	59,1	60,0	58,5

Джерело: ДССУ

Таблиця В.2

Частка довгострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств АПК у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	13,7	10,1	15,9	11,8
2014	16,1	13,2	19,0	13,1
2015	9,9	7,0	12,7	8,1
2016	4,0	4,1	8,5	1,9
2017	6,5	3,5	8,8	5,1
2018	8,4	5,9	7,1	10,5
2019	9,0	9,1	7,5	10,7
2020	6,8	9,4	7,8	4,8
2021	6,5	10,0	7,5	3,7

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.3

Частка короткострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств АПК у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	36,1	40,0	35,6	35,4
2014	41,9	44,3	39,6	44,3
2015	49,9	45,8	46,5	55,8
2016	71,9	54,9	51,8	84,2
2017	45,6	53,8	40,7	48,0
2018	42,5	35,2	39,3	48,2
2019	40,2	35,4	38,9	43,7
2020	39,0	36,8	35,0	43,9
2021	34,3	30,9	32,5	37,8

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.4

Частка власного капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств добувної промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	43,7	47,9	23,8	17,8
2014	38,5	48,6	-20,2	17,9
2015	31,0	43,5	5,0	-107,7
2016	31,3	-	-	-89,3
2017	32,3	43,8	-6,1	-56,2
2018	34,8	44,8	27,5	-130,2
2019	40,5	-	-	-46,2
2020	40,8	50,5	-2,6	-4,0
2021	46,9	62,0	-24,0	-13,0

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.5

Частка довгострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств добувної промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	18,2	16,9	25,1	24,4
2014	19,6	17,5	33,1	20,6
2015	16,5	12,0	32,9	37,1
2016	15,5	-	-	41,3
2017	13,6	10,6	27,7	21,0
2018	12,6	10,9	11,8	49,7
2019	13,0	-	-	45,0
2020	18,3	18,0	16,0	30,6
2021	15,1	12,5	26,1	28,4

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.6

Частка короткострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств добувної промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Роки	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	38,1	35,2	51,2	57,6
2014	41,9	33,9	87,1	61,4
2015	52,4	44,5	62,1	170,6
2016	53,1	-	-	148,0
2017	54,1	45,6	78,4	135,3
2018	52,6	44,4	60,7	180,5
2019	46,5	-	-	101,2
2020	40,9	31,5	86,7	73,4
2021	38,1	25,5	97,9	84,6

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.7

Частка власного капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств харчової промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Рік	Підприємства загалом	Великі	Середні	Малі
2013	29,6	34,5	28,6	-2,5
2014	22,1	25,2	20,6	9,9
2015	15,8	15,3	17,2	10,6
2016	13,4	15,6	12,4	5,3
2017	17,4	26,9	12,4	-6,5
2018	23,0	38,1	3,2	18,2
2019	30,4	39,2	21,6	14,0
2020	29,1	34,2	24,6	17,0
2021	29,6	34,7	24,9	18,3

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.8

Частка довгострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств харчової промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Роки	**Підприємства загалом**	**Великі**	**Середні**	**Малі**
2013	18,2	16,9	25,1	24,4
2014	18,4	17,5	20,3	14,0
2015	20,6	21,5	20,5	14,6
2016	21,6	22,3	21,2	19,9
2017	16,2	13,8	18,6	15,6
2018	15,8	14,7	16,8	16,3
2019	14,6	12,9	18,0	10,1
2020	11,2	9,9	13,2	10,6
2021	15,1	12,5	26,1	28,4

Джерело: ДССУ.

Таблиця В.9

Частка короткострокового позикового капіталу вітчизняних великих, середніх та малих підприємств харчової промисловості у 2013–2021 рр., *%*

Роки	**Підприємства загалом**	**Великі**	**Середні**	**Малі**
2013	52,0	47,9	51,0	88,5
2014	57,3	53,3	58,9	75,5
2015	62,6	62,4	61,6	69,6
2016	70,4	70,6	69,0	79,1
2017	66,8	58,4	70,9	90,2
2018	62,4	49,0	78,9	71,6
2019	58,3	50,9	65,3	75,4
2020	53,9	45,5	61,8	71,0
2021	56,5	49,7	63,1	70,0

Джерело: ДССУ.

Наукове видання

Зимовець Владислав Вікторович

Даниленко Анатолій Іванович

Гаркавенко Валентина Іванівна

Єршова Галина Вікторівна

Керімов Павло Олексійович

Корнилюк Анна Валентинівна

ТРАНСФОРМАЦІЇ У ФІНАНСУВАННІ КОРПОРАТИВНОГО БІЗНЕСУ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Наукова доповідь

За редакцією д-ра екон. наук В.В. Зимовця

Редактори: *І.І. Бажал, А.К. Кокошко*
Оригінал-макет: *С.В. Чимбай*

Підписано у світ 17.10.2023 р.
Об'єм даних 2,51 Мб

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011
тел. (044) 254-20-36, факс (044) 280-88-69
E-mail: eip@ief.org.ua