



<https://doi.org/10.15407/eip2022.02.053>

УДК 336.647/.648

JEL G31, G32

Павло Керімов¹

ЦІНА КРЕДИТУ ТА ДОХІДНІСТЬ ВЕЛИКИХ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

Кредитування в Україні здебільшого розглядається з точки зору кредиторів і насамперед з огляду на макрорівень за доступності статистики. Це потенційно залишає поза увагою проблеми, які існують на мікрорівні, та призводить до односторонніх висновків щодо, наприклад, виправданості чи невиправданості певного рівня плати за кредит, зважаючи виключно на мінімально необхідну дохідність кредитора. Для заповнення такої прогалини доцільним є аналіз первісної звітності підприємств на базі репрезентативної вибірки, відштовхуючись від відкритих даних, а тому метою дослідження є оцінка можливості залучення кредитування великими промисловими підприємствами України у 2006–2020 рр.

У рамках мети було здійснено аналіз структури пасивів підприємств вибірки, очікуваної вартості фінансових ресурсів – як кредитних, так і власного капіталу, – а також зіставлення цієї вартості із показниками рентабельності цих підприємств. Основним результатом є висновок про те, що у середньому великі промислові підприємства в Україні не були достатньо дохідними для отримання кредитів чи інвестицій на ринкових умовах у 2006–2020 рр. і зміна цього стану наразі видається малоюмовірною. Винятки становлять окремі підприємства, здебільшого сільськогосподарської, видобувної, машинобудівної, харчової та торговельної галузей. Причиною такого стану є надвисока волатильність дохідності, а у багатьох випадках – збитковість таких підприємств, яка у свою чергу

¹ Керімов, Павло Олексійович – канд. екон. наук, науковий співробітник відділу фінансів реального сектору ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011), ORCID: 0000-0002-7793-7788; e-mail: pkerimov@zoho.com



підвищувала їх ризиковість (а отже – і вартість фінансових ресурсів), тобто підприємства вибірки у середньому через свою низьку кредитоспроможність сплачували вартість кредиту, вищу за ринкову.

Дослідження продемонструвало, як правило, слабе пристосування великих промислових підприємств до ринкових умов функціонування, а отже, і їх другорядність при формуванні політики економічного розвитку. Враховуючи тенденцію до викривлення агрегованої статистики у бік великих підприємств, натомість доцільною видається орієнтація на репрезентативні вибірки із малих і середніх підприємств при розрахунку агрегованих показників, зокрема таких, які характеризують типову галузеву структуру капіталу та ціну його елементів, а також ризиків, які в неї включаються, задаючи таким чином більш обґрунтовану шкалу оцінки "дорожнечі" чи "дешевизни" фінансових ресурсів у країні².

Ключові слова: банківський кредит, комерційний кредит, очікувана плата за капітал, плата за кредит, рентабельність власного капіталу

Постановка проблеми. Питання факторів економічного розвитку є одним із найбільш досліджуваних в економічній науці. Починаючи із кінця 1960-х дедалі популярнішою ставала теза про односпрямованість економічного і фінансового зростання. Відображення фінансового зростання значна кількість авторів вбачає у зростанні кредитування, зокрема, наприклад, такий показник, як "фінансова глибина" у більшості сучасних досліджень визначається через частку внутрішнього кредиту у ВВП. Однак результати за суто макроекономічного підходу, заснованого на агрегованих даних, відрізняються від розрахунків, проведених на агрегованих мікроекономічних даних по вибірці, і, відштовхуючись від різниці у цих результатах, уже можливо робити висновки стосовно реального стану справ в економіці.

Зокрема це дослідження зосереджене на умовах кредитування в Україні для великих промислових підприємств, а саме обсягах, виправданості та ціні використання кредитних коштів з точки зору таких підприємств. Це у свою чергу допомогло зробити висновки щодо

² Публікацію підготовлено у рамках наукового проекту "Взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання в Україні" (номер держреєстрації 0121U110766).



слабких місць у кредитній політиці в країні та перспектив відновлення великих промислових підприємств за рахунок кредитних коштів.

Таким чином, метою дослідження є оцінка можливості залучення кредитування великими промисловими підприємствами України у 2006–2020 рр. У рамках цієї мети виконувалися такі завдання:

- 1) проаналізовано частку кредитів у структурі фінансування великих промислових підприємств за період, що розглядається;
- 2) проаналізовано плату за кредити в цей період;
- 3) проаналізовано очікувану плату за капітал великих промислових підприємств за період – як альтернативного джерела фінансування;
- 4) проаналізовано дохідність підприємств за період та зіставлено її із платою за кредити.

Аналіз досліджень та публікацій. Окремі методичні проблеми розрахунку вартості кредиту та очікуваної плати за капітал в українських умовах уже розглядалися у попередніх публікаціях автора, зокрема оцінка безризикової ставки та її аналогів [1], а також підходи оцінки індивідуального коефіцієнта ризиковості β за даними з відкритих джерел [2]. Важливим саме для цього дослідження висновком є підвищена вартість фінансових ресурсів у країні через:

- 1) надвисоку волатильність доходів великих промислових підприємств в Україні, що, у свою чергу, призводить до зростання ризиковості, а отже – і очікуваної плати за капітал;
- 2) високий ризик країни, який призводить до підвищення плати за кредитні ресурси, піднімаючи мінімально необхідну ставку дохідності, тобто безризикову ставку.

Підвищена вартість кредитних ресурсів призводить до їх заміщення за рахунок комерційного кредиту, що відображається через зростання дебіторської та кредиторської заборгованості як в абсолютному виразі, так і відносно оборотних активів [3]. Подібні зміни у структурі пасивів призводять до порушення фінансової стійкості таких підприємств, особливо в частині показників ліквідності та платоспроможності, а отже – слугують подальшому зниженню їх кредитоспроможності. Без урахування таких деталей сторонній спостерігач може лише констатувати недостатню дієвість кредиту як інструменту фінансування розвитку підприємств і робити висновки про необхідність активізації ролі держави у стимулюванні інвестиційного кредитування реального сектора і про важливість модернізації [4], тоді як приватні підприємства під прямий державний контроль не підпадають, а з точки зору класичної теорії фінансів ніяке



стимулювання не змусить банки кредитувати некредитоспроможні підприємства.

Тим не менш, дослідження підприємств із від'ємним власним капіталом в Україні свідчить про наявність неринкових елементів у кредитному процесі [5]. Важливим висновком цього дослідження є висунення теорії квазіризикової моделі фінансування, характерної для деяких великих промислових підприємств, за якої підприємства всередині групи розбиваються на центри витрат, які залишаються в Україні, і центри доходів, які виводяться в офшор. Центри витрат підтримуються у мінімально робочому стані, із хронічними збитками, а отже – некредитоспроможними, однак вони отримують необхідні для продовження діяльності кредитні кошти від пов'язаних банків усередині групи. Іншими словами, кредити такі підприємства отримують на неринкових засадах – або з огляду на преференційну оцінку ризику на базі інсайдерської інформації, або на базі змови, від пов'язаних кредиторів. Ці висновки добре ув'язуються із висновками В. Козюка про те, що зростання фінансової глибини в Україні у 2010–2013 рр. було пов'язане зі специфічним, концентрованим розширенням пов'язаного кредитування, що слугувало пристосуванням бізнес-груп до спотвореного інституційного середовища [6], а отже, зменшення фінансової глибини після 2015 р. не є негативним показником, так само як і її підвищення до 2015 р. не було позитивним. Як і В. Козюк, Н. Рекова та Ю. Дятлова відзначають різноспрямовану динаміку кредитів у вітчизняній та іноземній валюті через коливання валютного курсу після 2015 р., однак останні наголошують на незмінності чистих кредитів фізичним і юридичним особам, якщо здійснювати їх оцінку за фіксованим валютним курсом [7]. Ці спостереження, однак, із високою вірогідністю є характерними виключно для АПК, підприємства якого мають валютний дохід і доступ до валютних кредитів через пов'язані компанії.

Дослідження І. Пасіновича та В. Дмитрука привертають увагу до ще одного важливого елементу кредитного процесу в Україні, а саме наявності у банків кращих альтернативних інструментів доходності [8], зокрема облігацій державної позики, – тенденції, що донедавна зберігалась в Україні. Наявність такої альтернативи уможливорює банкам мінімізацію кредитних ризиків шляхом скорочення кредитного портфеля одночасно із забезпеченням порівняно високого умовно безризикового доходу – дуже вигідна пропозиція, особливо якщо враховувати агреговану частку непрацюючих кредитів на рівні 28,5%. С. Власюк та Н. Бондаренко виводять високу частку непрацюючих кредитів як один з основних чинників обмеженості банківського



кредитування реального сектора поряд із браком довгострокових коштів у банківській системі і незахищеністю прав кредиторів і позичальників [9].

Нещодавні форс-мажорні обставини, однак, деякою мірою змістили фокус досліджень кредитування в Україні. З початком повномасштабної війни РФ проти України кредитні відносини значною мірою були переведені на ручне управління, зокрема фіксацію валютного курсу [10], фінансування НБУ бюджетного дефіциту за рахунок емісії (через купівлю облігацій воєнної позики) [11] та збереження Міністерством фінансів низької дохідності гривневих державних облігацій [12]. Таким чином, обмеження на рух капіталу оплачуються власниками гривневих доходів і заощаджень, фіксація валютного курсу оплачується міжнародними резервами НБУ та надходженнями експортерів, а зниження податкових доходів оплачується всіма власниками гривні (інфляція) та міжнародними грантами і позиками. Ситуація погіршується порушенням зовнішньої торгівлі у зв'язку з війною і зростанням попиту населення на валюту за рахунок еміграції і волонтерської діяльності, що в свою чергу призводить до погіршення стану платіжного балансу.

Різноспрямованість політики НБУ (стримування інфляції) і Мінфіну (зменшення боргу) стосовно грошово-кредитної політики має ще гірший вплив при підключенні інших регуляторів, які також не демонструють достатньої кооперації. Зокрема, на фондовому ринку починаючи із 24 лютого НКЦПФР спочатку повністю припинила обіг цінних паперів, а потім дозволила обіг виключно воєнних облігацій, причому операції було дозволено здійснювати лише первинним дилерам (тобто – банкам) [13]. Збереження низької дохідності за облігаціями при тому, що торгувати можна лише облігаціями одного випуску і лише вузькому колу контрагентів, де-факто припинило функціонування фондового ринку і призвело до виведення частини ресурсів в активи, що не є контрольованими (наприклад, у криптовалюту).

Також було уведено пільгове кредитування аграріїв та торговельних мереж із метою підтримання функціонування основних напрямів діяльності, необхідних для виживання держави – сільського господарства, обслуговування населення та експортної діяльності для підтримки торговельного балансу. Додатково було проведено заходи із адаптації банківської системи до умов воєнного часу із відповідним пом'якшенням умов функціонування банків, зокрема, скасуванням заходів впливу за порушення економічних нормативів [14], невчасне оприлюднення фінансової та консолідованої звітності [15] та

порушення формування і зберігання обов'язкових резервів [16] задля забезпечення безперебійної роботи банківської системи.

Таким чином, антикризові заходи управління, що виникли як реакція на війну, мали ряд суперечливих і не завжди передбачуваних результатів, причому процес усе ще триває, і питання кінцевого результату поточної політики (що має ознаки недостатньої узгодженості) наразі залишається відкритим.

Виокремлення недостатньо досліджених аспектів проблеми.

Огляд літератури вказує на слабкість агрегованого макроекономічного підходу при аналізі кредитних відносин – у той час, як загальні тенденції можна порівняно легко відслідкувати, їх причини чи розповсюдженість залишаються поза межами досліджень. Саме тому це дослідження буде зосереджено на аналізі статистики, агрегованої із репрезентативної вибірки підприємств.

Методологія дослідження. Дослідження побудовано на аналізі динаміки показників, які характеризують кредитні відносини, зокрема:

1) частки коротко- і довгострокових кредитів у загальних активах (валюті балансу) підприємств вибірки і зіставлення її із часткою позичкового капіталу (тобто кредитів і кредиторської заборгованості) підприємств вибірки;

2) плати за кредит, розрахованої з огляду на звітність (фінансові витрати/обсяги кредиту) підприємств вибірки, та її зіставлення із ставкою по нових кредитах, взятою зі статистичних публікацій НБУ;

3) показника очікуваної плати за капітал, розрахованого на базі моделі CAPM для підприємств вибірки, і його зіставлення із платою за кредити;

4) показників рентабельності власного капіталу підприємств вибірки, і їх зіставлення із платою за кредит і капітал; плата за кредит враховується у двох варіантах – середня (взята зі статистики НБУ) і фактична по вибірці (фінансові витрати на обсяг кредитів), а плата за капітал – фактична (за формулою безризикова ставка + ризик країни із поправкою на індивідуальний бета-коефіцієнт, розрахований через коригування середньогалузевого показника на індивідуальний фінансовий важіль підприємства).

Усі розрахунки проводяться на первісних даних підприємств вибірки із 286 переважно великих промислових підприємств України й агрегуються через медіанні значення по галузях.

Виклад матеріалу дослідження. Упродовж 2006–2020 рр. досить висока частка підприємств вибірки мала хронічні проблеми із платоспроможністю, що відображались у звітності не тільки як



накопичені непокриті збитки, а й у вигляді від'ємного власного капіталу. Всього по вибірці власний капітал був від'ємним у 13,49% спостережень, причому середньогалузева частка коливалась від 0% (фармацевтична й енергетична галузі) до 37,72% (хімічна галузь). Результатом цього є те, що при використанні підходу до агрегування за аналогією до підходу Державного комітету статистики (тобто – простим додаванням), середньогалузеві значення власного капіталу сягають від'ємних значень у 12,31% випадків (виробництво паперів і паперових виробів у 2013–2020 рр.; коксохімічна галузь у 2019–2020 рр., хімічна галузь у 2015–2020 рр., виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції у 2006 р. і 2019 р., металургійна галузь у 2016–2020 рр. та машинобудівна галузь у 2019 р.).

З метою мінімізації цього ефекту будь-яке підприємство із негативним власним капіталом вважалось нами підприємством із 100% позичкового капіталу (табл. 1).

Як бачимо з табл. 1, тенденцію до нарощення позичкового капіталу демонстрували всі галузі за винятком енергетичної і торговельної. Найвищими темпами зростання частки позичкового капіталу відзначились хімічна галузь та виробництва паперових виробів, причому остання галузь відображає повну відсутність власного капіталу впродовж 2015–2019 рр. навіть за умови неврахування від'ємного власного капіталу при агрегації; вірогідною причиною тут є незначний обсяг субвибірки. Розгляд абсолютних показників засвідчив, що зростання частки позичкового капіталу пов'язане не стільки зі зростанням його обсягів, скільки зі скороченням обсягів власного капіталу через накопичені непокриті збитки, які трансформуються у від'ємний власний капітал.

Вплив цього останнього фактора при агрегації є достатньо значним: у випадку, якщо агрегацію провести без заміни від'ємного власного капіталу на 0, кількість галузей без власного капіталу зростає з однієї до шести, причому періоди із від'ємним власним капіталом трапляються навіть у машинобудівній галузі, що представлена субвибіркою із 57 підприємств. Загальна кількість спостережень із відсутністю власного капіталу в середньому по галузі за період зростає при цьому із п'яти до 24 зі 195, причому 18 із них припадало на 2015–2020 рр., а найбільша кількість – шість – на 2019 р. Подібна динаміка свідчить про спадання дохідності серед великих промислових підприємств і відповідні проблеми із кредитоспроможністю.

Таблиця 1

Частка залучених коштів у загальних активах по галузях за 2006–2020 рр., %

Вид економічної діяльності	Кількість фірм	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Сільське господарство	27	44,2	52,9	58,9	64,6	62,7	53,6	47,8	53,1	55,5	62,8	59,2	56,4	54,6	57,1	59,2
Видобувна галузь	17	35,9	37,9	40,4	41,7	45,3	46,1	45,9	42,3	39,3	44,7	48,8	51,4	53,8	52,4	39,0
Харчова галузь	52	50,5	52,5	57,2	59,3	56,7	59,8	57,7	54,4	52,4	60,0	61,9	64,2	62,7	62,0	53,2
Виробництво паперу та паперових виробів	2	34,6	38,3	47,1	72,2	73,7	73,2	78,4	77,7	78,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	76,6
Кохімічна галузь	12	51,0	54,3	53,2	51,9	53,8	52,6	57,0	64,6	65,9	72,9	73,8	75,6	75,1	78,3	77,7
Хімічна галузь	12	37,2	42,3	43,0	47,8	62,0	70,7	74,4	74,9	79,9	78,5	77,3	78,3	76,6	78,5	74,1
Фармацевтична галузь	4	43,6	38,5	39,7	44,6	46,1	52,1	53,0	50,8	45,6	41,1	43,2	41,9	41,7	45,8	49,4
Виробництво іншої неметалевої мін. продукції	4	61,2	68,5	60,6	56,8	36,3	64,9	65,3	68,6	64,4	70,6	79,8	82,4	83,0	83,7	69,9
Металургійна галузь	16	46,1	50,2	52,5	62,3	60,9	68,1	71,2	74,7	75,9	80,9	81,6	83,3	80,5	79,3	79,4
Машинобудівна галузь	57	46,1	47,9	51,0	59,7	58,5	59,9	56,6	58,4	57,9	63,8	67,1	70,9	74,6	78,3	72,5
Енергетична галузь	20	63,0	59,3	55,7	58,2	57,8	56,6	50,4	44,8	45,7	49,0	48,7	48,2	46,0	47,9	42,8
Будівельна галузь	31	66,8	72,2	69,3	74,8	71,8	76,6	77,2	76,9	76,6	79,0	81,0	75,5	74,8	75,1	73,7
Торговельна галузь	32	78,8	81,6	78,6	78,5	83,1	80,2	80,2	80,1	75,5	74,7	76,3	73,6	78,4	73,5	73,5

Джерело: складено автором за даними [17].



Це твердження знаходить непряме підтвердження у динаміці позичкового капіталу відносно динаміки частки власне кредитів: починаючи із 2015 р. зростання частки позичкового капіталу співпадало зі спаданням частки власне кредитів. Різниця між цими двома параметрами припадає на різні види кредиторської заборгованості (рис. 1).

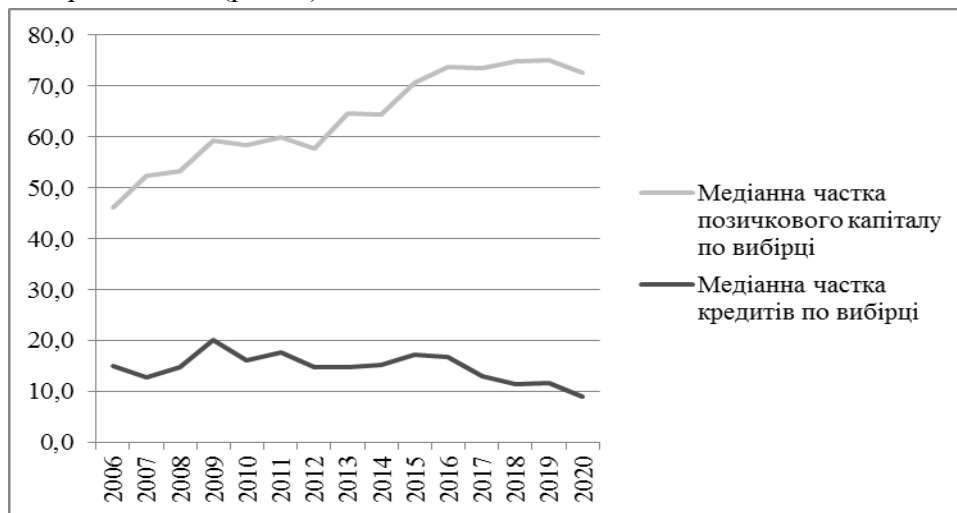


Рис. 1. Медіанні частки позичкового капіталу і кредитів загалом по вибірці, 2006–2020 рр., %

Джерело: складено автором за даними [12].

На короткострокові кредити у період, що розглядається в середньому по вибірці, припадало від 5,9 до 21,3% загальних активів, у той час як на довгострокові – від 3 до 8,7%. Сумарна частка кредитів у середньому не перевищувала 27,5%. Використання середніх значень, однак, у рамках вибірки показує значно викривлені показники за рахунок статистичних викидів. Так, зокрема, середня частка короткострокових кредитів, зафіксована для видобувної галузі у 2008 р. на рівні 188% від загальних активів, є результатом одного спостереження, пов'язаного із ПрАТ "Укрнафтобуріння". Це підприємство після періоду непокритих збитків, які призвели до від'ємного власного капіталу в 2008 р., залучило значний за обсягом короткостроковий кредит, який підняв співвідношення короткострокових кредитів до загальних активів до 2800%. Цей випадок у рамках вибірки не унікальний, а досить типовий для підприємств із власним капіталом – від'ємним або таким, що перебуває близько нуля. Варто відзначити також той факт, що на момент

залучення кредиту підприємство не відповідало мінімальним критеріям кредитоспроможності.

При використанні медіанних значень частка короткострокових кредитів у загальних активах коливається від 5,6 до 10,4%, а довгострокових – від 3 до 9%; сумарна частка – не більша за 20,1%. Таким чином, можна стверджувати, що українські підприємства надають перевагу комерційному кредиту, причому не через свої уподобання, а через об'єктивно низьку кредитоспроможність. Обсяги короткострокових кредитів у активах підприємств перевищують обсяги довгострокових кредитів, причому частка довгострокових кредитів досягла свого піку в 2016 р. і з тих пір знижується (у 2020 р. вона була в 2,5 раза менше, ніж у 2006 р.), у той час як частка короткострокових кредитів продовжувала зростати до кінця періоду або, іншими словами, довгостроковий кредит було витіснено короткостроковим.

Галузями, що нарощували частку короткострокових кредитів упродовж досліджуваного періоду, були фармацевтична, металургійна та машинобудівна; решта галузей демонструвала негативну тенденцію, причому переломним роком для більшості з них був 2015 р. Динаміка частки довгострокових кредитів була негативною для всіх галузей протягом 2006–2020 рр.; злам позитивних тенденцій відбувся здебільшого у 2016–2017 рр.

Динаміка вартості кредитів дозволяє доповнити попередні висновки додатковими деталями (рис. 2). Вартість кредитів, яка наводиться на рис. 2, створена на базі двох основних джерел: розрахунку за даними вибірки та показника середньої плати за нові кредити, який публікується НБУ. Розрахунок за даними вибірки проводився як частка фінансових витрат (оскільки більшість підприємств вибірки не торгуються на ринках капіталу і не купують цінні папери) до суми короткострокових та довгострокових кредитів, а також короткострокових зобов'язань за довгостроковими кредитами.

Як видно з рис. 2, середня вартість кредитів по вибірці перевищила 30% у 2013 р. через статистичний викид, але і середня, і медіанна вартості кредитів по вибірці перевищувала номінальну вартість за новими кредитами, що подається НБУ впродовж усього періоду, крім 2020 р. (через брак даних). Різниця між середньою і медіанною вартостями кредитів особливо помітна у 2011–2016 рр., коли випадки від'ємного власного капіталу почали набувати масового



характеру; це викликано статистичними викидами, що виникають при розрахунку відносних показників при різкому скороченні обсягів активів. Або – іншими словами – підприємства вибірки отримували кредити на менш вигідних за середні по країні умовах, очевидно, через свою підвищену ризиковість.

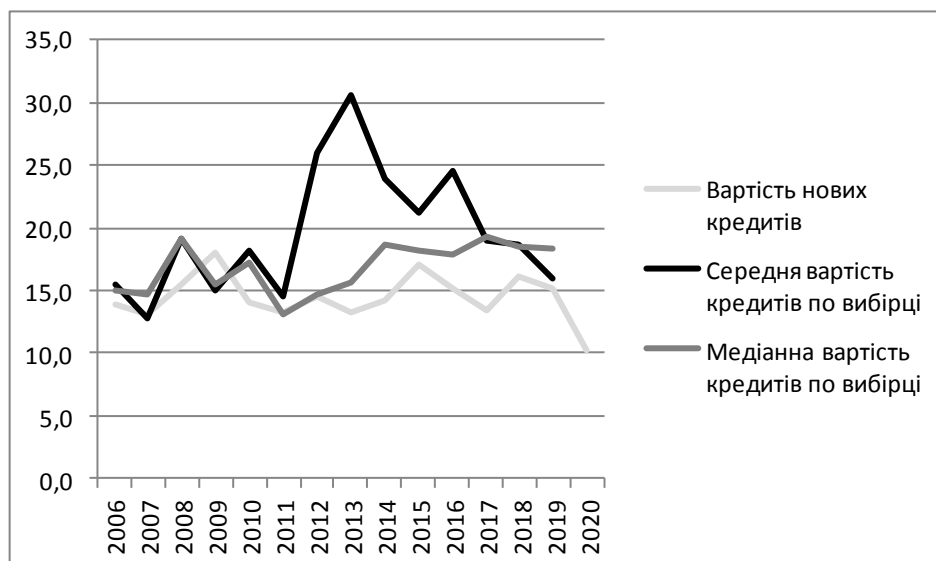


Рис. 2. Плата за кредити, 2006–2020 рр., %

Джерело: складено автором за даними [12, 18].

Останнє твердження впливає із аналізу очікуваної плати за капітал, яка саме і розраховується з огляду на ризиковість ринку функціонування підприємства (ризик країни), виду його економічної діяльності (галузевого бета-коефіцієнта) та його індивідуальної ризиковості (добуток галузевого бета-коефіцієнта на його фінансовий важіль). Очікувана плата за капітал – це плата, яку очікують отримати потенційні інвестори від вкладення грошей у капітал. Вона є чисельним вираженням ризику такої інвестиції і має покривати мінімальну дохідність, ризик країни та індивідуальну чутливість підприємства до нього. Детальніше порядок розрахунку можна подивитись у роботах [2; 19, с. 157–164].

Через підвищену волатильність дохідності українських промислових підприємств стандартний розрахунок β -коефіцієнта призводить до значної кількості статистичних викидів. Нормальними значеннями β -коефіцієнта є від (-1) до 1, умовно нормальними – від (-5) до 5, натомість окремі результати розрахунків перевищують значення і у 10, і у 100, особливо для підприємств, які отримували від'ємний

власний капітал уперше. Для ілюстрації розподілу ризиковості наводимо оцінку очікуваної плати за капітал, зважаючи на немодифікований зведений β -коефіцієнт, β -коефіцієнт без урахування значень понад 100 та β -коефіцієнт без урахування значень понад 5. Як безризикова ставка у розрахунках використовувалась ставка за десятирічними казначейськими бондами США; на рис. 3 вона показана також окремо, для полегшення оцінки масштабу премії за ризик.

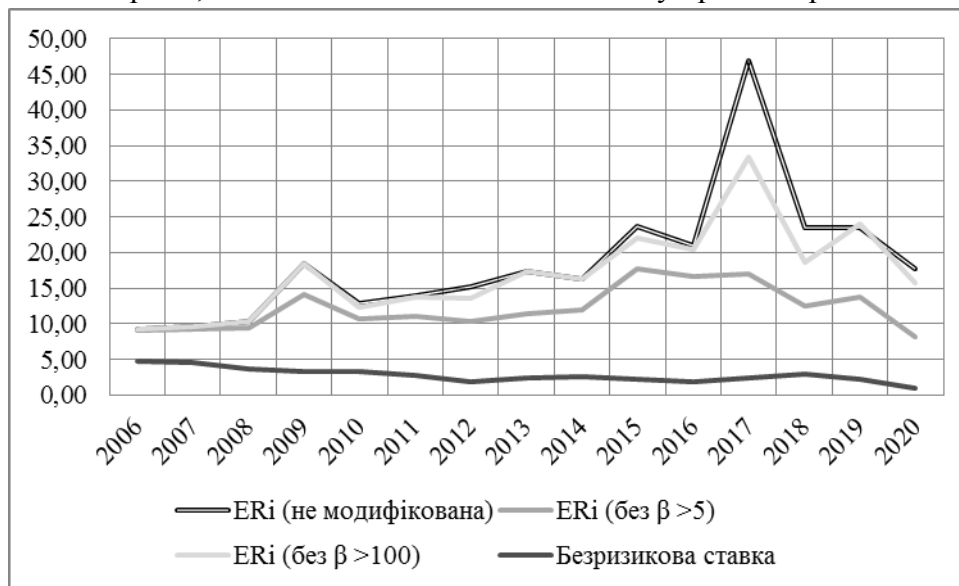


Рис. 3. Безризикова ставка та очікувана плата за капітал – немодифікована, із виключенням $\beta > 100$ та із виключенням $\beta > 5$ в Україні, середня за період, 2006–2020 рр.

Джерело: складено автором за даними [12, 20].

Графіки очікуваної плати за капітал на базі немодифікованого β -коефіцієнта та без урахування β -коефіцієнта понад 100 до 2011 р. майже збігаються, що свідчить про те, що до цього року значень β -коефіцієнта понад 100 не було. Найбільший розрив спостерігається у 2017 р., у якому волатильність дохідності сягнула свого максимуму (здебільшого через "провал" хронічно збиткових підприємств до негативних значень власного капіталу). Відповідно зростала й очікувана плата за капітал – до 46,9% для немодифікованого показника, і до 17,7% – показника без урахування значень β -коефіцієнта понад 5. Більш детальний розгляд динаміки очікуваної плати за капітал, однак, дозволяє зробити додаткові висновки (табл. 2).



Таблиця 2

**Медіанні значення очікуваної плати за капітал ERI (без
урахування $\beta > 5$) у розрізі галузей, 2006–2020 рр.**

Роки	Галузь											
	A01	B	C10	C17	C19	C20	C21	C22	C23	C24	C26–30	D35
2006	6,51	6,38	7,51	6,82	10,13	8,63	14,43	7,45	9,90	8,03	13,03	10,32
2007	7,80	6,36	8,13	6,91	13,82	7,84	10,71	7,00	10,90	9,30	11,89	10,13
2008	7,80	5,72	7,29	7,20	12,76	10,38	10,96	7,85	13,44	12,69	9,80	7,45
2009	12,80	9,00	11,00	10,44	10,19	11,75	15,81	13,46	11,58	28,82	20,82	14,22
2010	8,89	7,83	8,35	10,35	10,71	11,13	14,32	6,69	7,88	15,39	13,33	12,42
2011	7,66	9,43	9,35	9,57	12,02	15,47	8,79	8,53	17,87	11,30	11,51	11,09
2012	5,42	6,42	7,26	11,33	12,46	14,29	7,82	10,39	17,04	10,30	10,02	11,64
2013	8,29	9,59	6,83	14,37	10,95	8,31	7,68	15,01	12,97	13,83	16,56	12,29
2014	9,00	6,79	14,39	16,23	11,33	12,46	7,41	13,38	10,58	14,77	11,71	14,48
2015	12,28	7,61	17,67	28,16	21,12	12,62	10,37	27,50	25,70	15,74	12,28	21,65
2016	13,05	7,51	10,37	36,90	10,46	7,92	12,40	24,21	37,18	14,40	11,28	14,72
2017	9,76	6,29	14,40	24,38	15,11	7,48	12,82	31,22	41,97	19,65	8,39	12,26
2018	7,11	7,43	13,56	18,87	16,97	7,16	12,16	11,98	10,80	26,84	7,15	9,99
2019	6,46	14,21	12,64	22,08	26,68	9,88	15,44	4,48	12,05	22,66	8,78	8,96
2020	5,40	4,26	4,62	14,49	4,76	3,90	15,54	8,23	5,35	17,68	7,02	5,77

Джерело: складено автором за даними [12, 13, 15].

Підсумувати загальні тенденції по таблиці можна таким чином: загалом за період очікувана плата за капітал впала у середньому від 9,1 до 8,1%, причому впродовж 2009–2019 рр. було зафіксовано її пікові значення у 14–17%. Найвища, середня за період, плата за капітал була характерною для підприємств паперової (15,8%), скляної (16,4%) та металургійної (16,15%) галузей. Найнижчу за період очікувану плату за капітал відзначено у підприємств сільськогосподарської (8,6%), видобувної (7,7%) та хімічної (8,6%) галузей.

Слід зазначити, що пік середньої плати за кредит по вибірці фіксувався у 2013 р., тоді як пік середньої очікуваної плати за капітал – у 2017 р. Постає питання: як співвідноситься плата за фінансові ресурси підприємств вибірки із їх дохідністю? Для відповіді на нього доцільно розглянути динаміку рентабельності власного капіталу підприємств вибірки за період (табл. 3).

**Рентабельність власного капіталу великих підприємств України
за 2006–2020 рр.**

Роки	Галузь										
	A01	B	C10	C17	C19	C20	C21	C23	C24	C26–30	D35
2006	1,4	3,0	14,0	15,9	5,2	2,3	8,2	16,5	18,4	1,7	3,5
2007	0,0	15,9	6,8	10,8	-6,2	6,3	13,0	-0,5	18,5	5,8	3,6
2008	8,7	33,6	1,0	-32,3	-7,8	15,8	13,0	2,9	-6,2	0,8	3,7
2009	2,2	0,0	2,4	-53,4	-8,7	-5,6	11,4	-0,4	-21,0	0,4	11,9
2010	11,7	24,6	11,2	-165,2	-0,1	-19,4	8,0	-8,4	-8,7	2,1	10,0
2011	13,4	26,5	10,1	3,0	-5,7	-14,4	7,4	1,2	-5,7	6,8	13,9
2012	11,2	17,5	12,0	-25,7	-19,2	-5,5	13,0	-16,3	-23,3	3,4	10,1
2013	19,5	17,6	10,3	-5,0	-3,6	-62,0	12,6	-0,6	-25,7	4,4	10,6
2014	0,2	17,9	0,6	-19,5	-14,4	-38,8	19,4	-13,1	-86,5	-3,6	3,0
2015	9,2	3,1	0,7	8,4	-5,8	-1,6	15,2	-40,4	-29,4	-2,6	4,4
2016	7,5	8,7	-0,7	-2,8	-0,4	-5,6	14,2	-196,4	-26,3	1,4	6,4
2017	1,7	34,8	1,6	13,2	-0,8	-2,4	7,4	-12,7	-9,6	3,4	4,5
2018	4,8	37,8	0,8	16,0	0,0	-0,4	8,7	13,7	3,6	2,7	5,2
2019	10,6	14,6	1,0	7,2	-9,2	0,0	14,9	5,2	-12,3	0,0	2,9
2020	1,3	нд	нд	нд	нд	Нд	нд	нд	нд	нд	2,9

Джерело: складено автором за даними [12].

Значна кількість статистичних викидів є результатом надвисокої волатильності дохідності, чи, точніше, збитковості. Дані агрегувалися на базі медіанних, а не середніх значень, але, тим не менш, у табл. 3 наявні значення рентабельності власного капіталу до (-196,4)%. Попри це, 54,5% галузей демонструють за період позитивну середню рентабельність. Найбільш рентабельною є видобувна галузь (18,3%), найменше – скляна промисловість (-17,8%). Якщо використовувати медіанні значення, позитивну агреговану рентабельність за період демонструють уже 63,6% галузей, зокрема, найвище значення залишається за видобувною галуззю (17,6%), а найменше спостерігається у металургійній (-10,9%).

У розрізі по роках спадні тенденції середньої рентабельності власного капіталу спостерігались у 2006–2010 рр., 2011–2014 рр., 2015–2016 рр. та 2018–2020 рр., причому у деякі роки цей показник становив менше за (-12)%. Якщо замість середніх показників використати медіанні, то спадна тенденція прослідковується лише у 2007–2009 рр. та 2011–2014 рр.



Незначний обсяг додаткової інформації можна отримати з аналізу рентабельності активів підприємств вибірки за період: зокрема, кількість від'ємних спостережень зменшується з 53 до 46. Причиною цього є те, що обсяг загальних активів, на відміну від власного капіталу, не набуває від'ємних значень. Зокрема, наприклад, середня за період рентабельність власного капіталу щодо паперової галузі становила (-16,4)%, у той час як середня рентабельність активів галузі – 0,5%. Динаміка двох показників рентабельності також є подібною: середня рентабельність активів має піки у 2007 р. та 2012 р., і висхідну динаміку починаючи із 2018 р. Різниця полягає у відсутності позитивної динаміки рентабельності активів у 2009–2011 рр. Як це співвідноситься із очікуваною платою за капітал та платою за кредити? Доречно подати цю інформацію у вигляді графіка (рис. 4):

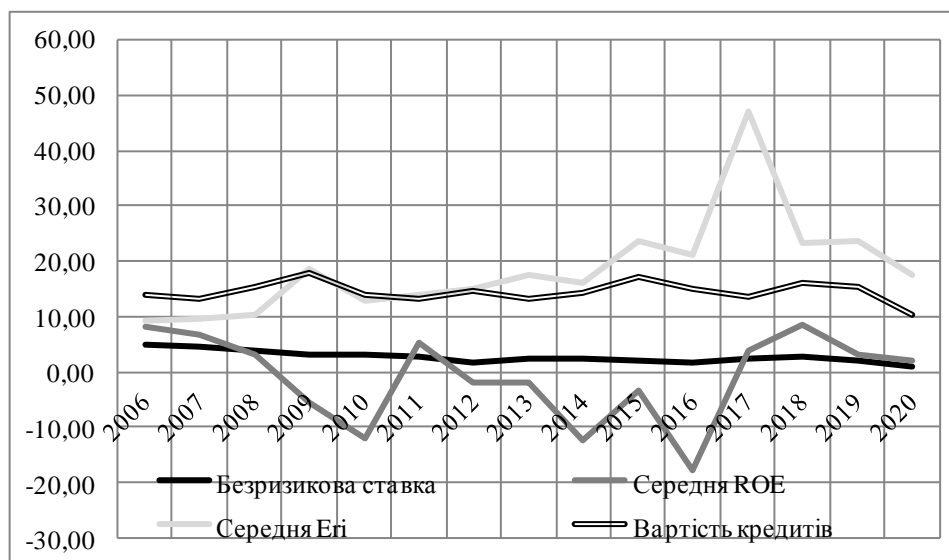


Рис. 4. Середня рентабельність капіталу і вартість фінансових ресурсів для великих промислових підприємств України у 2006–2020 рр.

Джерело: складено автором за даними [12, 13, 15].

Як бачимо, середня рентабельність власного капіталу українських великих підприємств за період коливається від (-17,8)% до 18,3% (для порівняння – рентабельність їх активів перебувала в рамках від (-1,9)% до 12,3%). Іншими словами, підприємства у середньому мають сплачувати від 7,7 до 16,4 коп. на гривню вкладеного капіталу, тоді як заробляють вони у середньому від (-17,8) до 18,3 коп. на гривню вкладеного капіталу. Це означає, що далеко не всі підприємства мають можливість залучити капітал на ринку капіталу навіть за умов його функціональної доступності. Також варто



відзначити, що середня вартість кредитів упродовж періоду, що розглядається, стабільно перевищувала середню дохідність власного капіталу, тобто середнє підприємство було не в змозі обслуговувати кредит, причому на рис. 4 показана вартість нових кредитів за даними НБУ, тобто найнижча із наведених у цьому дослідженні.

Висновки і перспективи подальших досліджень

Таким чином, розглянуті матеріали дослідження дають змогу зробити ряд висновків щодо особливостей кредитування великих промислових підприємств України у 2006–2020 рр.

1. У середньому великі підприємства надають перевагу комерційному кредиту перед кредитом банківським, причому при використанні останнього перевага надається короткостроковим кредитам перед довгостроковими, про що свідчить їх динаміка. Заміщення банківського кредиту комерційним засвідчує небажання або неспроможність великих промислових підприємств залучати банківський кредит.

2. Динаміка плати за кредит за період свідчить про те, що підприємства вибірки сплачують за кредит ставку, вищу за ринкову, – причому цей висновок зберігається навіть за умови відбраковування статистичних викидів із вибірки. Здебільшого така ситуація свідчить про підвищену ризиковість підприємств-позичальників.

3. Розрахунок очікуваної плати за капітал підприємств вибірки підтверджує висновок про їх підвищену ризиковість. Коливання між прибутковістю і збитковістю, або підвищена волатильність дохідності, призводить до підвищеної ризиковості, що в свою чергу відображається в очікуваній платі за капітал і кредит, які перевищують ринкову.

4. Рентабельність власного капіталу й активів підприємств вибірки є в середньому недостатньою для забезпечення обслуговування кредитів або залучення фінансових ресурсів на ринку капіталу. Значна частка спостережень із від'ємними значеннями (27,88% для рентабельності активів та 32,12% для рентабельності капіталу), що є результатом наявності від'ємного власного капіталу та/або непокритих збитків, свідчить про хронічні проблеми із прибутковістю. Середня дохідність підприємств вибірки настільки низька, що призводить до від'ємних середніх і навіть медіанних значень рентабельності власного капіталу та загальних активів. Укупі з попереднім висновком це також засвідчує низьку середню кредитоспроможність великих промислових підприємств.



5. Середня вартість кредитів здебільшого не перевищує немодифіковану очікувану плату за капітал, є меншою за очікувану плату за капітал без урахування $\beta > 5$, і ледве перевищує безризикову ставку, що означає, що, попри те, що кредит залишається дешевшим за власний капітал джерелом фінансування, для середнього за ризиковістю підприємства вартість кредитів є завищеною.

6. Таким чином, у середньому великі промислові підприємства не мали перспектив щодо залучення фінансових ресурсів як кредитів або інвестицій у 2006–2020 рр. За відсутності більш нових даних неможливо точно сказати, чи змінилася ситуація, однак вірогідність такого розвитку є незначною. Лише деякі галузі, зокрема, видобувна, сільськогосподарська, машинобудівна, торговельна та харчова, демонструють показники, кращі за середні, так само як і окремі підприємства з інших галузей. Це дає змогу стверджувати про необхідність відштовхуватися від мезо- чи мікроекономічного підходу при формулюванні практичних висновків (наприклад, формуванні пропозицій для державної політики).

Перспективи подальших досліджень включають вивчення кредитного ціноутворення з точки зору банків як кредиторів, довготривалого ефекту від грошово-кредитної політики воєнного часу на кредитний процес в Україні тощо.

Список використаних джерел

1. Керімов П.О. Особливості оцінки безризикової процентної ставки в умовах України. *Фінанси України*. 2019. №8. С. 61–74. <https://doi.org/10.33763/finukr2019.08.061>
2. Керімов П.О. Оцінка ризиковості підприємств із використанням інструментарію корпоративних фінансів в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2019. №3. С. 40–59. <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.040>
3. Руда О.Л. Кредит як підґрунтя взаємовідносин підприємств та комерційних банків. *Інвестиції: практика і досвід*. 2018. №9. С. 22–25.
4. Сидоренко В.А. Шляхи активізації банківського інвестиційного кредитування реального сектору економіки. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2020. Т. 30. №1. С. 104–108.
5. Kerimov Pavlo, Zymovets Vladyslav. Quasi-Risk and Fraudulent Financing Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*. 2021. №8. P. 48–68.



6. Козюк В.В. Культ хищного кредита. Почему низкие ставки не помогают "запустить экономику". *Vox Ukraine*. 2020. URL: <https://finance.liga.net/ekonomika/article/kult-hischnogo-kredita-rochemu-nizkie-stavki-ne-pomogayut-zapustit-ekonomiku>
7. Рекова Н.В., Дятлова Ю.В. Развитие кредитования реального сектора экономики: фокус на АПК как приоритетную отрасль. *Финансовый простір*. 2019. №1 (33). С. 8–17.
8. Пасинович І.І., Дмитрук В.О. Кредитование реального сектора экономики региона: стан, проблемы, перспективы. *Региональная экономика*. 2019. №3 (137). С. 42–49. <https://doi.org/10.36818/2071-4653-2019-3-7>
9. Власюк С.А., Бондаренко Н.В. Банковское кредитование реального сектора экономики. *Збірник наукових праць Уманського національного університету садівництва*. 2018. Вип. 93. Ч. 2: Економічні науки. 218 с. С. 32–41. <https://doi.org/10.31395/2415-8240-2018-93-2-32-40>
10. Постанова Правління НБУ "Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану" від 24 лютого 2022 р. №18. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18
11. Нацбанк у квітні провів емісію 50 мільярдів гривень. *Слово і діло*. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2022/04/28/povyna/ekonomika/nacbank-kvitni-proviv-emisiyu-50-milyardiv-hryven> (дата звернення – 08.07.2022).
12. Моїсєєв В. Питання 25%: чому НБУ, банки та Мінфін конфліктують щодо облікової ставки. *thepage.ua*. URL: <https://thepage.ua/ua/economy/chomu-nbu-banki-ta-minfin-konfliktuyut-z-privodu-oblikovoyi-stavki> [дата звернення – 09.06.2022].
13. Шишков С.Є. Наслідки впровадження воєнного стану для ринків капіталу України. *Український соціум*. 2022. №1(80). С. 63–86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063>
14. Постанова Правління НБУ "Про деякі питання діяльності банків України та банківських груп" від 25 лютого 2022 р. №23. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_25022022_23
15. Постанова Правління НБУ "Про складання і подання фінансової звітності в період запровадження воєнного стану" від 7 березня 2022 р. №41. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_07032022_41
16. Постанова Правління НБУ "Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України" від 21 березня 2022 р. №57. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_21032022_57
17. Сайт агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. URL: smida.gov.ua
18. Офіційний сайт Національного банку України. URL: bank.gov.ua



19. Фінансові ризики ведення бізнесу в Україні: сектор нефінансових корпорацій: колективна наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ "Ін-т екон. та прогнозув. НАН України". Київ, 2022. С. 156–171. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf>

20. US 10 year treasury yield. URL: <https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>

Надійшла до редакції 09.06.2022 р.

Прорецензовано 15.06.2022 р.

Підписано до друку 30.06.2022 р.

Pavlo Kerimov³

COST OF CREDIT AND PROFITABILITY OF LARGE INDUSTRIAL FIRMS IN UKRAINE

Lending in Ukraine is usually studied from the creditor's perspective, and based on the macroeconomic-level data, due to statistics availability. This potentially leaves out the problems that exist on microeconomic level, and leads to one-sided conclusions regarding, for instance, justification for certain levels of cost of credit based exclusively on minimal required profitability. In order to complement these conclusions, it is expedient to use microeconomic data-based analysis performed on a representative selection of firms, and thus the aim of this study is to evaluate credit availability for large firms in Ukraine in 2006-2020.

Within the framework of the designated aim, liabilities structure, expected costs of financial resources, both credit and equity-based, have been analyzed for a selection of firms, and then compared to their respective profitability ratios. The main conclusion is that an average large industrial firm in Ukraine in 2006-2020 was not profitable enough to attract either loans or investments on market terms, and it is unlikely the situation has changed now. Individual firms, mainly of agricultural, mining, mechanical engineering, food and trade industries, are the exception to this rule. The reason for this is abnormally high profitability volatility, and in many cases – loss-making of large industrial firms, which in turn raise their risks (and thus the cost of financial resources for them); in other words, an average

³ **Kerimov, Pavlo Oleksijovych** – PhD, Researcher, SI "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine" (26, Panasna Myrnoho st., Kyiv, 01011, Ukraine); ORCID: 0000-0002-7793-7788, e-mail: pkerimov@zoho.com



industrial firm has to pay elevated cost for credit due to its low creditworthiness.

The practical conclusion is that the average large industrial firm in Ukraine is maladapted to market-based economy, and thus they should not be the centerpiece for planning of an economic development policy. Due to the tendency of such firms to bias any form of aggregated statistics in their favor, it is advisable to exclude them altogether, and aim to use representative selections based on medium and small firms instead. In particular, such approach must be used for aggregation of industry-specific capital structure, as well as for evaluation of costs of credit, equity and of their underlying risks. This would allow for setting a better scale in estimation of costs of financial resources⁴.

Keywords: loans, trade credit, cost of capital, cost of credit, return on capital

References

1. Kerimov, Pavlo (2019). Features of risk-free rate estimation in Ukraine. *Finansy Ukrayiny – Ukraine's Finance*, 8, 61-74. <https://doi.org/10.33763/finukr2019.08.061> [in Ukrainian].
2. Kerimov, Pavlo (2019). Estimating risk exposure of Ukrainian enterprises using methods of corporate finance. *Ekon. prognozuvannâ – Economy and forecasting*, 3, 40-59. <https://doi.org/10.15407/eip2019.03.040> [in Ukrainian].
3. Ruda, O.L. (2018). Loans as a ground for interrelations between commercial banks and enterprises. *Investytsyi: praktyka i dosvid – Investment: practice and experience*, 9, 22-25 [in Ukrainian].
4. Sydorenko, V.A. (2020). Ways of intensification of bank-led investment crediting of real sector of economy. *Naukoviy Visnyk NLTU Ukrayiny – National Forestry University of Ukraine Scientific Bulletin*, 1: 30, 104-108 [in Ukrainian].
5. Kerimov, Pavlo, Zymovets, Vladyslav (2021). Quasi-Risk and Fraudulent Financing Models: The Case of Firms with Negative Equity in Ukraine. *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*, 8, 48-68.
6. Kozyuk, V.V. (2020). The cult of predatory loans. Why low credit rates do not help to "jump-start the economy". *Vox Ukraine*. Retrieved from <https://finance.liga.net/ekonomika/article/kult-hischnogo-kredita-pochemu-nizkie-stavki-ne-pomogayut-zapustit-ekonomiku> [in Ukrainian].
7. Reкова N.V., Dyatlova Y.V. (2019). Development of lending towards real sector of economy: focus on the Agro-Industrial Complex as a priority industry. *Fynansoviy prostir – Financial space*, 1 (33), 8-17 [in Ukrainian].

⁴ The article was prepared within the research project on "The relationship between financial depth and economic growth in Ukraine" (State Registration No. 0121U110766).



8. Pasyovich I.I., Dmytruk V.O. (2019). Crediting real sector of regional economy: current state, problems and perspectives. *Regional'na ekonomika – Regional economy*, 3 (137), 42-49. <https://doi.org/10.36818/2071-4653-2019-3-7> [in Ukrainian].
9. Vlasyuk S.A., Bondarenko N.V. (2018). Bank loans to real sector of economy. *Zbirnyk naukovykh prats' Umans'koho natsional'noho universytetu sadivnytstva – Uman National University of Horticulture Scientific Bulletin*, 93: 2 (*Economic sciences*), 32-41. <https://doi.org/10.31395/2415-8240-2018-93-2-32-40> [in Ukrainian].
10. NBU board resolution No. 18 from February 24, 2020, "On banking system operation during martial law". Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18 [in Ukrainian].
11. National bank have issued 50 billions of hryvnas. *Slovo i Dilo – Word and a business*. Retrieved 08.07.2022 from <https://www.slovoidilo.ua/2022/04/28/novyna/ekonomika/naczbank-kvitni-proviv-emisiyu-50-milyardiv-hryven> [in Ukrainian].
12. Moiseyev, V. Question of 25%: why NBU, banks and Ministry of finance conflict over discount rate? *thepage.ua*. Retrieved 09.06.2022 from <https://thepage.ua/ua/economy/chomu-nbu-banki-ta-minfin-konfliktuyut-z-privodu-oblikovoyi-stavki> [in Ukrainian].
13. Shyshkov, S.Y. (2022). Effects of implementing martial law on capital markets in Ukraine. *Ukr. socium – Ukrainian society*, 1 (80), 63-86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063> [in Ukrainian].
14. NBU board resolution No. 23 from February 23, 2022, "On certain issues concerning activities of banks of Ukraine and bank groups". Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_25022022_23 [in Ukrainian].
15. NBU board resolution No. 41 from March 7, 2022, "On compiling and submitting financial statements during the martial law". Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_07032022_41 [in Ukrainian].
16. NBU board resolution No. 57 from March, 21, 2022, "On amending certain normative legal acts by National bank of Ukraine". Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_21032022_57 [in Ukrainian].
17. Official site of Stock market infrastructure development Agency of Ukraine. URL: smida.gov.ua
18. Official site of National Bank of Ukraine. URL: bank.gov.ua.
19. Zymovets, V.V. (Ed.). (2022). Financial risks of conducting business in Ukraine: sector of non-financial corporations. Institute for economy and forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv. Retrieved from <http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf> [in Ukrainian].
20. US 10 year treasury yield. Retrieved from <https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>