

Активізація ринку капіталів у фінансуванні реального сектору економіки

Метою статті є визначення місця інструментарію ринку капіталів у фінансуванні вітчизняних підприємств та обґрунтування комплексу пропозицій щодо активізації зазначеного ринку з огляду на світові тенденції у відповідній царині. Розкрито роль ринку цінних паперів у фінансуванні вітчизняних підприємств. Показано, що фондовий ринок України не виконує своїх функцій, а обсяг капіталу, що перерозподіляється через нього є незначним. Окреслено чинники, спрямовані на розвиток ринку капіталів в Україні: збільшення довіри до ринку, захист прав власності, підвищення якості регулювання ринку, зменшення накладних витрат, зниження інвестиційних ризиків, покращення якості нормативного забезпечення діяльності учасників ринку. Виявлено, що суттєвим фактором, який стримує розвиток локального ринку капіталів є низький індекс захисту прав власності. Недостатній рівень захисту прав власності створює сприятливі умови для рейдерства та маніпуляцій на ринку. Регуляторний процес має забезпечувати баланс між належним захистом інвесторів (споживачів фінансових послуг) і підтримкою конкурентоспроможності ринку капіталів. Водночас, висока зарегульованість фондового ринку створює додаткові перешкоди для потенційних його учасників та додаткові витрати. Окреслено шляхи активізації участі на ринку корпоративних цінних паперів інституційних інвесторів та приватних домогосподарств. Обґрунтовано необхідність стимулювання розвитку регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн з похожими економічними умовами. Доведено недоцільність та безперспективність штучного стимулювання розвитку одних сегментів фінансового ринку за рахунок дискримінації інших.

Ключові слова: ринок капіталів, регулювання ринку, корпоративні цінні папери, захист прав інвесторів, корпоративне управління, інституційні інвестори, фіктивні активи.

Н.В. СТЕЦЬКО

(Тернопольский национальный экономический университет, г. Тернополь, Украина)

Активизация рынка капиталов в финансировании реального сектора экономики

Целью статьи является определение места инструментария рынка капиталов в финансировании отечественных предприятий и обоснование комплекса предложений по активизации указанного рынка, учитывая мировые тенденции в соответствующей области. Раскрыта роль рынка ценных бумаг в финансировании отечественных предприятий. Показано, что фондовый рынок Украины не выполняет своих функций, а объем капитала, который перераспределяется через него, незначителен. Обозначены факторы, направленные на развитие рынка капиталов в Украине: увеличение доверия к рынку, защита прав собственности, повышение качества регулирования рынка, уменьшение накладных расходов, снижение инвестиционных рисков, улучшение качества нормативного обеспечения деятельности участников рынка. Выведено, что существенным фактором, сдерживающим развитие локального рынка капиталов, является низкий индекс защиты прав собственности. Недостаточный уровень защиты прав собственности создает благоприятные условия для рейдерства и манипуляций на рынке. Регуляторный процесс должен обеспечивать баланс между надлежащей защитой инвесторов (потребителей финансовых услуг) и поддержкой конкурентоспособности рынка капиталов. В то же время, высокая зарегулированность фондового рынка создает дополнительные препятствия для потенциальных участников и дополнительные расходы. Определены пути активизации участия на рынке корпоративных ценных бумаг институциональных инвесторов и частных домохозяйств. Обоснована необходимость стимулирования развития регионального рынка капиталов, в том числе создание региональных фондовых бирж с участием нескольких стран с сопоставимыми экономическими условиями. Доказана нецелесообразность и бесперспективность искусственного стимулирования развития одних сегментов финансового рынка за счет дискриминации других.

Ключевые слова: рынок капиталов, регулирование рынка, корпоративные ценные бумаги, защита прав инвесторов, корпоративное управление, институциональные инвесторы, фиктивные активы.

* Стецько Микола Васильович, доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль), кандидат економічних наук, доцент.

Intensification of Capital Market in Financing Real Economy

The article defines the place of the range of tools of the capital market in domestic financial enterprises and explains the set of proposals as to intensification of the said market, with the world's trends in a respective field taken into consideration. The role of the securities market in funding domestic enterprises is developed. It is shown that the stock market of Ukraine does not function properly, the volume of capital to be reallocated because of being negligible. It is shown that the essential factor that deters the development of the local capital market is the low rate of protection of property rights. The insufficient protection of property rights fosters racketeering and frauds on the market. The regulatory process must ensure the balance between the proper protection of investors (customers of financial services) and support of the competitive ability of the capital market. At the same time, the excessive regulatory pressure on the stock market creates additional obstacles for potential players and requires additional expenses. The ways of intensifying participation of institutional investors and private households on the market of corporate securities have been outlined. The urgency of stimulated development of the regional capital market, including the establishment of the regional stock exchanges involving various countries with similar economic conditions, has been explained. The inexpedience and futility of the artificially fostered development of particular segments of the financial market owing to the discrimination of others have been proved.

Keywords: capital market, market regulation, corporate securities, protection of investors' rights, corporate management, institutional investors, fictitious assets.

Постановка проблеми. З огляду на перманентну банківську кризу в Україні, підвищені вимоги до оцінювання кредитних ризиків, високі процентні ставки за кредитами у найближчому майбутньому слід очікувати певних зрушень у структурі вітчизняного фінансового ринку у бік активізації використання інструментів ринку капіталів. Тенденція до послаблення жорсткої банкоцентричності фінансових ринків спостерігається у багатьох європейських країнах. Це зумовлено як впровадженням у банківську практику базельських рекомендацій щодо посилення вимог до управління операційними та кредитними ризиками банків, так і значною гнучкістю інструментів ринку капіталів, що є альтернативою банківському кредитуванню. Ефективно функціонуючий ринок капіталів позитивно впливає на реальний сектор економіки не лише завдяки додатковим можливостям фінансування, а й через ефективну алокацію капіталу та фінансову комунікацію. Незважаючи на банкоцентричний характер фінансового ринку України, через інструменти фондового ринку пройшла основна маса операцій з виведення коштів із банків [13]. Відтак, реформування системи регулювання відносин на ринку цінних паперів відповідає інтересам усього фінансового ринку та економіки в цілому.

Аналіз публікацій по темі. Через серйозні прорахунки та зловживання протягом минулих періодів, на сьогоднішній день роль ринку капіталів у фінансуванні реального сектору є мінімальною. Питання ж активізації ринку лежить не у площині прийняття певного нормативно-правового акту, зміни окремих гравців на ринку чи посадових осіб у складі регулятора. Запуск ринку є комплексним та багатоплановим завданням, яке включає в себе

реформування усього фінансового сектору та більшої частини фінансового і господарського законодавства. Відповідно до Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р., запорукою розбудову конкурентоспроможного фінансового сектору є досягнення макроекономічної стабілізації, проведення економічної дерегуляції та стимулюючої податкової реформи, що забезпечить приплив місцевого та зовнішнього капіталу в економіку, дотримання гарантій прав власності та принципів відповідальності за завдані збитки через реалізацію судової реформи й реформи правоохоронної системи [4].

Протягом 2015-2016 рр. НКЦПФР здійснювала певні кроки щодо активізації вітчизняного ринку капіталів. У рамках цієї роботи було частково реформовано нормативно-правове поле, що регламентує діяльність учасників ринку капіталів, проведено очищення ринку від фіктивних цінних паперів тощо. Водночас, запуск ринку залежить не лише від діяльності регулятора та наявності інвесторів, а й від бажання потенційних емітентів виходити на ринок та дотримуватися установлених на ньому правил гри. Низька ліквідність вітчизняного фондового ринку перш за все пояснюється дефіцитом інвестиційно-привабливих активів. Таким чином маємо замкнене коло: низька інвестиційна привабливість вітчизняного ринку капіталів через високі ризики і відсутність привабливих активів – з одного боку, та небажання емітентів виходити на ринок через відсутність інвесторів і адекватних правил гри – з іншого. У більшості наукових досліджень (наприклад, у працях О. Корнійчук [5], С. Науменкової [7], В. Стефанишина [9], Г. Терещенко [10]) увага фокусується на фрагментарних питаннях поживлення ринку.

Фінанси та оподаткування

Метою статті є з'ясування місця інструментарію ринку капіталів у фінансуванні вітчизняних підприємств та обґрунтування комплексу пропозицій щодо активізації зазначеного сегмента ринку з огляду на світові тенденції у відповідній царині.

Виклад основного матеріалу. Як відомо, ринок капіталів репрезентує сукупність всіх інституцій та трансакцій, які забезпечують попит та пропозицію на середньо та довгостроковий капітал¹. Він включає в себе ринок боргових цінних паперів, перш за все корпоративних облігацій та ринок акцій. За налагодженого фондового ринку, у структурі капіталу підприємств значна питома вага припадає на ресурси, що залучені на основі емісії облігацій. Так, якщо в середньому по країнах ЄС у структурі

позиченого капіталу близько 88 % припадає на банківські кредити (банкоцентрична модель), то у США – протилежна ситуація – близько 86 % займають зобов'язання за емітованими облігаціями. Відмінності у розмірі власного капіталу підприємств за різних моделей побудови фінансового ринку є незначними.

У табл. 1 наведена інформація щодо місця ринку цінних паперів у фінансуванні вітчизняних підприємств. Як бачимо, частка коштів, залучених підприємствами з допомогою інструментів ринку капіталів є вкрай низькою.

Станом на кінець 2016 р., капіталізація вітчизняного фондового ринку становила близько 20 млрд. грн.

Таблиця 1

Ринок цінних паперів у формуванні капіталу підприємств України, 2010-2016 рр.

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд. грн.	40,6	58,2	15,8	64,2	144,3	128,6	209,4
Капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на кінець року, млрд. грн.	171,7	179,9	277,02	311,7	457,6	63,5	20,0
Частка обсягу торгів акціями на ринку цінних паперів, в %	33,3	29,1	8,2	9,2	4,2	2,0	0,9
Обсяг зареєстрованих емісій корпоративних облігацій, млрд. грн.	9,49	35,91	51,39	42,47	29,01	12,4	6,56
Обсяг торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, млрд. грн.	69,5	103,7	124,9	98,9	69,9	13,6	8,6
Частка обсягу торгів облігаціями підприємств на ринку цінних паперів, в %	5,1	9,1	10,0	10,0	5,4	4,7	3,9
Кредити, надані банками суб'єктам господарювання (залишок, станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	508,2	580,9	609,2	698,7	802,6	785,9	786,3
Зобов'язання підприємств за короткостроковими кредитами банків, млрд. грн.	225,8	275,2	316,9	371,7	428,2	455,7	457,0
Кредиторська заборгованість підприємств, млрд. грн.	1596,1	1839,5	2065,1	2169,8	1733,2	2196,3	2143,0
Зареєстрований капітал підприємств (станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	767,0	842,6	909,6	1173,3	1256,3	1655,9	1985,1
Капітал підприємств (станом на кінець відповідного року), млрд. грн.	4096,9	4646,9	5356,5	5712,1	6060,0	8073,0	7939

Джерело: побудовано автором на основі звітних даних НБУ, НКЦПФР та Державної служби статистики України.

Різне зниження капіталізації ринку, окрім іншого, пояснюється очищенням його від недобросовісних учасників. У даний час показники капіталізації, які були штучно завищені, приводяться до реальних значень. Загальний рівень капіталізації ринку складає лише близько 1 % від величини зареєстрованого капіталу вітчизняних підприємств. Він є суттєво нижчим, не лише за сумарні обсяги раніше зареєстрованих випусків акцій, а й від обсягу випуску, що мав місце у 2016 р.

Слід зазначити, що інформація відносно обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2016 р. не є репрезентативною, оскільки суттєвим чинником, що вплинув на відповідний показник стала емісія акцій

¹ У пропонованому дослідженні використовується загальноприйнята у світі класифікація сегментів фінансового ринку, відповідно до якої кредитний ринок є самодостатнім сегментом, який не відноситься до ринку капіталів.

Приватбанку на суму 116,8 млрд. грн. у рамках націоналізації банку. Якщо врахувати ту обставину, що на обсяг випуску акцій за 2014-2016 рр. значно вплинули емісії цінних паперів, що здійснені банками у рамках приведення у відповідність обсягу статутного капіталу до нормативно-правових вимог, а також знецінення національної валюти, то стає очевидним, що реальний обсяг коштів, що перерозподіляються через вітчизняний фондовий ринок і вкладаються у реальний сектор є надзвичайно мізерним. Низькими є також показники, що характеризують рівень фінансування підприємств за рахунок емісії облігацій. Величина нових емісій є значно нижчою за обсяг погашених облігацій. Сумарний обсяг зареєстрованих протягом досліджуваного періоду емісій корпоративних облігацій становить лише 23 % від зобов'язань підприємств за банківськими кредитами. Реальна ж величина зобов'язань за облігаційними позиками за

нашими оцінками складає не більше 10 % від зобов'язань за кредитами банків. Загальна сума коштів, залучених підприємствами на фінансовому ринку (банківські позики, облігації та акції) не досягає 10 % загальної суми капіталу підприємств. Відтак, задекларовані НКЦПФР основні функції фондового ринку (залучення капіталу та забезпечення його ефективного використання; забезпечення переливу капіталу між галузями та сферами економіки; розподіл і перерозподіл капіталу корпорацій, контроль за їх діяльністю; інформаційне забезпечення руху приватних капіталів) фактично не виконуються. Натомість, досить чітко проявляється ефект витіснення капіталів із реального сектору економіки у спекулятивну та фінансову сфери, а також у державний сектор (через облігації внутрішньої державної позики).

Знаковими проблемами функціонування вітчизняного ринку капіталів є його інформаційна неефективність, високий рівень маніпулювання, низька капіталізація та ліквідність, незахищеність прав власності інвесторів, низька якість корпоративного управління. У питаннях корпоративного управління, оприлюднення релевантної інформації, управління ризиками переважає формальний підхід, за якого кількісні критерії підмінюються якісними. Як зазначає голова НКЦПФР Т. Хромаєв, за результатами операцій з фіктивними інструментами тривалий час формувалися фіктивні показники капіталізації. Відтак, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам та економіці в цілому, а фондові біржі здебільшого нагадували «гуртки за інтересами, які допомагали малювати потрібні кількісні показники» [12]. Незадовільний стан алокації капіталу через ринок можна пояснити дефіцитами якості на всіх рівнях функціонування ринку. Органи державної влади є відповідальними за низьку якість нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів, незадовільний стан регулювання та нагляду за ринком. Фінансові посередники та інші професійні учасники ринку здебільшого не дотримуються етичних правил у відносинах зі споживачами фінансових послуг. Домінуючі власники та топ-менеджмент підприємств-емітентів формально підходять до дотримання принципів корпоративного управління. Наслідком такої ситуації є відсутність у інвесторів довіри до ринку та їх неготовність вкладати кошти у надто ризиковий ринок. З іншого боку, підприємства-емітенти є недостатньо відкритими для публічного розміщення своїх цінних паперів та не готові йти на ризики, пов'язані з випуском цінних паперів. Один із ключових ризиків, при цьому, полягає у загрозі рейдерського захоплення підприємства.

У комплексі інструментів активізації ринку капіталів непересічну роль відіграє система захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку капіталів. Надзвичайно низький рівень захисту прав власності, зокрема, власності на фінансові активи є значною проблемою, що стримує розвиток ринку

капіталів в Україні та зумовлює низький рівень інвестиційної привабливості країни. Так, станом на середину 2016 р. показник індексу захисту прав власності (The International Property Right Index, IPRI) для України склав лише 3,9 пункти із десяти. Зазначимо, що IPRI є комбінованим показником, що розраховується Міжнародним альянсом прав власності (The Property Rights Alliance) з використанням результатів статистичного аналізу даних Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD), Світового банку та Світової організації торгівлі. За цим показником країна займає 115 місце із 128, що були задіяні у рейтингуванні; в 2015 р. – 109 місце зі 129 країн [17]. За рівнем захисту прав власності Україна знаходиться в групі таких країн, як Албанія, Нікарагуа, Чад, Молдова та ряд інших найбідніших та найменш розвинених країн світу. Лідерами рейтингу є Фінляндія, Нова Зеландія, Норвегія, Швейцарія, Швеція та Японія, сукупні індекси яких перевищують 8 балів. Таким чином, державне регулювання у сфері захисту прав інвесторів в Україні здійснюється на незадовільному рівні і потребує кардинального реформування.

Дослідження показують наявність тісного кореляційного зв'язку між індексом захисту прав власності та рівнем доходів в країні. Так, дохід на душу населення в країнах з найвищим індексом, більш, ніж у 20 разів перевищує рівень доходів у країнах-аутсайдерах. Фактично, за всіма складовими, які впливають на зазначений індекс, країна займає останні місця в рейтингу. За рівнем правового та політичного середовища (2,4 пункти із 10) – 126 місце із 128 країн, за рівнем незалежності судової системи (2,1 пункти) – 121 місце, за ступенем верховенства прав (3,4 пункти) – 110 місце, за рівнем контролю за корупцією (3,0 пункти) – 118 місце [17]. Враховуючи вищевикладене, можна стверджувати, що питання розвитку ринку капіталів знаходиться не лише у площині його регулювання, запуску сучасних фінансових інструментів, наявності фінансових ресурсів у інвесторів. Найбільший ризик, який не дозволяє запустити ефективний ринок пов'язаний саме із захистом прав власності інвесторів та емітентів. Це створює сприятливі умови для маніпуляцій на ринку. Для вирішення цієї проблеми слід провести реформи перш за все на рівні судової та правоохоронної системи, а також у сфері боротьби з корупцією. НКЦПФР у межах своїх повноважень, проводить роботу, спрямовану на підвищення рівня захисту прав власності. Так, 1 травня 2016 р. набув чинності Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів», який містить ряд інструментів, спрямованих на нейтралізацію наслідків принципал-агент конфліктів на рівні акціонерних товариств. Законодавчий акт запроваджує більш дієві інструменти відповідальності посадових осіб за збитки, завдані підприємству, вводить інститут незалежних директорів, забороняє включення акцій публічного акціонерного товариства до біржового списку більше ніж однієї фондової біржі в Україні та ряд інших нововведень [8]. Водночас, невирішеним залишається питання визначення ринкової вартості

цінних паперів АТ, що не перебувають в обігу на фондовій біржі, а також емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу і ринковий курс яких не визначено. Посилання на законодавство про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність є досить контрверсійним, оскільки зазначене законодавство містить суттєві прогалини і не дає відповіді на питання, як об'єктивно провести оцінку бізнесу.

Проблема захисту прав власності тісно пов'язана із якістю корпоративного управління. Належна система корпоративного управління дозволяє інвесторам (у тому числі дрібним) бути впевненими у тому, що їх корпоративні права не будуть розмиті, а керівництво підприємств розумно використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, таким чином, збільшується вартість частки у капіталі. Відповідно до Принципів регулювання ринку цінних паперів IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів), необхідно забезпечити повне, достовірне та своєчасне розкриття інформації про фінансові результати, ризики та іншу інформацію, яка є суттєвою для прийняття рішень інвесторами (принцип 16). Ставлення до власників цінних паперів компанії повинно бути справедливим та рівноправним (принцип 17) [20].

У контексті вирішення проблеми підвищення рівня корпоративного управління, розроблено проект Закону Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах. Нормативно-правовий акт частково вирішує питання зменшення високого рівня накладних витрат, пов'язаних з виходом підприємств на фондовий ринок, дещо послаблює рівень регулювання та запроваджує діючі в розвинених країнах інструменти «корпоративного витіснення» на основі процедур примусового викупу (squeeze-out) та придбання (sell-out), відповідно до Директиви 2004/25/ЄС. Зазначені механізми, окрім іншого, сприятимуть захисту прав міноритарних акціонерів. Цим самим нейтралізується одна із схем рейдерського захоплення підприємств.

В цілому позитивно оцінюючи зазначені нововведення слід зазначити, що окреслений проект Закону усе ж не вирішує питання зниження так званих агентських витрат на основі підвищення якості корпоративного управління. На наш погляд, доцільно запровадити звітність про корпоративне управління, а також комплекс інструментів щодо адекватного оцінювання якості та релевантності публічної звітності емітентів. Слід визнати, що органи внутрішнього корпоративного контролю здебільшого відіграють формальну функцію. На жаль, аудиторські компанії не у повній мірі вирішують проблематику верифікації звітності та функціонування внутрішнього фінансового контролю. Про це свідчать численні випадки маніпулювання показниками звітності як в Україні, так і за її межами, що залишалися без уваги під час аудиторських перевірок. Досить згадати актуальні приклади націоналізації чи ліквідації банків, у яких величина активів за даними звітності суттєво

відрізнялась від їх реальної величини. Нагальним у цьому контексті є реформування нормативно-правового забезпечення оцінювання вартості активів суб'єктів бізнесу, діяльності внутрішнього та зовнішнього аудиту.

Зазначимо, що окреслена проблема виходить за національні рамки і носить глобальний характер. Однак, якщо в розвинутих економіках через усталені традиції та численні запобіжні механізми, розмитість міжнародних стандартів аудиту та оціночної діяльності призводить до епізодичних зловживань, то в слабких економіках, що розвиваються надто узагальнені алгоритми міжнародних стандартів зумовлюють системні проблеми. Прикладом може слугувати формальний підхід аудиторських компаній до перевірки рівня дотримання принципу безперервної діяльності (Going concern) або ж до перевірки якості внутрішніх контролів та систем ризик-менеджменту. На наш погляд, для уникнення двоякого трактування окремих положень, міжнародні стандарти внутрішнього та зовнішнього аудиту, а також стандарти оцінювання вартості активів потребують серйозного реформування у напрямку їх конкретизації.

Ще одне питання, на яке слід звернути увагу у контексті активізації ринку капіталів, пов'язане із діяльністю інституційних інвесторів, роль яких у глобальному вимірі суттєво зростає. За останнє десятиріччя, величина контрольованих ними активів зросла у два з половиною рази. У середньому по країнах ЄС обсяг активів, що знаходяться під управлінням інституційних інвесторів складає близько 125 % від ВВП. У США та Японії цей показник є ще вищим. Причому, як доводять Т. Казерер та Ш. Рапп, у континентальній Європі ключове місце серед інституційних інвесторів належить банкам та страховим компаніям [18]. В Україні, через недостатній рівень капіталізації банків та страхових компаній, законодавче лімітування їх вкладень у корпоративні цінні папери, високий рівень ризиковості функціонування фондового ринку як такого, зазначені фінансові установи не відіграють належної їм ролі на ринку корпоративних цінних паперів. Так, за інформацією Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, за результатами аналізу звітності страхових компаній, обсяг акцій у структурі їх активів протягом 2015-2016 рр. суттєво знизився, що зумовлено перш за все виведенням з інвестиційних портфелів цінних паперів, які мали ознаки фіктивних. На фоні очищення інвестиційних портфелів мали місце також процеси виведення коштів за допомогою окремих інструментів фондового ринку, зокрема через акції корпоративних венчурних фондів [2]. У сукупності чинників, що не сприяють активній участі інституційних інвесторів у розвитку ринку, слід відмітити також ефект витіснення державними облігаціями корпоративних цінних паперів. Саме банківські установи та страхові компанії є основними держателями ОВДП. Так, станом на кінець 2016 р. майже 95 % усього обсягу торгів на фондовому ринку України припадало на державні облігації (близько 86 %) та на депозитні сертифікати НБУ (майже 9 %).

Для активізації діяльності банківських установ та страхових компаній як інституційних інвесторів слід підвищити статус корпоративних цінних паперів як інструменту забезпечення, а також пом'якшити вимоги щодо інвестування в корпоративні цінні папери. Довгострокові резерви страховиків є, зокрема, важливим ресурсом збільшення інвестицій у реальний сектор економіки України. Досить часто у процесі розбудови фінансових відносин між емітентами та інституційними інвесторами виникають конфлікти інтересів. Наприклад, у разі, якщо банку чи страховій компанії належить частка корпоративних прав підприємств, які вони обслуговують, то на рівні підприємства можуть прийматися фінансові рішення на користь банку чи відповідної страхової компанії, однак на шкоду фінансовим результатам самого підприємства. Наслідком цього є порушення прав дрібних акціонерів. Подібного роду конфлікти інтересів виникають і в інших крупних інституційних інвесторів. Для вирішення цієї проблеми слід чітко розмежувати основну діяльність інституційних інвесторів від діяльності з управління активами, а також посилити можливості контролю за діяльністю емітента з боку дрібних інвесторів.

Важливим напрямком активізації ринку капіталів України є створення умов для спрямування на цей ринок заощаджень приватних осіб (домогосподарств). Для цього слід ліквідувати бар'єри для доступу дрібних приватних інвесторів на ринок, з одного боку та підвищити рівень довіри до ринку – з іншого. У рамках вирішення останнього завдання слід запровадити реальні механізми компенсації втрат інвесторів у разі виникнення проблем у оферентів фінансових послуг. Зрозуміло, що у кризовий період, шанси на спрямування заощаджень домогосподарств на інвестиційні цілі є незначними. Зниження реальних доходів населення внаслідок падіння виробництва, високого рівня інфляції, знецінення національної грошової одиниці та безробіття суттєво погіршило платоспроможність домогосподарств та знизило їх схильність до заощаджень.

Водночас, як слушно зауважує Т. Майорова, першочерговим є не розмір заощаджень, а їх відповідність наявним інструментам фінансового ринку та спонукальна дія щодо появи нових інструментів. Відповідно, відштовхуючись від кількісних та якісних параметрів сформованих у фізичних осіб заощаджень, необхідно виявити їх структуру, напрямки вкладення [6]. За оцінками НБУ у 2015 р., приріст вкладень у фінансові та нефінансові активи становив лише 0,5 % отриманого наявного доходу домогосподарств, що є найгіршим показником з 2008 р. З огляду на банкоцентричний характер фінансової системи України, роль населення як чистого кредитора банківського сектору є значною, а депозити домогосподарств залишаються основою фондування банків [1]. Одним із елементів комплексу заходів із активізації фондового ринку України є зміна структури фінансових активів (готівкові кошти, депозити, цінні папери, кредити) домогосподарств у бік збільшення частки цінних паперів. У європейських країнах, приміром, досить значною є

частка заощаджень домогосподарств, яка інвестована в акції підприємств, що мають обіг на фондовому ринку. Так, в Німеччині ця частка складає 10,6 %, у Франції та Бельгії – 14,7 %, у Фінляндії – 22,2 %, у США – близько 18 %. Стриманість приватних інвесторів до інвестування коштів у ринок капіталів може мати податкові, регуляторні або ж психологічні причини. Психологічні чинники криються переважно у низькій довірі до ринку та у відсутності в приватних інвесторів достатніх знань для прийняття інвестиційних рішень. Через недостатній рівень обізнаності, потенційні ризики вкладень у біржові цінні папери, а також очікування щодо доходності досить часто завищують [11]. З іншого боку, через відсутність усталеної практики корпоративного управління та необхідних знань, також самі підприємства – потенційні емітенти цінних паперів – не розглядають ринок капіталів як альтернативну опцію залучення фінансових ресурсів.

В умовах глобалізації економічних процесів, усунення бар'єрів для руху капіталу та підвищення його мобільності загострюється конкуренція за обмежений ресурс «капітал». Ключовими гравцями на глобальному фінансовому ринку стають транснаціональні корпорації, які походять переважно із найбільш економічно потужних країн і є складним конгломератом фінансових та нефінансових установ. Слабким економікам та їх локальним фінансовим рынкам досить важко протистояти у конкурентній боротьбі з представниками фінансової системи розвинених країн. Локальні ринки програють як у питаннях інфраструктури та якості регулювання, так і щодо ліквідності, капіталізації та ризиковості.

Національні уряди багатьох країн з перехідною економікою здійснюють перманентні, однак, здебільшого невдалі спроби оживити свої мізерні та неефективні ринки капіталів. За таких обставин, найбільш прийнятною опцією для розвитку дрібних локальних ринків є об'єднання на регіональному рівні, зокрема, створення регіональних фондових бірж (на рівні декількох країн з однаковим рівнем розвитку фондового ринку та співставними економічними умовами). За відсутності критичної маси інвесторів для забезпечення ліквідності на вітчизняному фондовому ринку, значну його волатильність для України, наприклад, доцільно вивчити питання щодо створення спільної регіональної фондової біржі разом з Польщею, Румунією та Балтійськими країнами (або ж в іншому форматі). Пропозиція щодо запровадження регіональної інфраструктури ринку капіталів відповідає глобальній тенденції щодо об'єднання зусиль груп країн для отримання конкурентних переваг. Попри те, що фондова біржа – вкрай важливий елемент інфраструктури фондового ринку, жодна українська біржа не зосереджує критичного обсягу ліквідності, тому закриття декількох із них не є критичним для ринку. Із 10 формально діючих фондових бірж, на двох із них (ПФТС та Перспектива) зосереджено близько 98% усіх торгів, обсяг яких є вкрай мізерним. За оцінками окремих експертів, на вітчизняному ринку цінних паперів має працювати лише одна фондова біржа з прозорими

механізмами ринкового ціноутворення [3]. На наш погляд, з огляду на забезпечення конкуренції на ринку виправданим усе ж є функціонування 2-3 бірж, включно із можливими міждержавними регіональними біржами.

Один із кроків до активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств, на наш погляд, полягає у максимальному спрощенні на національному рівні допуску локальних емітентів до міжнародних ринків капіталів. Регулювання ринків капіталів слід реформувати у напрямку його уніфікації з міжнародними тенденціями. Навіть найбільш економічно розвинені країни ЄС визнають доцільність поглиблення інтеграційних процесів на рівні ринків капіталів. Так, у даний час опрацьовується ініціатива Єврокомісії щодо запровадження з 2019 р. на рівні ЄС союзу ринку капіталів (CMU). Метою CMU є підвищення ефективності ринку капіталів, у тому числі покращення доступу до фінансування всіх європейських підприємств, зокрема, середніх та малих підприємств, стартапів; спрощення фінансування довгострокових проєктів; диверсифікація джерел фінансування підприємств [15]. Формування регіональних ринків капіталів дозволяє, з одного боку – скористатися перевагами міжнародних ринків, а з іншого – пом'якшити негативні наслідки можливих зовнішніх шоків, пов'язаних із періодичними кризами, що виникають на ринках. При цьому слід урахувати існування традиційної дилеми між можливістю залучення дешевих ресурсів у результаті відкриття локальних ринків і залучення іноземних інвесторів та загрозою впливу зовнішніх факторів, зокрема криз зовнішнього походження та ризиків волатильності.

Розвиток ринку капіталів до певної міри залежить від моделі фінансування, яка домінує та стимулюється в країні. У ряді досліджень (Beck T. H., Levine R.) показано, що обрана модель фінансування суттєво не впливає на темпи економічного зростання. Структура фінансової системи (співвідношення ринку капіталів та кредитного ринку) сигніфікантно не корелює з економічним ростом країни. Водночас, обсяги фінансового ринку, його ліквідність, процентні ставки та процентна маржа є релевантними для росту економіки [14]. На наш погляд, окремі сегменти ринку капіталів мають гармонійно доповнювати один одного. У процесі реалізації державної фінансової політики не слід ставити за ціль запровадити ту чи іншу модель фінансування чи форсувати розвиток одного із сегментів фінансового ринку. Водночас, не слід також створювати дискримінаційні умови для того чи іншого сегменту ринку.

Для формування однакових конкурентних умов для розвитку різних сегментів фінансового ринку слід зважати на рівень зарегульованості ринку капіталів та кредитного ринку. Прямі та непрямі накладні витрати, пов'язані з регулюванням зазначених ринків мають бути приблизно однаковими. Лише у цьому разі вдасться досягти збалансованого розвитку фінансового ринку. Окрім цього зіставними мають бути ризики здійснення операцій на згаданих сегментах фінансового ринку. У цьому контексті слід

зазначити, що однією (хоча й не основною) причиною нерозвиненості вітчизняного фондового ринку є різні підходи до оподаткування доходів від інвестиційного та позичкового капіталу. Йдеться як про подвійне оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств, так і про ефект податкового щита: проценти за позиками підприємства відносяться на витрати і тим самим знижуються податковими платежів. Для активізації ринку капіталів слід усунути дискримінаційні умови оподаткування доходів від інвестицій у власний капітал підприємств, порівняно з доходами від надання позичкового капіталу. Зазначена пропозиція відповідає вимогам Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р. якою, окрім іншого, визначена необхідність забезпечення податкового стимулювання та гармонізації системи оподаткування інструментів фінансового сектору [4].

Численні емпіричні дослідження з використанням даних різних країн доводять наявність кореляційного зв'язку між величиною інвестицій, розвитком економіки та розвиненістю фінансового сектору [16, 19]. У чому ж причина зазначеної кореляції? Очевидно, має місце двосторонній вплив. Так, розвиток реального сектору економіки зумовлює попит на фінансові ресурси та на послуги фінансового сектору. Це зумовлює пошук фінансову ринку. За визначенням Й. Шумпетера, фінансування розвитку є головною функцією ринку капіталів. Розвиток його створює і від розвитку він живе [21]. Таким чином, можна припустити, що розвиток ринку капіталів безпосередньо залежить від попиту на відповідні інструменти з боку підприємств та інвесторів. Відтак, нерозвиненість відповідного локального ринку можна пояснити відсутністю попиту на відповідні послуги. Однак, неодноразовий вихід великих українських підприємств з ІРО або ж з борговими інструментами на західні фондові майданчики свідчить про наявність запиту на цивілізований ринок капіталів з боку емітентів. Останній приклад: розміщення аграрною групою «Кернел» єврооблігацій на 500 млн. дол. США з прибутковістю 8,875 % річних. Зазначені цінні папери, рейтинг яких (B+) є вищим за суверенний рейтинг України, будуть включені в лістинг Ірландської фондової біржі. Статистика використання складних схем інвестування коштів у вітчизняну економіку через офшорні юрисдикції засвідчує наявність значного інвестиційного потенціалу у національного бізнесу. Щоправда, досить часто джерелом інвестиційних ресурсів є тіньова економіка. Отже, формування ринку капіталів зі зрозумілими та коректними для всіх учасників правилами гри відповідало б актуальним запитам як емітентів, так і інвесторів.

Висновки. Активізація ринку капіталів можлива за умови вирішення цілого спектру завдань, пов'язаних із макроекономічною стабілізацією країни, зниженням інвестиційних ризиків та реформуванням законодавства у напрямку імплементації положень, що містяться у відповідних Директивах ЄС. Окрім цього, цивілізовані правила гри на ринку капіталів передбачають наявність

ефективних механізмів захисту прав власності усіх учасників ринку, зменшення накладних витрат з одночасним зниженням рівня зарегульованості ринку. Для розвитку ринку значення має зважена макроекономічна політика, якісна ринкова інфраструктура, інституційне та правове забезпечення.

Першим кроком до пожвавлення ринку є підвищення довіри до нього. Для цього необхідно запровадити дієві інструменти контролю за діяльністю його учасників та очистити його від недобросовісних інвесторів, емітентів та фінансових посередників. Протягом 2015-2016 рр. НКЦПФР практично виконала завдання очистки ринку від низьколіквідних фінансових активів. Однак, для запуску повноцінного ринку капіталів слід вирішити цілий ряд інших проблем, пов'язаних із «сплячими» акціонерами, реалізацією переважних прав держателів акцій та облігацій, впровадженням принципів корпоративного управління, технічним забезпеченням обігу цінних паперів. Окрім цього, слід посилити повноваження регулятора цінних паперів щодо превентивного нагляду за діяльністю учасників ринку. Посилення регуляторного впливу та нагляду за діяльністю учасників ринку капіталів не повинно зменшувати можливості корпоративного сектору економіки залучати кошти для фінансування інвестиційної діяльності. Має бути забезпечено баланс між належним захистом інвесторів, підтримкою ефективності та конкурентоспроможності ринку. Надто висока зарегульованість фондового ринку створює додаткові перешкоди для потенційних його учасників та додаткові витрати. Як відомо, кількісні параметри, що характеризують рівень регулювання ринку завжди збільшують накладні витрати, однак, рідко призводять до якісного регулювання.

Для активізації ролі ринку капіталів у фінансуванні підприємств слід усунути податкову дискримінацію фінансування підприємств за рахунок власного капіталу, ліквідувати бар'єри для доступу на ринок капіталів дрібних інвесторів, імплементувати інструменти заохочення діяльності інституційних інвесторів. Окрім цього, слід стимулювати розвиток регіонального ринку капіталів, у тому числі створення регіональних фондових бірж за участі декількох країн з порівняними економічними умовами. Інструментом інтегрування вітчизняного ринку капіталів у європейські та світові ринки мають стати міжнародні стандарти, принципи та норми, що упорядковують окремі аспекти функціонування учасників ринку та інституцій, що їх обслуговують.

Підсумовуючи зазначимо, що розвиток фінансового ринку та окремих його сегментів слід розглядати у контексті впливу якісних та кількісних параметрів ринку на інвестиційну активність та економічний розвиток. Саме по собі збільшення кількісних показників ринку має сенс лише у разі наявності позитивної кореляції між експансією фінансового сектору та економічним зростанням національної економіки. Поряд із кількісними характеристиками, важливе значення для економіки має рівень та простота доступу до інструментів ринку

капіталів середніх та невеликих інвесторів і емітентів. Ринок капіталів має обслуговувати не лише крупних інвесторів та емітентів, а й бути максимально доступним для широкого спектру оферентів та споживачів капіталу. Не останню роль в активізації ринку капіталів відіграє загальна фінансова грамотність потенційних учасників ринку.

На розвиток ринку капіталів впливає макроекономічна стабільність в країні та реалізація заходів щодо зниження загального рівня кредитно-інвестиційних ризиків у процесі реалізації комплексу пріоритетних економічних та політичних реформ.

4 Список використаних джерел

1. Звіт про фінансову стабільність [Текст] // Національний банк України. – 2016 р. – Випуск 1. – 64 с.
2. Інформаційне повідомлення Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 25.07.2016 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nfp.gov.ua/news/1488.html>
3. Клименко, К. В. Особливості боротьби з маніпулюванням та фіктивними емітентами на фондовому ринку України в контексті Євроінтеграції [Текст] / К. В. Клименко // Наукові праці НДФІ. – 2016. – № 1(74). – С. 107-125.
4. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року, затверджена рішенням Національного банку України № 28 від 16 січня 2017 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>
5. Корнійчук, О. П. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України [Текст] / О. П. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. Сер. : Макроекономіка. – К. : КНЕУ. – 2007. – № 1-2. – С. 27-42.
6. Майорова, Т. В. Інвестиційний процес і фінансово-кредитні важелі його активізації в Україні [Текст] : монографія / Т. В. Майорова. – К. : КНЕУ, 2013. – 332 с.
7. Науменкова, С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах нової фінансової архітектури [Текст] : монографія / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К. : Університет банківської справи НБУ, 2009. – 384 с.
8. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів : Закон України від 07.04.2015 р. № 289-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/289-19>
9. Стефанишин, В. Розвиток державного регулювання і саморегулювання ринку капіталів в національній економіці України [Текст] / В. Стефанишин // Формування ринкової економіки в Україні. – 2014. – Вип. 33. – Ч. 2. – С. 111-116.
10. Терещенко, Г. М. Напрями удосконалення системи державного регулювання ринку фінансових послуг [Текст] / Г. М. Терещенко // Наукові праці НДФІ. – 2010. – № 4 (53). – С. 109-114.
11. Терещенко, О. О. Контролінг поведінки у концепції біхевіористичних фінансів [Текст] / О. О. Терещенко // Фінанси України. – 2011. – № 10. – С. 104-116.
12. Хромаєв, Т. Як створити в Україні ефективний ринок капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finsiv_pidprijetstv/nws_of_department_34/market/

13. Хромаєв, Т. З усіх європейських країн лише України не має повноцінного регулятора цінних паперів / Т. Хромаєв // Forbes Україна, 3 лютого 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://forbes.net.ua/ua/nation/1427827-timur-hromaev-z-usih-evropejskih-krayin-lishe-ukrayina-ne-mae-povnocinnogo-regulyatora-cinnih-papiriv>

14. Beck, T. H. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? [Текст] / T. H. Beck, R. Levine // Journal of Financial Economics, – 2002. – Vol. 64(1). – pp. 147-180.

15. Communication from the commission to the european parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions. Action plan on building a Capital Markets Union. – Brussels, 30.9.2015 [Electronic resource]. – Mode of Access : http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf

16. Goldsmith, R. W. Financial structure and development [Текст] / Raymond W. Goldsmith. – New Haven : Yale University Press, 1969. – 561 p.

17. International property rights index (2016) [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://internationalpropertyrightsindex.org>

18. Kaserer, C. Capital Markets Development in the European Union – LongTerm Trends, Economic Drivers and Policy Challenges / C. Kaserer, S. Rapp // AIMA, Resear Report. – March 2014 [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.aima.org/download.cfm>

19. Levine, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda [Текст] / R. Levine // Journal of Economic Literature. – 1997. – Vol. 35. – pp. 688-726.

20. Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO [Electronic resource]. – Mode of Access : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

21. Schumpeter, A. J. The Theory of Economic Development [Текст] / A. J. Schumpeter – Harvard University Press, Cambridge. – 1911. – 548 p.

4 References

1. Natsionalnyi bank Ukrainy. (2016). Zvit pro finansovu stabilnist [Financial Stability Report]. NBU, (1), 64.

2. Natsionalna komisija, shcho zdiisniuie derzhavne rehuliuвання u sferi rynkiv finansovykh posluh. (2016). Informatsiine povidomlennia [Announcement]. Retrieved from <http://nfp.gov.ua/news/1488.html>

3. Klymenko, K. V. (2016). Osoblyvosti borotby z manipuliuvanniam ta fiktyvnymy emitentamy na fondovomu rynku Ukrainy v konteksti Yevrointehratsii [Features fight against manipulation and bogus issuers in the stock market of Ukraine in the context of European integration]. *Naukovi pratsi NDFI*, (1(74)), 107-125.

4. Natsionalnyi bank Ukrainy. (2017). Kompleksna prohrama rozvytku finansovoho sektoru Ukrainy do 2020 roku [A comprehensive program of financial sector in Ukraine 2020]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>

5. Kornichuk, O. P. (2007). Vplyv makroekonomichnoho seredovyshcha na rozbudovu konkurentospromozhnoi modeli fondovoho rynku Ukrainy [The impact of the macroeconomic environment on the development of competitive models Stock Market of Ukraine]. *Rynok tsinnykh papiriv Ukrainy*, (1-2), 27-42.

6. Maiorova, T. V. (2013). *Investytsiyni protses i finansovo-kredytni vazheli yoho aktyvizatsii v Ukraini*

[Investment process and the financial and credit leverage its activation in Ukraine]. Kyiv: KNEU.

7. Naumenkova, S. V. (2009). *Rozvytok finansovoho sektoru Ukrainy v umovakh novoi finansovoi arkhitektury* [Financial Sector Development Ukraine in the new financial architecture]. Kyiv: Universytet bankivskoi spravy NBU.

8. Verkhovna Rada Ukrainy. (2015). Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo zakhystu prav investoriv: Zakon Ukrainy [About amendments to some legislative acts of Ukraine on protection of investors: Law of Ukraine]. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/289-19>

9. Stefanyshyn, V. (2014). Rozvytok derzhavnoho rehuliuвання i samorehuliuвання rynku kapitaliv v natsionalnii ekonomitsi Ukrainy [The development of state regulation and self-regulation of the capital market in the national economy of Ukraine]. *Formuvannia rynkovoi ekonomiky v Ukraini*, (33), 111-116.

10. Tereshchenko, H. M. (2010). Napriamy udoskonalennia systemy derzhavnoho rehuliuвання rynku finansovykh posluh [Directions improve the system of state regulation of financial services]. *Naukovi pratsi NDFI*, (4 (53)), 109-114.

11. Tereshchenko, O. O. (2011). Kontrolinh povedinky u kontseptsii bikheviorystychnykh finansiv [Controlling behavior in the concept of behavioral finance]. *Finansy Ukrainy*, (10), 104-116.

12. Khromaiev, T. (2016). Yak stvoryty v Ukraini efektyvnyi rynek kapitalu [How to create an effective market in Ukraine capital]. Retrieved from http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finansiv_pidpryjemstv/ne_ws_of_department_34/market/

13. Khromaiev, T. (2017). Z usikh yevropeyskykh krain lyshe Ukrainy ne maie povnotsinnoho rehuliatora tsinnykh papiriv [Of all European countries, only Ukraine has a full securities regulator], Forbes Ukraina. Retrieved from <http://forbes.net.ua/ua/nation/1427827-timur-hromaev-z-usih-evropejskih-krayin-lishe-ukrayina-ne-mae-povnocinnogo-regulyatora-cinnih-papiriv>

14. Beck, T. H. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, Vol. 64(1), 147-180.

15. Communication from the commission to the European parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions. Action plan on building a Capital Markets Union. (2015). Retrieved from http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf

16. Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.

17. International property rights index. (2016). Retrieved from <http://internationalpropertyrightsindex.org/>

18. Kaserer, C. & Rapp, S. (2014). Capital Markets Development in the European Union – LongTerm Trends, Economic Drivers and Policy Challenges. AIMA, Resear Report. Retrieved from: <http://www.aima.org/download.cfm>

19. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, 688-726.

20. Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO. (1998). Retrieved from: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

21. Schumpeter, A. J. (1911). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge.