

Непран А.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів і кредиту
Харківського економіко-правового університету

РЕСУРСИ РИНКУ КАПІТАЛУ В СИСТЕМІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФІНАНСУВАННЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Розглянуто використання інструментів ринку капіталу в системі інвестиційного фінансування реального сектору економіки. Зроблено висновок, що ринок капіталів перетворився на джерело довгострокових коштів для фінансування інвестицій.

The use of capital market tools in the investment financing system of real economy is considered. A conclusion that capital market has turned into the basic source of long-term funds for investment financing is done.

Ключові слова: ринок капіталу, облігації, акції, інвестування, реальний сектор.

На стадії економічного зростання актуалізується питання спроможності ринку капіталу¹ сприяти залученню ресурсів для фінансування інвестиційного процесу. Останніми роками український фондовий ринок як важливий елемент ринкової інфраструктури розвивався дуже динамічно. Обсяг торгів на ринку цінних паперів зріс із 39,2 млрд грн у 2000 р. до 1537,8 млрд грн у 2010 р., або в 39,2 раза. За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), у 2010 р. обсяг торгів на ринку цінних паперів уперше досяг такого рекордного рівня та перевищив показник ВВП на 443,18 млрд грн. Відношення капіталізації лістингових компаній до ВВП того року становило 15,62 % (у 2009 і 2008 рр. — 12,62 та 9,02 % відповідно). Разом із тим український ринок капіталу характеризується наявністю специфічних проблем і диспропорцій, які негативно позначаються на розвитку реального сектору економіки. Насамперед це стосується здатності ринку капіталу сприяти збільшенню фінансових ресурсів для підтримки економічного зростання, тобто виконувати свою функцію трансформації заощаджень у інвестиції.

Проблемам використання ресурсів українського ринку капіталів у фінансуванні економіки присвячено праці В. Гейця, А. Гриценка, В. Корнеєва, Г. Калача, С. Мошенського² та ін. У сучасній економічній літературі роль ринку капіталу

¹ У класичних працях із економічної теорії та в університетських підручниках з інвестування під ринком капіталу розуміється саме ринок акцій і довгострокових корпоративних боргових, сек'юритизованих зобов'язань (облігацій) (див.: *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 16, 17).

² Капіталізація економіки України / За ред. В.М. Гейця, А.А. Гриценка. — К.: Ін-т екон. та прогноз., 2007. — 220 с.; *Корнеєв В.* Банкоцентрическая основа финансового рынка Украины // Экономика Украины. — 2008. — № 9. — С. 24; *Калач Г.М.* Роль фондового ринку в аккумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки // Фінанси України. — 2008. — № 9. — С. 62—69; *Мошенський С.З.* Аналіз ринку корпоративних облігацій в Україні: етапи становлення, обсяги, динаміка і тенденції розвитку // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. — 2005. — № 79. — С. 33—37.

досліджується переважно з точки зору обсягу і структури емісії різних фінансових інструментів, а також рівня капіталізації фондового ринку. На думку В. Корнеєва, залучення інвестицій на фондовому ринку здійснюється українськими підприємствами здебільшого за рахунок інструментів боргового фінансування, втім, спостерігається певне скорочення розриву між пайовими й борговими фінансовими інструментами³. С. Архієреєв і Я. Зінченко вказують на інституційну незрілість фондового ринку, незначну частку домашніх господарств та інститутів колективного фінансування⁴.

Аналізуючи фінансування інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів, І. Івахненко зазначає, що через недосконалість законодавства підприємства практично не використовують емісію облігацій як потенційне джерело інвестиційних ресурсів⁵. Т. Буй підкреслює, що крім внутрішніх використовуються зовнішні випуски єврооблігацій, проте їхній обсяг великою мірою обмежений недосконалою законодавчою базою, непрозорістю діяльності більшості українських емітентів і зниженням активності на міжнародних фінансових ринках у зв'язку з проявами фінансової кризи⁶. Автором досліджено особливості випуску й обігу цільових, дисконтних облігацій і комерційних паперів, проаналізовано чинники, що перешкоджають розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів.

Разом із тим питання використання ресурсів ринку капіталу як джерела інвестиційного фінансування реального сектору економіки досліджено недостатньо. Поза увагою залишаються структурні зрушення на ринку капіталів, порівняльний аналіз інших методів фінансування розширеного відтворення. На наш погляд, найбільш актуальною проблемою є здатність ринку капіталів забезпечувати залучення в реальний сектор економіки ресурсів для фінансування довгострокових інвестицій.

Зокрема, інструменти ринку капіталів застосовуються для фінансування реального сектору⁷ не повною мірою. Емісійне фінансування під великі інвестиційні проекти та на розширене відтворення основного капіталу здійснюється в недостатньому обсязі. Кількість підприємств, що проводять емісію понад 1 млрд грн, є незначною. Так, у 2010 р. емісію акцій у такому обсязі провели ПАТ НАК “Нафтогаз України” — 7,4 млрд грн, ПАТ “ВТБ Банк” — 2,5, ПАТ “Металургійний комбінат імені Ілліча” — 2,3, ПАТ АКБ “Форум” — 2,2, ПАТ “Державний експортно-

³ Корнеєв В. Знач. праця.

⁴ Архієреєв С.И., Зінченко Я.В. Посттрансформационная рыночная экономика: институционализация фондового рынка // Економічна теорія. — 2006. — № 3. — С. 45, 46.

⁵ Івахненко І.С. Фінансування інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — № 4. — С. 212—218.

⁶ Буй Т.Г. Расширение возможностей финансирования развития корпораций путем выпуска долговых ценных бумаг // Актуальные проблемы экономики. — 2009. — № 5. — С. 191.

⁷ Термін “реальний сектор” дуже широко використовується в сучасній економічній літературі. Проте для дослідження фінансування інвестиційного процесу в економіці переважно вживається термін “нефінансовий сектор”, що включає всіх суб'єктів економіки, які виробляють додаткову вартість.

імпортний банк України” — 1,8 млрд грн⁸. Утім, навіть великі емісії компаній не пов’язані з інвестуванням у реальний капітал та найчастіше використовуються для рефінансування, реструктуризації боргу, погашення заборгованості за раніше взятими банківськими кредитами, фінансових вкладень, включаючи злиття й поглинання, тощо.

Розглянемо динаміку зміни обсягів інвестицій у основний капітал та випуску корпоративних облігацій сектору нефінансових корпорацій протягом 2004—2010 рр. (табл. 1).

Таблиця 1. Інвестиції та розміщення корпоративних боргових цінних паперів у 2004—2010 рр., млрд грн

Показник	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Інвестиції в основний капітал	65,4	79,8	121,8	182,7	226,6	147,5	166,9
Емісія облігацій у гривнях і єврооблігацій*	3,8	10,1	17,0	25,6	24,1	10,1	6,3
Співвідношення емісії та інвестицій, %	5,8	12,7	14,0	14,0	10,6	6,8	3,8

* Окрім боргових цінних паперів банківського сектору і страхових компаній.

Джерело: Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua/>; дані Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

Із табл. 1 видно, що весь даний період можна поділити на два інтервали, межею яких є приблизно 2008 р. У першому інтервалі відношення емісії облігацій до інвестицій у основний капітал підвищувалося (з 5,8 % у 2004 р. до 14,0 % у 2008 р.), у другому — знизилося та в 2010 р. становило 3,8 %. Отже, в сучасних умовах навряд чи можна говорити про активну участь коштів, отриманих від розміщення корпоративних боргових цінних паперів, у фінансуванні реальних інвестицій.

Для пояснення виявлених тенденцій потрібен кількісний і якісний аналіз. Нижче наводиться дослідження напрямів використання ресурсів ринку капіталу, котрі відображають рух основного капіталу та залучених довгострокових коштів корпорацій.

Як відомо, загалом ринок облігацій за своєю структурою є простішим фінансовим інструментом розвитку порівняно з акціями, що являють собою складний симбіоз отримання доходу та корпоративного управління. На відміну від акцій боргові цінні папери внаслідок своєї специфіки не можуть брати участі в перерозподілі власності, а їх випуск, як правило, пов’язаний виключно з рухом капіталу.

В Україні первинний ринок корпоративних боргових цінних паперів стрімко розвивався, сягнувши в 2008 р. максимальних обсягів первинної емісії. Характерною особливістю ресурсів українського ринку капіталу, котрі залучаються для фінансування реального сектору економіки, є значне перевищення емісією акцій номінальної вартості корпоративних облігацій. У табл. 2 наведені дані про чисту емісію акцій і облігацій у період із 2001 по 2010 рр.

⁸ Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua/>

Таблиця 2. Емісія акцій і облігацій нефінансового сектору в 2001—2010 рр.

Рік	Все фінансування інвестицій*, млрд грн	Чиста емісія акцій, млрд грн	Чиста емісія облігацій, млрд грн	Обсяг емісії акцій до обсягу всього фінансування, %	Обсяг емісії облігацій до обсягу всього фінансування, %	Емісія облігацій до емісії акцій, %
2001	42,3	20,6	0,7	48,7	1,7	3,4
2003	40,0	13,0	3,9	32,6	9,8	30,0
2006	162,2	30,6	17,0	18,9	10,5	55,5
2008	301,8	18,1	24,1	6,0	8,0	133,7
2009	172,0	38,6	10,1	22,4	5,9	26,2
2010	96,9	14,1	6,3	14,5	6,5	45,0

* Включає інвестиції в основний капітал та приріст запасів товарно-матеріальних цінностей сектору нефінансових корпорацій.

Джерело: річні звіти ДКЦПФР за відповідні роки (<http://www.ssmc.gov.ua>); Інвестиції в основний капітал за видами економічної діяльності / Держ. служба статистики України: [Електр. ресурс]. — <http://www.ukrstat.gov.ua/>

За останні роки первинний ринок цінних паперів в Україні зазнав істотних змін. Привертає увагу зниження відсотка цінних паперів у фінансуванні інвестиційного процесу. Частка цінних паперів, що розміщуються для фінансування інвестицій у основний і оборотний капітал нефінансових корпорацій, скоротилася з 42,4 % у 2003 р. до 28,3 % у 2008 р. та 21,0 % у 2010 р. Помітне також неухильне падіння чистої емісії облігацій порівняно з чистою емісією акцій: у роки, що передували кризі 2008—2009 рр., емісія облігацій зростала вищими темпами. Унаслідок випереджаючого зростання емісії облігацій порівняно з емісією акцій змінилося їх співвідношення. Однак після розгортання фінансово-економічної кризи сума коштів, отриманих шляхом випуску цінних паперів, різко зменшилася, причому середній темп зниження емісії облігацій був вищий за відповідний показник емісії акцій. Таким чином, останніми роками первинний фондовий ринок формувався переважно за рахунок емісії акцій.

Упродовж останніх п'яти років найбільшу частку в загальному обсязі зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій мали облігаційні випуски підприємств. З 2005 р. по 2010 р. було здійснено 2801 випуск корпоративних облігацій, а загальний обсяг їх емісії перевищив 93 млрд грн. Водночас частка облігацій у загальному обсязі випуску цінних паперів за досліджуваний період скоротилася відповідно з 20,57 % у 2005 р. до 9,93 % в 2010 р. Значна частина ресурсів, отриманих від емісії облігацій, акумулюється фінансовими посередниками. За 2001—2010 рр. їхня частка зросла з 10,6 до 33,2 % (табл. 3).

У 2008 р. обсяги емісії облігацій фінансового сектору були найбільшими — 18,9 млрд грн, або 42,5 % їх загальної емісії. Істотні зміни сталися й у п'ятірці найбільших емітентів боргових цінних паперів. Якщо в попередні роки провідне місце серед найбільших емітентів облігацій посідали підприємства металургійної промисловості й транспорту, то останніми роками — комерційні банки та страхові

Таблиця 3. Зміни у структурі емісії корпоративних облігацій в Україні

Емісія облігацій	Частка облігацій, %			Темпи зростання	
	2001 р.	2005 р.	2010 р.	2005 р. до 2001 р., рази	2010 р. до 2005 р., %
Всього	100,0	100,0	100,0	18,4	74,5
У т. ч. фінансового сектору	10,6	20,4	33,2	35,5	120,8
нефінансового сектору	89,4	79,6	66,8	16,3	62,6

Джерело: річні звіти ДКЦПФР за відповідні роки (<http://www.ssmc.gov.ua>).

компанії. Так, у 2010 р. серед п'яти найбільших емітентів корпоративних облігацій було три комерційних банки, частка яких становила 17,38 % загального обсягу їх розміщення.

В економічній літературі питання взаємодії банків і фондового ринку є дискусійними. Зокрема, таке: чи є позитивним збереження високої частки банків у структурі інвесторів на ринку корпоративних облігацій? Є думка, що переважання у структурі емітентів облігацій банків, на які припадає третина всіх емісій, виступає однією з головних проблем ринку загалом⁹. Деякі автори, зокрема Ю. Данилов, виступали за усунення з ринку облігацій банків як “неефективного з макроекономічної точки зору посередника”, котрий отримує незаслужені преференції на фондовому ринку. Крім того, на думку Ю. Данилова, банки виснажують потенціал кредитування, оскільки купують облігації, використовуючи “довгі” гроші¹⁰.

Спроби обмежити операції банківського сектору з випуску й купівлі цінних паперів суперечать тенденції універсалізації діяльності кредитних організацій, що спостерігається в країнах із розвинутою ринковою економікою. Проте на сучасному етапі розвитку України обмеження та заборона емісій облігацій банківського сектору є виправданим заходом. По-перше, реальний сектор вітчизняної економіки конче потребує залучення великих обсягів фінансових ресурсів для здійснення масштабних інвестицій у модернізацію й оновлення капіталу підприємств. Інвестори, вибираючи банківські облігації, позбавляють реальний сектор ресурсів для розвитку. По-друге, залучаючи на кредитній основі фінансові ресурси, українські банки спрямовують у реальний сектор лише їх частину у вигляді кредитів. Значна частина залучених ресурсів іде на кредитування невиробничої сфери, де позиковий капітал використовується для розширення поточного споживання уряду й населення.

За 2005—2010 рр. кредити сектору загального державного управління зросли з 5,0 до 8817,0 млрд грн. Заборгованість населення за кредитами збільшилася на

⁹ Григорьев Л.М., Зайцева Л.А. Тенденции в развитии рынка корпоративных облигаций // Финансовая система и экономический рост / Ассоц. независ. центров экон. анализа. — М., 2006. — С. 372.

¹⁰ Данилов Ю. Роль фондового рынка на макро- и микроуровне (или о мифах фондового рынка). — М.: ГУ—ВШЭ, 2003. — 60 с. (див. також: Данилов Ю. Новая роль фондового рынка в России // Вопросы экономики. — 2003. — № 7. — С. 44—56).

173,8 млрд грн — з 35,7 до 209,5 млрд грн, або в 5,9 раза. Разом із позитивними моментами цього процесу (стимулювання попиту, зростання товарообігу) ряд дослідників (В. Геєць, Т. Вахненко, І. Нідзельська, В. Шевчук¹¹ та ін.) вказують на дисбаланс споживчого кредиту та якісних зрушень у реальному секторі, а також незбалансованість структури доходів і витрат населення, посилення інфляційних очікувань. “Перекіс у бік споживчої направленості економічного розвитку України, — зазначив М. Сивульський, — це не “сліпа дія невидимої руки”, а свідомі дії зі сприяння просуванню імпортової продукції на український ринок, агресивна політика завоювання зовнішнього ринку”¹². Його слова знаходять підтвердження й у зростанні частки цінних паперів у портфелі кредитних організацій (табл. 4).

Таблиця 4. Вкладення кредитних організацій у боргові цінні папери

Показник	Станом на 1 січня				
	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Всього вкладень у цінні папери, млрд грн	13 657	21 678	34 709	34 725	74 366
у т. ч. боргових зобов'язань нефінансового сектору*, млрд грн	4 458	7 426	8 033	6 919	8 564
Частка вкладень у боргові зобов'язання корпоративного сектору в загальному інвестиційному портфелі, %	32,6	34,3	23,1	19,9	11,5
Частка вкладень кредитних організацій у боргові цінні папери в загальному обсязі залучених коштів, %	7,2	7,2	9,5	10,4	17,7

* Цінні папери, крім акцій, випущені депозитними корпораціями.

Джерело: розраховано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

Для кредитних організацій вигіднішими є вкладення в акції, що знаходять своє вираження у збільшенні їхньої частки в інвестиційному портфелі та скороченні відсотків інших цінних паперів. Частка вільної ліквідності, що спрямовується на купівлю корпоративних цінних паперів, становила 17,7 % у 2010 р. проти 7,2 % у 2006 р. Таким чином, значна частина ресурсів, акумульованих банківською системою, використовується для купівлі цінних паперів, унаслідок чого зменшуються кредитні ресурси економіки.

Подальший аналіз методів фінансування інвестиційного процесу підприємствами реального сектору пов'язаний зі сферою кредиту. У системі методів фінансування розширеного відтворення ринок капіталів є одним зі способів фінансування корпорацій, альтернативним банківському кредитуванню. Останніми

¹¹ Геєць В. Макроекономічна оцінка денежно-кредитної і валютно-курсової політики України до і во время фінансового кризиса // Економіка України. — 2009. — № 2. — С. 6—9; Вахненко Т. Кредитний бум в Україні в контексті світових координат // Економіст. — 2008. — № 5. — С. 34, 35; Нідзельська І.А. Кредитні ризики та їх наслідки для банківської системи України в умовах поглиблення фінансової кризи // Фінанси України. — 2009. — № 8. — С. 102—109; Шевчук В.О. Макроекономічні наслідки кредитного буму в Україні // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду розвитку України. Фінансовий ринок: глобалізація та євроінтеграція. — 2008. — Вип. 1 (69). — С. 94—102.

¹² Сивульський М.І. Національні особливості фінансової кризи // Фінанси України. — 2009. — № 7. — С. 10.

роками підприємства нефінансового сектору надають перевагу банківському кредитуванню (табл. 5).

Таблиця 5. Боргове фінансування сектору нефінансових корпорацій в Україні, 2004—2010 рр.

Показник	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Емісія корпоративних облігацій, млрд грн	3,8	10,1	17,0	25,6	24,1	10,1	6,3
Банківські кредити і кредити нерезидентів, млрд грн	71,6	106,1	160,5	260,5	443,7	462,2	501,0
Всього боргове фінансування, млрд грн	75,4	116,2	177,5	286,0	467,8	472,3	507,3
Частка в борговому фінансуванні, %							
корпоративних облігацій	95,0	91,3	90,4	91,1	94,8	97,9	98,7
кредитів	5,0	8,7	9,6	8,9	5,2	2,1	1,3

Джерело: розраховано за даними НБУ (<http://www.bank.gov.ua>) та ДКЦПФР (<http://www.ssmc.gov.ua>).

Як видно з табл. 5, за 2004—2010 рр. обсяги боргового фінансування нефінансових корпорацій збільшилися з 75,7 до 510,5 млрд грн, або в 6,7 раза. У динаміці боргового фінансування за цей час виразно спостерігається два періоди. Перший (2004—2007 рр.) характеризується випереджаючим зростанням випуску облігацій порівняно зі зростанням банківського кредитування. У результаті частка облігацій у загальному обсязі боргового фінансування стійко збільшувалася (з 5,0 % у 2004 р. до 8,9 % у 2007 р.). Упродовж 2008 р. макроекономічні процеси в Україні характеризувалися кризовими явищами в економіці, й фондовий ринок відреагував відповідно. Другий період (2009—2010 рр.) ознаменувався скороченням обсягу емісії боргових цінних паперів, що призвело до збільшення розриву між цими сегментами ринку. За 2008—2010 рр. заборгованість за банківськими кредитами нефінансового сектору зросла на 7,5 %, водночас обсяги емісії облігацій скоротилися в 3,8 раза. Унаслідок різноспрямованих тенденцій динаміки обсягу банківського кредитування та облігаційного фінансування частка останнього скоротилася до 1,3 % у 2010 р. проти 5,2 % у 2008 р. Дослідження цього процесу тісно пов'язане з характеристикою ринку цінних паперів нефінансових корпорацій України.

У розвинутих країнах до певної міри умовно можна виділити американську та німецьку моделі взаємодії фінансового й нефінансового секторів економіки. Перша модель характерна переважно для США та Великобританії, де рівень розвитку ринку корпоративних цінних паперів досить високий. У цих країнах головну роль у фінансуванні капітальних вкладень відіграє розміщення корпоративних боргових цінних паперів. Так, у США, які мають високорозвинутий ринок державних цінних паперів, у окремі періоди частка облігацій перевищувала частку акцій у 5—6 разів. Друга модель поширена в країнах, де “в сукупності фінансових інструментів переважає кредит у різних формах та виділяється пріоритетний розвиток банків як фінансових посередників”¹³.

¹³ Корнеев В. Зазнач. праця.

Можна сказати, що розвиток фінансового сектору в Україні відбувається за німецькою (банкоцентричною) моделлю фінансового ринку. Як уже наголошувалося, через недостатній розвиток ринку цінних паперів підприємства нефінансового сектору часто вимушені вдаватися до банківського кредиту не лише для поповнення оборотних коштів, а й для здійснення капітальних вкладень.

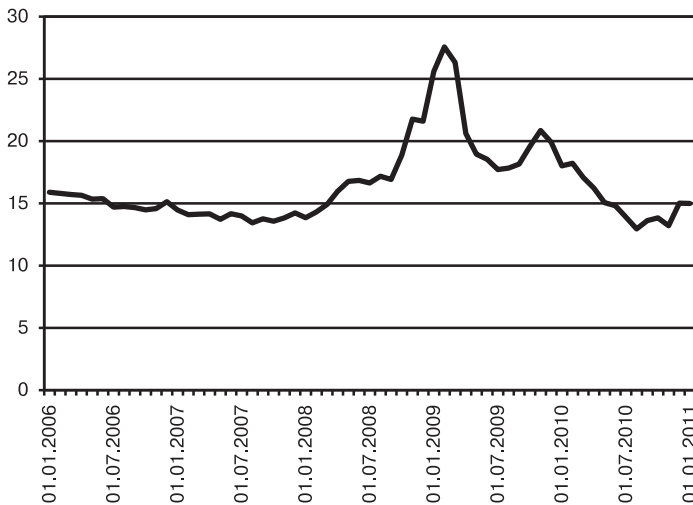
Вибір методу фінансування визначається різними факторами, головними з яких є обсяги, вартість запозичень і терміни залучення фінансових ресурсів. Розглянемо детальніше ці ключові параметри боргового фінансування.

Обсяги запозичень. Наразі банківська система України через низький рівень капіталізації не спроможна видати великий одиничний банківський кредит інвестиційного характеру. Понад 90 % комерційних банків не в змозі видати кредит у розмірі 10 млн дол. США, при тому що мінімальний розмір крупного інвестиційного проекту становив близько 50—60 млн дол. Водночас середній обсяг первинного розміщення облігацій у 2005 р. дорівнював 25,0, у 2009 р. — 42,1, а в 2010 р. — 67,7 млн грн. За даними ДКЦПФР, частка великих емісій корпоративних боргових цінних паперів (понад 300 млн грн) виросла майже вдвічі та в 2010 р. сягнула 25,2 %. Отже, за великих запозичень емісія корпоративних облігацій стає практично єдиним реальним джерелом отримання фінансових ресурсів на ринку позикового капіталу, потрібних для фінансування реального сектору економіки.

Вартість запозичень. Останнім часом на ринку позикового капіталу спостерігається тенденція до зменшення величини процента, яка пов'язана зі збільшенням пропозиції кредитних ресурсів і зниженням інфляції. Так, середньозважена процентна ставка за кредитами, що надані депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям у національній валюті, зменшилася з 16,1 % у 2005 р. до 14,9 % у 2010 р. Фінансово-економічна криза 2008—2009 рр. негативно вплинула на динаміку процентних ставок, призвівши до їх стрімкого підвищення (рисунок).

Особливо зросли процентні ставки за короткостроковими кредитами. У січні й лютому 2009 р. процентна ставка за кредитами до одного року, наданими банками в національній валюті, становила відповідно 28,2 і 29,8 % проти 14,4 % у 2006 р. Водночас вартість кредитів, що надаються банківською системою на триваліший термін, практично не змінилася. Якщо на 01.01.2006 процентна ставка банків за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям у національній валюті на термін від одного до п'яти років, дорівнювала 15,2 %, то на 01.02.2011 вона знизилася до 14,9 %. Процентна ставка за валютними кредитами, отриманими нефінансовими корпораціями, становила (на кінець року): в 2005 р. — 11,2 %, у 2006 р. — 10,7 %, у 2009 р. — 10,1 % та в 2010 р. — 10,7 %. Водночас процент за корпоративними облігаціями був ще меншим: здійснити емісію облігацій у 2005—2010 рр. можна було під 8—10 % річних.

Терміни запозичень. Загалом банківська система задовольняє попит нефінансових корпорацій переважно на довгостроковий кредит: більше половини всіх кредитів є довгостроковими. За 2005—2010 рр. частка кредитів, що видаються на



Джерело: побудовано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

Рисунок. Динаміка процентних ставок за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям у національній валюті, %

термін понад один рік, у загальному обсязі виданих банками кредитів зросла з 55,8 до 58,4 %. Отже, інвестиційний попит українського нефінансового сектору, визначений потребою в “довгих” грошах, задовольняється в значних обсягах. Разом із тим частка важливих для фінансування інвестиційного процесу довгострокових кредитів (терміном понад п’ять років) практично не змінилася і становила в 2010 р. 13,7 %. Треба відзначити також зниження корпоративних кредитів у сукупних обсягах внутрішнього кредиту українських кредитних організацій — із 74,0 % у 2005 р. до 68,4 % в 2010 р. Тим часом облігаційне фінансування характеризується тривалішими термінами позики: останнім часом вони становлять 5–6 років, а за євроблігаціями — до 10 років і більше.

Таким чином, за основними економічними параметрами запозичень — обсягами, вартістю й термінами — ефективнішою є емісія корпоративних боргових цінних паперів. Утім, слід ураховувати й ряд проблем, пов’язаних із розміщенням корпоративних облігацій. Зокрема, дотримання стандартів ДКЦПФР, триваліші терміни розміщення (60–90 днів), великий пакет необхідної документації. До цього треба додати слабку захищеність кредиторів, складність здійснення емісійних процедур, недостатню ліквідність ринку облігацій. Разом із тим позичальники капіталу нерідко керуються не лише об’єктивними економічними параметрами (обсяги, вартість залучення й терміни) боргового фінансування, а й поведінковими мотивами, які ґрунтуються на врахуванні таких неформальних інституційних факторів, як репутація та імідж компанії, оцінка ризику, інвестиційні очікування тощо.

Останнім часом одна з найпопулярніших тем дискусій економістів — сучасні методи зовнішнього фінансування інвестицій. Традиційною стала точка зору, що в

даний час ресурси ринку капіталів і банківської системи не можуть забезпечити сукупний кредитний попит нефінансового сектору на кошти, потрібні для фінансування інвестиційних процесів. Як зазначили В. Геєць і А. Гриценко, сьогодні банки України видають кредити на фінансування переважно поточної, а не інвестиційної діяльності¹⁴. Аналізуючи капіталізацію ринку акцій та ресурси банківської системи, О. Кириченко й О. Харченко дійшли висновку, що вітчизняна економіка позбавлена інвестиційних і реноваційних можливостей для ефективного оновлення основних фондів¹⁵. Однак ми підтримуємо протилежну точку зору, висловлену С. Герасимовою та О. Леньохіною¹⁶. Проаналізувавши показники інвестиційного потенціалу за 2005—2008 рр., вони зробили висновок, що інвестиційний потенціал національної банківської системи здатний задовольнити потреби реального сектору економіки.

Спробуємо поглянути на проблему фінансування інвестиційного процесу під кутом потенційних можливостей української кредитної системи та ринку капіталів. Порівняння розмірів кредитного й фондового секторів економіки дає змогу визначити потенційні можливості фінансової системи надавати відповідні послуги, передусім кредитні, головним споживачам інвестицій — нефінансовим компаніям¹⁷. Як відомо, це є основою механізму перерозподілу фінансових ресурсів у економіці, що забезпечує розширене відтворення та економічне зростання.

Розглянемо роль ресурсів, залучених із допомогою різних інструментів на ринку капіталів, як джерела фінансування реального сектору економіки (табл. 6). За 2004—2010 рр. обсяг ресурсів, залучених із використанням різних інструментів ринку капіталів, збільшився в 7 разів, а їх відношення до ВВП — з 27,8 % у 2003 р. до 55,9 % в 2009 р. Довгострокові ресурси ринку капіталів починаючи з 2008 р. практично перекривають обсяги реальних інвестицій нефінансового сектору. Але основним фактором тут виступає стрімке збільшення випуску й розміщення корпоративних боргових зобов'язань реального сектору, особливо в 2004—2007 рр. Через прискорене зростання емісії боргових корпоративних цінних паперів їхня частка в загальних ресурсах ринку капіталу в 2003—2006 рр. становила близько 23,0 %. Сьогодні можна говорити, що ринок капіталів виконує функції інвестиційного механізму. Дана тенденція відповідає загальносвітовому тренду поступового підвищення ролі ринку капіталів у фінансуванні реального сектору: ресурси ринку українського капіталу разом із ресурсами банківської системи здатні забезпечити задоволення інвестиційного попиту цього сектору економіки.

¹⁴ Капіталізація економіки України / За ред. В.М. Гейця, А.А. Гриценка. — К.: Ін-т екон. та прогноз., 2007. — С. 86.

¹⁵ Кириченко О.А., Харченко О.І. Антикризова інвестиційна політика // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — № 1. — С. 68.

¹⁶ Герасимова С.В., Леньохіна О.В. Інвестиційний потенціал банківської системи України // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — № 8. — С. 249.

¹⁷ Барон Л., Захарова Т. Диспропорції в розвитку банківського і нефінансового секторів економіки Росії // Вопросы економіки. — 2003. — № 3. — С. 105.

Таблиця 6. Динаміка ресурсів національного і світового ринків капіталів, що надходять у корпоративний сектор України, протягом 2004—2010 рр.

Показник	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ресурси фондового ринку (емісія акцій і корпоративних облигацій), млрд грн	6,9	37,6	65,6	94,5	77,5	111,2	50,1
Кредитні ресурси, млрд грн	71,6	106,1	160,5	260,5	443,7	462,2	501,0
у т. ч. довгострокові	36,1	60,4	90,9	156,3	253,4	262,9	292,8
Всього ресурсів ринку капіталу, млрд грн	78,5	143,7	226,1	355,0	521,2	573,4	551,1
у т. ч. довгострокових	43,1	98,0	156,5	250,8	330,9	374,1	342,8
Ресурси ринку капіталу, % ВВП	22,8	32,5	41,6	49,2	55,0	62,8	50,3
Довгострокові ресурси, % інвестицій	47,2	91,6	96,5	99,1	109,6	217,5	353,8
Частка в загальних ресурсах ринку капіталу, %							
кредитних ресурсів	91,2	73,8	71,0	73,4	85,1	80,6	90,9
ресурсів фондового ринку	8,8	26,2	29,0	26,6	14,9	19,4	9,1

Джерело: складено за даними НБУ (<http://www.bank.gov.ua>) та ДКЦПФР (<http://www.ssmc.gov.ua>).

Аналіз використання ресурсів ринку капіталу як джерела залучення коштів для фінансування інвестиційного процесу реального сектору дає підстави для таких висновків. Загалом рівень забезпеченості економічного розвитку нашої країни ресурсами, залученими з допомогою інструментів ринку капіталів, є доволі високим. Проте останнім часом в Україні склалися несприятливі умови забезпечення ресурсами ринку капіталів розвитку реального сектору, що не враховується офіційними статистичними показниками. Значні обсяги цього ринку акумулюються фінансовими посередниками, що скорочує потенційні можливості реального сектору щодо фінансування інвестиційного процесу. У зв'язку з цим головною метою розвитку вітчизняного фондового ринку на сучасному етапі повинна стати його переорієнтація на обслуговування інвестиційних потреб реального сектору економіки, що вимагає зміщення пріоритетів розвитку з фінансового сектору на розміщення первинних емісій підприємств і корпоративних облигаційних позик.