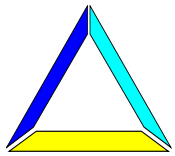
**Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні**
**Німецька Консультативна Група при Уряді України**

Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ, Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



**V1**

# Ринок капіталу в Україні: Рекомендації для збільшення пропозиції та попиту

## Резюме

Ринок капіталу в Україні залишається значною мірою нерозвиненим. Тоді як деякі спостерігачі покладають відповідальність за поточну ситуацію на брак ліквідних активів на ринку, інші відзначають нестачу фінансових ресурсів основним винуватцем цього. На наш погляд, єдиний спосіб розвинути ринок капіталу – це спрямувати зусилля на розвиток обох сторін ринку, попиту на капітал та його пропозиції. З боку попиту на капітал, ми пропонуємо у подальшому для приватизації державних підприємств використовувати фондові біржі (включно з ПФТС). До того ж, ми пропонуємо виставляти від 10% до 25% акцій "стратегічних" компаній, компаній, які є надто важливими, щоб їх приватизувати, на вільний обіг на біржі. З боку пропозиції капіталу, ми пропонуємо швидке застосування другого рівня нової пенсійної системи. Крім того, необхідно популяризувати вже існуючий третій її рівень. Останнім, але не менш важливим, є вдосконалення системи валютного регулювання, що є необхідним для залучення іноземних фінансових інвестицій.

## Зміст

1. Вступ
2. Економічна та соціальна важливість ринку капіталу
   2.1 Економічні функції ринку капіталу
   2.2 Соціальні функції ринку капіталу
   2.3 Ринок капіталу та банки
3. Поточна ситуація і проблеми на ринку капіталу в Україні.
   3.1 Поточна ситуація.
   3.2 Поточні проблеми на ринку капіталу в Україні
4. Рекомендації
   4.1 Попит на капітал: Як залучити більше активів на ринок?
   4.2 Пропозиція капіталу: Як забезпечити ринок більшими коштами?
5. Висновки

## 1 Вступ

Мета цієї роботи привернути увагу до важливості добре функціонуючого ринку капіталу для економічного розвитку України та надати рекомендацій про те, яких заходів необхідно вжити для того, щоб пожвавити розвиток ринку капіталу. Ця тема є важливою як з економічної, так і з соціальної точок зору. Незважаючи на те, що вже є всі економічні передумови для існування активного ринку капіталу в Україні, ринок залишається досить нерозвиненим. Коріння проблем, що стримують розвиток ринку капіталу, криються в обох сторонах ринку – пропозиції капіталу та попиту на нього. Ось чому єдиний спосіб пожвавити розвиток ринку – це розвивати одночасно попит на капітал, та його пропозицію.

Робота має таку структуру. Розділ 2 присвячено економічним та соціальним функціям ринку капіталу та його порівнянню із банківським сектором. Поточну ситуацію на ринку капіталу описано у Розділі 3. Там же ідентифіковано основні проблеми ринку. Ми концентрували увагу на обох сторонах ринку, на проблемах з боку попиту на капітал та з боку пропозиції капіталу. Далі, в Розділі 4 ми представляємо наші ідеї щодо того, як покращити ситуацію на ринку капіталу України та надаємо конкретні пропозиції для цього. У Розділі 5 надано висновки.

## 2 Економічна та соціальна важливість ринку капіталу

Ринок капіталу є важливими для економічного розвитку кожної країни. Він забезпечує довгостроковим капіталом приватний та державний сектори економіки.[1] Зокрема, ринок капіталу виконує важливі економічні та соціальні функції, які ми коротко розглянемо нижче.

### 2.1 Економічні функції ринку капіталу

Основні економічні функції полягають у тому, щоб сприяти інвестиціям, економічному зростанню та розвитку галузі фінансових послуг, а також посилювати корпоративне управління.

Інвестиції та економічне зростання: Фінансові ринки взагалі та ринок капіталу зокрема здійснюють важливу економічну функцію спрямовування коштів від людей, які не мають продуктивних можливостей для інвестицій до людей, у яких такі можливості є. У такий спосіб, фінансові ринки роблять внесок у підвищення виробництва та ефективності у всій економіці.

Галузь фінансових послуг: Ринок капіталу сприяє розвитку галузі фінансових послуг шляхом встановлення цін на активи у процесі торгівлі між покупцями та продавцями. Також, ринок капіталу забезпечує ліквідність та можливість конвертувати фінансові активи у грошові кошти. Крім того, ринок капіталу зменшує витрати на проведення фінансових операцій шляхом зведення покупців та продавців фінансових активів разом, таким чином зводячи до мінімуму явні витрати на пошук партнера. Також знижуються витрати на отримання інформації щодо переваг фінансового активів, оскільки з'являється спеціалізована установа для більш ефективного надання інформації.

Корпоративне управління: Фондові біржі, брокерські контори та інвестиційні банки приносять економічну користь та сприяють покращенню корпоративного управління. Фондові ринки також слугують "термометром" діяльності компаній, даючи можливість менеджменту компаній, акції яких зареєстровані на фондовій біржі, отримувати ранні сигнали про динаміку ціни на акції, оцінювати досягнення та вживати заходів для виправлення ситуації. Взагалі, фондовий ринок виносить рішення про результати діяльності компаній.

Належне функціонування фінансової системи пов'язане з економічним зростанням. Країни з великим банківським сектором та активним фондовим ринком мають тенденцію до швидшого зростання порівняно з країнами з недостатньо розвиненими фінансовими ринками.

[1] Ринки капіталу (які включають ринки акцій та облігацій) визначаються як ринки для цінних паперів, на яких компанії та уряд можуть залучити довготермінові кошти. Ринки капіталу є відмінними від інших фінансових ринків, таких як грошовий ринок, який слугує для обміну короткотерміновими ліквідними активами, та ринком деривативів, на якому продаються похідні цінні папери.

## 2.2 Соціальні функції ринку капіталу

Ринок капіталу також виконує важливі соціальні функції. По-перше, він забезпечує інвестиційні можливості для населення – як прямі (особисте придбання акцій, облігацій), так і опосередковані (через компанії з управління активами та недержавні пенсійні фонди). В цьому контексті, ринок капіталу підсилює розвиток недержавних інститутів, що доповнюють державну пенсійну систему. По-друге, ринок капіталу є "демократичним" способом залучення населення до розподілу прибутків підприємств. Це робить важливий внесок у напрямку більш справедливого розподілу доходів в суспільстві.

## 2.3 Ринок капіталу та банки

Розвинений ринок капіталу зазвичай розглядається як конкурент сектора комерційних банків, оскільки вони конкурують за збереження та інвестиційні можливості. Проте, в сучасній фінансовій системі, спостерігаються доповнюючі взаємозв'язки між ринком капіталу та банками, оскільки вони обирають різні сегменти фінансових ринків та концентруються на різних типах клієнтів. Наприклад, малі нові ризиковані компанії отримують фінансування від банків, тоді як великі компанії роблять це на ринку капіталу. Інший приклад взаємодоповнюючого характеру зв'язків - це іпотечне кредитування, коли банки покладаються на ринок капіталу для емісії іпотечних кредитів через секьюритизацію.

В розвинених країнах обидва фінансові сектори – ринок капіталу та банківський сектор – добре розвинені (див. Таблицю 1). Розвинені країни мають відносно великі ринок капіталу та банківський сектор.

**Таблиця 1**
Розмір банківського сектора та фондового ринку у вибраних країнах, 2003 рік

| Країна | Кредити, надані банківським сектором, (% від ВВП) | Обсяг торгів акціями, (% від ВВП) | Капіталізація ринку, (% від ВВП) |
|---|---|---|---|
| Німеччина | 142.93 | 47.74 | 44.90 |
| Японія | 157.33 | 52.85 | 70.70 |
| Велика Британія | 150.35 | 119.83 | 134.41 |
| США | 261.77 | 142.00 | 130.30 |
| Болгарія | 29.79 | 0.99 | 8.84 |
| Хорватія | 65.46 | 0.82 | 21.27 |
| Чехія | 49.45 | 9.81 | 19.69 |
| Естонія | 54.78 | 6.21 | 41.73 |
| Угорщина | 58.29 | 10.03 | 20.22 |
| Казахстан | 13.74 | 1.39 | 8.15 |
| Латвія | 45.48 | 1.31 | 10.30 |
| Литва | 23.69 | 1.09 | 19.27 |
| Молдова | 29.85 | 1.78 | 25.84 |
| Польща | 37.00 | 4.06 | 17.73 |
| Румунія | 15.88 | 0.78 | 9.81 |
| Росія | 27.57 | 18.72 | 53.32 |
| Словаччина | 44.69 | 2.04 | 8.55 |
| Туреччина | 53.90 | 41.44 | 28.45 |
| **Україна** | **32.75** | **0.21** | **8.69** |

Джерело: Світові індикатори розвитку за 2005 рік.

Примітка: Під обсягом торгів акціями мається на увазі загальна вартість акцій, якими торгували протягом визначеного періоду. Капіталізація ринку – це добуток ціни акції на кількість акцій в обігу. Кредити, надані банками, включають всі кредити, надані підприємствам різних секторів, за виключенням, кредитів наданих уряду.

## 3 Поточна ситуація та проблеми на ринку капіталу в Україні

### 3.1 Поточна ситуація

Протягом останніх років в Україні досить швидко зростає ринок капіталу. З 2003 по 2004 роки капіталізація українського регульованого ринку акцій зросла майже втричі і досягла 98,1 млрд. грн.[2] або 18,1% від ВВП, порівняно з 8,7% від ВВП у 2003 році. У 2005 році ринок продовжував рости. Капіталізація ринку подвоїлась у порівнянні з 2004 роком та досягла майже 35% від ВВП (див. Таблицю 2). Торгівельна активність також зростала. Річний обсяг торгів на Першій фондовій торгівельній системі (ПФТС), найбільшій торгівельній платформі в Україні, досягла 14 млрд. грн. у 2005 році, що вдвічі перевищує показник 2004 року. Проте, це дуже низький рівень торгів у порівнянні з капіталізацією ринку, що означає, що вільний обіг акцій на ринку є дуже низьким. Наприклад, частка капіталізації "Криворіжсталі" складає 12% від загальної капіталізації ПФТС, і тільки близько 2% акцій цього підприємства вільно торгуються на ринку.

**Таблиця 2**
Основні індикатори розвитку ринку капіталу в Україні

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|---|---|---|---|---|
| Капіталізація ринку, млн. дол. США | 1 520 | 3 120 | 4 302 | 11 778 | 28 878* |
| Капіталізація ринку, % від ВВП | 3,9 | 7,4 | 8,7 | 18,1** | 35,3*** |
| Обсяг торгів *, млн. дол. США | 1 186 | 1 176 | 603 | 1 320 | 2 440 |
| включно: торгівля акціями, млн. дол. США | 215,3 | 126,8 | 102,6 | 204,2 | 483,9 |

Джерело: Світові індикатори розвитку за 2005 рік, звіти ПФТС.
Примітки: * на ПФТС;
** оцінка на основі даних про капіталізацію ПФТС;
*** оцінка на основі прогнозу ВВП на 2005 рік Інституту економічних досліджень та політичних консультацій.

Незважаючи на те, що обсяг торгівлі суттєво зріс протягом останніх років, відношення обсягу торгів до ВВП залишається на низькому рівні порівняно з розвиненими країнами та іншими країнами з перехідною економікою. У 2003 році в Україні загальний обсяг торгівлі акціями складав 0,2% від ВВП, це менше ніж в Латвії (1,3%) та Польщі (4%), значно нижче ніж в Чехії (9%) та Угорщині (10%) та набагато нижче, ніж в Німеччині (47%) та Великій Британії (142%) (див. Таблицю 1).

Основна торгівельна платформа України, на якій відбувається майже 76% торгів цінними паперами, це електронна торгівельна та інформаційна система – ПФТС. В структурі торгівлі на ПФТС найбільшу частку займає торгівля корпоративними облігаціями (45%), державними облігаціями (26%) та акціями (23%). Решта – це торгівля муніципальними облігаціями (5%) та інвестиційними сертифікатами (1%). Проте, відповідно до українського законодавства, ПФТС не вважається біржею. Одним із наслідків цього є те, що ПФТС не використовується для первинних аукціонів Фонду державного майна України з продажу державного майна. Натомість, юридично визнані біржі[3], частка торгів на яких не перевищує 16% від загального обсягу торгів, в основному використовуються для цих цілей. В Україні значна частка торгівлі акціями, майже 80%, відбувається за межами регульованого ринку. Однак, істотна частина цієї торгівлі – це торгівля так званими "смітними акціями"[4], що використовуються у нелегальних фінансових схемах. Тому не потрібно перебільшувати проблему великого неофіційного ринку. Більш важливим є торгівля цінними паперами за межами України, що за

[2] Згідно з Державною комісією з питань цінних паперів та фондового ринку (надалі Комісія з цінних паперів).
[3] В Україні зареєстровано 7 фондових бірж.
[4] "Смітні акції" – це акції неіснуючих або збанкрутілих підприємств, що через брак впорядкованої системи реєстру, залишаються в обігу. Такі акції не мають жодної цінності та використовуються у тіньових фінансових схемах.

оцінками експертів складає 80%-90% загального обсягу торгів.[5]

Порівняно з банківською системою, ринок капіталу розвинений набагато менше. На 1 листопада 2005 року сума банківських депозитів, залучених від населення, скала 64,5 млрд. грн.[6] Це набагато перевищує суму коштів, залучених ринком капіталу до фондів спільного інвестування, сума яких складає близько 200-300 млн. грн.

### 3.2 Поточні проблеми на ринку капіталу в Україні

В Україні вже створено більшість економічних передумов для існування активного ринку капіталу . З одного боку, промисловість країни швидко зростає, потребує і потребуватиме більше капіталу. Наприклад, підприємства комунального господарства потребують близько 32 млрд. грн. інвестицій згідно з розрахунками уряду. З іншого боку, велике населення країни, близько 47 млн., потенційно може накопичити достатню кількість збережень для того, щоб забезпечити необхідну пропозицію капіталу. Таким чином, незважаючи на хороші економічні передумови для розвитку ринку капіталу, його розвиток обмежується проблемами зі сторони як попиту на капітал, так і його пропозиції.

Зі сторони попиту на капітал, вільний обіг акцій дуже обмежений. Менше ніж 10% акцій знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку згідно з даними ПФТС. Крім цього, емісія акцій є непопулярним способом залучення капіталу в Україні. У 2004 році з 11754 відкритих акціонерних товариств, зареєстрованих в Україні, акції тільки 673 компаній були представлені у лістингу.

Зі сторони пропозиції капіталу, ринок капіталу є менш привабливим для внутрішніх інвесторів порівняно з банківськими депозитами. Частково це є наслідком урядової політики, оскільки відсотки на депозит не обкладаються податком, на відміну від доходу з капіталу, що оподатковується як звичайний дохід громадян.[7] Пропозиція капіталу також значно обмежена через затримку у проведенні пенсійної реформи. Наприклад, за деякими оцінками до 2017 року недержавними пенсійними фондами буде накопичено близько 47 млрд. грн.[8] Більше того, негативний досвід, що спричинив брак довіри населення до фондів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів, також стримують розвиток ринку капіталу в Україні. Для іноземних інвесторів, український ринок не дуже привабливий через валютне регулювання.

## 4 Рекомендації щодо економічної політики

Як описано вище, пропозиція капіталу так само як і попит на нього обмежені низкою проблем. Метою урядової політики має бути, з точки зору попиту на капітал, залучення якомога більшої кількості цінних паперів на ринок. З точки зору пропозиції капіталу, завданням є направлення фінансових ресурсів на ринок капіталу.

Для швидкого розвитку ринку капіталу вкрай необхідним є захист інвесторів та акціонерів. Наразі права портфельних інвесторів захищені неналежним чином і тільки найризикованіші інвестори працюють в Україні. Технічно, дуже просто підвищити захищеність як інвесторів, так і акціонерів. Необхідно прийняти законопроект "Про акціонерні товариства"[9], який вже було прийнято у першому читанні Верховною Радою. Учасники ринку вважають, що головне

---

5 Seeger M. C. (Financial Markets International, Inc), Patton C.H. (Independent), 'Background for Financial Markets Development in Ukraine', January, 2000.

6 Джерело: Національний банк України.

7 Податок з прибутку громадян складає 13%.

8 Матеріали 16 наукової конференції "Управління активами: стратегії та ризики", Ялта, червень 10-13, 2004 року, Презентація експерта АМП США/ПАДКО Грега МакТаггарта "Заощадити і примножити. Накопичувальні пенсійні фонди в Україні", (http://www.pension.kiev.ua/FILES/Go%20Forth%20And%20MultiplyUkr.zip).

9 № 8326 від 21.10.2005

питання, що викликає найбільше непогодження у парламентарів, це відміна такого інституту як закриті акціонерні товариства (ЗАТ), яке передбачено цим законопроектом. В такій ситуації, якщо це є політично необхідним, законопроект треба прийняти без заборони ЗАТ. Це вже буде суттєвим прогресом порівняно з поточною ситуацією.

## 4.1 Попит на капітал: Як залучити більше активів на ринок?

По-перше, для того, щоб підвищити ліквідність ринку капіталу, вільний обіг акцій має бути збільшений. Для цього, ми пропонуємо вдосконалити процедуру приватизації в Україні. Ми пропонуємо використовувати іншу процедуру приватизації для деяких підприємств. Традиційно приватизація в Україні проводиться через тендер, на якому "промисловий інвестор"[10] має пріоритет на придбання контрольного пакету акції. В результаті, тільки незначна частка акцій (до 10 %) знаходиться у вільному обігу. Якщо значна частка акцій продавалась би на фондовому ринку, це б збільшило пропозицію активів на ринку та підвищило б його ліквідність. Таким чином, ми пропонуємо приватизувати підприємства у три етапи. На першому етапі не менше ніж 10% акцій має бути продано на фондовому ринку (включно з ПФТС). Продаж акцій на ринку не тільки прискорить його розвиток, а й надасть ринкову оцінку вартості майна. На другому етапі не більше ніж 51% акцій має бути продано промисловому інвестору на конкурентному тендері. І на третьому етапі решту акцій має бути продано інвесторам на фондовому ринку (включно з ПФТС). Це збільшить пропозицію активів на ринку та підвищить його ліквідність. Наприклад, в 2006 році заплановано отримати 2,1 млрд. грн. від приватизації державного майна. Припускаючи, що всю приватизацію буде проведено з використанням запропонованої схеми, тобто 49% цієї суми буде отримано від продажу акцій на ринку капіталу, можна очікувати, що обсяг торгів зросте приблизно на 1 млрд. грн. Крім цього, така схема приватизації призведе до меншої концентрації власності та економічної влади деяких власників. Це також сприятиме покращенню корпоративного управління компаній та контролю за їх менеджментом. Неефективні компанії з поганим менеджментом зіткнуться з конкурентним тиском і, як результат, середня ефективність діяльності економіки зросте.

Наша друга пропозиція полягає у збільшенні вільного обігу акцій так званих стратегічних підприємств[11]. На разі, держава залишає за собою право володіння майже всіма акціями стратегічних компаній таких як Нафтогаз, Турбоатом, Укрнафта тощо. На наш погляд, уряд має розглянути можливість продажу на фондовому ринку від 10% до 25% акцій таких компаній. Такий крок покращить ліквідність цього ринку. Крім цього, оскільки зміни ціни акцій, сформованих на ринку, відображатимуть успіх або провал менеджменту компанії, це гарний спосіб вдосконалити та оцінити менеджмент компаній. До того ж, вільний обіг акцій на ринку бути вказувати на реальну ціну підприємств, що примусить їх бути більш прозорими у своїй діяльності.

По-третє, нерівне ставлення до банківських депозитів і до доходів з капіталу призвело до меншої привабливості ринку капіталу як інструменту інвестування. Дохід з капіталу та банківські депозити мають оподатковуватись однаково. Для цього ми пропонуємо звільнити від податків доходи з капіталу та з банківських депозитів.[12]

---

[10] Промисловий інвестор це внутрішній або іноземний інвестор, що зацікавлений у збереженні частки приватизованого підприємства на ринку та виробляв схожу продукцію протягом не менше трьох років. Окрім цього, промисловий інвестор гарантовано не буде змінювати основну діяльність підприємства протягом визначеного періоду, та бере на себе відповідні інвестиційні та соціальні зобов'язання.

[11] Стратегічні компанії – це компанії, що мають важливе для національної безпеки значення і які за законодавством не можуть бути приватизовані.

[12] Див. консультативну роботу ІЕД/НКГ, S27 "Чи потрібно вводити в Україні податок на проценти?", березень 2003 року, (http://www.ier.kiev.ua/Ukraine/papers/s27_ur.pdf)

## 4.2 Пропозиція капіталу: Як забезпечити ринок більшими коштами?

Водночас із розширенням кількості та обсягу цінних паперів, дуже важливим є забезпечити відповідний попит на ці цінні папери, тобто пропозицію коштів. Додаткова пропозиція коштів може бути створена як за рахунок внутрішніх, так і зовнішніх джерел.

### 4.2.1 Внутрішній капітал

Найбільш багатообіцяючим внутрішнім джерелом додаткових коштів на ринку капіталу є потенційні заощадження, накопичені в пенсійних фондах. У 2003 році в Україні було створено правову базу для проведення пенсійної реформи, яка складається із поступового переходу від суцільно солідарної системи до трирівневої пенсійної системи. Так, передбачено запровадження другого рівня (обов'язкової накопичувальної системи) та третього рівня (добровільної недержавної системи пенсійних заощаджень).[13] Успішне впровадження пенсійної реформи забезпечить створення значної пропозиції "довгих грошей", які можна буде інвестувати в акції та облігації. Однак все ще не було запроваджено другого рівня пенсійної системи. Разом з тим, недержавні пенсійні фонди є все ще молодими та на кінець 2005 року накопичили лише близько 45 млн. грн.[14]

Іншим джерелом "довгих грошей" є страхування життя, яке на сьогодні є більш значним джерелом капіталу. За 9 місяців 2005 року, страхові премії компаній, які займаються страхуванням життя, склали 226,4 млн. грн., з яких близько 80,8% було отримано за договорами накопичувального страхування, а 9,8% за договорами пенсійного страхування. На кінець третього кварталу 2005 року резерви компаній зі страхування життя склали близько 300 млн. грн. У 2005 році 22% всіх резервів було вкладено в акції та облігації.

***Швидке впровадження другого рівня пенсійної системи***

На відміну від сьогоднішньої солідарної системи, другий рівень передбачає створення спеціального Накопичувального фонду (НФ), який буде відповідальним за накопичення внесків найманих працівників та їх інвестування. Для цього, внески, які сплачуються працівниками будуть спрямовані в НФ, в той час як внески роботодавців надалі сплачуватимуться у Пенсійний фонд (перший рівень). На сьогодні, роботодавці сплачують близько 94% сукупного пенсійного внеску. Із запровадженням другого рівня пенсійної системи цю пропорцію буде змінено. У 2003 році під час прийняття законодавства щодо нової пенсійної системи йшлося про спрямування до НФ внеску на рівні 7% від заробітної плати.

Отже, запровадження другого рівня пенсійної системи захистить майбутніх пенсіонерів від негативних демографічних тенденцій та збільшить сукупну суму пенсій через інвестування коштів НФ. Це сприятиме створенню додаткового джерела інвестування в економіку країни. Компанії з управління активами, які будуть обрані через процедуру відкритих тендерів, будуть управляти пенсійними коштами цього рівня. Це положення сприятиме підвищенню ефективності управління активами шляхом забезпечення конкуренції між приватними компаніями з управління пенсійними активами другого рівня.

Запровадження другого рівня очікується в майбутньому,[15] коли буде досягнуто певних економічних передумов, створено ефективну систему державного нагляду та необхідну інфраструктуру. Однією з найсуттєвіших вимог є збалансованість бюджету Пенсійного фонду, який останнім часом має значний структурний дефіцит. Отже, одне із можливих за такої ситуації рішень може полягати в очікуванні моменту, коли Пенсійний фонд не матиме дефіциту. Однак, такий підхід створює ризик необмеженої в часі затримки у запровадженні другого рівня пенсійної системи.

---

13 Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення", від липня 2003 року, №1057-IV.

14 Інформаційне агентство Interfax-Україна (Київ), 30 січня, 2006 року.

15 Відповідно до Стратегії розвитку пенсійної системи, затвердженої Кабінетом (15 грудня, 2005 року, №525-р), очікується, що цей рівень буде запроваджено в 2008-2009 роках.

Отже, ми пропонуємо такі рекомендації щодо подальшого впровадження другого рівня пенсійної реформи:

1 В майбутньому потрібно уникнути таких диспропорційних підвищень пенсій, які відбулися у 2004 та 2005 роках.

2 Потрібне для запровадження другого рівня пенсійної системи законодавство має бути прийнято у 2006 році.

3 Ми пропонуємо запровадити другий рівень пенсійної системи у 2008 році (це схоже до термінів передбачених у стратегії Кабінету Міністрів), але з внеску на рівні 1% заробітної плати. Цей внесок повинен поступово підвищуватися до повного розміру внеску (наприклад, щороку внесок збільшуватиметься на 1 відсотковий пункт до рівня 7% від заробітної плати). Така рекомендація підкріплена результатами наших розрахунків, представлених у Вставці 1. Якби Пенсійний фонд недоотримав внеску на рівні 7%, він би мав додатковий дефіцит у 2006 році на рівні 10 млрд. грн., який важко було б профінансувати.[16]

**Вставка 1**

**Другий рівень пенсійної системи та пропозиція капіталу**

| Розмір внеску | млрд. грн. | % від ВВП |
|---|---|---|
| 7% | 10.0 | 2.0 |
| 1% | 1.4 | 0.3 |

Джерело: Міністерство фінансів, власні розрахунки.

Ми розраховуємо вплив запровадження другого рівня пенсійної системи на пропозицію капіталу. Наша оцінка грунтується на внеску на рівні 7%, про який йшлося під час дискусій в уряді у 2003 році, та для запропонованого нами внеску на рівні 1%. Розрахунки основані на даних для 2006 року.

Запровадження другого рівня з вихідного внеску на рівні 1% заробітної плати призвело б до накопичення 1,4 млрд. грн. в НФ у 2006 році. Ці кошти могли б бути спрямовані на ринок капіталу (державні та корпоративні облігації, акції), таким чином збільшуючи капіталізацію ринку майже на 1%.[17] Відповідний додатковий попит на акції був би як максимум на рівні 0,56 млрд. грн. (із врахуванням тощо, що НФ може інвестувати в акції не більше 40% своїх активів), а додатковий попит на корпоративні облігації не перевищить 0,28 млрд. грн.

Дуже важливим в цих рекомендаціях є те, що треба розпочати процес незважаючи на те, наскільки маленьким є перший крок. Процес повинен бути розпочатий задля забезпечення успіху пенсійної реформи!

***Популяризація пенсійної реформи – Поширити інформацію про третій рівень пенсійної системи***

Третій рівень пенсійної системи – добровільна недержавна система пенсійний заощаджень – була започаткована у 2004 році. Існує три шляхи, як українці можуть добровільно заощадити кошти на похилий вік: через недержавні пенсійні фонди (НПФ), компанії зі страхування життя та банки. НПФ можуть бути створені як відкриті, корпоративні чи професійні пенсійні фонди. Держава в особі Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг відповідає за нагляд за недержавною пенсійною системою, зокрема за видачу ліцензій НПФ.

На сьогодні роботодавці мають право на певне звільнення від оподаткування, а наймані працівники мають право на податковий кредит під час сплати внесків до НПФ. Це створює стимули для роботодавців забезпечувати своїх працівників додатковими пільгами у вигляді вищих пенсій в майбутньому, а для працівників бути більш відповідальними за своє майбутнє.

[16] На 2006 рік дефіцит Пенсійного фонду планується на рівні 7,2 млрд. грн.

[17] Для цих розрахунків ми використовуємо дані для капіталізації ринку за 2005 рік, поданих в Таблиці 2, як оцінку капіталізації 2006 року.

Пенсійні внески, отримані НПФ, компаніями зі страхування життя та банками не підлягають оподаткуванню.

На сьогодні значення третього рівня пенсійної системи для ринку капіталу не є важливим. Однією з найбільших проблем третього рівня є низький рівень обізнаності населення. Результати останнього дослідження показують, що українці не знають про різноманітні можливості впливу на розмір пенсії (зокрема, про пенсійні внески в фінансових установах – цей фактор назвали 32,3% респондентів).[18]

Отже, дуже важливо поширити інформацію про третій рівень пенсійної системи. Ми рекомендуємо зробити інформацію про нову пенсійну систему більш доступною, особливо для профспілок та представників компаній. Також, потрібно розглянути можливість співпраці з роботодавцями в питанні запровадження пенсійних схем на рівні компаній.

### 4.2.2 Іноземний капітал

Залучення ресурсів від іноземних інвесторів може бути іншим способом збільшити пропозицію капіталу на українському ринку капіталу. Наразі, інвестиції в українські акції та облігації залишаються не дуже привабливими для іноземних інвесторів через дві причини. По-перше, покупці безготівкової іноземної валюти мають платити збір до Пенсійного фонду у сумі 1,3%. Цей "податок на валюту" відчутно зменшує привабливість українських активів для іноземних інвесторів. Для цієї та інших важливих цілей[19], ми пропонуємо якнайшвидше скасувати цей податок.

По-друге, репатріація капіталу і прибутків ускладнено тим, що іноземні інвестори мають отримати дозвіл на купівлю іноземної валюти. Отримання такого дозволу вимагає подачі ряду документів та потребує часу (зазвичай 1 місяць), що загалом робить цю процедуру досить дорогою у вимірі часу та зусиль. Відповідно, ми рекомендуємо значно спростити процедуру купівлі іноземної валюти та репатріації капіталу.

## 5 Висновки

Фінансовий сектор дуже важливий для економічного розвитку України. Тому уряд має приділяти достатньо уваги поточному стану сектора та його компонентів. В українському банківському секторі протягом останніх років спостерігається суттєвий прогрес, тоді як досягнення ринку капіталу все ще залишають суттєвий простір для подальшого розвитку. Таким чином, економічна політика має сконцентруватись на пожвавленні розвитку ринку капіталу. Ми вважаємо, що єдиний спосіб прискорити розвиток цього ринку, це одночасно спрямувати свої зусилля на розвиток обох сторін ринку, пропозиції капіталу *та* попиту на нього; всі спроби, спрямовані тільки на одну сторону ринку приречені на невдачу.

Київ, Лютий 2006

Автори: Бетлій, Бігдай, Чухай та Джуччі

Рецензент: Мовчан

---

[18] Результати опитування громадськості щодо ставлення до пенсійної реформи, яке проводилося компанією GfK-USM в липні-серпні 2005 року. Результати було оприлюднено в рамках проекту USAID/PADCO "Україна: Впровадження пенсійної реформи". http://www.pension.kiev.ua/FILES/ENG/PublicOpinion2005-e.pdf

[19] Для додаткових аргументів проти податку на валюту див. консультативну роботу ІЕД та НКГ V2 "Управління рухом капіталу: забезпечення довгострокових вигод, контролюючи короткострокові ризики".