

**Journal of Scientific Papers “Social development & Security”**  
home page: <https://paperssds.eu/index.php/JSPSDS/>

Andriy, Garqusha (2018) Rol' finansovoho rynku yak vnutrishn'oderzhavnoho pytannya ta faktor zabezpechennya ekonomichnoho zrostantnya ta ekonomichnoyi bezpeky natsional'noyi ekonomiky Ukrayiny [The role of financial market as the institutional home question and the factor of economic growth and economic security of the national economy of Ukraine]. *Social development & Security*. 1(3), 57–75. DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.1186290>

**РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ ЯК ВНУТРІШНЬОДЕРЖАВНОГО ПИТАННЯ  
ТА ФАКТОР ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ ТА  
ЕКОНОМІЧНОЇ БЕЗПЕКИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

**Андрій, Гаркуша**

Університет конверсії, розвитку освіти і кадрів, Київ  
e-mail: [rogov\\_guard@ua.fm](mailto:rogov_guard@ua.fm)  
аспірант



**Article history:**

Received: November, 2017

1st Revision: December, 2017

Accepted: February, 2018

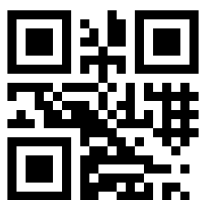
JEL classification:  
D10

DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.1186290>

**Анотація:** Оцінено сучасний стан розвитку складових інституту фінансового ринку в Україні з точки зору збільшення його можливостей у забезпеченні системного самовідтворення ринкових засад за рахунок мобілізації інвестиційних ресурсів національної економіки ринковим шляхом для прискорення економічного і технологічного зростання в контексті укріплення економічної безпеки країни. Розглянуто роль держави в обранні релевантної моделі орієнтації інвестиційного процесу, адекватної особливостям соціально-економічної моделі України на поточному етапі її розвитку. Проаналізовано досвід ЄС в цій сфері.

Запропоновано шляхи активізації і збільшення ефективності усіх складових фінансового ринку та його інфраструктури у прискорення економічного розвитку країни та укріплення її економічної безпеки через усі можливі форми ефективного співробітництва держави, бізнесу, громад і суспільства.

**Ключові слова:** економічне зростання, економічна безпека країни, фінансовий ринок, фондовий ринок, інфраструктура фінансового ринку, інвестиції, національна економіка, конкурентоспроможність, державно-приватне партнерство, цінні папери.



Гаркуша А. Роль фінансового ринку як внутрішньодержавного питання та фактор забезпечення економічного зростання та економічної безпеки національної економіки України. *Social development & Security*. 2018. Вип. 1 (3). С. 57–75. URL: <https://paperssds.eu/index.php/JSPSDS/article/view/28/26>

## 1. Постановка проблеми

В Україні провадження процесу економічного і технологічного зростання, підвищення конкурентоспроможності національної економіки, якості життя громадян натепер серйозно гальмується недостатнім розвитком таких важливих інститутів як фінансовий ринок та його інфраструктура. В національній економіці України, яка знаходиться на транзитивній стадії розвитку (ринкові і суспільні інститути сформовані не повною мірою), інвестиційні ресурси здебільше мобілізуються за рахунок держави, позик від міжнародних фінансових організацій та частково в національній кредитній системі, тобто обмежені в навіть за більш сприятливої кон'юнктури. У загострених натепер соціально-економічних та політичних умовах в Україні ці обмеження суттєво зросли, що значно скоротило зазначені джерела мобілізації ресурсів відтворення і розвитку.

В цей же час в країні серйозно загострилися структурні проблеми, що виявляється у деіндустріалізації, домінуванні галузей з низькою доданою вартістю, накопиченні проблем у важливих інфраструктурних галузях (житлово-комунальному (ЖКГ) та дорожньому господарстві, в сфері транспорту), що значною мірою обумовлено недостатніми можливостями системного залучення інвестицій у капіталоемні галузі. На жаль, це не супроводжувалося адекватним розвитком галузей сфери послуг, яка, по-перше, значною мірою тінзована і, здебільшого не приймає участі у формуванні державних фінансових ресурсів, по-друге не може залучити цивілізованим шляхом достатнього розміру інвестиційних ресурсів для власного розвитку, оскільки цілі податкової оптимізації протирічать цілями інвестиційної привабливості. В той же час така важлива підсистема фінансового ринку, як фондовий ринок (ФР), в Україні натепер тільки фрагментарно виконує свої функції з мобілізації інвестиційних ресурсів та оцінки ефективності ринкових активів.

З огляду на зазначене, слід форсовано доформувати відсутні або недостатньо розвинуті складові фінансового ринку та його інфраструктури для достатнього забезпечення недорогими і довгостроковими інвестиційними ресурсами прискорення економічного розвитку країни, що значною мірою поряд з іншими складовими політики держави - фінансової (монетарна, фіскальна, бюджетна, боргова), інституційної (інвестиційна, регуляторна, стимулювання підприємництва), технологічної (науково-технічна, інноваційна), структурної (стимулювання галузей з високою доданою вартістю), зовнішньоекономічної (організаційний та фінансово-кредитний супровід зовнішньоекономічної діяльності вітчизняних підприємств) та інших формує наріжні камені економічної безпеки національної економіки. Адже системні прорахунки в цьому важливому напрямі фінансової політики держави викликають дуже негативні і загрозливі наслідки для соціально-економічної системи в цілому. Пошуку шляхів вирішення цієї задачі присвячена стаття.

## 2. Аналіз останніх досліджень та публікацій

Актуальні дослідження сфери здебільшого здійснюється з точки зору можливостей забезпечення зростання конкурентоспроможності національних економік як інструменту економічного зростання, який забезпечується досягненням комплексу передумов. Також важливим напрямом досліджень є визначення ступеня взаємного впливу цих передумов, що актуально в посткризовий період навіть для розвинених економік, не кажучи про транзитивні соціально-економічні системи, або ті, що розвиваються. Європейські дослідження акцентовані на оцінку впливу структури фінансового ринку та інвестиційних джерел на можливість країни забезпечити стійкість до економічних шоків та стагнації й своєчасно ініціювати необхідні структурні зміни і зростання продуктивності праці суспільного

виробництва. Це особливо актуально для нашої країни при формуванні моделі орієнтації інвестиційного процесу (ринкової (притаманна США), банківської (ЄС), корпоративної (нові індустріальні країни), програмної (характерні для ринкових моделей з традиційно сильною роллю держави, як ряді країн ЄС)).

Зазначеним проблемам присвячено ряд досліджень, висвітлених у зарубіжних і вітчизняних публікаціях, зокрема у матеріалах Всесвітнього економічного форуму (WEF) – 2016 р. “Global Challenge Insight Report. The Future of Jobs Employment, Skills and Workforce Strategy for the Fourth Industrial Revolution” [1], Стратегії сталого розвитку “Україна-2020” [2], “Investment and Investment Finance in Europe 2016” [3] та інших.

### **3. Постановка завдання**

Метою статті є запропонувати шляхи активізації і збільшення ефективності усіх складових фінансового ринку та його інфраструктури з метою прискорення економічного і технологічного розвитку країни разом з усіма формами співробітництва держави, бізнесу, громад і суспільства в контексті забезпечення економічної безпеки країни.

### **4. Виклад основного матеріалу**

Через недостатню розвиненість інститутів фінансового ринку наша країна, яка має, або донедавна мала потенціал розвитку високотехнологічних галузей поступово його втрачає через неможливість залучити інвестиційні ресурси ринковим шляхом, а держава при реалізації свої ініціатив продовжує орієнтуватися здебільшого на програмно-цільові підходи за провідної організаційної ролі держави (в той час як, наприклад, в ЄС застосовується платформовий підхід, що передбачає рівноправне співробітництво держави, великого, середнього та малого бізнесу) та державних фінансів (кредитів, асигнувань). Це стосується й інших секторів суспільного виробництва.

Зокрема, в проекті «Цифрова адженда України – 2020 («Цифровий порядок денний» – 2020). Концептуальні засади (версія 1.0)» [4], запропонованому для комітетських парламентських слухань міністерством економічного розвитку та торгівлі в грудні 2016 р. щодо інвестиційного забезпечення цифровізації (ширшого використання ІКТ) країни, вкотре наголошується на безпосередній фінансовій участі держави у різних формах. Зокрема, пропонується участь міноритарного державного капіталу в інститутах спільного інвестування (ICI) як позитивний сигнал міжнародним кредиторам, великому міжнародному бізнесу, що на даний час з огляду на складний стан сфери державних фінансів виглядає сумнівним.

Також пропонується знайти релевантні моделі державно-приватного партнерства (ДПП), хоча ці спроби тривають вже давно без системних позитивних результатів. Акцентується також на фінансовому стимулюванні державою інноваційної діяльності, хоча у випадках реалізації, наприклад, інфраструктурних проектів (як телекомунікаційні) з дифузії вже апробованих високих технологій скористатися пільгами для інноваційної діяльності неможливо. Автори проекту апелюють до аналогічних інструментів ЄС (Європейський фонд регіонального розвитку, англійська Програма розвитку сільських районів, Європейський сільськогосподарський фонд для розвитку сільських районів, Програма ЄС конкурентоспроможності та інновацій). Зазначимо, що вимушене скорочення державних інвестицій після суверенної боргової кризи, посиленої кризою корпоративних боргів, також серйозно поглибило економічний спад у низці країн ЄС, особливо в секторі інфраструктури [3], що підтвердило серйозні вади європейської інвестиційної моделі, здебільшого орієнтованої на банківське кредитування та допомогу держави. Однак в Україні подібні інструменти не можуть бути забезпечені необхідного розміру ресурсами через складну соціально-

економічну та політичну ситуацію, обумовлену значною тінізацією економіки, подіями на Сході України, анексією Криму та необхідністю витратити значні кошти на підвищення обороноздатності країни.

Так, фінансування «Загальнодержавної цільової науково-технічної космічної програми України на 2013-2017 роки» передбачалося здійснити за рахунок держави на 43,4% та на 56,6% з інших джерел. Проте механізми залучення приватного капіталу так і не були знайдені. І якщо в 2016 р. на потреби Державного космічного агентства України (ДКАУ) з бюджету спрямовано 2,4 млрд грн., з них 1,4 млрд грн. на погашення кредитів під державні гарантії для реалізації проектів «Циклон-4» (\$592 млн) та «Створення Національної супутникової системи зв'язку» (в 2017 р. – 1,5 млрд.), яка так і не запрацювала через проблеми з запуском супутника зв'язку «Либідь», які тривають з 2011 р., то в 2017 р. фінансування цієї програми майже припинено (29 млн грн). ДКАУ заморозило поточні й перспективні проекти з цієї тематики (на фінансування ДКАУ бюджет передбачив 2,4 млрд грн).

Хоча в багатьох країнах подібні проекти часто реалізуються у тісній співпраці державного і приватного секторів на засадах ДПП чи в рамках державних корпоративних прав в складі загалу [5].

Тобто дієвих системних способів активізації залучення масштабних, довгострокових та недорогих інвестиційних ресурсів навіть в стратегічних для України напрямках на ринкових засадах досі не запропоновано. В решті галузей економіки інвестиційний процес часто-густо відбувається хаотично, нецивілізовано, що має такі негативні наслідки, як монополізм та корупція органів влади, що закривають на нього очі, спотворення конкурентного середовища бізнесу, погіршення якості послуг та збільшення ризику техногенних катастроф через небажання власників ділитися прибутками з потенційними співвласниками тощо.

Стратегічні індикатори Стратегії сталого розвитку «Україна-2020» [2] передбачають, що за глобальним індексом конкурентоспроможності (Global Competitiveness Index – GCI) Всесвітнього Економічного Форуму (World Economic Forum – WEF), в 2020 р. Україна має увійти до 40 кращих держав (2016 р. Україна посіла місце № 79), а ВВП на особу (за ПКС за даними Світового банку) має зрости до \$16 тис. проти \$2,6 тис. в 2015 р.

Результатом часткового впровадження окремих реформ економіки України в 2016 р. стали стабілізація та відновлення зростання, однак ряд міжнародних експертів, у т.ч. з МВФ, вважають, що необхідно їх продовжити, щоб перейти до повноцінної ринкової економіки, щоб уможливити більш швидке і стійке економічне зростання та підвищення рівня життя, як складові економічної безпеки.

Для цього Стратегія передбачає реалізацію ряду реформ та програм розвитку держави, зокрема, системних – дерегуляція і розвиток підприємництва; захист економічної конкуренції та корпоративного права; розвиток малого і середнього бізнесу (МСБ), фінансового сектору, ринку капіталу; пенсійна реформа; покращення інвестиційного клімату; та секторальних – транспортної і телекомунікаційної інфраструктури; енергоефективності; ЖКГ; земельна; охорони здоров'я.

Узагальнено GCI за субіндексами і стовпами України та для порівняння Естонії, пострадянської країни, де трансформації почалися одночасно, подано в табл. 1 та рис. 1а, 1б.

Пріоритетами збільшення глобальної конкурентоспроможності економіки, як передумови економічного та технологічного зростання, вважатимемо ті, що на тепер становлять «вузькі місця» складових GCI (pillar – стовп, основна складова) (сірий фон у табл. 1 і «ями» на радарі на рис. 1а, 1б).

Оскільки відставання від запланованих Стратегією-2020 індикаторів в 2016 р. суттєве, його подолання уможливить активізація складової GCI групи підсилувачів ефективності (Subindex B). В її складі найгірше оцінено стан розвитку фінансового ринку (стовп 8), який в

розвинених ринкових країнах виконує важливу функцію інституціонального забезпечення економіки внутрішніми інвестиціями. Вкрай незадовільно оцінено ефективність й надійність цього сектору: спектр доступності фінансових послуг; фінансування через місцевий ринок капіталу; простота доступу до кредитів, венчурного капіталу; стійкість банків; регулювання фондових бірж. Навіть значне поліпшення регуляторного середовища бізнесу без поліпшення стану фінансового ринку мало допоможе. Оскільки обидві його підсистеми перебувають в незадовільному стані: банківська – в кризі, фондова – має серйозні проблеми розвитку.

Таблиця 1

**Узагальнений індекс глобальної конкурентоспроможності України та Естонії WEF-2016 р.  
(Global Competitiveness Index - GCI), місце з 140 країн, індекс в діапазоні 1  
(гірший стан) -7 (кращий стан)**

Складові	Україна		Естонія	
	Місце	Індекс	Місце	Індекс
<b>Глобальний індекс конкурентоспроможності (GCI), у т.ч. за субіндексами:</b>	<b>79</b>	<b>4,0</b>	<b>30</b>	<b>4,7</b>
<b>Subindex A: Основні вимоги, у т.ч. за стовпами:</b>	<b>101</b>	<b>4,1</b>	<b>21</b>	<b>5,6</b>
стовп 1: Рівень розвитку інститутів	130	3,1	25	5,0
стовп 2: Рівень розвитку інфраструктури	69	4,1	33	4,9
стовп 3: Макроекономічне середовище	134	3,1	15	6,2
стовп 4: Стан розвитку охорони здоров'я і початкова освіта	45	6,1	22	6,3
<b>Subindex B: Підсилювачі ефективності, у т.ч. за стовпами:</b>	<b>65</b>	<b>4,1</b>	<b>28</b>	<b>4,7</b>
стовп 5: Рівень розвитку вищої освіти і підготовки	34	5,0	20	5,5
стовп 6: Ефективність ринку товарів	106	4,0	22	4,9
стовп 7: Ефективність ринку праці	56	4,3	15	5,0
стовп 8: Розвиток фінансового ринку	121	3,2	23	4,6
стовп 9: Технологічна готовність	86	3,4	32	5,3
стовп 10: Розмір ринку	45	4,5	98	3,1
<b>Subindex C: Інновації і чинники складності, у т.ч. за стовпами:</b>	<b>72</b>	<b>3,6</b>	<b>31</b>	<b>4,1</b>
стовп 11: Складність ведення бізнесу	91	3,7	43	4,3
стовп 12: Інновації	54	3,4	29	4,0

Джерело: [1]

Так, банківська система не може забезпечити всім бажаним дешеві і довгострокові кредитні ресурси для розвитку суспільного виробництва. Масштабне очищення, яке мало наслідком банкрутство майже половини банків, проблеми з поверненням внесків фізособам, а надто – юридичним, вимушена націоналізація найбільшого системного банку не додали населенню, підприємницькому сектору бажання вкладати заощадження в банківську систему. Це підтвердили е-декларації депутатів та топ-чиновників, які зберігають кошти вдома. Через це й з спекулятивних міркувань, банківський відсоток в Україні несприятливий для розвитку реального сектора, за рахунок власне фінансового. А апелювання до високих темпів інфляції викликає питання причин і наслідків.

Проте, наприкінці I півріччя 2017 р. відбулася певна стабілізація банківської системи, про що свідчать дані НБУ (табл. 2).

За даними НБУ, у червні 2017 р. продовжилося поступове здешевлення вартості кредитів корпоративному сектору. Зокрема вартість гривневих кредитів для бізнесу за підсумками червня зменшилася на 1 в. п., а з початку року – на 3,6 в. п. до 13,1% річних. Цьому насамперед сприяло пом'якшення НБУ монетарної політики у квітні-травні 2017 р. (наприкінці травня Правління НБУ знизило облікову ставку на 0.5 в. п. – до 12,5% річних). Знижувалася вартість банківських депозитних продуктів для бізнесу – ставка за гривневими депозитами у червні зменшилася на 0,5 в. п., а з початку року на 2,8 в. п. – до 8,1%. Відсоткові

ставки за депозитними продуктами для населення за підсумками червня залишилися майже без змін.

Таблиця 2

**Кредити за видами економічної діяльності, видами валют і строками погашення, на початок червня 2017 р., залишки коштів на кінець періоду, млрд грн**

Види економічної діяльності, тип позичальника	Усього	у т.ч. за строками, у % до загалу			
		до 1 року	1-5 років	більше 5 років	більше 10 років
<b>Усього, надані нефінансовим корпораціям, у т.ч.:</b>	<b>783,7</b>	<b>34,5</b>	<b>43,5</b>	<b>22,1</b>	
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	57,5	32,2	35,5	32,3	
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	10,3	40,0	51,6	8,4	
Переробна промисловість	196,1	41,7	44,5	13,7	
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	41,7	47,7	34,6	17,7	
Водопостачання; каналізація, поводження з відходами	2,3	25,5	70,2	4,3	
Будівництво	43,8	20,5	36,0	43,5	
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	261,4	33,8	46,5	19,7	
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	34,7	19,3	60,8	20,0	
Тимчасове розміщування й організація харчування	2,5	30,1	47,9	22,1	
Інформація та телекомунікації	7,8	81,6	11,5	6,9	
Операції з нерухомим майном	75,1	17,2	34,6	48,2	
Професійна, наукова та технічна діяльність	39,1	46,2	45,6	8,2	
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	9,1	23,4	66,5	10,0	
Освіта	0,0	35,7	28,6	28,6	
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1,0	36,8	59,6	3,6	
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	0,9	54,8	44,6	0,6	
Надання інших видів послуг	0,4	11,0	81,5	7,5	
<b>Кредити домашнім господарствам, у т.ч. за спрямуванням:</b>	<b>215,7</b>	<b>49,9</b>	<b>20,3</b>	<b>16,9</b>	<b>18,5</b>
Споживчі	160,0	65,2	24,8	17,4	
На придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості, у т.ч.:	52,5	4,1	4,8	15,1	76,0
іпотечні	47,7	4,8	7,5	87,7	
Інші	3,1	36,3	47,1	16,6	

Джерело: [6]

Проте відмінність з розвиненими країнами значна (депозитів в євро в Угорщині складає 1,5%; Польщі – 1,0%, Швейцарії – 0,4%; Німеччині – 0,8%; у Великобританії у фунтах стерлінгів – 1,9%, у США в доларах США – 1,1% [5]; на відповідному рівні знаходяться і ставки по кредитах).

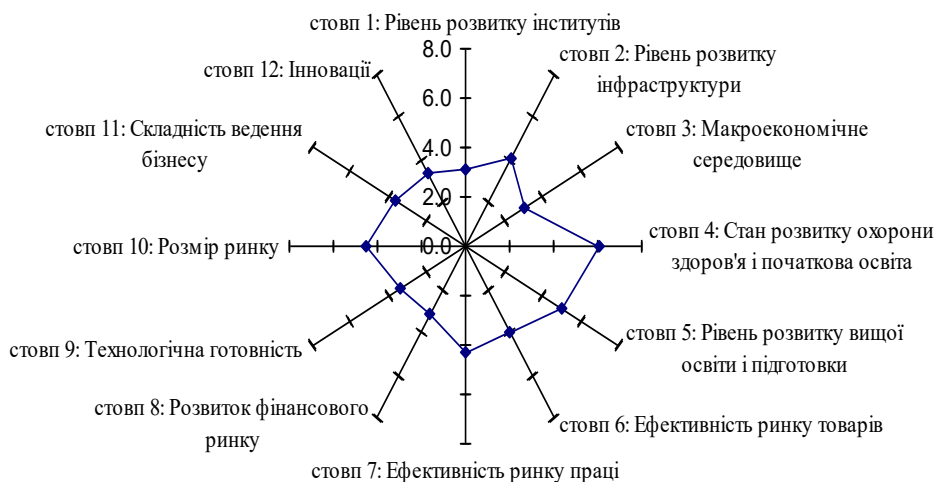


Рис. 1а. Радар конкурентоспроможності України по складовим за версією WEF-2016

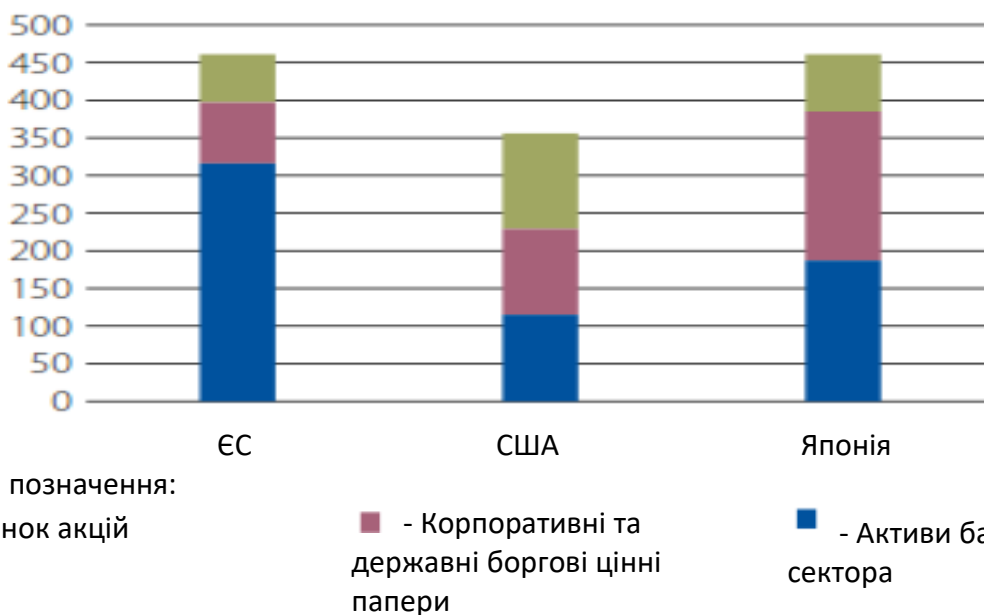


Рис. 16. Радар конкурентоспроможності Естонії по складовим за версією WEF -2016, [1]

Центральні банки ЄС, Швеції, Швейцарії, Японії навіть практикують негативні відсоткові ставки, щоб стимулювати інвестування реального сектора через ФР.

Тобто тип інвестиційного процесу, що вибудовується в Україні можна охарактеризувати, як змішаний банківсько і корпоративноорієнтований (що за сутністю часто також є банківським, оскільки частина банків є кептивними, тобто видають кредити тільки компаніям, пов'язаним з власником банку або залежним від власника банку і належать крупним фінансово-промисловим групам (ФПГ)).

Банки займають особливе місце в фінансових системах, і важко уявити сучасну економіку без значної присутності банків. Спеціалізуючись на перевірці та моніторингу, вони можуть пом'якшити інформаційні асиметрії та забезпечувати фінансування малих та інформаційно непрозорих фірм, що забезпечують переважну частку європейських економік. Крім того, банки відіграють важливу роль у наданні послуг з ліквідності, полегшуючи операції та обмін. Криза фінансових та суверенних боргів у Європі привернула увагу до масштабів та важливості банківського сектора в ЄС: частка європейських банків у європейській фінансовій системі набагато більша, ніж у США та Японії (рис. 2).



Умовні позначення:

■ - Ринок акцій

■ - Корпоративні та державні боргові цінні папери

■ - Активи банківського сектора

Рис. 2. Структура фінансового сектора ЄС, США та Японії, 2010-2014 рр. (% ВВП, усереднено), [3].

Тип фінансування інвестицій суттєво впливає на ефективність економіки. Адже головна роль фінансової системи полягає у мобілізації тимчасово вільних ресурсів та їх перерозподілі до тих, хто їх потребує на конкурентних засадах, чим підвищується ефективність розподілу фінансових (інвестиційних) ресурсів в економіці, що у підсумку призводить до структурних, у т.ч. технологічних, змін та підвищення продуктивності праці. Проте це може відбуватися за різними сценаріями.

У межах **ринково-орієнтованого інвестиційного процесу** центром ухвали інвестиційних рішень є фондовий ринок, що забезпечує переміщення накопичень у найефективніші сфери економіки. Передбачає наявність мережі фінансових посередників та розвинутої інфраструктури та розмежуванням функцій інвестиційних та комерційних банків. Проте вадою такого типу інвестиційного процесу є асиметрія інформації – неоднаковий обсягу знань сторін ринкової ділової операції щодо її об'єкту. Проблема асиметричної інформації може дестабілізувати, ініціювавши масштабні фінансово-економічні кризи, як наприклад іпотечна криза в США.

У межах **банківсько-орієнтованого інвестиційного процесу** практично зникає проблема асиметрії інформації. Надійна банківська система, як, наприклад, у ФРН, навіть припускає необмежену участь комерційних банків у статутному фонді акціонерних товариств, що дозволяє контролювати їх інвестиційну діяльність. Недоліком цього типу інвестиційного процесу є монополія банків на ринку цінних паперів і обмежений доступ малого бізнесу до фінансових ресурсів.

В ЄС банківські позики у різних формах (банківські кредити, овердрафти, кредитні лінії, лізинг, факторинг, форфейтинг) є основним джерелом зовнішнього фінансування інвестицій. Банківські кредити складають майже 2/3 зовнішнього фінансування фірм в середньому. Це може свідчити про небажання фірм брати на себе ризики та віддавати перевагу гнучкішим фінансовим продуктам у економічному середовищі за невизначених перспектив. Ринки капіталу, як акціонерні, так і боргові, використовуються надзвичайно малою часткою фірм, складаючи в середньому лише 0,1% та 0,4% зовнішнього фінансування. Гранти, включно з державними джерелами, складають в середньому 2% зовнішнього фінансування фірм (від 0,1% у Німеччині до 7,0% у Фінляндії та 9,0% у Греції) [3].

Необхідно зазначити, що фірми ЄС здебільшого фінансують інвестиції переважно через внутрішні джерела. Хоча внутрішні фонди або нерозподілені прибутки (грошові кошти або прибутки) складають більше 2/3 загального обсягу інвестицій середньої фірми, значний внесок також робить зовнішні джерела (29%). Невелика частина інвестиційного капіталу береться за рахунок внутрішньофірмового фінансування, таких як кредити від материнської компанії (1%). Це найчастіше використовується серед великих компаній (де середнє фінансування в межах групи становить 5% загального фінансування) [3].

І хоча банківський сектор лише створює критичну масу можливостей запуску інвестиційного процесу, є принаймні три проблеми, які іноді виникають внаслідок надмірної залежності від банківського сектору. По-перше, це слабка диверсифікація джерел інвестицій, коли можливості залучення інших форм зовнішнього фінансування невеликі. ФР можуть виступати як резервні під час банківських криз, чим можуть пом'якшити вплив на реальну економіку, але лише в країнах з сильним і захищеним корпоративним правом, захистом акціонерів. По-друге, банки є позичковими установами, тому на них впливають коливання цін активів. Це робить банківський сектор потенційним підсилювачем ділових циклів. Кредитування зростає, коли ціни на активи зростають, а кредитування при зниженні цін активів провокує подальше зниження цін. До того ж такий механізм неправильно розподіляє ресурси впродовж бізнес-циклу: забагато кредитує низьковартісні проекти та в період економічного спаду замало високовартісних, чим змушує відмовлятися від прибуткових бізнес-можливостей. По-третє, банки є поганим партнером для молодих та інноваційних

підприємств, які, як правило, покладаються переважно на нематеріальний капітал, який мало підходить для застави кредиту. Ці компанії мають потенціал для покращення та підтримки зростання продуктивності шляхом інновацій, що є ризикованою діяльністю, яка може тривати довгий час, перш ніж вона отримає прибуток. Ця особливість робить акціонерний капітал більш релевантним джерелом зовнішнього фінансування для інноваційних фірм, особливо коли вони є малими та молодими, і дозволяє їм зосередитись на довгостроковій перспективі.

Ознаками **програмно-орієнтованого інвестиційного процесу** є висока частка державних інвестицій, широкі кредитні та податкові стимули, державні гарантії, спрямовані на реалізацію державних інвестиційних планів. І хоча в ідеалі уряд не повинен втручатися в діяльність окремих фірм, і лише сприяти припливу інвестицій у малоприбуткові галузі, в цій моделі закладено ряд загроз. Адже реалізація таких завдань вимагає суттєвих бюджетних видатків та нерідко веде до фінансування об'єктів, обраних суб'єктивно або помилково. Такий підхід має як позитивні приклади (ЄС активно фінансує рамкові програми), так і негативні, здебільшого в транзитивних економіках, де нерозвинені інституційні інструменти вже наявні в розвинених демократичних громадянських суспільствах, що мають блокувати корупцію, кумівство тощо.

**Корпоративно-орієнтований інвестиційний процес** склався у Японії, Південній Кореї і частково в Україні. За цією схемою комерційні банки є структурними елементами великих корпорацій, що співпрацюють з державою. Це дозволяє зменшити проблему асиметрії інформації та забезпечити гарантований результат інвестування завдяки державній фінансовій підтримці. Проте зміщення центру уваги інвестиційних рішень до великих фірм зменшує потенціал дрібного бізнесу. Також зростає небезпека впливу лобі ФПГ на органи державної влади, що може вести до неефективного використання інвестиційних ресурсів.

Загрозливими є вади всіх інвестиційних моделей щодо малих та середніх підприємств (МСП), у т.ч. мікропідприємств, як основи економіки ЄС, що забезпечують здорове конкурентне середовище для розвитку. Це викликає стурбованість, оскільки банківського фінансування для МСП більш важливе, ніж для великих підприємств. Належне місце МСП має зайняти і в Україні, тому важливою функцією держави є забезпечення можливостей доступу МСП до різноманітних інвестиційних ресурсів. Для них традиційне банківське кредитування може бути доповнено (або навіть замінено) додатковими інструментами, які допомагають пом'якшити труднощі МСП у доступі до фінансування, такі як гарантії позики та сек'юритизація, мікрофінансування та прямі інвестиції / венчурний капітал, кредитні гарантії. У ЄС обсяг видатних гарантій у відсотках від ВВП є найбільшим у Італії, Португалії та Угорщині. У 2015 р. обсяг гарантійних внесків членів Європейської асоціації гарантійних установ (АЕСМ) склав 80,3 млрд. євро [3]. Тобто різноманітна підтримка має поліпшити доступ МСП до фінансування інвестиційних ресурсів, не спотворюючи ефективних ринкових сил.

Світовий досвід доводить, що економічне зростання прямо залежить від залучення коштів населення, корпорацій, їх акумуляції та використання в якості інвестицій через ФР. На жаль, поки в Україні це не усвідомлено повною мірою, тому не створені необхідні передумови. Ринок цінних паперів (ЦП) млявий, доступні інвестиційні ресурси дорогі, майже усі форми фінансового посередництва, здатні перерозподіляти, диверсифікувати, страхувати ризики інвесторів, малоефективні. Через це бізнес йде в країни, де інвестиційний ресурс дешевший, вільні кошти в кращому випадку розміщують на банківських депозитах, а не інвестуються у реальний сектор. Так, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) з України на початок 2017 р. склали 6,3 млрд дол. США, з яких 96,8% – в країни ЄС [7]. Також Україна не використала можливостей залучення ПІІ, які їй відкрилися після Революції Гідності (табл. 3), про що свідчить їх негативна динаміка: якщо в 2014 р. їх обсяг зріс на 37,7% проти 2010 р., то на початок 2017 р. – скоротився на 3,3% відносно цього рівня. При цьому с структурі ПІІ

переважають галузі зі швидким обігом капіталу і значною прибутковістю, які могли збагатити б і внутрішніх інвесторів, відносно яких ПІІ є конкурентами.

Таблиця 3

**Суттєві (більше 0,2 млрд дол. США) прямі інвестиції в економіці України,  
на початок 2017 року**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Структура у 2017 р., %
<b>Усього, у т.ч. з:</b>	39,0	45,4	48,2	51,7	53,7	40,7	36,2	37,7	100
<b>у динаміці до 2010 р., %</b>		<b>16,4</b>	<b>23,6</b>	<b>32,6</b>	<b>37,7</b>	<b>4,4</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,3</b>	
<b>ЄС</b>	31,5	37,0	39,3	41,1	41,0	31,0	26,4	26,1	
<b>інших країн</b>	7,5	8,4	8,9	10,6	12,7	9,7	9,7	11,6	
<b>з загалу:</b>									
Сільське, лісове та рибне господарство	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	1,4
Промисловість	16,5	18,7	17,3	18,0	17,7	12,4	9,9	9,6	25,9
Будівництво	1,1	1,1	1,2	1,4	1,6	1,3	1,1	1,1	3,0
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	4,3	4,7	5,3	6,1	6,8	6,0	5,2	5,5	14,9
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	0,9	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4	1,1	1,1	3,0
Тимчасове розміщування й організація харчування	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,8
Інформація та телекомунікації	1,6	1,7	2,0	1,8	1,9	1,6	2,1	2,1	5,7
Фінансова та страхова діяльність	9,0	11,5	12,9	13,1	12,3	8,8	8,4	10,3	27,8
Операції з нерухомим майном	2,4	3,0	3,5	3,9	4,8	4,0	3,9	3,7	10,0
Професійна, наукова та технічна діяльність	1,1	1,2	2,1	2,8	4,0	2,6	2,2	2,2	5,9
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	0,9	1,1	1,5	1,8	1,7	1,3	1,2	1,2	3,2

Джерело: [7]

Тому викликає занепокоєння чергове відтермінування запровадження накопичувальної системи пенсійного страхування, що знову загальмує розвиток фінансового ринку і недержавного пенсійного забезпечення. Адже спочатку планувалося розпочати впровадження II рівня пенсійної системи з 1 липня 2017 р. Згідно планів облік, адміністрування внесків 2 роки мала здійснювати держава, а інвестиційну діяльність і облік прав власності – приватні фінансові установи: компанії з управління активами (КУА), ІСІ тощо. Натомість під тиском МВФ першочерговими стали заходи з досягнення фінансової стабільності Пенсійного фонду України (ПФУ). Пенсійною реформою з 2018 р. передбачені лише варіанти виходу на пенсію з широким діапазоном пенсійного віку, прив'язкою до трудового стажу, який зростає, і пенсійних виплат. Через це очікувана економія витрат ПФУ складе від 3% ВВП у перспективі [6].

Стан розвитку ФР України, як складової фінансового ринку, характеризують наступні параметри. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), на 15.11.2016 р. налічувалося 1160 ІСІ, 285 КУА, недержавних пенсійних фондів (НПФ) – 64 [8]. Показники доходності відкритих фондів (табл. 4) значно поступаються доходності банківських депозитів.

Активи ІСІ, що досягли нормативів, склали 245,2 млрд грн., проте 96,0% з них зосереджено у венчурних фондах, які мали більшу доходність (табл. 5). Однак, вони здебільшого, на відміну від європейських, націлені не на інвестиції в інноваційні та високотехнологічні галузі. Більшість з них використовують для оптимізації податків в будівництві, фінансовому й агросекторі (табл. 6) для вузького кола інвесторів (вартість «вхідного квитка» до них становить за законодавством 1,5 тис. мінімальних зарплат).

Таблиця 5

## ТОП-10 відкритих фондів за доходністю у III кварталі 2016 р.

Ранг	ІСІ	Компанії з управління активами	Річна доходність, %		
			поточна	попередній рік	середня з початку діяльності
1.	ОТП Фонд Акцій	ТОВ "КУА "ОТП Капітал"	19,9	10,7	-0,8
2.	Аргентум	ТОВ "КУА ОЗОН"	19,8	21,5	-4,5
3.	Софіївський	ТОВ "КУА "Івекс Ессет Менеджмент"	16,9	19,7	0,1
4.	УНІВЕР.УА/Ярослав Мудрий: Фонд Акцій	ТОВ "КУА "Універ Менеджмент"	15,9	14,2	-1,5
5.	УНІВЕР.УА/Володимир Великий: Фонд Збалансований	ТОВ "КУА "Універ Менеджмент"	10,3	9,4	1,6
6.	НАДБАННЯ	ТОВ "КУА "АРТ-КАПІТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ"	7,1	7,5	-1,6
7.	ВСІ	ТОВ "КУА "Всесвіт"	5,6	-2,7	1,0
8.	КІНТО-Казначейський	ПрАТ "КІНТО"	5,2	-0,4	2,5
9.	ОТП Класичний	ТОВ "КУА "ОТП Капітал"	4,3	4,1	2,7
10.	УНІВЕР.УА/Михайло Грушевський: Фонд Державних Паперів	ТОВ "КУА "Універ Менеджмент"	4,2	-0,3	4,5

Джерело: [8]

Обсяг емісії цінних паперів (ЦП), що відображає наміри підприємств у збільшенні їх капіталізації, залученні інвестицій, свідчить, що за 9 місяців 2016 р. НКЦПФР зареєстровано випусків акцій на 53,7 млрд грн., тобто на 5,5 млрд грн. більше проти попереднього періоду 2015 р. Обсяг обігу ЦП, який свідчить про рівень відкритості ринку, його ліквідність, ефективність інвестування, показав, що обсяг біржових контрактів з ЦП на організаторах торгівлі за 9 місяців 2016 р. впав з 232,1 до 168,7 млрд грн. проти аналогічного періоду 2015 р. В структурі продажу переважали державні облігації (87,4%) та депозитні сертифікати НБУ (6,8%).

Таблиця 6

## ТОП-10 венчурних фондів України за доходністю у III кварталі 2016 р.

Ранг	ІСІ	Компанії з управління активами	Річна доходність, %		
			поточна	попередній рік	середня з початку діяльності
1.	ПАТ "Закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд "ОЛЕРОН СТАНДАРТ"	ТОВ "КУА "БУДКЕПІТАЛ"	545,8	0,0	-1,1
2.	ЗВНПІФ "Фонд Дельта - Венчурні проекти"	ТОВ "КУА "СКАЙ КЕПІТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ"	469,0	7,9	-2,7
3.	ЗВНПІФ "ІНДЕКСКАПІТАЛ"	ТОВ "КУА "ІНТЕР КЕПІТАЛ ГРУП"	456,7	-0,9	-2,1
4.	ПНВІФЗТ "Централ парк"	ТОВ "КУА "Валприм"	392,0	34,0	25,7
5.	венчурний ПІФ "Омега" недиверсифікованого виду закритого типу	ПрАТ "КУА "НАЦІОНАЛЬНИЙ РЕЗЕРВ"	374,8	-47,6	11,3
6.	ПЗНВІФ "ВНК"	ТОВ "КУА "СІТІ ЕССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ"	368,8	-70,2	-27,0
7.	ПЗНВІФ "Інвестстандарт"	ТОВ "КУА "Західінвест"	336,8	-4,0	0,4
8.	ВПІФ НЗ "Казна-Інвест"	ПрАТ "ПРІНКОН"	320,7	-0,3	2,6
9.	ПВНЗІФ "Фікус"	ТОВ "КУА "ЕМЕРДЖІ"	313,6	0,0	-0,6
10.	ПАТ "ЗВНВІФ "Скло-Інвест"	ТОВ "КУА "ОЛІМП ЕССЕТ ІНВЕСТМЕНТ"	307,0	833,0	79,0

Джерело: [8].

Отже, попри певні позитивні тенденції є багато факторів, що гальмують активізацію діяльності ІСІ: пропозиція ліквідних і дохідних об'єктів інвестування через відсутність потужних національних інституціональних інвесторів обмежена; зацікавленість роздрібних

інвесторів недостатня; громадяни не обізнані щодо змісту роботи ІСІ; вторинний ринок обмежений, а деривативів – відсутній; захист прав інвесторів слабкий, оскільки інформація, яку учасники ринку розкривають, не завжди достатня, актуальна й об'єктивна для прийняття інвестиційних рішень.

Проблемою є те, що в рамках олігархічних ФПГ формується здебільшого інсайдерська корпоративна модель (власність сконцентрована у великих пакетах, поширене перехресне володіння ЦП, великі акціонери можуть ефективно функціонувати разом для контролю над менеджментом компанії; захищені від недружнього поглинання, інтереси міноритаріїв нехтуються). В країнах з такою моделлю роль ФР у інвестиційному процесі менша, ніж за оутсайдерської, нижча капіталізація компаній, менше привабливих ЦП на ФР, економічні суб'єкти віддають перевагу банківському кредитуванню (часто від кептивних банків) як джерелу інвестиційних ресурсів. Формуванню такої моделі в Україні сприяє структура капіталу, яка склалася внаслідок невдало обраної моделі великої приватизації.

За оутсайдерської (публічної) моделі акціонерна власність розпорошена між багатьма індивідуальними й інституціональними власниками; права інвесторів, система розкриття інформації захищені (якщо менеджмент утискає права інвесторів чи працює неефективно, власники продають ЦП), однак через розпорошеність капіталу компанія може стати об'єктом недружнього поглинання; великій кількості акціонерів важко контролювати менеджмент. Так, в 2000-чній компанії США залучили за відкритою підпискою на акції \$150-200 млрд інвестицій (з урахуванням закритої – більше). Причини високої капіталізації та ліквідності ринку акцій США – розпорошена структура власності і висока частка цих інструментів у фінансових активах населення: акціями в США безпосередньо володіє 1/3 населення, з урахуванням взаємних фондів – половина. Для компаній США характерний високий free float (70-90%), на відміну від ринку Німеччини, Японії. Значна частина (14% акцій на \$2,5 трлн) акцій компаній США знаходиться в портфелях широкої групи іноземних інвесторів, включаючи найбільш консервативні – пенсійні фонди.

На аналогічний шлях розбудови ФР вступила економіка Китаю, що лідирує в світі за рівнем національних і приватних заощаджень. Оскільки інвестиційна активність населення Китаю висока, внутрішні фінансові ресурси для ФР дуже значні. У цьому сенсі ФР Китаю дійсно народний, не в останню чергу через те, що існуючий обсяг ФР регулятивно обмежує держава, в умовах гранично низьких банківських ставок по депозитах, які також обмежує держава, ФР є єдиним джерелом істотного доходу на інвестиції. Слід зазначити, що регулятивна система ФР в Китаї більш жорстка і централізована, ніж в США, що дуже позитивно для ФР, що лише розбудовується. Це втілюється в системі квотування обсягів IPO через встановлення сукупної інвестиційної квоти для ФР. Більшість універсальних компаній з ЦП засновані державою (в основному урядами провінцій) і в даний час є державними акціонерними компаніями.

Аналогічну роль в Україні може перебрати на себе НКЦПФР, яка згідно законодавства створює умови належного та ефективного функціонування ФР, забезпечення грошовим капіталом потреб економіки країни шляхом створення механізму акумулювання, розподілу та перерозподілу фондів коштів від особи, яка володіє вільними інвестиційними ресурсами до особи, якій необхідні такі ресурси для розвитку, створення умов для становлення потужних внутрішніх інвесторів та забезпечення захисту прав інвесторів.

Крім удосконалення корпоративного законодавства в рамках реалізації Стратегії «Україна-2020», як от в напрямі створення умов консолідації контролюючим акціонером, якому належить більше ніж 95% акцій ПАТ, всіх акцій такого товариства шляхом запровадження інституту публічної вимоги мажоритарія до продажу йому акцій міноритаріїв (squeeze-out) НКЦПФР могла б координувати практичні заходи з розбудови ФР, як от андеррайтинг IPO (SPO), народне IPO перспективних підприємств МСБ, координувати

діяльність або створювати власні краудфандингові платформи з залучення капіталу в МСБ, координувати діяльність рейтингових агенцій та спеціалізованих бірж для ЦП МСБ тощо, користуючись порадами міжнародних консультантів з міжнародних організацій, які діють в галузі ринку капіталів та фінансових послуг, включаючи Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (IOSCO), МВФ, ЄБРР, USAID, німецьке товариство міжнародного співробітництва GIZ на кошти технічної допомоги по проектах Європейської Комісії, іноземних регуляторів міжнародного інституту розвитку ринку ЦП – Комісії з ЦП і фондових бірж США (SEC), Комісії з фінансового нагляду Польщі (KNF), Федерального управління з фінансового нагляду Німеччини (BaFin) та ін., з якими активно співпрацює НКЦПФР.

Вагому роль в процесі практичної розбудови ФР України також може відігравати і Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг), в Стратегії якої щодо реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015-2020 рр. [9] зазначене «забезпечення створення сприятливих умов для зміцнення, сталого розвитку ринків небанківських фінансових послуг, здатних забезпечувати реальний сектор економіки необхідними фінансовими ресурсами, задоволення потреб споживачів у якісних фінансових послугах», особливо щодо ІСІ, КУА.

Значна роль державних інститутів розвитку у формуванні ФР та розвитку підприємництва належить таким державним інституціям Республіки Казахстан, як АТ "Банк Розвитку Казахстану" [10], що надає позики для інвестиційних проектів (на 5-20 років, від \$5 млн) та експортних операцій; проектне фінансування; випуск гарантій; агентське обслуговування проектів; участь в капіталі; фінансування оборотного капіталу; мезонінне фінансування (пізні венчурні інвестування, зазвичай заключного раунду фінансування до IPO; погашається від доходів від публічного розміщення акцій або встановлення ціни за публічну оферту) міжбанківське кредитування або Інвестиційний Фонд Казахстану, що сприяє інвестиціям в статутні капітали новостворених і діючих підприємств, що спеціалізуються на глибокій переробці сировини і матеріалів, випуску конкурентоспроможної продукції з використанням нових технологій; інвестиціям в несировинний сектор економіки за допомогою співфінансування Фондом інвестиційних проектів (інвестиції в статутні капітали організацій) і участі в управлінні цими проектами; підвищенню інвестиційної активності підприємств за кордоном за допомогою спільного фінансування інвестиційних проектів за межами Республіки Казахстан, що забезпечують виробничу кооперацію між вітчизняними та зарубіжними організаціями, що розвивають доповнюють, суміжні виробництва. АТ «Капітал Менеджмент» залучає до Казахстану найбільших інституційних інвесторів для створення фондів прямих інвестицій (ФПІ) або розглядає можливість участі у них за умов: тривала успішна історія керуючої компанії; цільова прибутковість не менше 15%; прозорість діяльності; хороша система корпоративного управління; можливість поділу ризиків з іншими інвесторами і обмеження відповідальності партнерів фонду.

ФПІ (private equity fund) – інвестиційні фонди та компанії, які цільово вкладають капітал у найбільш інвестиційно привабливі підприємства у формах венчурного капіталу, викупу контрольного пакету акцій тощо, діють як посередники між інституціональними інвесторами, підприємцями та корпораціями. Є інвестиційні компанії, що розміщують акції на ринку, і тим відіграють ту ж роль посередника між публічними інвесторами та ринком емітентів. Їх інвестиційний капітал іноді поповнюється за рахунок коштів інвесторів-ініціаторів та корпоративних інвесторів. Традиційно ФПІ вкладають капітал в компанії, що працюють в споживчому секторі (телекоми, фінанси і банки, девелопмент). Законодавство України не передбачає існуючу в усьому світі принципову відмінність між ФПІ та венчурними фондами, де до венчурних проектів відносять фінансування стартапів, технологічних розробок і малих інноваційних компаній.

Ряд іноземних ФПІ в Україні вже домігся успіху, знайшовши перспективні для

інвестування компанії в різних секторах, будуючи в них виважену структуру інвестування, корпоративного управління, управління фінансами, доводячи тим самим, що така діяльність може бути ефективною. Наприклад, Horizon Capital, одним з мажоритарних акціонерів і генеральним директором є Н.Яресько, колишній міністр фінансів України, є КУА, яка займається інвестиціями у компанії із середнім рівнем капіталізації, високим потенціалом зростання і прибутковості в Україні та регіоні. Основні напрями інвестування – споживчі товари, послуги (формат B2C), промислові товари та послуги (B2B), фінансові установи та послуги. Серед інвестицій 2010-2015 рр. компанії фармацевтики (Biofarma), АПК (корпорація Агро-Союз, Вітмарк, Інкерман, група компаній Bostavan (Молдова)), страхування (Fidem Life), телекомунікації («Датагруп»), ритейл (інтернет-супермаркет «Розетка») [11], ІТ (Ciklum), в якій частку ФПІ Horizon Capital в листопаді 2015 р. викупив Фонд Ukrainian Redevelopment Fund LP американського інвестора Дж. Сороса.

В Україні також доцільне створення власних ФПІ для невеликих компаній (за аналогією: гіпер-, супер-, мінімаркет). Для цього можна було б створити загальнодержавні та регіональні акціонерні товариства, які стали б співзасновниками перспективних з точки зору ФР МСБ, надавали б їм консалтингові послуги. Або залучити до цього процесу наявні міжнародні потужні інвестиційні компанії з диверсифікованими активами на дольових умовах, або на умовах донорської допомоги.

Для більш ефективного перебігу процесу заснування нового та залучення існуючого МСБ особливо для реалізації регіональних споживчих та інфраструктурних проектів держадміністраціям та органам місцевого самоврядування пропонується створити спеціальні структури з функціями інкубаторів, акселераторів або консалтингових агенцій з підготовки МСБ, що буде приймати участь у подібних проектах, бізнес-планів, техніко-економічних обґрунтувань, у т.ч. для формування заявок на отримання кредитів від міжнародних фінансових інституцій (таких як ЄБРР, МФК), що за наявності таких обґрунтувань охоче нададуть кредити для реалізації проектів в реальному секторі економіки, оскільки мета таких проектів більша, ніж суто економічна. Вони сприяють формуванню в суспільстві нового інституційного середовища для розвитку бізнесу, що актуально для країн з транзитивною економікою, як Україна.

Необхідне збільшення кількості публічних компаній з оутсайдерською корпоративною моделлю, що мають відповідну дивідендну політику, орієнтовану на значну кількість дрібних та інституційних інвесторів для залучення в інвестиційний процес заощаджень населення, як альтернативу банківському сектору. Так у підсумку можна ініціювати залучення в національну економіку значного внутрішнього і зовнішнього інвестиційного ресурсу.

Необхідна реалізація програми міні-IPO(SPO). Наприклад, в Польщі крім Варшавської фондової біржі, працює майданчик NewConnect для невеликих компаній, які планують залучити для розвитку в 1-3 млн євро. Багато компаній вже перейшли з NewConnect на головний, тому що мали чітку стратегію, а залучені невеликі інвестиції допомогли збільшити оборот, частку ринку і капіталізацію. Важливою подією для ФР Китаю стало відкриття позабіржовий е-платформи для інноваційних зростаючих компаній ChiNext, аналога американської біржі NASDAQ, на Шеньчженьській фондовій біржі. До його лістингу входять емітенти компаній різних галузей: фармацевтика, біотехнології, ІТ, енергозберігаючі технології, телекомунікації, виробництво електроніки та медичного обладнання. Це достойний наслідування приклад, адже досі в Україні небагато компаній публічно залучали український капітал за рахунок приватних розміщень, а не IPO (SPO). Необхідне також створення фондових структур, які спеціалізуються на лістингу, рейтингуванні ЦП новостворених та високотехнологічних компаній, у т.ч. МСБ.

Народне IPO – альтернативний інструмент залучення інвестицій, однак довіра з боку фізичних інвесторів до таких інститутів і ФР, в Україні поки мала. Поки вони віддають

перевагу банківським депозитам, що дають вищий рівень доходності.

Перспективним сегментом ринку альтернативного фінансування є інвестиційний акціонерний краудфандінг, який раніше здебільшого використовували для збору благодійних коштів через соцмережі. Сьогодні він став механізмом ефективного вкладення інвестицій, особливо в початківців (швидкозростаючі компанії). В доповіді «Майбутнє зайнятості, навичок та стратегії робочої сили щодо четвертої промислової революції» [1] на WEF-2016 наголошувалося, що нині одним з трендових драйверів технологічних змін є краудсорсинг – розподілені мережеві технології. Адже в мережевих (піррінгових) платформах, окремі компанії і приватні особи, формуючи пул капіталу, можуть знаходити ресурс акціонерного капіталу. Феномен краудфандінгу став можливим лише завдяки формуванню інформаційно-інноваційної економіки, він є продуктом поширення ІКТ, насамперед, Інтернету, що уможливорює колаборативну (клубну) фільтрацію проектів або, так би мовити, їх споживчу експертизу [12]. Малі інвестиції, необхідність розкривати інформацію (на Kickstarter дані про громадянство, банківський аккаунт проходять ручну модерацію до 7 днів), використання соціальних мереж і груп виключають шахрайство.

Краудфандінг у всіх його формах має особливий потенціал бути каталізатором для економічного зростання та соціального розвитку: роялті – крім нефінансових бонусів і заохочень спонсор отримує частку доходів (прибутку) проекту, що фінансується; народне кредитування – позичальник виграє від нижчих ставок по кредиту і зручності отримання, обов'язковим є план-графік повернення позичкового капіталу інвесторам; акціонерний краудфандінг – як винагороду спонсор отримує частину власності, акції, дивіденди або право голосування на загальних зборах акціонерів). Світові краудфандінгові платформи Kickstarter, Indiegogo, збирають кошти для усіх видів проектів, інші є спеціалізованими.

Модель акціонерного краудфандінгу та краудсорсингу більшою мірою відповідає особливостям менталітету українців, який потребує особливих інноваційних моделей інвестиційного фінансування, особливо з урахуванням негативного досвіду функціонування ФР України: колективні інвестиції в ІСІ, крім венчурних, як правило, низько прибуткові, не в останню чергу через недоброросовісну селекцію активів з боку керуючих органів; бракує прибуткових активів через переважаючу інсайдерську корпоративну модель, за якої інтереси міноритарного акціонера ігнорують, не забуті авантюри з трастами на початку 90-х років.

Експерти відмічають, що модель краудінвестингу в Китаї має особливості і значний потенціал навіть у порівнянні з ринками акціонерного фінансування.

Модель фінансування через залучення венчурного капіталу від бізнес-ангелів (через бізнес-інкубатори, венчурні фонди) більш доцільна для ризикованих інвестиційних проектів, тому виправдовує значну частку потенціальних прибутків, належну венчурному інвестору, бізнес-ангелу, засновникам бізнес-інкубаторів. Що ж до низькоризикованих споживчих та інфраструктурних проектів, то ризик інвестицій мінімальний.

Серед найбільш важливих заходів макроекономічного впливу на економічні процеси також слід додати і ряд радикальних, таких як:

1) Законодавче обмеження ставок по кредитах (що є практикою ряду країн, наприклад, Італії, КНР та інших), що суттєво обмежить інфляцію та відкриє для економічних суб'єктів значні інвестиційні альтернативи банківському сектору.

2) Примусовий продаж на фондових біржах значних (1/3-1/2) пакетів акцій природних монополій, власників доходних ринкових активів.

3) Примусовий продаж на фондових біржах значних (1/3-1/2) пакетів акцій стратегічних для країни підприємств, в т.ч. іноземних, власників доходних ринкових активів, наприклад, телекомунікаційних компаній, власників доходних ринкових активів.

4) Участь у приватизаційних процесах інституціональних інвесторів України. Пункт щодо участі в приватизаційних конкурсах компаній з досвідом роботи в конкретній галузі

можна елімінувати шляхом передбачення постприватизаційної передачі управління крупними підприємствами – світового масштабу трастовим компаніям (довірчим товариствам).

## 5. Висновки

1. Україна, яка обрала для себе європейський шлях розвитку, має обрати виважену модель інвестиційного процесу, адекватну можливостям її соціально-економічної системи на поточному етапі розвитку. Вона має врахувати всі переваги і вади наявних моделей. Не викликає сумніву, що побудовані вже підсистеми фінансового ринку, як, наприклад, банківський сектор, не можуть задовольнити економіку необхідним обсягом інвестиційних ресурсів, тому особливої уваги і зусиль потребує розвиток ФР.

Це може за собою потягнути увагу внутрішніх інвесторів різного масштабу (фізичних, колективних, інституційних) до реалізації подібних проектів в Україні.

2. Макроекономічним наслідком реалізації за допомогою ФР різноманітних споживчих проектів, зокрема тих, що орієнтуються на дифузю в усі сектори економіки високих технологій та інновацій, в короткостроковій перспективі стане підвищення фінансової обізнаності населення з інструментами ФР, дозволить його активізувати, залучити в національну економіку значний інвестиційний ресурс, як альтернативу банківської сфери, що, в свою чергу, дозволить врятувати від знецінення заощадження населення, зменшить попит на іноземну валюту як інструмент їх зберігання.

3. За наявності сприятливого інституційного і макроекономічного середовища – належного інвестиційного та підприємницького клімату, конкуренції, роботи державних інституцій тощо. Синергія цих елементів трансформується у високий рівень конкурентоспроможності економіки, добробут населення та економічної безпеки національної економіки.

### Author details (in Russian)

## РОЛЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ВНУТРИГОСУДАРСТВЕННЫЙ ВОПРОС И ФАКТОР ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

**Андрей, Гаркуша**

*Университет конверсии, развития образования и кадров, Киев,*

*e-mail: [rogov\\_guard@ua.fm](mailto:rogov_guard@ua.fm)*

*аспирант*

**Аннотация:** *В статье оценено современное состояние развития составляющих института финансового рынка в Украине с точки зрения увеличения его возможностей в обеспечении системного самовоспроизведения рыночных принципов за счет мобилизации инвестиционных ресурсов национальной экономики рыночным путем для ускорения экономического и технологического роста в контексте укрепления экономической безопасности страны. Рассмотрена роль государства в выборе релевантной модели ориентации инвестиционного процесса, адекватной особенностям социально-*

економической модели Украины на текущем этапе ее развития. Проанализирован опыт ЕС в этой сфере.

Предложены пути активизации и повышения эффективности всех составляющих финансового рынка и его инфраструктуры в ускорении экономического развития страны и укрепления ее экономической безопасности через все возможные формы эффективного сотрудничества государства, бизнеса, общин и общества.

**Ключевые слова:** экономический рост, экономическая безопасность страны, финансовый рынок, фондовый рынок, инфраструктура рынка, инвестиции, национальная экономика, конкурентоспособность, государственно-частное партнерство, ценные бумаги.

#### Author details (in English)

### THE ROLE OF FINANCIAL MARKET AS THE INSTITUTIONAL HOME QUESTION AND THE FACTOR OF ECONOMIC GROWTH AND ECONOMIC SECURITY OF THE NATIONAL ECONOMY OF UKRAINE

Andrei, Garkusha

University of Conversion, Education and Personnel Development, Kyiv,

e-mail: rogov\_guard@ua.fm

post-graduate student

**Abstract:** *The present state of development of the components of the financial market institute in Ukraine is assessed in terms of increasing its capabilities in ensuring the systematic self-reproduction of market principles by mobilizing the investment resources of the national economy in a market-based way to accelerate economic and technological growth in the context of strengthening the country's economic security. The role of the state in the choice of a relevant model of the orientation of the investment process, which is adequate to the features of the socio-economic model of Ukraine at the current stage of its development, is considered. The EU experience in this area is analyzed.*

*The ways of activation and increase of efficiency of all components of the financial market and its infrastructure are offered in acceleration of economic development of the country and strengthening of its economic safety through all possible forms of effective cooperation of the state, business, communities and society.*

**Keywords:** *economic growth, economic security of the country, financial market, stock market, infrastructure of the market, investments, national economy, competitiveness, public-private partnership, securities.*

#### Використана література

1. World Economic Forum 2016 «Global Challenge Insight Report. The Future of Jobs Employment, Skills and Workforce Strategy for the Fourth Industrial Revolution» January 2016. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www3.weforum.org/docs/Media/WEF\\_FutureofJobs.pdf](http://www3.weforum.org/docs/Media/WEF_FutureofJobs.pdf)

2. Указ Президента України «Про Стратегію сталого розвитку «Україна-2020» №5/2015 від 12.01.2015 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.president.gov.ua/documents/18688.html>

3. Investment and Investment Finance in Europe. European Investment Bank (EIB), 2016. <http://www.eib.org/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe-2016.htm>
4. Проект “Цифрова адженда України – 2020 («Цифровий порядок денний» – 2020) Концептуальні засади» – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bit.ly/2htldTw>.
5. Дульська І.В. Державно-публічно-приватне партнерство при розвитку Національної супутникової системи зв'язку України / Економічний нобелівський вісник / Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля. № 1 (7) – 2014 – С.161 – 170.
6. Грошово-кредитна статистика НБУ за червень 2017 р. – [Електронний ресурс].– Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415)
7. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності України у 2010–2016 роках Статистичний збірник. Державна служба статистики України. Київ. 2017 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)
8. Бюлетень НБУ Грошово-кредитна та фінансова статистика за грудень 2016 р. – [Електронний ресурс].– Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=0B721903D841BAA20EABEFB8BEA D4842?id=44431925>
9. <http://www.worldbank.org>
10. [<https://www.epravda.com.ua/publications /2017/02/20/621561/>]
11. [http://www.uaib.com.ua/analituai/ publ\\_ici\\_quart /248206.html](http://www.uaib.com.ua/analituai/ publ_ici_quart /248206.html)
12. [http://www.uaib.com.ua/analituai/rankings/ici/ by\\_types/vidkr\\_ici/doh.html](http://www.uaib.com.ua/analituai/rankings/ici/ by_types/vidkr_ici/doh.html)
13. Стратегія реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015-2020 рр. – [Електронний ресурс]. – <http://nfp.gov.ua/content/koncepciya-rozvitku.html>
14. <http://www.damu.kz/10332>
15. <https://inventure.com.ua/analytics/ formula/investicionnaya-strategiya-horizon-capital-v-ukraine#sthash.Qjwb89Fq.dpuf>
16. Васильчук І.П. Краудфандінг як феномен постіндустріальної економіки / Ефективна економіка №11. – 2013 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua /?op=1&z=2500>

## References

1. World Economic Forum 2016 «Global Challenge Insight Report. The Future of Jobs Employment, Skills and Workforce Strategy for the Fourth Industrial Revolution» January 2016. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www3.weforum.org/docs/Media/WEF\\_FutureofJobs.pdf](http://www3.weforum.org/docs/Media/WEF_FutureofJobs.pdf)
2. Ukaz Prezidenta Ukrayiny. «Pro Stratehiyu staloho rozvytku «Ukrayina-2020» №5/2015 vid 12.01.2015 r. [Decree of the President of Ukraine. "On the Strategy of Sustainable Development" Ukraine-2020] Retrieved from <http://www.president.gov.ua/documents/18688.html> / [in Ukrainian].
3. Investment and Investment Finance in Europe. European Investment Bank (EIB), 2016. <http://www.eib.org/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe-2016.htm>
4. Proekt “Tsyfrova adzhenda Ukrayiny – 2020 («Tsyfrovyi poryadok dennyy» – 2020) Kontseptual’ni zasady» [Project "Digital Adzheta of Ukraine – 2020 (Digital Agenda - 2020) Conceptual Foundations"] – Retrieved from: <http://bit.ly/2htldTw>.
5. Dul’s’ka I.V. (2014) Derzhavno-publichno-pryvatne partnerstvo pry rozvytku Natsional’noyi suputnykovoyi systemy zv’yazku Ukrayiny [Public-Public-Private Partnership in the Development

of the National Satellite Communication System of Ukraine] Ekonomichnyy nobeliv's'ky visnyk – Economic Nobel Bulletin, Dnipropetrovsk № 1 (7) [in Ukrainian].

6. Hroshovo-kredytna statystyka NBU za cherven' 2017 r. [Monetary and credit statistics of the NBU for June 2017], Retrieved from [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=27843415](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415) [in Ukrainian].

7. Investytsiyi zovnishn'oekonomichnoyi diyal'nosti Ukrayiny u 2010–2016 rokakh Statystychnyy zbirnyk. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrayiny. Kyiv. 2017 [Investments of Ukraine's Foreign Economic Activity in 2010-2016 Statistical Collection. State Statistics Service of Ukraine. Kiev. 2017] Retrieved from [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua) [in Ukrainian].

8. Byuleten' NBU Hroshovo-kredytna ta finansova statystyka za hruden' 2016 r. [Bulletin of the NBU Monetary and financial statistics for December 2016] Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=0B721903D841BAA20EABEFB8BEA D4842?id=44431925>

9. <http://www.worldbank.org>

10. <https://www.epravda.com.ua/publications/2017/02/20/621561/>

11. [http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ\\_ici\\_quart/248206.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/248206.html)

12. [http://www.uaib.com.ua/analituaib/rankings/ici/by\\_types/vidkr\\_ici/doh.html](http://www.uaib.com.ua/analituaib/rankings/ici/by_types/vidkr_ici/doh.html)

13. Stratehiya reformuvannya derzhavnoho rehulyuvannya rynkiv nebankiv's'kykh finansovykh posluh na 2015-2020 rr. [Strategy for reforming the state regulation of non-bank financial services markets for 2015-2020.] Retrieved from <http://nfp.gov.ua/content/koncepciya-rozvitku.html>

14. <http://www.damu.kz/10332>

15. <https://inventure.com.ua/analytics/formula/investicionnaya-strategiya-horizon-capital-v-ukraine#sthash.Qjwb89Fq.dpuf>

16. Vasylychuk I.P. (2013) Kraudfandinh yak fenomen postindustrial'noyi ekonomiky [Kraudfanding as a phenomenon of the post-industrial economy] Efektyvna ekonomika – Effective economy. №11. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2500>

This open access article is distributed under a Creative Commons Attribution (CC-BY) 4.0 license.

You are free to:

Share — copy and redistribute the material in any medium or format Adapt — remix, transform, and build upon the material for any purpose, even commercially.

The licensor cannot revoke these freedoms as long as you follow the license terms.

Under the following terms:

Attribution — You must give appropriate credit, provide a link to the license, and indicate if changes were made.

You may do so in any reasonable manner, but not in any way that suggests the licensor endorses you or your use.

No additional restrictions.

You may not apply legal terms or technological measures that legally restrict others from doing anything the license permits.

**Social development & Security is published by Public organization “Ukrainian Scientific Community” (USC), Ukraine, Europe.**

Publishing with USC ensures:

- Immediate, universal access to your article on publication.
- High visibility and discoverability via the USC website.
- Rapid publication.
- Guaranteed legacy preservation of your article.
- Discounts and waivers for authors in developing regions.

Submit your manuscript to a Journal of Scientific Papers “Social development & Security” at <https://paperssds.eu/index.php/JSPSDS/> or e-mail: [sjdsusc@gmail.com](mailto:sjdsusc@gmail.com)

