

УДК 336.71

С. В. Леонов, д-р екон. наук, професор

С. В. Дубовик, аспірант

ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», м. Суми, Україна

ФОРМУВАННЯ ПОПИТУ НА ІНВЕСТИЦІЙНІ БАНКІВСЬКІ ПОСЛУГИ В УКРАЇНІ: КОНЦЕПТУАЛЬНА МОДЕЛЬ

У роботі досліджено моделі рівноваги на ринку пропозиції фінансових ресурсів для участі в інвестиційних проектах, що реалізуються господарюючими суб'єктами. Проведено порівняльну характеристику різних способів фінансування компаній у розрізі вартості залучених коштів. Розроблено науково-методичний підхід щодо ідентифікації банками готовності конкретного підприємства користуватися інвестиційними банківськими послугами.

Ключові слова: інвестиційна банківська послуга, матриця альтернатив проектного фінансування, параметри впливу на рентабельність інвестицій, IPO за кордоном, інноваційно орієнтовані інвестиційні проекти, корегувальний коефіцієнт.

В работе исследованы модели равновесия на рынке предложения финансовых ресурсов для участия в инвестиционных проектах, реализуемых хозяйствующими субъектами. Проведена сравнительная характеристика различных способов финансирования компаний в разрезе стоимости привлеченных средств. Разработаны научно-методический подход к идентификации банками готовности конкретного предприятия пользоваться инвестиционными банковскими услугами.

Ключевые слова: инвестиционная банковская услуга, матрица альтернатив проектного финансирования, параметры воздействия на рентабельность инвестиций, IPO за рубежом, инновационно ориентированные инвестиционные проекты, корректирующий коэффициент.

It was researched the model equilibrium in the market of funds to finance investment projects implemented by economic subjects. It was made a comparative characteristics of different methods for financing companies in terms of cost of borrowed funds. It was developed the scientific and methodical approach to identify the banks willingness of a particular company to use the investment banking services.

Key words: investment banking, project financing alternatives matrix, options impact on return on investment, IPO abroad, innovation-oriented investment projects corrective factor.

Постановка проблеми. Вибір способів та інструментів фінансування крупних інвестиційних проектів компанії – відповідальний крок, що потребує зваженого, професійного підходу з боку топ-менеджменту. Останній під час здійснення такого вибору орієнтується на значну кількість факторів, зокрема: тривалість процесу залучення коштів та кількість процедур, які необхідно пройти для отримання доступу до вільних інвестиційних ресурсів; ступінь публічності та рівень розкриття компанією інформації, які вимагаються національним регулятором для конкретного типу фінансування; строк використання залучених коштів та необхідність гарантувати їх повернення тощо. Проте серед усіх критеріїв ключовими, як правило, є два наступні: мінімізація витрат на отримання фінансування та доступ інвесторів до управління підприємством.

Банківські установи на сьогодні виступають в Україні основними постачальниками та посередниками під час залучення компаніями зовнішнього фінансування. Всі без винятку фактори та умови впровадження інвестиційних проектів суб'єктами господарювання мають враховуватися фінустановами з метою максимально точної оцінки обсягу попиту на банківські послуги. З розвитком інфраструктури фондового ринку та розширенням сфери використання фінансових інструментів особливої актуальності набуває пропозиція банками інвестиційних послуг, ступінь поширення яких є відображенням рівня зрілості фінансової системи країни в цілому.

З огляду на зазначене, **метою** статті є розробка науково-методичного підходу щодо ідентифікації банками готовності конкретного підприємства користуватися інвестиційними банківськими послугами.

Аналіз досліджень і публікацій. Проблематика фінансування інвестицій у розвиток підприємницької діяльності та оптимальної структури капіталу розглядалася такими вітчизняними авторами, як С.В. Філіппова [16], О.І. Амоша [5], Н.В. Мішеніна [13], О.О. Терещенко [15], Л.П. Бондаренко [6], В.Б. Кочкодан [12] та інші. Так, Л.П. Бондаренко, розглядаючи можливість оптимізації співвідношення обсягів власно-

го і позикового капіталів для вітчизняних фінансово-промислових груп, оперує такою змінною, як «ціна формування» капіталу відповідного походження. Слід однак визнати, що ключовою передумовою максимізації економічної доданої вартості суб'єкта господарювання будь-якої організаційної форми та форми власності є зведення до мінімуму зазначеної «ціни формування».

Викладення основного матеріалу. Положення моделі Гаскона [17] щодо співвідношення вартості залучених коштів (1) без врахування транзакційних витрат компанії вважатимемо аксіомою з огляду на доведення, представлені роботах багатьох фахівців у галузі фінансування підприємств.

$$r_{md} < r_{ud} < r_{mb} < r_{id}, \quad (1)$$

де r_{md} – дивіденди за акціями, які котируються на фондовій біржі;

r_{ud} – дивіденди за акціями на позабіржовому ринку;

r_{mb} – доходність за корпоративними облігаціями;

r_{id} – ставка відсотку за кредитами, що видаються фінансовими посередниками.

На нашу думку, модель поведінки фірми під час вибору способу проектного фінансування можна описати як вибір між двома найкращими альтернативами, що обумовлюється такими процесами розвитку бізнесу:

а) зростання розміру та розширення ринків збуту підприємства;

б) ускладнення корпоративної структури компанії, участь в об'єднаннях.

Використовуючи механізм ринку ІБП, під час вибору форми, інструментів та способу фінансування «значимих» проектів (тобто порівнянних з розміром активів / власного капіталу) фірмі необхідно звертати увагу на такі змінні (фактори):

а) вибір етапу процедури фінансування, на якому треба звертатися за послугами фінансового посередника (ФП);

б) визначення необхідних ролі та функціональних завдань ФП;

в) вибір типу ФП та конкретної фінустанови, а також оцінка витрат на перехід до іншого посередника;

г) врахування законодавчих обмежень у країні розміщення головного офісу та за кордоном;

д) визначення типу винагороди для ФП (вибір між комісійною виплатою, твердими зобов'язаннями, безумовною участю банку в капіталі компанії тощо).

Застосування терміна «публічна компанія» є досить умовним вже з огляду на існування багатьох механізмів опосередкованого інвестування. Тому, наприклад, механізм створення «special purpose vehicle» (SPV) за кордоном чи емісії за посередництва інвестиційного банку може бути застосований компанією фактично ще до проведення ІРО на одному з вітчизняних майданчиків, незважаючи на законодавчі обмеження. З огляду на мінімальну встановлену межу власного капіталу компанії та значні накладні витрати використання ІРО прямого типу в Україні не набуло поширення.

З метою формалізації моделі попиту компаній на послуги ІБП проведемо ранжування інструментів фінансування за можливостями їх використання підприємствами (рис. 1). Важливими аспектами моделі є припущення щодо:

а) однакового можливого обсягу фінансування, який компанія може отримати, обираючи між двома суміжними альтернативами;

б) необов'язковості понесення компанією витрат на «перехід» до іншої фінансової послуги.



Рис. 1. Можливості фінансування української компанії відповідно до зростання її розміру та ускладнення корпоративної структури (авторська розробка)

Практичне використання банком побудованої на рисунку 1 схеми полягає у визначенні кластерів підприємств (як для існуючих, так і для потенційних клієнтів) з однаковим рівнем спроможності скористатися тією чи іншою банківською послугою, у тому числі – інвестиційною. Для цього пропонуємо сформувати матрицю наступного вигляду (табл. 1).

Таблиця 1

Матриця альтернатив фінансування проектів

PI\R	1	2	3	4	5
1	a	a,b	b,c	c,d	d,e
2	a,b	b,c	c,d	d,e	e,f
3	b,c	c,d	d,e	e,f	f,g/h
4	c,d	d,e	e,f	f,g/h	g/h, i
5	d,e	e,f	f,g/h	g/h, i	i

Примітка: R – річний дохід (виручка) компанії; PI – відношення дисконтованих грошових потоків (без врахування інвестицій) та дисконтованих кумулятивних інвестиційних вкладень.

Кожний елемент (клітина) матриці відповідає одинарному / парному набору альтернатив фінансових інструментів, які може використати компанія під час вибору джерела фінансування власного інвестиційного проекту. Зі зростанням обсягу річного доходу (виручки) підприємства (A) та рентабельності його інвестицій (PI) відбувається переформатування комбінацій зазначених альтернатив у напрямку поступового переходу від позиції «а» у верхньому лівому кутку матриці (1; 1) до позиції «і» у нижньому правому (5; 5). Таким чином, рішення банку щодо застосування тієї чи іншої послуги ґрунтується на врахуванні одночасно двох критеріїв – абсолютного та відносного.

Точні кількісні межі кожного з інтервалів для останнього критерію (рентабельність проекту) оцінити досить складно з огляду на існування значних відмінностей у нормі прибутковості різних напрямків діяльності (бізнесу, операцій тощо). Формалізація питання визначення порогових значень коефіцієнта рентабельності для українських компаній може бути представлена у вигляді комплексного підходу на основі використання системи показників (рис. 2).

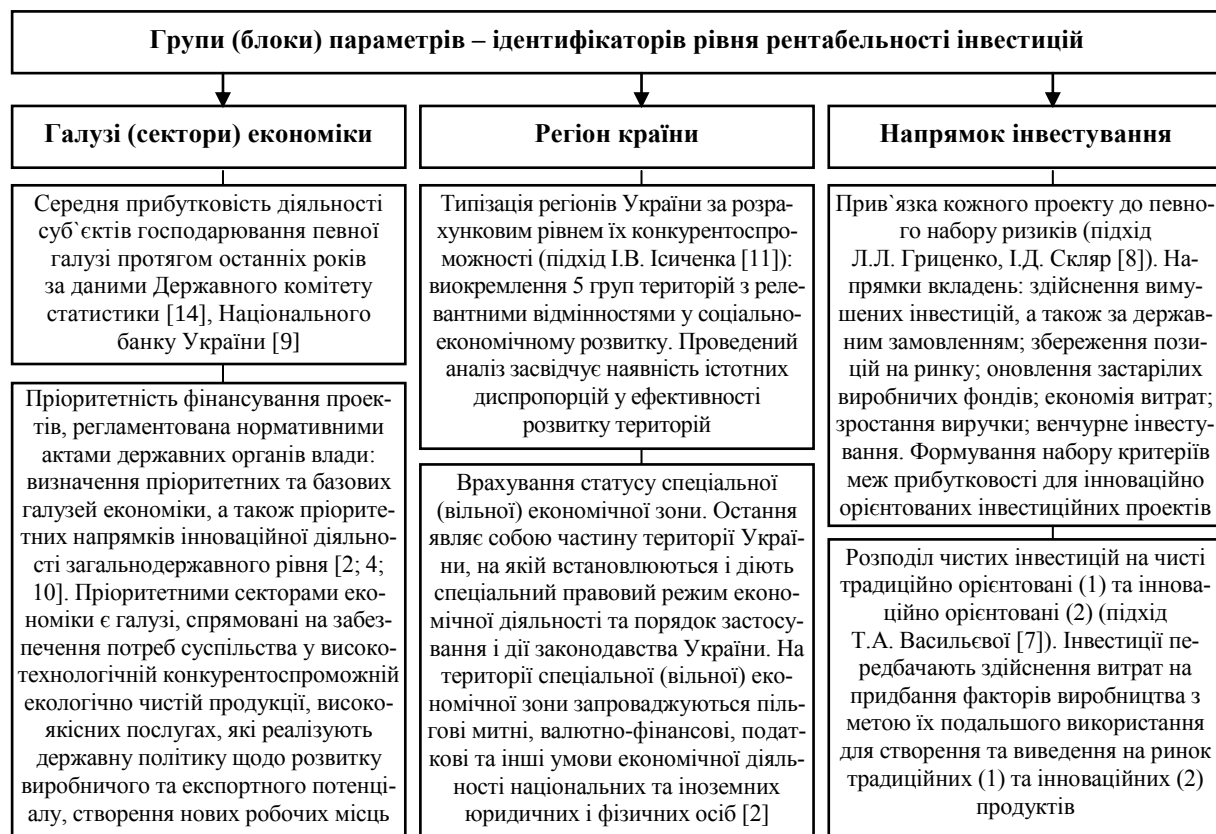


Рис. 2. Інтерпретація параметрів для визначення граничних меж інтервалів критерію рентабельності інвестиційного проекту

Сформована вище система параметрів надалі буде застосовуватися банком для проходження наступного дерева рішень (рис. 3).

Зокрема, для територіального ранжування І. В. Ісиченком [11] було застосовано 95 статистичних індикаторів, що згруповані залежно від того, виразом дії яких детермінант вони виступають: економічний розвиток (підгрупи: макроекономічна рівновага, зовнішньоекономічна діяльність, сфера малого підприємництва), соціальне благополуччя громадян (підгрупи: рівень зайнятості та безробіття, стан здоров'я населення, рівень добробуту громадян, розвиток освітнього середовища), демографічна ситуація, ступінь впровадження інновацій, стан інфраструктури, екологічний стан регіону.

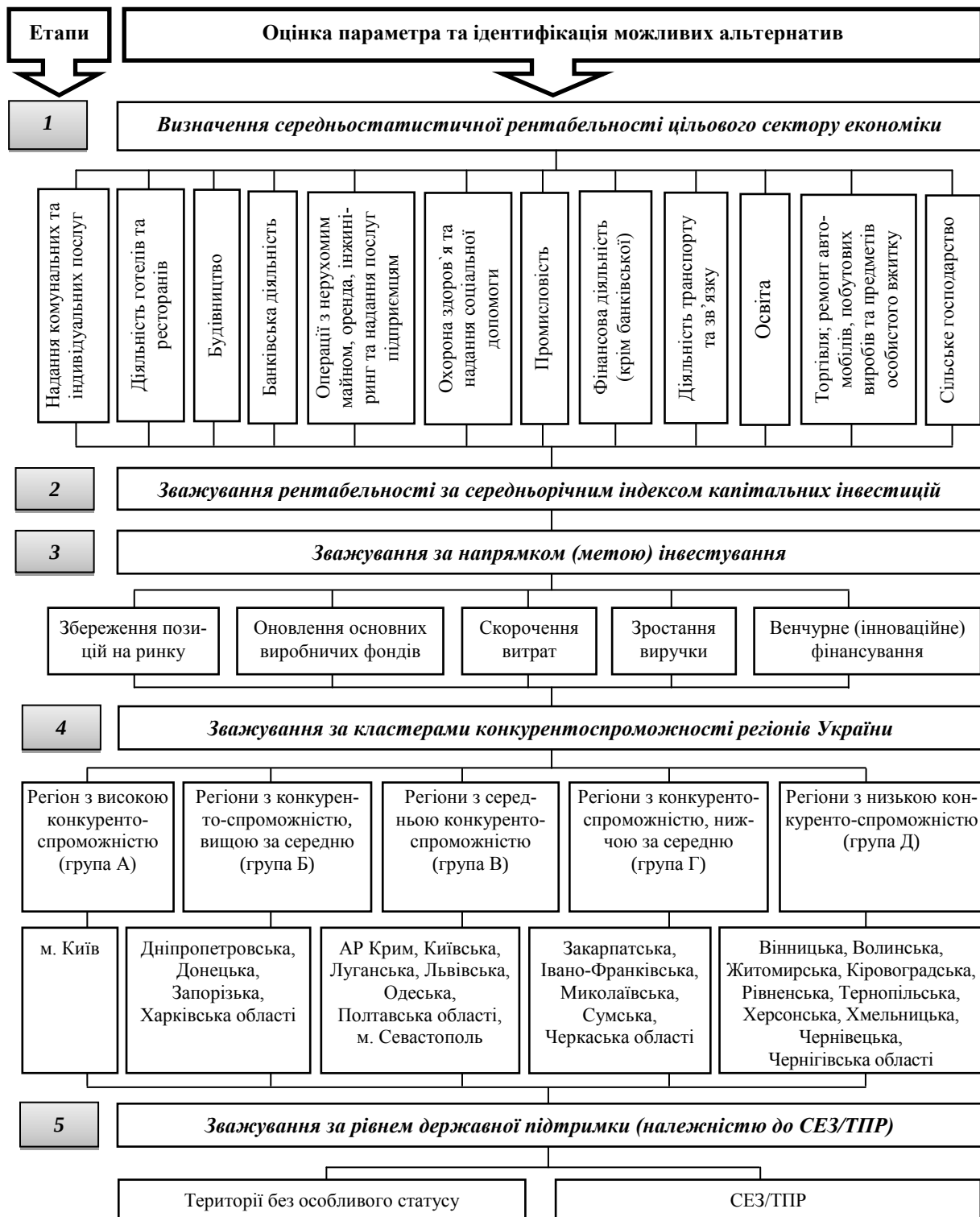


Рис. 3. Дерево рішень банку під час корегування коефіцієнта рентабельності конкретного інвестиційного проекту

Остаточне значення скоригованого коефіцієнта рентабельності після проходження всіх рівнів дерева рішень відповідає очікуваному рівню спроможності підприємства скористатися тим чи іншим видом банківської послуги. Вище значення скоригованого коефіцієнта переміщує проект у зону отримання інвестиційних послуг (позначення «b-i») (табл. 2).

Таблиця 2

Граничні значення рентабельності інвестиційного проекту з урахуванням масиву зважувальних коефіцієнтів

Сектор економіки (вид економічної діяльності)*	Середня рентабельність за 2000-2011 роки		Мінімальний рівень рентабельності (напрямок «збереження позицій на ринку», регіони групи «Д», території «без особливого статусу»)**	Максимальний рівень рентабельності (напрямок «венчурне інвестування», регіон групи «А», СЕЗ/ТПР)
	Просте ковзне середнє	Лінійно зважене ковзне середнє		
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	-5,5	-8,7	-8,8	-0,6
Банківська діяльність (доходи/витрати)	0,8	-2,8	-1,0	-0,1
Діяльність готелів та ресторанів	-0,3	-1,0	0,1	0,4
Будівництво	0,7	0,2	-3,2	-0,2
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	1,6	1,2	1,5	4,1
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	2,4	2,5	2,5	6,7
Промисловість	4,6	4,3	6,2	16,6
Фінансова діяльність (крім банківської)	7,2	5,8	5,0	13,4
Освіта	8,6	7,7	8,2	22,2
Діяльність транспорту та зв'язку	8,0	8,1	6,9	18,6
Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	8,7	9,0	9,0	24,2
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	14,2	17,5	22,9	61,5

Примітка: * ранжування проводилося за розрахунком лінійно зваженого ковзного середнього;

** відповідає значенням коефіцієнта рентабельності, зваженого за індексом капітальних інвестицій.

Для кожного з етапів корегування індексу рентабельності операційної діяльності підприємств використовувався підхід, заснований на відповідному блоку параметрів, відображених на рисунку 2. Систему зважувальних коефіцієнтів у розрізі методики їх розрахунку можна представити таким чином (табл. 3).

Таблиця 3

Зважувальні коефіцієнти для кожного з етапів корегування показника прибутковості

Корегувальний параметр	Розрахунок зважувального коефіцієнта за існуючими альтернативами	Кінцеві значення коефіцієнта
Середньорічний індекс капітальних інвестицій	Обчислюється індивідуально для кожної галузі. Сектор економіки, для якого рівень індексу капітальних інвестицій знаходиться на рівні 100,0 % (або максимально наближене до 100,0 % позитивне значення) до відповідного періоду попереднього року, обирається як базовий. Для інших секторів значення корегувального коефіцієнта обраховується діленням на рівень базового	Для базового – 0,0; менше базового – від'ємне, вище базового – додатне
Напрямок (мета) інвестування	Для збереження позицій на ринку (базового) – 1,06/1,06; для оновлення основних виробничих фондів – 1,12/1,06; для скорочення витрат – 1,15/1,06; для зростання виручки – 1,20/1,06; для венчурного інвестування – 1,25/1,06	Для кожного з напрямків, відповідно: 0,00; 0,06; 0,08; 0,13; 0,18
Регіон	Для кожного регіону визначається лінійно зважене ковзне середнє значення рентабельності операційної діяльності за кілька років. Після цього знаходиться просте середнє її значення за кожним кластером конкурентоспроможності, найменше приймається за базовий рівень	За групами: «Д» – 0,3; «Г» – 0,2; «В» – 0,0; «Б» – 0,5; «А» – 0,9
Державна підтримка (СЕЗ)	Врахування умови звільнення підприємств від сплати податку на прибуток: 1/(1-0,16) (згідно із законодавством, ставка податку з 1 січня 2014 року становить 16,0 %)	Для територій без особливого статусу – 0,0; для СЕЗ/ТПР – 0,2

Виходячи з проведених розрахунків, цільові інтервали для критерію РІ матриці альтернатив проектного фінансування мають такі межі, у відсотках: (0,0; 12,0], (12,0; 24,0], (24,0; 36,0], (36,0; 48,0], (48,0 і більше). Очевидно, що такі високі показники рентабельності більш об'єктивно відображають економічні реалії сьогодення: середні ставки банківських кредитів коливаються на рівні 20-25 %, а це свідчить про приховування вітчизняними компаніями реальної прибутковості.

Внесення в аналіз параметра регуляторних (законодавчих) переваг для тієї чи іншої галузі може бути істотним з точки зору сукупності преференцій та пільг, які супроводжують статус «пріоритетності» такого виду діяльності. Заходами державної підтримки, зокрема, є звільнення підприємств (повне або часткове, на певний період) від сплати податку на прибуток, сплати ввізного мита і ПДВ при імпорті устаткування і комплектуючих, надання права застосування методу прискореної амортизації окремих видів основних фондів. Топ-менеджмент банку повинен мати на увазі, що «первинна» операційна рентабельність, яка береться під час розрахунку, по суті вже є відображенням існуючого адміністративно-правового режиму, що склався в країні стосовно конкретного регіону, галузі чи виду діяльності.

Зокрема, сільськогосподарські підприємства демонструють найвищі показники прибутковості саме завдяки активному сприянню з боку регулюючих органів (серед іншого, це дотації за рахунок відшкодування ПДВ переробним компаніям, компенсація різниці між податковим зобов'язанням та податковим кредитом за ПДВ тощо).

Стосовно іншого критерію – річного доходу підприємства, – визначення меж інтервалів ґрунтувалося на законодавчо регламентованому розподілі [1], однак з поправкою на статистично значимий середній обсяг виручки для великих, середніх та малих підприємств (за даними Державного комітету статистики України) (табл. 4).

Таблиця 4

Групування підприємств України за річним доходом (виручкою), млн євро

Підхід до визначення меж інтервалів	Суб'єкти мікро-підприємництва	Суб'єкти малого підприємництва	Суб'єкти середнього підприємництва	Суб'єкти великого підприємництва	Найбільші підприємства
Групування згідно із законодавством	до 2	2-10	10-50	більше 50	-
Авторське групування	до 1	1-2	2-10	10-50	більше 50

Так, згідно з розрахунками, середній обсяг доходу малих підприємств у 2010 році становив 40 тис. євро, середніх – 1,40 млн євро, великих – 20,03 млн євро. Таким чином, групі суб'єктів мікропідприємництва відповідає інтервал з обсягом виручки до 1 млн євро, малого підприємництва – від 1 до 2 млн євро і т. д.

Висновки. Запропонована модель є гнучкою, оскільки не вимагає чіткої прив'язки критерію рентабельності до вказаного переліку секторів економіки. Натомість поглиблення галузевої спеціалізації в аналізі є бажаним і дозволить банку точніше спрогнозувати ризики та майбутні грошові потоки від реалізації підприємством конкретного інвестиційного проекту. Подібна логіка стосується й абсолютного критерію формування попиту на інвестиційні банківські послуги – «розміру» компаній за річним обсягом виручки.

Список використаних джерел

1. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>.
2. Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон: Закон України № 2673 від 13 жовтня 1992 року [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>.

3. Про затвердження Програми розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні: Постанова Кабінету Міністрів України № 389 від 02.02.2011 року [Електронний ресурс] / Урядовий портал. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua>.
4. Проект Закону про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://w1.c1.rada.gov.ua>.
5. Амоша О. І. Організаційно-економічні механізми активізації інноваційної діяльності в Україні / О. І. Амоша // Економіка промисловості. – 2005. – № 5. – С. 15-21.
6. Бондаренко Л. П. Планування структури капіталу промислово-фінансових груп: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04 / Л. П. Бондаренко; Нац. ун-т "Львів. політехніка". – Львів, 2011. – 24 с.
7. Васильєва Т. А. Діяльність банківських установ на ринку інноваційного інвестування: методологічні засади: дис. ... д-ра екон. наук: спец. 08.00.08 "Гроші, фінанси і кредит" / Т. А. Васильєва. – Суми, 2008. – 504 с.
8. Гриценко Л. Л. Методические аспекты оценки инновационных проектов как основная составляющая механизма инвестиционного проектирования и бюджетирования / Л. Л. Гриценко, И. Д. Складар // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2008. – № 1. – С. 176-182.
9. Дані фінансової звітності банків України. Архів [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
10. Деякі питання визначення середньострокових пріоритетних напрямів інноваційної діяльності загальнодержавного рівня на 2012-2016 роки: Постанова Кабінету Міністрів України № 294 від 12.03.2012 року [Електронний ресурс] / Урядовий портал. – Режим доступу: <http://www.kmu.gov.ua>.
11. Ісиченко І. В. Конкурентоспроможність регіонів України: автореф. дис. ... канд. геогр. наук: 11.00.02 / І. В. Ісиченко; НАН України, Ін-т географії. – К., 2011. – 19 с.
12. Кочкодан В. Б. Синтез механізмів управління структурою капіталу підприємства: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04 / В. Б. Кочкодан; Хмельниц. нац. ун-т. – Хмельницький, 2008. – 20 с.
13. Мішеніна Н. В. Механізм формування оптимальної структури фінансового капіталу в системі забезпечення стійкого розвитку підприємства / Н. В. Мішеніна // Вісник СумДУ. Серія «Економіка». – 2010. – № 1. – С. 7-14.
14. Статистична інформація [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
15. Терещенко О. О. Антикризове управління фінансами підприємств: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.04.01 / О. О. Терещенко; Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2005. – 34 с.
16. Філіппова С. В. Джерела фінансування інвестицій в основний капітал підприємств України / С. В. Філіппова, Н. М. Сімакова // Труды Одесского политехнического университета. – 2007. – Вып. 2. – С. 230-233.
17. Gascón, F. A Model of Financial Markets and Financial Intermediation [E-resource] / Fernando Gascón // Social Science Research Network. – Access mode: <http://papers.ssrn.com>.