

## СЕКЦІЯ 6 ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.763

**Гапонюк М.А.**  
кандидат економічних наук, професор,  
завідувач кафедри «Фінансові ринки»  
Київського національного економічного університету  
імені Вадима Гетьмана

### СТИМУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

#### АНОТАЦІЯ

У статті досліджено шляхи стимулювання інвестицій в корпоративні фінансові інструменти. Виділено три ключові рівня проблем. На першому рівні це малий обсяг наявних фінансових ресурсів, на другому – заміщення корпоративних цінних паперів державними, на третьому – низький рівень захисту прав інвесторів. Запропоновано шляхи вирішення виділених проблем, які включають впровадження обов'язкового пенсійного накопичувального забезпечення, диференційованих ставок доходності за ОВДП та підвищення рівня правової культури.

**Ключові слова:** акції, дефолт, корпорація, недержавне пенсійне забезпечення, облігації, фінансові інструменти.

#### АННОТАЦИЯ

В статье исследованы пути стимулирования инвестиций в корпоративные финансовые инструменты. Выделены три ключевых уровня проблем. На первом уровне это малый объем имеющихся финансовых ресурсов, на втором – замещение корпоративных ценных бумаг государственными, на третьем – низкий уровень защиты прав инвесторов. Предложены пути решения выделенных проблем, включающие внедрение обязательного пенсионного накопительного обеспечения, дифференцированных ставок доходности по ОВГЗ и повышение уровня правовой культуры.

**Ключевые слова:** акции, дефолт, корпорация, негосударственное пенсионное обеспечение, облигации, финансовые инструменты.

#### ANNOTATION

The author of this article looks for the ways to promote investments in corporate financial instruments in Ukraine. The author defines three levels of problems with investments in corporate securities in Ukraine. The first one regards the amount of money available for investments. To address this problem, the government can establish compulsory accumulative pension system. The second problem concerns the substitution effect. To divert money back to corporations, the government might use different yields for individuals and institutional investors. The third problem concerns investors' rights. The government and regulators should assure the rule of law.

**Key words:** bonds, corporation, default, financial instruments, non-government pension system, stocks.

**Постановка проблеми.** Підприємствам для розвитку необхідні фінансові ресурси. Вони можуть використовувати ресурси, генеровані самою компанією. Такий підхід дає змогу зберігати контроль над підприємством та робить його фінансово стійким. Проте дуже часто внутрішнє фінансування не дає змогу компанії швидко розвиватись та вигравати конкурентну боротьбу. Саме тому надзвичайно важливою для розвитку економіки є можливість підприємств за-

лучати зовнішнє фінансування. Таке залучення може здійснюватися в різних формах, проте для багатьох розвинених країн характерним є використання фондового ринку. В Україні корпоративний сегмент фондового ринку розвинений слабо. Стимулювання інвестицій у фінансові інструменти корпорацій може значно пришвидшити економічний розвиток та сприяти добробуту країни.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання залучення інвестицій корпораціями та стимулювання цього процесу розглядалися низкою зарубіжних та вітчизняних вчених, серед яких можна виділити М. Міллера, Ф. Модільяні [1], А. Альстадсетера, М. Джейкоба, Р. Мікелі [2], К. Лью, К. Пан, Дж. Тьян [3], Д. Барбосу, В. Карвальо, П. Перейру [4], а також багатьох інших.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Хоча різноманітні аспекти функціонування корпоративних фінансових інструментів досліджені в працях як зарубіжних, так і вітчизняних учених, більш детального вивчення потребують способи та механізми стимулювання інвестицій на сучасному етапі в Україні.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Метою дослідження є виявлення засобів стимулювання інвестицій в корпоративні фінансові інструменти в Україні. Для досягнення мети поставлено такі завдання, як аналіз проблем із фінансовими ресурсами та пошук шляхів їх вирішення; аналіз проблем із фінансовими інструментами на ринку та пошук шляхів їх вирішення; аналіз проблем із захистом інвестицій та пошук шляхів їх вирішення.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Доцільність та необхідність розвитку фондового ринку в Україні постулюється практично з моменту проголошення незалежності. Проте конкретні кроки в цьому напрямі були переважно несистемними та неефективними. Результатом є надзвичайно малорозвинений ринок корпоративних фінансових інструментів. Активна торгівля акціями практично відсутня, ринок корпоративних облігацій також дуже вузький (рис. 1).

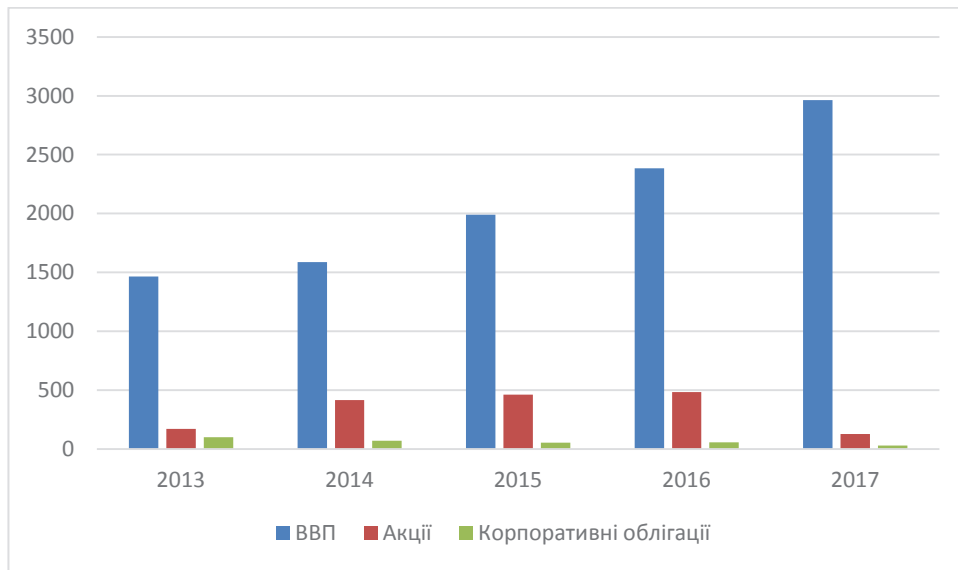


Рис. 1. Порівняння обсягу ВВП України та обсягів торгів акціями і корпоративними облигаціями у 2013–2017 рр., млрд. грн.

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [5]

Як показують дані рис. 1, обсяг торгів як акціями, так і облигаціями є значно нижчим за ВВП країни. При цьому загальною тенденцією є скорочення обсягів торгів корпоративними інструментами. Додатковим фактором впливу в травні 2018 року стало призупинення торгів на Українській біржі внаслідок заборони використання програмного забезпечення, розробленого в Росії. Українська біржа була центром ліквідності для акцій та давала можливість здійснювати інтернет-трейдинг. Фактичне призупинення активних торгів на ній може мати результатом подальше скорочення обсягу біржових торгів акціями.

Ті вітчизняні підприємства, які прагнуть залучати кошти на фінансовому ринку, змушені виходити на іноземні майданчики, проводячи там IPO чи розміщення єврооблігацій. Проблеми із залученням інвестицій на внутрішньому ринку є складними та взаємопов'язаними (рис. 2), тому вимагають комплексного підходу до пошуку шляхів їх вирішення.

Перший рівень проблем пов'язаний із наявністю фінансових ресурсів та готовністю інвесторів вкладати їх у цінні папери корпорацій. Він залежить від рівня розвитку економіки, а отже, рівня доходів населення. Варто відзначити, що саме схильність до інвестування населення є ключовим фактором. Держава виступає нетто-позичальником та схильна забирати кошти з фінансового

ринку. З нефінансовими компаніями ситуація складніша, але загалом їх інвестиції на ринку є істотно меншими, ніж у домогосподарств, які виступають нетто-кредитором.

Тривіальним є твердження про те, що за умов низького доходу домогосподарства не схильні здійснювати заощадження, витрачаючи практично всі кошти на продукти харчування, комунальні платежі та споживчі товари. Також важливим фактором є рівень довіри до фінансових установ. В Україні він історично був низьким, значною мірою через спосіб проведення приватизації. Не додали впевненості банкрутство, виведення з ринку та приватизація низки банків впродовж 2014–2017 рр. Як наслідок, в Україні дуже мала частка населення має заощадження на майбутнє (рис. 3).



Рис. 2. Проблеми інвестицій у корпоративні фінансові інструменти

Джерело: побудовано автором

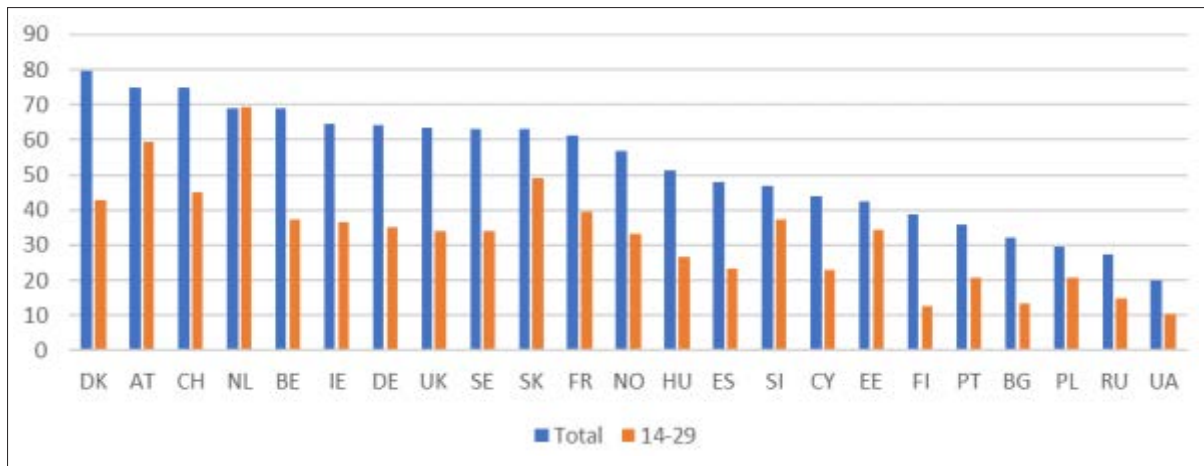


Рис. 3. Наявність заощаджень для літнього віку (все населення, що не на пенсії) та молоді (14–29 років) у 2006 р.

Джерело: [6]

Як показують дані опитування, лише близько 20% українців мало заощадження для літнього віку. Порівняно з іншими країнами це є досить низьким показником. Відповідно, досить мало коштів спрямовується у вигляді інвестицій в економіку та на фондовий ринок. Одним із можливих шляхів вирішення як проблеми пенсійного забезпечення, так і наповнення ринку ресурсами є використання накопичувальних пенсійних рахунків.

Прикладом успішного переходу від солідарного до накопичувального пенсійного забезпечення є Польща. Пенсійна реформа, яка розпочала працювати у 1999 р., одним із механізмів передбачала передачу частини внесків до недержавних відкритих пенсійних фондів. У подальшому ці кошти інвестувались у низько ризикові фінансові активи. Одним із результатів став стрімкий розвиток польського фондового ринку та перетворення Варшави на регіональний фінансовий центр. Низка українських компаній, передусім аграрних, проводила розміщення своїх цінних паперів саме на Варшавській біржі.

Розмови про необхідність реформування вітчизняної пенсійної системи на фоні хронічного дефіциту Пенсійного фонду велися вже давно. Проте тільки зараз прийнято відповідний закон, який передбачає запуск обов'язкового накопичувального пенсійного забезпечення з 2019 р. Щоправда, відповідних механізмів його функціонування поки що немає, тому задекларований період початку роботи виглядає сумнівним.

Нині існують два конкуруючі законопроекти, які описують конкретні механізми організації другого рівня пенсійної системи. Один із них поданий групою депутатів та передбачає використання наявної інфраструктури недержавного пенсійного забезпечення, а саме недержавних пенсійних фондів (НПФ) та компаній з управління активами (КУА). Другий поданий Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) і передбачає

централізацію адміністрування в єдиному пенсійному фонді з передачею активів під управління КУА. Адекватний запуск обов'язкового накопичувального страхування може забезпечити наповнення фондового ринку фінансовими ресурсами та стимулювати інвестиції в корпоративні фінансові інструменти в Україні.

Проте навіть якщо доступних коштів стане суттєво більше, це ще не означає, що вони будуть спрямовані саме в корпоративні фінансові інструменти. Нині домінуючими в Україні є державні облігації (рис. 4).

Рис. 4 наглядно демонструє ефект заміщення корпоративних цінних паперів державними. За останніх п'ять років їх частка в обсязі біржових торгів виросла із 75% до 92%, потіснивши як акції, так і корпоративні облігації. Фактично зараз держава є прямим конкурентом бізнесу на фондовому ринку, вимиваючи з нього фінансові ресурси.

У державних операціях з цінними паперами немає нічого поганого, адже вони є потужним інструментом монетарної політики та джерелом фінансування дефіциту бюджету. Але проблемою є поточні інвестиційні характеристики продуктів, що пропонуються державою. Традиційно державні цінні папери мають найнижчий ризик та, відповідно, низьку дохідність. Проте в Україні це не так (рис. 5). Дохідність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) у 2017 р. була досить високою, а у 2018 р. вона стала навіть вищою в результаті підняття облікової ставки Національним банком України.

Результатом є значна конкуренція між державними та корпоративними цінними паперами, передусім облігаціями. За порівняної дохідності ризик ОВДП є нижчим, тому інвестори схильні вкладати кошти саме в державні цінні папери. Проблемою є те, що держава зацікавлена в збереженні статусу-кво. Без залучення коштів на фінансовому ринку буде надзвичайно складно збалансувати бюджет.

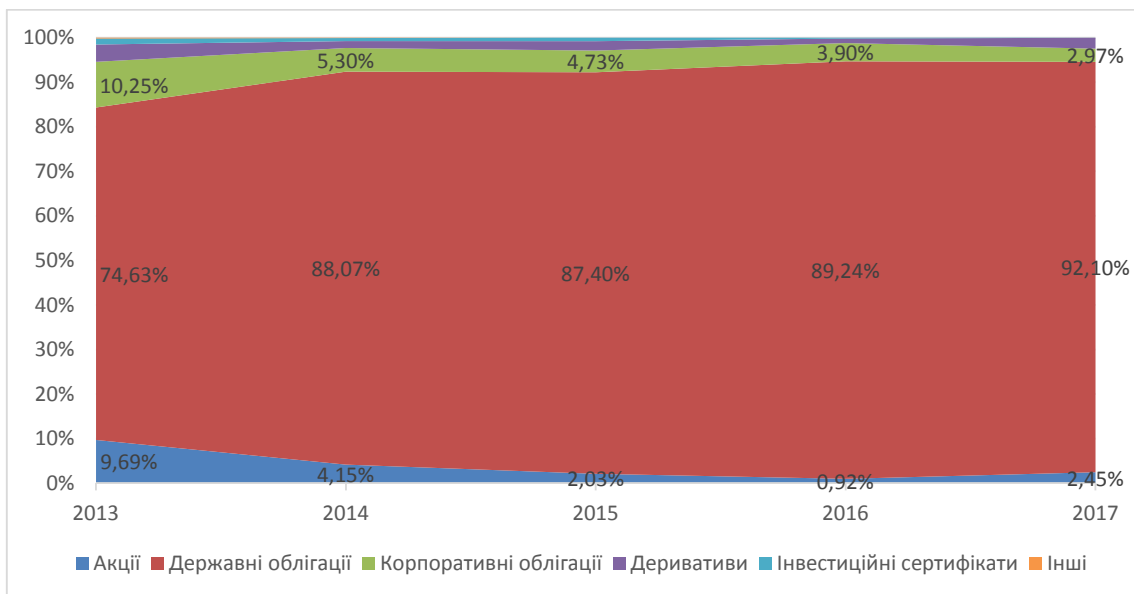


Рис. 4. Структура обсягу біржових торгів цінними паперами в Україні у 2013–2017 рр.

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [5]

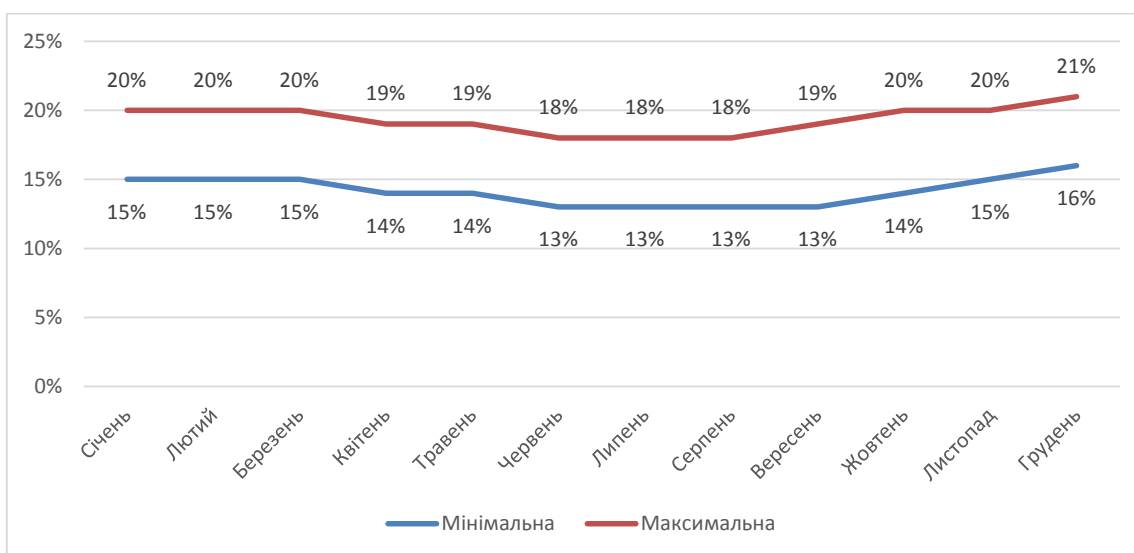


Рис. 5. Дохідність облигацій внутрішньої державної позики у 2017 р.

Джерело: дані НКЦПФР [5]

Досить цікавий варіант часткового вирішення проблеми заміщення корпоративних облигацій державними використовується в Угорщині. Там використовується різний рівень дохідності за державними цінними паперами для фізичних та юридичних осіб. Фізичні особи отримують вищу ставку дохідності, що дає навіть людям без професійної фінансової освіти можливість надійного розміщення коштів за прийнятними ставками. Для юридичних осіб ставки дохідності є нижчими. Це стимулює управляючих активами до пошуку інших варіантів розміщення коштів, зокрема в корпоративні цінні папери. Подібний підхід можна було би застосувати в Україні.

Третім рівнем проблем є захист інвестицій у корпоративні цінні папери. Особливості тут

є під час роботи як з акціями, так і з облигаціями. Для акцій останніми роками актуальною стала їх справедлива оцінка під час здійснення процедури сквіз-ауту. Українські акціонерні товариства отримали можливість проводити викуп акцій у міноритарних акціонерів за умови низького фри-флоту (кількості акцій компанії, що перебувають у вільному обігу на фондовому ринку), і багато хто нею скористався. При цьому в результаті низької ліквідності акцій на ринку та досить частої відсутності біржового курсу акціонери не завжди вважали ціну викупу справедливою.

Проблеми з облигаціями перш за все пов'язані із серією дефолтів у результаті фінансової кризи у 2008 р. Досить часто суди приймали рішення не

на користь інвесторів, що значно підірвало довіру до ринку корпоративних облігацій. У результаті цей ринок дуже значно зменшився в обсягах і так і не відновився на сьогодні. Проблема захисту прав інвесторів є комплексною та потребує не тільки і не стільки прийняття відповідних нормативно-правових актів, як підвищення рівня правової культури та дотримання законодавства.

**Висновки.** Таким чином, можна виділити три рівня проблем із залученням інвестицій у корпоративні цінні папери. Першою є малий обсяг доступних на фінансовому ринку ресурсів внаслідок низького рівня доходів та довіри до фінансових інститутів. Одним із можливих варіантів вирішення проблеми є використання обов'язкового накопичувального пенсійного страхування. Друга проблема пов'язана з ефектом заміщення державними облігаціями корпоративних цінних паперів. Шляхом її розв'язання може бути використання досвіду Угорщини зі встановленням різних ставок доходності для фізичних та юридичних осіб. Третя проблема пов'язана із захистом прав інвесторів та потребує комплексного підходу, який включатиме зміни як нормативно-правових актів, так і правозастосовної практики. Наведений вище перелік не є вичерпним, подальші дослідження можуть бути сконцентровані на пошуку нових шляхів стимулювання інвестицій в корпоративні фінансові інструменти.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*. 1958. № 48(3). P. 261–297.
2. Alstadsater A., Jacob M., Michaely R. Do dividend taxes affect corporate investment? *Journal of public Economics*. 2017. № 151. P. 74–83.
3. Liu Q., Pan X., Tian G.G. To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*. 2018. № 86. P. 177–193.
4. Barbosa D., Carvalho V.M., Pereira P.J. Public stimulus for private investment: an extended real options model. *Economic Modelling*. 2016. № 52. P. 742–748.
5. Річний звіт 2017 // Офіційний сайт НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/07/%D0%A0%D1%96%D1%87%D0%BD%D0%B8%D0%B9-%D0%B7%D0%B2%D1%96%D1%82-%D0%9D%D0%9A%D0%A6%D0%9F%D0%A4%D0%A0-2017.pdf>.
6. Hofacker D., Schadow S., Kletzing J. (Eds.). Long-term socio-economic consequences of insecure labour market positions, EXCEPT Working Papers. 2017. № 16.

#### REFERENCES:

1. Modigliani F., Miller M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261–297.
2. Alstadsater A., Jacob M., Michaely R. (2017). Do dividend taxes affect corporate investment? *Journal of public Economics*, 151, 74–83.
3. Liu Q., Pan X., Tian G.G. (2018). To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 86, 177–193.
4. Barbosa D., Carvalho V.M., Pereira P.J. (2016). Public stimulus for private investment: an extended real options model. *Economic Modelling*, 52, 742–748.
5. National Securities and Stock Market Commission (2017). Annual report. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/07/%D0%A0%D1%96%D1%87%D0%BD%D0%B8%D0%B9-%D0%B7%D0%B2%D1%96%D1%82-%D0%9D%D0%9A%D0%A6%D0%9F%D0%A4%D0%A0-2017.pdf>.
6. Hofacker D., Schadow S., Kletzing J. (Eds.) (2017). Long-term socio-economic consequences of insecure labour market positions, EXCEPT Working Papers, WP. No 16.



**Haponiuk M.A.**  
*Candidate of Economic Sciences, Professor,  
Head of Financial Markets Department,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

## **PROMOTION OF INVESTMENT IN CORPORATE FINANCIAL INSTRUMENTS**

The author of this article looks for the ways to promote investments in corporate financial instruments in Ukraine. They are highly important for promoting economic development in the country.

The author defines three levels of problems with investments in corporate securities in Ukraine. The first one regards the amount of money available for investments. It is quite low in Ukraine. The reason is a low level of income. Households spend almost all their money on food, clothes, and utilities with no surplus that can be used to invest in securities. Moreover, people in Ukraine do not trust financial institutions. It is a result of poorly performed privatization. The additional reason for distrust is the banking crisis of 2014–2017. During this period, many banks were liquidated, and the biggest one was nationalized. As a result, the level of savings in Ukraine is relatively low. To address this problem, the government can establish compulsory accumulative pension system. It would help to raise funds for investments.

The second problem concerns the substitution effect. Government bonds dominate the stock market in Ukraine. They have relatively low risk and high yield. The market shares of stocks and corporate bonds are very small. It impedes the investments in business and, as a result, economic development. To divert at least some money back to corporations, the government might use different yields for individuals and institutional investors.

The third problem concerns investors' rights. Shareholders might get artificially low price during a squeeze-out. Bondholders' rights might be violated after a default of the company. The government and regulators should assure the rule of law.