

[Legal Act of Ukraine] (2012). zakon4.rada.gov.ua/laws/show/4452_17

"Osnovni pokaznyky diialnosti bankiv Ukrainy" [Main indicators of activity of Ukrainian banks]. https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442

Ofitsiynyi sait Fondu harantuvannia vkladiv fizychnykh osib. <http://www.fg.gov.ua>

Tyshchenko, V. V. "Systema harantuvannia vkladiv fizychnykh osib yak chynnyk ekonomichnoi bezpeky bankivskoi diialnosti v Ukraini" [System of guarantee of deposits of individuals as a factor of economic security of banking in Ukraine]. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu*, no. 2 (2017): 88-92.

УДК 336.61

АДАПТАЦІЯ МЕЗОНІННОГО ФІНАНСУВАННЯ ДО ПОТРЕБ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

©2018 КОРНЕЄВА Ю. В.

УДК 336.61

Корнеєва Ю. В. Адаптація мезонінного фінансування до потреб державних підприємств

Метою статті є висвітлення особливостей використання мезонінного фінансування державних підприємств в Україні. Представлено аналіз механізмів залучення інвестиційних ресурсів у державному секторі. Аргументовано важливість розробки та впровадження альтернативних інноваційних механізмів залучення фінансових ресурсів державними підприємствами на міжнародних ринках капіталу. Відзначено, що виконання критеріїв програми МВФ за показником дефіциту державного бюджету не дозволяє Україні активно використовувати державні гарантії для залучення боргового фінансування державних підприємств. Наголошено, що стратегічні державні підприємства певною мірою обмежені в праві вільно залучати довгостроковий капітал шляхом первинних публічних розміщень. За цих умов мезонінне фінансування розглядається як альтернативний механізм залучення приватного капіталу в державні компанії, що являє собою форму фінансового забезпечення, яке передбачає поєднання боргового фінансування та фінансування на умовах участі у власному капіталі. Автором представлено механізм мезонінного фінансування державного підприємства. Відзначено роль міжнародних фінансових організацій (МФО) в адаптації мезонінного фінансування до потреб у реалізації інвестиційних проектів підприємствами, що належить до державного сектора.

Ключові слова: державне підприємство, інвестиційний проект, мезонінне фінансування, субординований борг, пасивна участь.

Рис.: 2. **Бібл.:** 22.

Корнеєва Юлія Володимирівна – кандидат економічних наук, докторант, Академія фінансового управління (вул. О. Гончара, 46/48, Київ, 01034, Україна)

E-mail: korneevaj@ukr.net

УДК 336.61

Корнеєва Ю. В. Адаптація мезонінного фінансування к потребностям государственных предприятий

Целью статьи является исследование особенностей использования мезонинного финансирования государственных предприятий в Украине. Представлен анализ механизмов привлечения инвестиционных ресурсов в государственном секторе. Аргументирована важность разработки и внедрения альтернативных инновационных механизмов привлечения финансовых ресурсов государственными предприятиями на международных рынках капитала. Отмечено, что выполнение критериев программы МВФ по показателю дефицита государственного бюджета не позволяет Украине активно использовать государственные гарантии для привлечения долгового финансирования государственных предприятий. Подчеркнуто, что стратегические государственные предприятия в определенной степени ограничены в праве свободно привлекать долгосрочный капитал путем первичных публичных размещений. В этих условиях мезонинное финансирование рассматривается как альтернативный механизм привлечения частного капитала в государственные компании и представляет собой форму финансового обеспечения, предусматривающего сочетание долгового финансирования и финансирования на условиях участия в собственном капитале. Автором представлен механизм мезонинного финансирования государственного предприятия. Отмечена роль международных финансовых организаций (МФО) в адаптации мезонинного финансирования для реализации инвестиционных проектов к потребностям предприятий, принадлежащих к государственному сектору.

Ключевые слова: государственное предприятие, инвестиционный проект, мезонинное финансирование, субординированный долг, пассивное участие.

Рис.: 2. **Библ.:** 22.

Корнеєва Юлія Владимировна – кандидат экономических наук, докторант, Академия финансового управления (ул. О. Гончара, 46/48, Киев, 01034, Украина)

E-mail: korneevaj@ukr.net

UDC 336.61

Kornieieva Iu. V. The Adaptation of Mezzanine Financing to the Needs of the State-Owned Enterprises

The article is aimed at researching the features of mezzanine financing of the State-owned enterprises in Ukraine. The analysis of mechanisms for attraction of investment resources in the public sector is presented. The importance of development and introduction of alternative innovative mechanisms for attraction of financial resources by the State-owned enterprises in the international capital markets is reasoned. It is specified that implementation of the criteria of the IMF program by the indicator of the State budget deficit does not allow Ukraine to actively use the State guarantees to attract debt financing of the State-owned enterprises. It is underlined that the strategic State-owned enterprises are to a certain extent limited in the right to freely attract long-term capital through primary public offering. Under these conditions, mezzanine financing is seen as an alternative mechanism for attracting private capital to the State-owned companies and is a form of financial collateral that provides a combination of debt financing and financing on the basis of participation in equity. The author presents the mechanism for mezzanine financing of a State-owned enterprise. The role of international financial organizations (IFO) in adaptation of mezzanine financing for implementation of investment projects to the needs of enterprises belonging to the public sector is indicated.

Keywords: State-owned enterprise, investment project, mezzanine financing, subordinated debt, passive participation.

Fig.: 2. **Bibl.:** 22.

Kornieieva Iuliia V. – PhD (Economics), Candidate on Doctor Degree, Academy of Financial Management (46/48 O. Honchara Str., Kyiv, 01034, Ukraine)
E-mail: korneevaj@ukr.net

У сучасних умовах в Україні зростає значення фінансової діяльності державних підприємств у контексті створення фіскальних ризиків для бюджету, що привело до інтенсифікації процесів пошуку нових форм і методів залучення ресурсів на міжнародних фінансових ринках. С. Хант і Г. Шаттлуорт вважають, що в умовах, коли ринок не завжди може запропонувати «вигідне» фінансування, здатність держави залучати «дешевий» капітал є одночасно плюсом і мінусом державної власності. Адже, з одного боку, це сприяє зростанню надходжень інвестицій, наприклад у об'єкти інфраструктури, проте водночас може призвести до надмірної кількості ризикових проектів, що вимагатимуть значних капітальних затрат з боку державного бюджету [1, с. 20].

Разом з цим «дефіцит фінансових ресурсів може призвести до недофінансування базових потреб у різних сферах життєдіяльності суспільства та уповільнення темпів економічного розвитку» [2, с. 75]. Академік НАН України Єфименко Т. І. зазначає, що фінансову безпеку держави можна охарактеризувати двома поняттями – стабільність та захищеність [2, с. 99]. У даному контексті розробка та впровадження нових інструментів та механізмів залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках для державних підприємств має ґрунтуватися на пошуці стабільних каналів надходження капіталу, які не створюватимуть додаткового навантаження на державний бюджету у вигляді фіскальних ризиків, та, водночас, не створюватимуть загроз національній безпеці, особливо якщо мова йде про стратегічні підприємства.

Велику увагу питанням фінансового забезпечення інвестиційних проектів у приватному секторі у своїх дослідженнях приділяли Р. Брейлі, С. Майерс, У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі, Т. Дорошенко, К. Кравченко та ін. [3–6]. Акцент на залученні приватного капіталу для фінансування інвестиційних проектів державних підприємств, спрямованих на досягнення сталого розвитку, робили В. Геєць, М. Мірабіле, С. Сангаре, К. Шмерлер, Т. Мерна, Я. Чу, В. Тищенко та ін. [7–10]. Безпосередньо мезонінний кредит як альтернативу проектного фінансування інвестиційних проектів досліджували Л. Нійс, А. Робінсон, І. Ферт, Д. Вебб, О. Петрикова, О. Люта та ін. [11–14]. Проте недостатньо висвітленими в науковій літературі залишається питання адаптації мезонінного фінансування до потреб підприємства з державним капіталом.

Метою даного аналізу є висвітлення особливостей використання мезонінного фінансування державних підприємств в Україні з огляду на брак власних фінансових ресурсів для фінансування інвестиційних проектів, а також в умовах обмежених можливостей щодо залучення в достатніх обсягах боргового фінансування на міжнародних ринках капіталу.

Основою ефективної реалізації інноваційної стратегії компанії (незалежно від форми власності), що дозволить вийти на новий рівень конкурен-

тоспроможності, є наявність достатнього обсягу фінансового забезпечення, можливість залучення інвестицій. Фінансові ресурси об'єднують власний, запозичений і залучений капітали, який використовують державні підприємства для формування своїх активів та здійснення виробничо-господарської діяльності з метою отримання прибутку та виконання певних соціально-економічних цілей, покладених на цю інституцію державою. Як методи фінансування інвестиційних проектів приватними компаніями, які, за певних умов, є прийнятними для державних суб'єктів господарювання, можна виокремити інвестування за рахунок власних коштів компанії, залучення коштів за рахунок емісії акцій та боргове фінансування, що об'єднує інвестиційні кредити банків та випуск боргових цінних паперів. Вибір того чи іншого джерела фінансування насамперед залежить від цілей, для яких залучається капітал – тимчасовий чи перманентний капітал (залучений на постійній основі – об'єднує власний капітал і довгострокові зобов'язання суб'єкта господарювання).

Можливості державного інвестування в Україні є обмеженими внаслідок високого рівня державного боргу, що вимагає високих витрат на його обслуговування, що складає понад 13% видатків державного бюджету, або 3,9% від ВВП. І хоча співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП зменшилося з 80,9% у 2016 р., до 71,8% у 2017 р., даний показник все одно значно перевищує оптимальне значення в 60% [15]. На основі аналізу прогнозних платежів з погашення та обслуговування державного боргу у 2018–2025 рр. (рис. 1), сформованих Міністерством фінансів України за діючими угодами станом на 11.04.2018 р., можна зробити висновок щодо періоду пікових виплат у 2019–2021 рр. За підрахунками, протягом 2018–2021 рр. Україна має виплатити за зовнішніми боргами 24 млрд дол. США [16].

Останні дослідження засвідчують, що корпорації країн з англо-американською ринково орієнтованою фінансовою системою з розвинутими інституціональними інвесторами (пенсійні фонди, пайові інвестиційні фонди, страхові фонди) таких країн, як США, Великобританія, в основному залучають інвестиційні кошти шляхом випуску цінних паперів на фінансових ринках. У країнах, орієнтованих на банки (Японія, Німеччина, Франція та інші), корпорації роблять акцент на фінансуванні за рахунок банківських позик [10, с. 19]. Поряд з цим, останнім часом відбувається зменшення ролі банківського сектора як механізму перерозподілу фінансових ресурсів на національному та міжнародному рівнях і одночасне посилення інвестиційної та позичкової діяльності на міжнародному ринку цінних паперів.

Кредитний ризик країни-емітента впливає на розмір відсоткової ставки по облігаціях та ринкову вартість зобов'язань компанії. Рейтингове агентство



Рис. 1. Прогнозні платежі з погашення та обслуговування зовнішнього державного боргу у 2018–2025 рр. в Україні

Джерело: складено за [15].

Standard and Poor's підтвердило у звіті від 20 квітня 2018 р. суверенний кредитний рейтинг України на рівні «В–» по довгострокових зобов'язаннях і «В» по короткострокових зобов'язаннях в іноземній та національній валютах зі стабільним прогнозом; рейтинг України відповідно до національної шкали визначено на рівні «aaBBB–». Водночас зазначено, що, незважаючи на зростання ВВП на душу населення протягом двох останніх років (2600 дол. США у 2017 р.), даний показник все одно залишається лише на рівні 67% від докризового 2013 р. і є другим найнижчим показником у Європі та Співдружності Незалежних Держав після Таджикистану [16].

Варто зазначити, що облігації з рейтингом «BBB» і вище вважаються цінним папером інвестиційного рівня; натомість облігації з рейтингом категорії «BB» і нижче вважаються високодохідними цінними паперами, проте нижче інвестиційного рівня. Високий ризик обумовлює високу дохідність, а отже, інструмент буде носити спекулятивний характер.

З іншого боку, високу дохідність важко забезпечити, реалізуючи інвестиційні проекти в державному секторі, з огляду на досягнення соціальних і політичних цілей, покладених на державне підприємство. Виплати за високими ставками актуальні для високорентабельних проектів, державні інвестиційні проекти зазвичай носять суспільно-корисний характер. У випадку державного підприємства висока відсоткова ставка по боргових цінних паперах створюватиме додаткові фіскальні ризики для державного бюджету. З огляду на відносно низький кредитний рейтинг України, визначений провідними рейтинговими агентствами, що формує певною мірою попит серед інвесторів на цінні папери, для успішного розміщення облігацій державними підприємствами на міжнародних ринках капіталу з нижчою дохідністю необхідні державні гарантії андерайтерам для випуску по схемі «твердого зобов'язання».

Залучення боргового фінансування для державних підприємств передбачає використання гарантійних механізмів, що впливатиме на рівень гарантованого державою боргу, визначеного п. 17 статті 2 Бюджетного Кодексу України як загальна сума боргових зобов'язань суб'єктів господарювання – резидентів України щодо повернення отриманих і непогашених станом на звітну дату кредитів (позик), виконання яких забезпечено державними гарантіями [17]. Водночас, відповідно до п. 2 статті 18 Бюджетного кодексу України, загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60% річного номінального обсягу валового внутрішнього продукту України [17]. У рамках домовленостей з МВФ, закріплених у Меморандумі про економічну та фінансову політику від 2 березня 2017 р., Україна зобов'язується поступово зменшувати дефіцит бюджету сектора загальнодержавного управління до 2,5% ВВП у 2018 р. і до 2,4% ВВП у 2019 р. – передусім за рахунок зменшення поточних витрат [18]. Тобто виконання критеріїв програми МВФ за показником дефіциту державного бюджету не дозволяє активно використовувати державні гарантії для залучення фінансування державних підприємств.

У попередніх дослідженнях наголошено на важливості використання потенціалу міжнародних ринків капіталу для українських державних компаній, які підлягають повній або частковій приватизації, оскільки сучасні тенденції, які сформувалися внаслідок впливу останньої світової фінансової кризи, демонструють зміщення балансу в бік зростаючих ринків, IPO (*Initial Public Offering*) перестає бути прерогативою розвинутих економік [19]. Часткова приватизація дозволяє державі залишатися мажоритарним акціонером та приймати ключові рішення в управлінні компанією, водночас залучаючи інвестиційні ресурси міноритарних акціонерів на довгостро-

ковий період. Проте емісійні можливості для певної категорії державних підприємств є обмежені.

Окремої уваги потребують державні підприємства, що не підлягають приватизації, які обмежені у виборі механізмів залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках. Адже стаття 7 Закону України «Про основи національної безпеки України» визначає, що небезпечно для економічної незалежності України зростання частки іноземного капіталу у стратегічних галузях економіки є загрозою національним інтересам і національній безпеці України в економічній сфері [20]. Також у частині 2 статті 117 Господарського Кодексу України зазначено, що іноземні підприємства не можуть створюватися в галузях, визначених законом, що мають стратегічне значення для безпеки держави [21]. Відповідно до зазначених положень стратегічні державні підприємства певною мірою обмежені в праві вільно залучати довгостроковий капітал шляхом IPO.

Разом з тим, пошук стратегічного інвестора для частково приватизованих державних компаній є важливим пріоритетом у реалізації стратегії розвитку в частині забезпечення фінансової стабільності підприємства та досягнення рентабельності економічної діяльності. ОЕСР пропонує використання певних механізмів, що дозволяють залучити приватний капітал у державні компанії, а саме – мезонінне фінансування (*Mezzanine Finance*), системи надання гарантій (*Guarantee Schemes*) і механізм об'єднання ресурсів (*Pooling Mechanisms*) [8, р. 136].

Досить поширеним способом залучення ресурсів у західних країнах є мезонінне фінансування (*Mezzanine Finance*), яке об'єднує в собі субординовані кредити (*Subordinated Loan*), кредити з правом участі у прибутку компанії (*Profit Participating Loan*) та пасивну участь (*Silent Participation*). Суть механізму мезонінного фінансування полягає в тому, щоб дозволити компаніям – ініціаторам проектів – здійснювати великі інвестиції, не володіючи при цьому значним капіталом. Мезонінне фінансування є формою залучення капітальних активів у міжнародний інвестиційний бізнес-проект, за яким кредитор надає цілеспрямовано без вимоги застави майна обумовлену суму кредиту з правом субординованого погашення боргу не першої черги та правом участі в прибутку інвестиційного проекту. Класичний мезонінний кредит – це субординований кредит з погашенням основного боргу в кінці терміну позики з можливістю конвертації суми заборгованості в акції позичальника (термін зазвичай не менше 3–5 років). Мезонінне фінансування зазвичай надається на юридичну особу – компанію спеціального призначення, проектну компанію (*SPV – Special Purpose Vehicle*), зареєстровану в країні, де законодавство передбачає можливість субординації кредитів [14].

Мезонінний кредит (*Mezzanine Loan*) є гібридним інструментом і займає проміжне положення між залученням банківського кредиту та прямими інвестиціями в компанію. Тобто мезонінне фінансування являє собою форму фінансового забезпечення, що передбачає поєднання боргового фінансування та фінансування на умовах участі у власному капіталі підприємства: інвестор не входить в капітал компанії, проте надає ресурси для її розвитку через боргові зобов'язання з одночасним придбанням опціону з правом придбання акцій позичальника в майбутньому за певною, заздалегідь визначеною, ціною. Важливою характеристикою є те, що інвестор, на відміну від звичайної форми кредитування, не має права вимагати заставу, проте має право (а не зобов'язання) в обумовлений час в майбутньому за обумовленою ціною придбати або пакет акцій компанії, що реалізує проект, або певну кількість готового продукту чи майна, чи іншим чином стати співвласником або управляючим проектом.

Даний спосіб фінансування здатний знизити ризики обох сторін: боргові зобов'язання мають більш високий пріоритет, що вигідно венчурному фінансисту, а опціонна угода дозволяє позичальникові в майбутньому розрахуватися з кредитором у зручній для нього формі – виплата прибутку держателю опціону або розміщення в його користь привілейованих акцій.

Мезонінне фінансування відносять до інструментів середнього рівня ризику та доходу. Відсоткова ставка за користування кредитом по мезонінній схемі коливається в межах 12–20%, що перевищує вартість банківського забезпеченого кредитування. У США до такої форми фінансування часто вдаються організації, що не мають достатнього доступу до капіталу, що може бути пов'язано з високим борговим навантаженням або ринковими умовами. Також даний інструмент застосовують в тому випадку, коли акціонери компанії не хочуть «розмивати» власні частки участі. При мезонінному фінансуванні головною метою інвестора є повернення до первинних інвестицій та нарощення свого капіталу, а не захоплення влади над компанією, що важливо, коли у проекті бере участь державна корпорація. У 2008–2009 рр. простежується активізація мезонінного фінансування у сфері проектного фінансування, за необхідності викупу акцій у акціонерів, а також при операціях ЗіП, наприклад у випадку організації купівлі компанії-конкурента тощо. Мезонінне фінансування часто застосовують як інструмент фінансування інноваційних проектів. Актуальним напрямом використання мезонінного фінансування для державних підприємств є залучення фінансових ресурсів для модернізації виробничих потужностей та виходу на міжнародні ринки. Середній обсяг фінансування за угодою мезоніну стартує від 20 млн дол. США [12].

Як уже зазначалося, зазвичай мезонінне фінансування являє поєднання декількох фінансових

інструментів з різними рівнями ризику та прибутковості, таких як, наприклад, субординований борг, сертифікати на участь в прибутку компанії, права або варанти на акції компанії. Для державного підприємства, що не підлягає приватизації, найкращим варіантом, який варто прописати в угоді, буде право на отримання певної кількості виробленої продукції, що стимулюватиме зростання виробничих потужностей та сприятиме посиленню конкурентоспроможності державної компанії. Кредити з правом участі у прибутку компанії надають кредиту можливість участі в прибутку компанії в обмін на надання капіталу, проте, незважаючи на участь у прибутку, не передбачається відносин власності, що особливо актуально для українських державних стратегічних підприємств, які обмежені у використанні традиційних механізмів боргового фінансування через низькі інвестиційні рейтинги та водночас не можуть виходити на IPO. Втім, в окремих випадках варто залучати приватного інвестора до управління спільним проектом, що сприятиме комерціалізації діяльності державного підприємства, позитивно відобразиться на системі менеджменту та сприятиме зростанню ефективності та прозорості процесу прийняття рішень.

Надзвичайно розповсюдженою формою мезонінного фінансування в європейських країнах, особливо в Німеччині, є пасивна участь. Термін дії такої співпраці зазвичай 5–15 років, при цьому методі фінансування інвестор бере участь у комерційній діяльності підприємства шляхом надання капіталу й отримання права участі в статутному капіталі та прибутку компанії [22]. Переклад англійського терміна «*Silent Participations*» розкриває зміст пасивної участі інвестора у проекті, оскільки лише власник бізнесу, кінцевий бенефіціар, буде діяти на ринку, а «тихий» партнер не представлятиме компанію та, зазвичай, не має права брати участь у процесі прийняття рішень і суттєво обмежується фінансовою функцією у фоновому режимі, отримуючи лише певну частину прибутку від операційної діяльності [11, с. 192–200].

Мезонінне кредитування передбачає створення спеціальної проектної компанії (*SPV – Special Purpose Vehicle*), яка набуває статусу «діючої» на всьому етапі життєвого циклу проекту, відрізняється фінансовою, юридичною, організаційною самостійністю та використовується для залучення фінансових ресурсів у рамках структур власного та позикового капіталів. Проте варто зазначити, що не обов'язково така компанія має бути створена [11]. Мезонінні фонди, як правило, обирають більш пасивну роль в управлінні та контролі за компанією SPV, у той час як традиційні інвестори, які набувають частку у власному капіталі SPV, зазвичай шукають спосіб відігравати в управлінні спільними проектами активну роль.

Мезонінне фінансування охоплює проектне фінансування, водночас відмінністю буде наявність

можливості погашення за допомогою засобів, виручених від реалізації активів або акцій компанії SPV. Такий механізм активно використовується для реалізації великомасштабних будівельних проектів, створення нових компаній в різних галузях промисловості [13, с. 46].

Для того, щоб залучити мезонінне фінансування, в ідеалі компанія повинна мати гарну репутацію на ринку, бути прибутковою, а також має реалізувати рентабельні проекти та запропонувати план розширення бізнесу, що відобразатиме потенціал зростання, наприклад шляхом злиття та поглинання, або первинного публічного розміщення акцій (IPO). Дана вимога обумовлена тим, що у випадку прибутковості спільного проекту інвестор (кредитор) повертає свої кошти з процентами, у протилежному випадку кредитор може відшкодувати витрати шляхом надання права на акції компанії. Фактично мезонінне фінансування використовує акції як заставу для отримання кредиту, а наявний потенціал до зростання бізнесу дозволяє позичати більше, ніж при класичному банківському кредитуванні. Організація процедури мезонінного фінансування займає в середньому від 3 до 6 місяців [9, с. 28].

Механізм мезонінного фінансування державного підприємства, наведений на *рис. 2*, враховує особливості економічної діяльності суб'єктів господарювання, що належать до державного сектора.

У випадку реалізації інвестиційного проекту суб'єктом господарювання, що належить до державного сектора, інвестором/кредитором можуть виступити міжнародні фінансові інституції, наприклад ЄБРР, що дозволить залучити фінансування на більш вигідних умовах, ніж у випадку приватної установи, що певною мірою компенсуватиме вартість позики. У європейських країнах досить поширеною є практика залучення до мезонінного фінансування ЄБРР, який виступає як мезонінний інвестор. Термін погашення боргу складає зазвичай 5–7 років, з відтермінуванням сплати основного тіла боргу, що дозволить не вилучати кошти з обороту на початковому етапі та розвивати проект.

МФО також може виступити гарантом в угоді про мезонінне фінансування, що компенсуватиме інвестору/кредитору відсутність права на набуття частки в капіталі в майбутньому, що особливо актуально для державного стратегічного підприємства. Фактично виступаючи посередником, опціон на купівлю привілейованих акцій SPV, створеної державним підприємством, триматиме МФО, гарантуючи інвестору повернення коштів. Натомість стратегічне державне підприємство повністю нівелюватиме ризики набуття інвестором права власності на привілейовані акції створеної акціонерної компанії спеціального призначення.

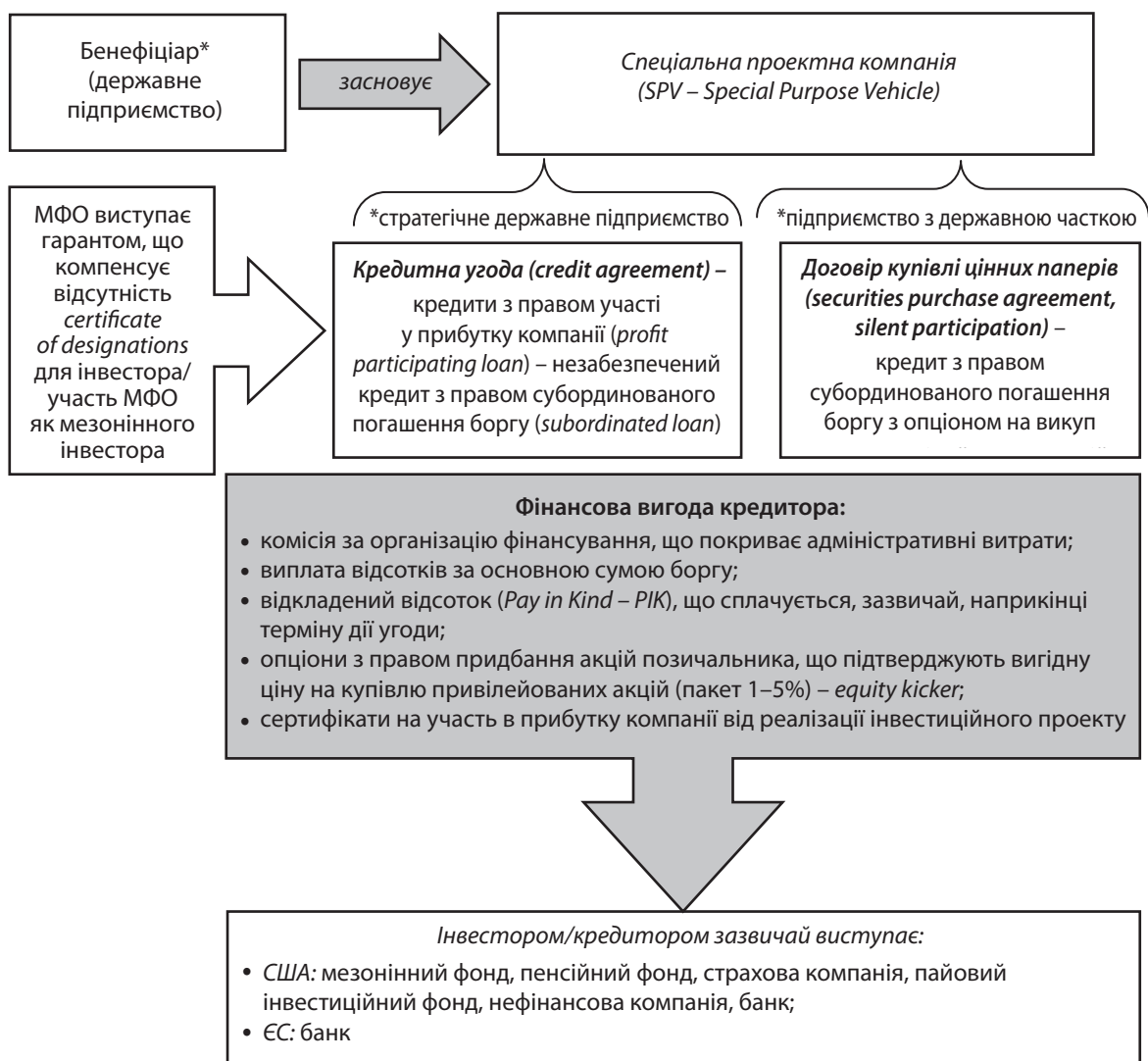


Рис. 2. Механізм мезонінного фінансування державного підприємства

Джерело: авторська розробка.

ВИСНОВКИ

Механізми традиційного корпоративного фінансування для державних компаній в Україні є обмеженими через їх низький рівень прибутковості та рентабельності. Державні підприємства вимушені шукати інноваційні альтернативні способи фінансування через механізми ринку капіталу, звертати увагу на гібридні інструменти залучення капіталу, а також активно співпрацювати з міжнародними фінансовими інституціями. Мезонінне фінансування є інноваційним механізмом перетворення кредитної операції на інвестиційну, об'єднуючи боргове зобов'язання з пайовою участю. За певних умов така форма мобілізації фінансових ресурсів актуальна і для державних підприємств, адже вона не призводить до розмивання акціонерного капіталу, а також зберігається управлінська незалежність суб'єкта господарювання. Відзначено роль МФО як інвестора та гаранта, який компенсує відсутність опціону для інвестора у випадку залучення фінансових ресурсів стратегічним дер-

жавним підприємством, що повністю нівелює ризики набуття інвестором права власності на привілейовані акції створеної акціонерної компанії спеціального призначення. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Хант С., Шаттлуорт Г. Конкуренция и выбор в электроэнергетике. London : National Economic Research Associates, MMC Company, 1998. 260 с. URL: http://www.libertarium.ru/files/lib_energy_con/russbook.pdf
2. Єфименко Т. І. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки. Київ, 2016. 447 с.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. 1120 с.
4. Шарп. У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции / пер. с англ. М.: Инфра-М, 2001. 1035 с.
5. Дорошенко Т. В. Формування оптимальної структури інвестиційних ресурсів на підприємстві. *Фінанси України*. 2010. № 9. С. 134–137.
6. Кравченко К. В. Інвестиційна діяльність підприємства та її фінансове забезпечення (на прикладі підприємств

добувної промисловості): автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. Київ, 2011. 20 с.

7. **Гець В.** Господдержка предприятий в Украине в 5-9 раз выше, чем в странах ЕС // Национальный антикоррупционный портал. 2015/8/23. URL: https://antikor.com.ua/articles/59478-gospodderhka_predpriyatij_v_ukraine_v_5-9_raz_vyshe_chem_v_stranah_es

8. **Mirabile M., Sangaré C., Schmerler C.** Using financial instruments to mobilise private investment for development // Development Cooperation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development / Development Co-operation Directorate, OECD. Paris, 2014. Part II, Chapter 11. P. 135–144.

9. **Merna T., Chu Y., Al-Thani F. F.** Project Finance in Construction: A Structured Guide to Assessment. Wiley-Blackwell, 2010. 177 p.

10. **Тищенко В. Ф., Остапенко В. М.** Проектне фінансування як форма публічно-приватного партнерства. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2013. № 1. С. 141–144.

11. **Nijs L.** Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance. Wiley Finance, 2013. 528 p.

12. **Robinson A., Fert I., Webb D. N.** Mezzanine Finance: Overview. Simpson Thacher & Bartlett LLP // Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, Inc. 2011. URL: <http://us.practicallaw.com/2-502-3062>

13. **Петрикова Е. М.** Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов. *Финансы и кредит*. 2013. № 28. С. 39–47.

14. **Люта О. В., Пігуль Н. Г., Дехтяр Н. А.** Мезонінний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку підприємства. URL: <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/12508/2/Capital.pdf>

15. Боргова статистика / Міністерство фінансів України. URL: <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/>

16. Ratings On Ukraine Affirmed At 'B-/B'; Outlook Remains Stable / Standard and Poor's. 20 April, 2018. URL: <https://www.standardandpoors.com/>

17. «Бюджетний Кодекс України» від 8 липня 2010 р. № 2456-VI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>

18. Україна: Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику від 02 березня 2017 року. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>

19. **Kornieieva I.** Privatization through IPO as a tool of attracting FDI: the case of Ukraine. *Journal of Political Science and International Relations*. 2018. Vol. 1, No. 1. P. 12–19.

20. Закон України «Про основи національної безпеки України» від 19 червня 2003 р. № 964-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15>

21. «Господарський Кодекс України» від 16.01.2003 р. № 436-IV. <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>

22. Silent Participations. URL: <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/silentparticipations.html>

REFERENCES

“Borhova statystyka” [Debt statistics]. Ministerstvo finansiv Ukrainy. <https://www.minfin.gov.ua/news/borg/>

Breyli, R., and Mayers, S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of corporate finance]. Moscow: ZAO «Olimp-Biznes», 1997.

Doroshenko, T. V. “Formuvannya optymalnoi struktury investytsiinykh resursiv na pidpriemstvi” [Formation of the optimal structure of investment resources at the enterprise]. *Finansy Ukrainy*, no. 9 (2010): 134–137.

Geyets, V. “Gospodderzhka predpriyatij v Ukraine v 5-9 raz vyshe, chem v stranakh YeS” [State support of enterprises

in Ukraine is 5-9 times higher than in the EU countries]. *Natsionalnyi antykorruptsyonnyi portal*. 2015/8/23. https://antikor.com.ua/articles/59478-gospodderhka_predpriyatij_v_ukraine_v_5-9_raz_vyshe_chem_v_stranah_es

Khant, S., and Shattluort, G. “Konkurentsya i vybor v elektroenergetike” [Competition and choice in the electric power industry]. http://www.libertarium.ru/files/lib_energy_con/russbook.pdf

Kornieieva, I. “Privatization through IPO as a tool of attracting FDI: the case of Ukraine”. *Journal of Political Science and International Relations*. Vol. 1, no. 1 (2018): 12–19.

Kravchenko, K. V. “Investytsiina diialnist pidpriemstva ta yii finansove zabezpechennia (na prykladi pidpriemstv dobuвної promyslovosti)” [Investment activity of the enterprise and its financial support (on the example of the enterprises of extractive industry)]: *avto-ref. dys. ... kand. ekon. nauk*: 08.00.08, 2011.

[Legal Act of Ukraine] (2003). <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/964-15>

[Legal Act of Ukraine] (2003). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>

[Legal Act of Ukraine] (2010). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>

Liuta, O. V., Pihul, N. H., and Dekhtiar, N. A. “Mezoninnyi kapital yak dzherelo finansuvannia innovatsiinoho rozvytku pidpriemstva” [Mezzanine capital as a source of financing for enterprise innovation development]. <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/12508/2/Capital.pdf>

Merna, T., Chu, Y., and Al-Thani, F. F. *Project Finance in Construction: A Structured Guide to Assessment*. Wiley-Blackwell, 2010.

Mirabile, M., Sangare, C., and Schmerler, C. “Using financial instruments to mobilise private investment for development”. In *Development Cooperation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development*, part 2, chapter 11. 135–144. Paris: Development Co-operation Directorate, OECD, 2014.

Nijs, L. *Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance*. Wiley Finance, 2013.

Petrikova, Ye. M. “Mezoninny kredit kak alternativa proektnogo finansirovaniya investitsionnykh proektov” [Mezzanine loan as an alternative to project financing of investment projects]. *Finansy i kredit*, no. 28 (2013): 39–47.

“Ratings On Ukraine Affirmed At 'B-/B'; Outlook Remains Stable” Standard and Poor's. 20 April, 2018. <https://www.standardandpoors.com/>

Robinson, A., Fert, I., and Webb, D. N. “Mezzanine Finance: Overview. Simpson Thacher & Bartlett LLP” Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, Inc. 2011. <http://us.practicallaw.com/2-502-3062>

Sharp, U. F., Aleksander, G. Dzh., and Beyli, Dzh. V. *Investitsii* [Investments]. Moscow: Infra-M, 2001.

“Silent Participations”. <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/silentparticipations.html>

Tyshchenko, V. F., and Ostapenko, V. M. “Proektnе finansuvannia yak forma publichno-pryvatnoho partnerstva” [Project financing as a form of public-private partnership]. *Visnyk Universytetu bankivskoi spravy Natsionalnoho banku Ukrainy*, no. 1 (2013): 141–144.

“Ukraina: Lyst pro namiry ta Memorandum pro ekonomichnu ta finansovu polityku vid 02 bereznia 2017 roku” [Ukraine: Letter of Intent and Memorandum on Economic and Financial Policies from March 2, 2017]. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>

Yefymenko, T. I. *Fiskalna ta monetarna bezpeka natsionalnoi ekonomiky* [Fiscal and Monetary Security of the National Economy]. Kyiv, 2016.