

АНАЛІЗ СТАНУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ З ПОЗИЦІЇ ЙОГО ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВУ АРХІТЕКТУРУ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

*Душак М.І., аспірант кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Сумського державного університету, м. Суми
вул. Римського-Корсакова, 2, м. Суми, 40007, Україна*

Фондовий ринок відіграє значну роль у фінансуванні суб'єктів господарювання реального сектору економіки, адже можливість залучення коштів з використанням інструментів фондового ринку дає змогу суттєво розширити масштаби діяльності підприємств. Проте наявність криз у фінансовому секторі, що постійно повторюються, та слабкий розвиток самого фондового ринку не дає можливості використовувати підприємствам ці можливості в повному обсязі, тому важливого значення набуває оцінювання стану та тенденцій розвитку фондового ринку у контексті використання його коштів для фінансування підприємств реального сектору економіки.

В процесі дослідження автори дійшли висновку, що найбільший сегмент фондового сектору України обслуговує емітентів, власниками яких є держава та здебільшого здійснює операції з облігаціями внутрішньої державної позики, і лише незначна частка операцій забезпечує фінансування діяльності підприємств через емісію акцій та облігацій. Така ситуація свідчить про «фіктивність» фондового ринку, оскільки він не виконує своєї ключової функції щодо залучення емітентами тимчасово вільних грошових коштів. Крім того, обсяг ринку акцій та облігацій в Україні є мізерними. Емітенти, що мають намір здійснити публічне розміщення акцій повинні виконати достатньо високі вимоги щодо власних цінних паперів, що не стимулює їх використовувати цей механізм. Така сама ситуація склалася і на ринку облігацій: для емітентів витрати часу та ресурсів на здійснення емісії в більшості випадків будуть більшими ніж на залучення кредиту в банківському секторі. Вищезазначене свідчить про низьку зацікавленість емітентів-підприємств реального сектору економіки використовувати інструменти фондового ринку для управління структурою власного капіталу. Виникає потреба у розробці дієвих заходів щодо використання можливостей фондового сектору для фінансування підприємств реального сектору економіки.

***Ключові слова:** фінансова архітектура підприємства, фондовий ринок, ринок акцій, ринок облігацій, структура капіталу.*

DOI: 10.21272/1817-9215.2019.2-4

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Стимулом до розвитку економічної системи є саме механізм формування та перерозподілу фінансових ресурсів в середині країни, що в значній мірі реалізовується через таку складову фінансового ринку як фондовий ринок. Завдяки своїй природі фондовий ринок успішно виконує функції забезпечення реального сектору економіки та стимулювання виробництва за рахунок перерозподілу тимчасово вільних грошових коштів, та структурну перебудову економіки в наслідок трансформації відносин власності. Вплив стану розвитку фондового ринку країни справляє значний вплив на структуру капіталу підприємств і, як наслідок, на їх фінансову архітектуру. Саме тому актуальним є дослідити сучасний стан розвитку фондового ринку України, що дозволить оцінити можливості управління фінансовою архітектурою підприємств за допомогою інструментів фондового ринку.

АНАЛІЗ ОСТАННІЙ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідження фінансової архітектури на рівні окремого підприємства здійснювалося як вітчизняними, так і закордонними науковцями, такими як: Дрогобицька К., Горелик С., Григорьев Л., Жанга Т., Івашовська І., Кудрявцев Д., Малиш О. Пруднікова А., Чеман Т., Ченга Ю. та ін. Проте потребують подальшого дослідження вплив стану та тенденцій розвитку фондового сектору на фінансову архітектуру підприємств у контексті використання їх коштів для фінансування підприємств реального сектору економіки, що потребує проведення якісного аналізу сучасного стану фондового ринку України.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є аналіз сучасного стану фондового ринку України з позиції його впливу на фінансову архітектуру підприємств реального сектору економіки через управління структурою капіталу таких підприємств.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Фінансовий сектор досліджується нами з позиції його впливу на фінансову архітектуру підприємств України. Серед компонентів фінансової архітектури підприємства найбільше корелює із станом розвитку фінансового ринку країни структура капіталу. Івашовська І. В. зазначає [1], що структура капіталу здійснює значний вплив на створення прибутку нефінансових компаній, але характер цього впливу залежить саме від стану фінансового ринку країни, де функціонує підприємство.

Розглянемо стан розвитку фінансового ринку з позиції сегменту, що здійснюють ключовий вплив на структуру капіталу підприємств усіх секторів економіки України – фондовий. Фондовий сектор фінансового ринку впливає на структуру капіталу підприємств, створюючи умови щодо первинного та додаткового розміщення акцій, а також щодо розміщення корпоративних облігацій, як джерела боргового фінансування для підприємств реального сектору економіки.

В Україні фондовий біржовий ринок на вересень 2019 р. представлений шістьма біржами: ПАТ «Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА», ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПАТ «Українська фондова біржа», ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «Фондова біржа «ІННЕКС» [2].

Важливим показником, що адекватно відображає загальну ситуацію, що склалася на фондовому ринку будь-якої країни, є фондовий індекс. Фондові індекси, що розраховуються на фондових біржах України наведені у таблиці 1.

Таблиця 1 – Загальна характеристика індексів фондових бірж в Україні [3, 4, 5]

Назва індексу	Дата початку розрахунку	Початкове значення	Значення на 1.12.18 р.	Спосіб розрахунку індексу	Частота розрахунку
Індекс ІННЕКС (i-INNEX)	22.07.2013 р.	100	100,05	середньо-арифметичний, зважений за ціною	на кінець кожного торговельного дня
Індекс UX (UX Index)	26.03.2009 р.	500	1793,69	середньо-арифметичний, зважений за капіталізацією	Протягом торгової сесії кожні 15 секунд
Індекс ПФТС (PFTS Index)	1.10.1997 р.	100	575,63	середньо-арифметичний, зважений за капіталізацією	на кінець кожного торговельного дня

Всі індекси розраховуються як середньоарифметичні зважені. Два із них зважуються за капіталізацією, і лише індекс ІННЕКС зважується за ціною (табл. 1). Два із трьох індексів визначаються на кінець кожного торговельного дня. В частішому розрахунку індексів на даних біржах немає потреби, оскільки торги на них не інтенсивні. Лише на Українській біржі індекс розраховується протягом торговельного дня. Потреба в розрахунку індексу кожні 15 секунд на УБ полягає також в наявності фінансових інструментів (ф'ючерсів та опціонів), які базуються на ньому. Індекси ПФТС та Української біржі є загально визнаними з боку професійних учасників ринку цінних паперів України та світового співтовариства.

В Україні практика використання фондових індексів має порівняно нетривалу історію (з 1 жовтня 1997 року), тому природно що українські фондові індекси є далекими від досконалості. В Україні головним показником розвитку ринку цінних паперів України є індекс ПФТС, що розраховується на базі цін найбільш ліквідних акцій ПФТС з 1 жовтня 1997 року. Індекс ПФТС – ціновий індекс, зважений за обсягом

емісії (free float), що реально доступна для широкого кола інвесторів. «Індексний кошик» ПФТС складається з акцій 20 емітентів. Перелік акцій для розрахунку індексу ПФТС формується Індексним комітетом ПФТС з цінних паперів, що входять до Списку ПФТС, на підставі даних про ринкову капіталізацію, обсяг торгів, кількість угод та інших факторів, що впливають на ліквідність акцій. Динаміка індексу ПФТС наведена на рисунку 1.

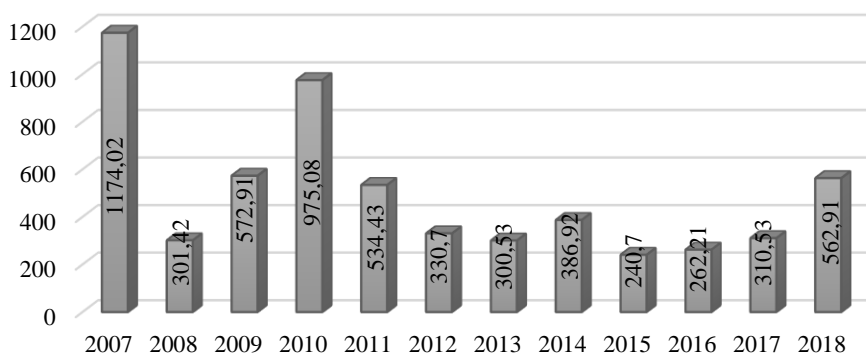


Рисунок 1 – Динаміка індексу ПФТС за 2007-2018 рр., пунктів [5]

На основі даних наведених на рисунку 1 можна зробити висновок, що найбільша активізація торгів на фондовій біржі ПФТС спостерігалася у 2007 році, коли значення індексу склало 1174,02. Мінімальні значення індексу спостерігалися у 2008 році (301,42 пункти) та у 2015 році (240,7), що було пов'язано із кризовими явищами в економіці України в ці періоди. В цілому, значення індексу за останні сім років, починаючи з 2011 року, свідчать про слабкий розвиток фондового ринку та незначний обсяг торгів на ньому. Але можна відмітити позитивну тенденцію останні три роки (з 2016 року) щодо приросту індексу ПФТС. У 2018 році індекс ПФТС за приростом обійшов навіть індекси таких країн як Катар, Македонія, ОАЕ та Саудівська Аравія [6], приріст індексу за рік склав 75,3 %. Крім того, варто відмітити, що індексний кошик ПФТС станом на вересень 2019 року складається лише з семи компаній ПАТ «Донбасенерго», ПАО «Центроенерго», ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод», АТ «Мотор Січ», АТ «Райффайзен банк Аваль», ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укртелеком». Саме порівнянням ціни на акції цих провідних компаній і визначається показник, який в комплексі характеризує попит на фінансові активи, що обертаються в конкретний момент на ринку.

Стрімке зростання індексу ПФТС у 2018 році пояснюється двома ключовими факторами: відкладеним попитом на акції вітчизняних підприємств та позитивними результатами діяльності емітентів (наприклад, АТ «Райффайзен Банк Аваль» отримав майже 4 млрд. грн. прибутку лише за 9 місяців 2018 року). Але необхідно враховувати, що ринок акцій в Україні є мізерним і в структурі торгів ПФТС станом на 2018 рік частка акцій в загальному обсязі торгів склала лише 0,25 % або 328 млн. грн.. Саме тому суттєве зростання індексу ПФТС у 2018 році не свідчить про інвестиційний бум в Україні, хоча й вартість усіх біржових контрактів на біржі ПФТС за цей період зросла майже вдвічі та склала на кінець 2018 року 114,09 млрд. грн. Підсумовуючи, можна сказати, що зростання індексу ПФТС є досить позитивним сигналом для інвесторів.

Наступним етапом необхідно розглянути такі важливі показники розвитку ринку цінних паперів України як обсяг торгів на ньому та обсяги зареєстрованих Комісією випусків цінних паперів (рис. 2).

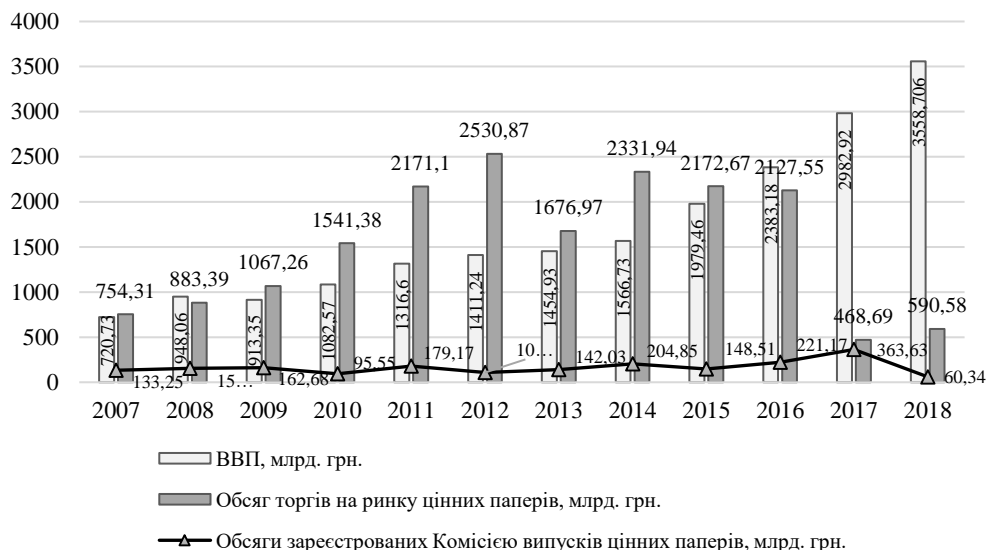


Рисунок 2 – Динаміка показників обсягу торгів на ринку цінних паперів та обсягу зареєстрованих Комісією випусків цінних паперів за 2007-2018 рр., млрд. грн.

На рисунку 2 наведена інформація щодо динаміки обсягу торгів на ринку цінних паперів України за 2007-2018 рр. Згідно наведених даних, можна зробити наступні висновки:

- з 2007 по 2012 рік спостерігалось стійке зростання обсягу торгів на ринку, причому у 2012 році обсяг торгів сягнув свого історичного максимуму – 2530,87 млрд. грн., що склало 179,34 % від ВВП країни;

- у 2013 році відбулося суттєве скорочення ринку – на 853,9 млрд. грн., що було пов'язано із впровадженням з 1 січня 2013 року особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами, що і призвело до скорочення обсягу здійснюваних операцій на позабіржовому ринку;

- у 2014 році, не дивлячись на політичну ситуацію, що сталася в Україні, падіння курсу національної валюти, анексію Криму та початок воєнних дій на Сході країни, спостерігалось зростання обсягу торгів на ринку цінних паперів на 39,06 % в порівнянні із 2013 роком;

- починаючи з 2015 і до 2017 року відбулося скорочення ринку на 1863,25 млрд. грн. (найбільше скорочення відбулося саме у 2017 році – на 1658,86 млрд. грн. або на 71,14 %). В цей період часу НКФПФР розпочав роботу з очищення фондового ринку та підвищення прозорості біржового сегмента (впроваджено нові вимоги до лістингу цінних паперів на фондових біржах, що враховують європейські стандарти і сприяють перебуванню у лістингу лише якісних цінних паперів). Процеси з очищення ринку цінних паперів призвели до скорочення обсягу торгів і в той же час дали позитивні результати: якість активів, що торгуються на ринку, значно підвищилась. Крім скорочення кількості компаній, цінні папери яких відповідають вимогам лістингу, у 2017 році суттєвому зменшенню обсягу торгів на ринку цінних паперів сприяло ще й те, що депозитні сертифікати НБУ більше не враховувалися у розрахунках обсягу торгів;

- у 2018 році темп приросту обсягу торгів на ринку склав 26 %, що пов'язано із стабілізацією економічної ситуації в країні.

Обсяги українського фондового ринку у світовому масштабі залишаються незначними. Сумарно за 2018 рік обсяг торгів цінними паперами за даними Комісії з цінних паперів склав близько 260 млрд грн (\$8,5 млрд). Наприклад, обсяг торгів на

Варшавській фондовій біржі щорічно складає більше \$340 млрд євро, а на Нью-Йоркській фондовій біржі щодня торгується паперів на суму близько \$54 млрд.

Ще важливим індикатором розвитку фондового ринку країни є співвідношення обсягу торгів на ринку цінних паперів із обсягом ВВП. В Україні з 2007 по 2015 роки обсяг торгів на ринку перевищував ВВП, з 2016 року та до теперішнього часу ми спостерігаємо зворотну ситуацію: обсяг ВВП значно перевищує обсяг торгів на ринку цінних паперів в Україні. Співвідношення обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП у 2018 році склало 19,8%. В країнах із розвинутими ринками капіталу цей показник зазвичай складає більше 100 %.

Проаналізувавши динаміку показника обсягу зареєстрованого Комісією випуску цінних паперів, важко виділити чітку тенденцію. Спостерігається падіння показника обсягу випуску в післякризові періоди: у 2010, 2012, 2015 роках, оскільки в такі періоди спостерігається зменшення зацікавленості інвесторів в інструментах фондового ринку та кредитоспроможності підприємств, що мають потребу у залученні коштів на ринку цінних паперів. У 2018 році обсяг випуску цінних паперів досяг свого мінімуму за досліджуваний період – 60,34 млрд. грн., що на 83,41 % менше ніж у попередньому році.

Оскільки аналіз фондового ринку України нас цікавить з точки зору його впливу на фінансову архітектуру підприємств, то доцільним є розглянути окремо стан ринку акцій та стан ринку облігацій підприємств. Ключові показники діяльності ринку акцій наведені на рисунку 3.

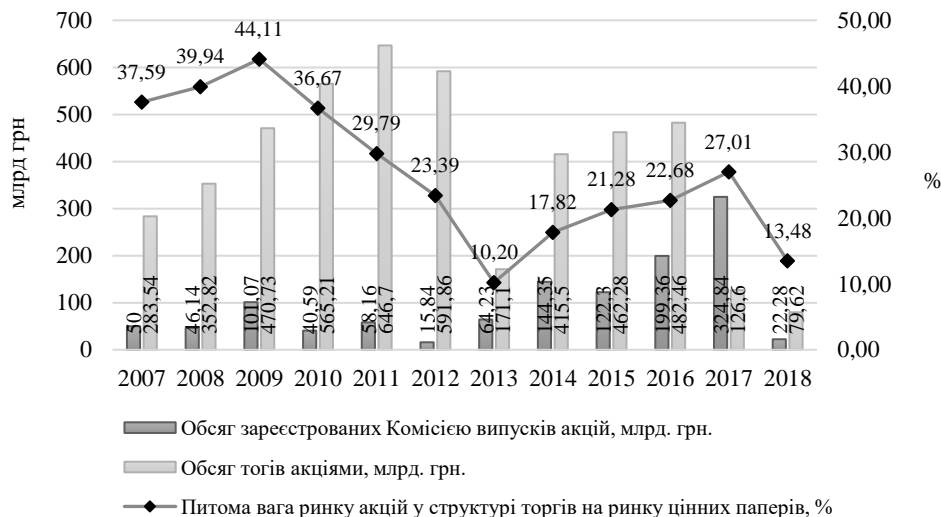


Рисунок 3 – Динаміка показників обсягу зареєстрованих Комісією випусків акцій та обсягу торгів акціями за 2007-2018 рр., млрд. грн.

Аналізуючи дані рисунку 3, можна зробити ряд висновків. По-перше, ринок акцій в Україні займає невелику питому вагу у структурі торгів на ринку цінних паперів. Максимальний обсяг питомої ваги ринку акцій спостерігався у 2009 році (44,11 %), у 2018 році питома вага ринку акцій склала лише 13,48 %.

По-друге, обсяг зареєстрованих Комісією випусків акцій в останні роки (з 2015 по 2017 роки) характеризувався суттєвим зростанням. Максимальний обсяг випуску був зареєстрований у 2017 році і склав 324,84 млрд. грн. Проаналізувавши випуски цінних паперів на офіційному сайті НКЦПФР за 2017 рік [7], можна зробити висновок, що зростання обсягу випуску акцій було здебільшого забезпечено за рахунок випуску акцій ПАТ «Приватбанк» та ПАТ «Ощадбанк». Крім того, у 2017 році спостерігалось зростання цін на сировинні товари на світовому ринку (на руду та сталь), що сприяло

підвищенню інвестиційної привабливості українських емітентів та зростанню вартості їх акцій. Позитивно на ринок акцій вплинули також діяльність лістингових компаній, таких як «Райффайзен Банк Аваль», «Укрнафта», «Центроенерго», «МоторСіч» та інших. Зростання отримуваних ними доходів та прибутків призвело до зростання вартості акцій та обсягу операцій із акціями таких компаній. У 2018 році обсяг випуску акцій суттєво зменшився та склав лише 22,28 млрд. грн., що складає лише 6,86 % від обсягу 2017 року.

В цілому, аналізуючи випуски акцій останніх років, можна зробити висновок, що найбільшими емітентами акцій є комерційні та державні банки, що змушені збільшувати обсяг власного статутного капіталу відповідно до вимог НБУ. Така ситуація свідчить не на користь ринку акцій, оскільки підприємства реального сектору економіки майже не виходять на ринок для залучення капіталу, що є індикатором «фіктивності» ринку акцій. Тобто ринок акцій не виконує класичних функцій ринків капіталів щодо залучення та перерозподілу грошових коштів між його суб'єктами.

По-третє, обсяг торгів акціями в Україні має надзвичайно малий обсяг. Така ситуація має негативний вплив як на підприємства-емітенти (оскільки важко знайти інвестора), так і на самих інвесторів (інвестор, що хоче інвестувати на фондовому ринку України 5-10 млн. дол. США просто не зможе купити акцій на таку суму). Незначний обсяг торгів на пряму пов'язаний із малою кількістю якісних емітентів, що можуть відповідати умовам лістингу українських бірж, що призводить до низької капіталізації ринку та його низької ліквідності.

Крім того, у червні 2017 року був прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» [8], що дозволив власникам домінуючого контрольного пакету акцій (95 % і більше) проводити процедуру squeeze-out (примусовий викуп акцій у міноритаріїв). Станом на серпень 2019 року цією процедурою скористалося 287 акціонерних товариств, серед яких Universal Bank, ПУМБ, УкрСіббанк, Credit Agricole Bank, Карлсберг Україна, ММК ім. Ілліча, Азовсталь, Фармацевтична фірма «Дарниця», Миргородський завод мінеральних вод та інші. Сума проведених операцій склала 667 млн. грн. [9]. Проведення процедури squeeze-out має переваги для акціонерів-тримачів домінуючих контрольних пакетів акцій, а для ринку акцій – призводить до скорочення пропозиції акцій на ринку і, як наслідок, сприяє скороченню торгів на ньому.

Ще одним важливим фактором, що спричинив скорочення обсягу торгів акціями у 2018 році стало прийняття ще листопаді 2017 року Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів» [10]. Відповідно до даного закону перехід від приватного акціонерного товариства до публічного і навпаки не вважається реорганізацією підприємства. Полегшення процедури переходу від публічного до приватного акціонерного товариства спонукає багатьох емітентів ставати приватними, що призводить до того, що вони йдуть з фондового ринка. До того ж, відповідно до зазначеного закону, публічними залишилися акціонерні товариства, акції яких допущені до торгів на фондовій біржі, а стати публічними можуть товариства, що здійснили публічну пропозицію акцій. Все вищезазначене суттєво скоротило пропозицію акцій на фондовому ринку і призвело до скорочення обсягу торгів на ньому.

Дані рисунка 4 свідчать про катастрофічне падіння показника капіталізації емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру з 2015 року і до теперішнього часу. До 2015 року показник капіталізації навпаки характеризувався постійним ростом, особливо у 2014 році. Таке падіння суми капіталізації та рівня капіталізації пов'язано в першу чергу із прийняттям рішення НКЦПФР №1217 від 06.08.2015 року «Про зміни до Положення про функціонування фондових бірж» [11], відповідно до якого з 01 січня 2016 року передбачалося суттєве підвищення лістингових вимог до цінних паперів.

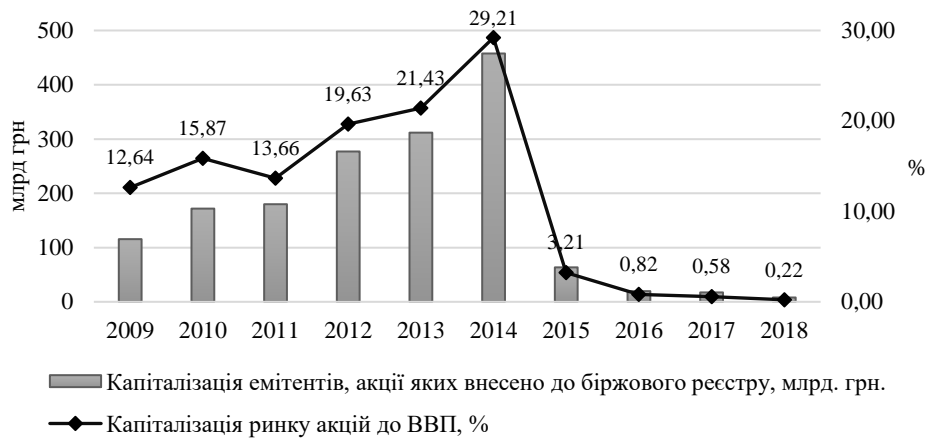


Рисунок 4 – Динаміка капіталізації емітентів, яких внесено до біржового реєстру та капіталізації ринку акцій до ВВП за 2009-2018 рр.

Дані рисунка 4 свідчать про катастрофічне падіння показника капіталізації емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру з 2015 року і до теперішнього часу. До 2015 року показник капіталізації навпаки характеризувався постійним ростом, особливо у 2014 році. Таке падіння суми капіталізації та рівня капіталізації пов'язано в першу чергу із прийняттям рішення НКЦПФР №1217 від 06.08.2015 року «Про зміни до Положення про функціонування фондових бірж» [11], відповідно до якого з 01 січня 2016 року передбачалося суттєве підвищення лістингових вимог до цінних паперів.

Нажаль, НКЦПФР не надає статистичні дані щодо сукупної капіталізації, тобто капіталізації (сумарної вартості) всіх цінних паперів, що перебувають в лістингу всіх фондових бірж України: акцій, векселів, депозитних сертифікатів, корпоративних облігацій, похідних цінних паперів, ощадних сертифікатів та інших. Саме тому, не можливо на даний час дати адекватну оцінку сукупній капіталізації фондового ринку України.

Цікавим є розглянути рейтинг 60 найбільших бірж світу по рівню їх капіталізації, наведений сайтом Masterforex-V [12]. Відповідно до даного рейтингу Українська біржа (Ukrainian Exchange, UE) зайняла 59 місце із ринковою капіталізацією станом на 01 квітня 2019 року – 3.95 млрд. дол. США. Для порівняння, Московська фондова біржа посіла 22 місце із капіталізацією 636 млрд. дол. США, Стамбульська фондова біржа – 31 місце (165 млрд. дол. США), Варшавська фондова біржа – 32 місце (165 млрд. дол. США), фондова біржа Будапешту – 48 місце (30,69 млрд. дол. США), фондова біржа Бухаресту – 49 місце (21,75 млрд. дол. США). В даному рейтингу враховані окремі біржі і дані по Україні представлені лише однією біржею – Українською біржею.

Розглянемо дані щодо сукупної капіталізації фондової біржі України та деяких інших країн світу, що представлені Світовим банком [13] (табл. 2).

Відповідно до даних таблиці 2 ми бачимо, що Світовий банк не має даних щодо капіталізації українського фондового ринку за період з 2013 по 2016 роки. Але навіть ті дані, що наявні, свідчать про катастрофічний рівень капіталізації українського фондового ринку у 2017 та 2018 роках – це 4,63 % та 3,38 % відповідно. Дані по капіталізації інших країн світу: Польщі, Казахстану, Російської Федерації, Республіки Словенії, Туреччини є не співставними із даними України, оскільки їх фондові ринки є більш розвинутими в порівнянні з нашою країною. Показники по Світу є набагато вищими за показники наведених країн, що пов'язано із тим, що в загальному показнику капіталізації враховані дані по країнам із розвиненими фондовими ринками (США, Великобританія, Канада, Японія, Китай тощо).

Низький рівень капіталізації фондового ринку України піднімає питання: чи можна вважати, що в Україні взагалі існує фондовий ринок? А якщо ще взяти до уваги те, що

близько 95 % від здійснюваних операцій на фондовому ринку України пов'язано із державними облігаціями, то можна говорити, що фондовий ринок України обслуговує здебільшого інтереси Державного бюджету України, а не є джерелом залучення коштів для розвитку бізнесу. Як зазначив голова НКЦПФР Тимур Хромаєв: «Наш фондовий ринок, як бачимо, ефективний тільки в питаннях власності – зміни прав, перерозподілу часток. Але аж ніяк не як джерело залучення коштів для розвитку бізнесу, як в розвинених країнах» [14].

Таблиця 2 – Капіталізація фондового ринку до ВВП України та деяких країн світу за 2007-2018 рр., %

Рік	Україна	Польща	Казахстан	Російська Федерація	Республіка Словенія	Туреччина	Світ
2007	51,57	49,32	39,46	н/д	59,98	42,11	113,80
2008	40,22	17,01	17,44	н/д	21,23	15,38	55,97
2009	14,47	34,33	24,22	62,30	24,16	35,94	84,46
2010	27,48	39,79	18,02	62,38	19,64	39,18	88,43
2011	20,17	26,14	11,7	38,19	12,33	23,67	68,45
2012	13,1	35,46	11,32	37,34	13,97	36,07	77,96
2013	н/д	39,02	11,08	33,55	14,82	20,59	89,09
2014	н/д	30,97	10,38	18,73	15,07	23,52	91,79
2015	н/д	28,85	18,92	28,84	14,00	21,97	94,96
2016	н/д	29,38	29,25	48,50	11,79	19,89	97,45
2017	4,63	38,26	27,97	39,49	13,04	26,72	111,83
2018	3,38	27,40	21,70	34,76	13,40	19,47	92,98

Наступним етапом розглянемо ринок корпоративних облігацій України (рис. 5).

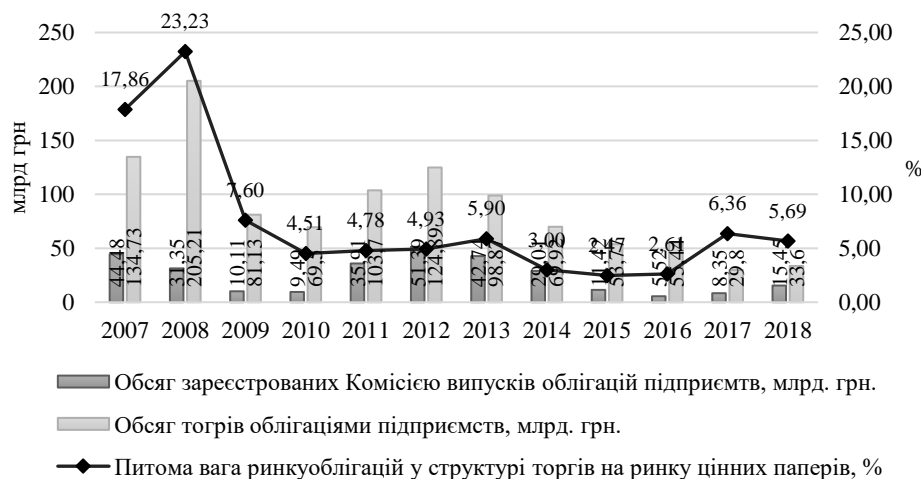


Рисунок 5 – Динаміка обсягу зареєстрованих Комісією випусків облігацій, обсягу торгів облігаціями підприємств та питомої ваги ринку облігацій у структурі торгів на ринку цінних паперів за 2007-2018 рр.

На основі даних рисунку 5, можна зробити висновок, що ринок корпоративних облігацій України є ще меншим за розмірами, ніж ринок акцій. Питома вага обсягу торгів облігаціями у загальному обсязі торгів за останні десять років (з 2009 до 2018 років) жодного разу не перевищувала 10 %, а у 2014-2016 рр. взагалі не досягла навіть 3 %. Якщо аналізувати обсяг торгів облігаціями, то можна зазначити, що ринок корпоративних облігацій майже перестав існувати після кризи 2008-2009 рр. – саме тоді спостерігалось катастрофічне падіння обсягу здійснюваних операцій на ринку, що було пов'язано, в першу чергу, з тим, що більшість боржників за облігаціями просто перестали обслуговувати власні зобов'язання.

У 2011-2012 спостерігалось незначне відновлення ринку за рахунок активності банків щодо випуску облігацій та попиту на них з боку нерезидентів. Але вже починаючи з 2013 року і до теперішнього часу характерним є скорочення ринку корпоративних облігацій. Недовіру до корпоративних облігацій в Україні посилила ситуація із банківським сектором та виведенням великої кількості банків з ринку, в результаті чого потенційні інвестори обирали більш надійні інструменти: ОВДП та депозитні сертифікати НБУ.

Мінімальний обсяг торгів корпоративними облігаціями був зареєстрований у 2017 році – 29,8 млрд. грн.. З 2018 року почалося незначне зростання на ринку та попит на корпоративні облігації дещо зріс. Проблемою ринку облігацій є те, що емітентам важко залучити кошти в потрібному обсязі на ньому (зазвичай це 0,5-4 млрд. грн.), що пов'язано із невеликим обсягом самого ринку і складністю розмістити облігації на суми більші ніж 150-200 млн. грн. без участі державних банків та нерезидентів. Крім того, бажаючи зробити незначну емісію облігацій (30-50 млн. грн.) стикаються із проблемою низької ліквідності таких облігацій на початку обігу, що пов'язано із небажанням інвесторів вкладати кошти у маловідомі та невеликі за обсягами підприємства. Випуски облігацій розміром менше 30 млн. грн. практично не є цікавими для ринку. Така ситуація обмежує коло емітентів, що можуть залучити кошти саме за допомогою випуску облігацій.

Крім того, для залучення емітентів на ринок корпоративних облігацій необхідно, щоб даний ринок міг запропонувати їм переваги в порівнянні із ринком банківського кредитування. Розглянемо, які переваги і недоліки має для емітентів залучення коштів за допомогою випуску облігацій. По-перше, перевагою ринку облігацій є те, що на ньому є можливість залучити коштів від інституційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів та інвестиційних фондів), не використовуючи при цьому банків у якості посередників. Залучення коштів без посередництва банків може сприяти зменшенню вартості залучення ресурсів, але це можливо лише в тому випадку, коли у банків з'являється конкуренція, а у емітентів та потенційних інвесторів є альтернатива банківських кредитам і депозитам.

Емітенти виходять на ринок облігацій за ресурсами в тому випадку, коли для них неможливе або не вигідне залучення коштів в банку, або коли є потреба диверсифікації джерел залучення. В Україні вартість залучення за допомогою емісії облігацій не завжди буде дешевшою банківського депозиту, що і не стимулює підприємства звертатися на ринок корпоративних облігацій. Крім того, емісія облігацій вимагає від емітента додаткових витрат ресурсів та часу на залучення коштів, тому для нього більш цікавими можуть виявитися такі способи фінансування як відстрочки платежу, кредити, факторинг, векселі, залучення в інвесторів у капітал та інші. Виходячи із вищезазначеного коло емітентів, зацікавлених в облігаціях, є незначним і це здебільшого державні компанії, роздрібні мережі та агрохолдинги [15].

До того ж, інтерес до облігацій з боку інвесторів є також не високим. Це пов'язано із рядом причин: по-перше, ринок цінних паперів на даний час представлений здебільшого ОВДП, що є більш привабливими для інвесторів з точки зору безпеки і прибутковості (поточна прибутковість ОВДП за 2018 рік складала 17%. Саме тому, більш ризикові корпоративні облігації з рівнем доходу до 20 % річних не приваблюють інституційних та індивідуальних інвесторів. Крім того, доходи від операцій з корпоративними облігаціями для фізичних осіб обкладаються податком на доходи фізичних осіб, що призвело до відсутності в них інтересу до даного інструменту.

ВИСНОВКИ

Підсумовуючи все вищесказане щодо стану фондового ринку України, можна зробити висновок, що фондовий ринок має дуже низький рівень розвитку, кількість інструментів, що пропонується на ринку, є обмеженою, фондовий ринок не виконує своєї базової функції щодо залучення емітентами фінансових ресурсів на ньому. Все це суттєво впливає на структуру капіталу вітчизняних підприємств, оскільки вони

мають обмежені можливості щодо виходу на фондовий ринок та управління такою структурою за допомогою емісії акцій та облігацій підприємств. Неможливість адекватного використання юридичними особами інструментів фондового ринку суттєво обмежує їх потенційні можливості до розширення власної діяльності та економічного зростання, і, як наслідок, обмежує економічне зростання економіки країни в цілому.

SUMMARY

The stock market plays a significant role in financing the economic entities of the real sector of the economy. The ability to raise funds using stock market instruments makes it possible to expand significantly the scale of business activity. However, the presence of recurring financial crises in the financial sector and the weak development of the stock market make it impossible for enterprises to take full advantage of these opportunities. So it is important to evaluate the state and trends of the stock market in the context of using its funds to finance real sector enterprises.

In the course of the research, the authors conclude that the largest segment of the Ukrainian stock market serves government-owned issuers and mainly conducts domestic government bond transactions. Only a small proportion of operations provide financing for the activity of enterprises through the issue of shares and bonds. This situation testifies to the "fictitiousness" of the stock market, as it does not fulfill its key function of attracting temporarily free funds by issuers. In addition, the stock and bond market in Ukraine is scanty. Issuers, intending to make a public offering of shares, must fulfill sufficiently high requirements for their own securities, which does not encourage them to use this mechanism. The situation is similar in the bond market: in most cases, the issuers will spend more time and resources to carry out the issue than borrowing from the banking sector. The above points to the low interest of issuers in the real sector of the economy to use stock market instruments to manage the equity structure. There is a need to develop effective measures to leverage the stock sector's capabilities to finance businesses in the real economy.

Keywords: enterprise financial architecture, stock market, bond market, capital structure.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ивашковская И. В. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: Монография / И. В. Ивашковская, А. Н. Степанова, М. С. Кокорева. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 238 с.
2. Фондові біржі. Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/stock-exchanges/>.
3. Біржовий фондовий індекс ПрАТ «ФБ "ІННЕКС»». Офіційний сайт ТС ПрАТ «ФБ "ІННЕКС»» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.innex-group.com/index.php?option=com_content&task=view&id=2734.
4. Індекс українських акцій (UX). Офіційний сайт Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/ru/index/ux/>.
5. Індеси акцій. Параметри ЦПІ Індексу ПФТС. Офіційний сайт біржі ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>.
6. Український фондовий ринок встановив рекорд: як і завдяки чому. Мультимедійна платформа іномовлення України Укрінформ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2615657-ukrainskij-fondovij-rinok-vstanoviv-rekord-ak-i-zavdaci-comu.html>.
7. Випуски цінних паперів. Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/issues/>.
8. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах. Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1983-19>.
9. Ворос на миллиард. Squeeze-out: актуальность и перспективы. Официальный сайт НВ Бизнес [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://biz.nv.ua/experts/procedura-squeeze-out-instrument-dlya-minimizacii-riskov-biznesa-50035681.html>.
10. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів. Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-19>.
11. Про затвердження Змін до Положення про функціонування фондових бірж. Рішення НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0324-18>.
12. Капіталізація фондового ринку по оцінці Masterforex-V. Офіційний сайт Masterforex-V [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.masterforex-v.org/wiki/capitalization.html#top9>.
13. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). The World Bank Official Site [Electronic resource]. – Access mode: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations>.
14. НКЦПФР оприлюднила показники фондового ринку України за 2018 рік. Офіційний сайт ZN.UA [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://dt.ua/ECONOMICS/nkcpfr-opriyudnila-pokazniki-fondovogo-rinku-ukrayini-za-2018-rik-302795_.html.
15. Чи відродиться ринок корпоративних облігацій. Бухгалтерський онлайн-журнал Uteka.ua [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://uteka.ua/publication/news-14-delovye-novosti-36-vozrozditsya-li-rynok-korporativnyh-obligacij>.