

Аннотация. В статье исследована научная категория доверия как индикатора эффективного функционирования финансового рынка. Разработана ментальная модель доверия домохозяйств к институтам финансового рынка, которая в структуре имеет базовый элемент, связанный с предыдущим опытом, культурой, традициями и т. д., и переменный, который содержит конструктивные и деструктивные факторы влияния на уровень доверия, а также направления трансформации и рефлексии. Опираясь на данную модель, мы обосновали механизм влияния на доверие домохозяйств, который действует на трех уровнях и направлен на определенный его тип, а также содержит на каждом уровне набор рычагов и инструментов, нормативно-правовое и информационно-методическое обеспечение элементов такого механизма, что позволяет комплексно влиять на повышение уровня доверия населения к институтам финансового рынка.

Ключевые слова: домохозяйство, механизм, институциональное доверие, экономическое доверие, персонализированное доверие, ментальная модель, институция, финансовый рынок.

Summary. The paper studies the scientific category of trust as an indicator of the effective functioning of the financial market. A mental model of trust of households to the institutions of the financial market, which is in the structure, has a base element associated with previous experiences, culture, traditions and soon, and a variable that contains the constructive and destructive influences on the level of trust, as well as the direction of transformation and reflection. Based on this model, we substantiated the mechanism of the effect on the confidence of households, which operates on three levels and is aimed at a certain type, and contains at each level of a set of instruments and tools, regulatory and information-methodical maintenance of the elements of such a mechanism, which allows complex influence on raising public confidence in the institutions of the financial market.

Key words: household, mechanism, institutional confidence, economic confidence, personalized trust, mental model, institution, financial market.

УДК 336.76

Копилова О. В.

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економічної теорії та історії економічної думки
Одеського національного університету імені І.І. Мечникова*

Kopylova O. V.

*PhD in Economics, Associate Professor,
Associate Professor at Department of Economic Theory
and History of Economic Thought
Odessa National University named after I.I. Mechnikov*

ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ДЛЯ НЕВЕЛИКИХ КОМПАНІЙ ЗА ДОПОМОГОЮ БІРЖОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ

CAPITAL RAISING FOR SMALL-SCALE COMPANIES THROUGH STOCK EXCHANGE INFRASTRUCTURE

Анотація. У статті розглянуто досвід фондових бірж щодо створення спеціалізованих майданчиків для залучення капіталу для малих та середніх підприємств як в розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються. Виділено специфіку вимог окремих фондових бірж та обмеження, що виникають. Проаналізовано труднощі, що виникають із віднесенням емітента до категорії МСБ, та запропоновано низку напрямів активізації зазначеного сегменту на українському фондовому ринку.

Ключові слова: фондова біржа, інфраструктура, залучення капіталу, малий та середній бізнес.

Постановка проблеми. Мале та середнє підприємство є найбільш розповсюдженими формами організації економічного життя суспільства зі своїми визначними особливостями, перевагами і недоліками, закономірностями розвитку [1]. Функціонування на локальному ринку, швидке реагування на зміну кон'юнктури цього ринку, безпосередній зв'язок зі споживачем, вузька спеціалізація на певному сегменті ринку товарів і послуг, можливість почати власну справу з відносно малим стартовим капіталом – всі ці межі малого підприємства є його перевагами, що підвищують стійкість на внутрішньому ринку, але за певних умов стають недоліками, стримуючими його розвиток. З одного боку, швидке реагування малого підпри-

ємства на зміни умов функціонування робить його більш мобільним і таким, що пристосовується, а з іншого – залежним від кон'юнктури ринку, динаміки зовнішніх соціально-економічних і політичних умов. Також традиційно вважається, що біржі та позабіржові торговельні системи недоступні для малих підприємств через наявні вимоги включення цінних паперів підприємства у лістинг.

Малий та середній бізнес (МСБ) визнаються важливими факторами, що сприяють економічному зростанню. Увагу до малих і середніх підприємств активізувала глобальна фінансова криза 2008 року, але не тільки на ринках, що розвиваються, але й рівною мірою на розвинених ринках Європи і США. Беручи до уваги повільне зрос-

Перешкоди у доступі МСБ до ринків капіталу

Проблеми з боку пропозиції (емітентів)	Проблеми з боку попиту (інвесторів)	Екосистемні проблеми
Ряд нових ініціатив в області регулювання фінансових ринків в ЄС	Фінансова криза негативно вплинула на сприйняття інвесторами ринків загалом і на їх довіру зокрема	На ринках відзначається все більше зміщення в бік великих і ліквідних компаній
Наслідки світової фінансової кризи 2007–2009 років	Нові нормативні положення, спрямовані на інституційних інвесторів, мають ефект збільшення вартості утримання власного капіталу в акціях порівняно із борговими цінними паперами	Змінюється екосистема банків, брокерів і аудиторів, без яких не відбувається лістинг, в бік великих угод
Розмір прямих і непрямих витрат, пов'язаних зі статусом публічної компанії	Загальна тенденція зниження інтересу інвесторів до інвестицій у МСБ	Зниження обсягів досліджень у сфері МСБ

Джерело: складено на основі [4]

тання і відновлення в період після кризи, науковці все частіше підкреслюють роль малих і середніх підприємств як локомотивів зростання і зайнятості.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам розвитку і фінансування малого та середнього бізнесу присвячено ряд досліджень вітчизняних науковців. Серед них слід назвати таких, як Л. Барбакова, В. Геєць, А. Герасимович, С. Дрига, А. Муханов, Л. Тарангул, М. Фастовець. Але все ще недостатньо розробленим є напрям фінансування малого та середнього бізнесу через біржову інфраструктуру фондового ринку, зокрема шляхом створення окремих сегментів ринку та зниження вимог до емітентів.

Метою статті є розробка положень та обґрунтування можливості розвитку функціонування малого та середнього бізнесу за допомогою інфраструктури фондового ринку.

Виклад основного матеріалу. Розвиток динамічного сектору малого і середнього бізнесу вважається необхідним для відновлення зростання світової економіки. Прийнято вважати, однак, що відсутність доступу до фінансування є однією з головних перешкод для зростання малого та середнього бізнесу, а одним з наслідків світової фінансової кризи (як прямих, так і непрямих) є скорочення банківського фінансування, яке досі було основним джерелом фінансування малого і середнього бізнесу по всьому світі. Велика частка останніх досліджень зосереджена саме на пошуку шляхів поліпшення доступу до банківського фінансування і розширення доступу до альтернативних джерел фінансування, таких як фінансування на ринку капіталів.

Фондові біржі як провідний елемент інфраструктури відіграють важливу роль у фінансуванні економічних системи, хоча умови функціонування та фінансування малого і середнього бізнесу в різних країнах різні. Розглянемо зрушення, що відбуваються у цьому напрямі у провідних країнах світу.

В країнах ЄС, як і в США, спостерігається стабільне зниження активності IPO за останнє десятиліття. Слід відзначити, що компанії в ЄС історично були більш залежними від банківського фінансування (на відміну від ринкового фінансування), ніж їх колеги в США [2]. Ініціатива Союзу ринків капіталу ЄС (СМУ) з його явною спрямованістю на створення робочих місць і підтримку зростання вказує на необхідність зміцнення ринків капіталу в ЄС, щоб забезпечити альтернативні джерела фінансування (серед інших) малих і середніх підприємств.

Остаточний звіт Європейської Оперативної групи з IPO [3], який був підготовлений як внесок в процес роз-

витку СМУ, наголосив на важливості добре функціонуючих ринків IPO для економічного зростання і розвитку. У своїй оцінці операційного середовища і проблем, що стоять особливо перед невеликими компаніями, які хочуть отримати доступ до ринків капіталу, цільова група відзначила спільні побоювання з їх американськими колегами. Вони розподілили їх на групи за критеріями з боку пропозиції, попиту і екосистемних проблем (див. табл. 1).

Як вже зазначалося, створення фондової біржі для МСБ – нелегке завдання навіть для країн з розвинутою економікою, а особливо для країн, що розвиваються, де компанії загалом (не кажучи вже про малі і середні підприємства) є значно меншими за розміром (див. рис. 1). Проте, як видно з наведених даних, низка бірж в обох групах країн сьогодні доклала немало зусиль для розвитку ринку МСБ в напрямі фондових бірж (див. табл. 2–4). Загалом у світі нараховується 37 таких спеціалізованих майданчиків.

Таблиця 2

Капіталізація ринків МСБ у Південній та Північній Америці, кінець 2014 року

Назва біржі	Ринкова капіталізація МСБ, млн. дол. США	Відсоток від загально-ринкової капіталізації
<i>Південна Америка</i>		
BM & FBOVESPA	532	0,06
Bolsade Comercio Buenos Aires	43	0,07
Всього	575	
<i>Північна Америка</i>		
TMX Group	23 251	1,12
Intercontinental Exchange Group (NYSE)	57 923	0,3
Всього	81 174	

Джерело: складено на основі [5]

Зазначені ринки сильно відрізняються один від одного з точки зору числа лістингових компаній і ринкової капіталізації, а також норм і правил, що регулюють ринок і характер підтримки, яку забезпечує фондова біржа. Варто відзначити великий діапазон розмірів цих ринків – від мільйонів до мільярдів доларів США капіталізації.

Визначними є показники саме азійського регіону. Шеньженьська та Корейська фондові біржі вважаються не тільки лідерами із залучення капіталу для МСБ у світі, але й справжніми спеціалізованими майданчиками. Це

Таблиця 3

Капіталізація ринків МСБ в Азії, Австралії та Океанії, кінець 2014 року

Назва біржі	Ринкова капіталізація МСБ, млн. дол. США	Відсоток від загально-ринкової капіталізації
<i>Азія, Австралія та Океанія</i>		
BSE India Limited	1 437	0,09
National Stock Exchange India	68	0
Bursa Malaysia	2 764	0,61
Hong Kong Exchanges and Clearing	23 135	0,72
Japan Exchange Group (JASDAQ)	78 742	0,63
Japan Exchange Group – Osaka	27 396	0
Korea Exchange	130 180	12,03
NZX Limited	659	0,89
Philippine Stock Exchange	771	0,3
Shenzhen Stock Exchange	352 055	20,46
Singapore Exchange	8 143	1,09
Stock Exchange of Thailand	10 972	2,62
Taipei Exchange	84 822	0
Всього	721 144	

Джерело: складено на основі [5]

пояснюється специфікою правил переходу з одного сегменту ринку до іншого. В Кореї та Китаї не існує ніякого поняття градації. Компанії можуть вибрати, на якому ринку вони хочуть бути у лістингу (за умови, що вони відповідають вимогам), але одразу після того, як вони пройшли лістинг на цьому ринку, вони не мають можливості переходу (від KOSDAQ до KOSPI в разі Korea 20; ChiNext до списку МСБ; Головного списку в Китаї). Однак нещодавно китайський регулятор оголосив, що планує ввести правила, які б дали змогу градацію з ринку OTC у Пекіні до ChiNext.

В Європі найрозвиненішими біржовими ринками МСБ є Лондонський майданчик (AIM) та Ірландська фондова біржа (Enterprise Securities Market). Та якщо перша є лідером за загальними обсягами, то друга визначається часткою МСБ (більше 65%), що є неперевершеним показником.

Деякою мірою такий глибокий розрив у показниках пов'язаний з відмінностями в тому, як МСБ визначається в різних правових системах, особливо щодо розміру. МСБ у країнах, що розвиваються, як правило, менше, ніж у розвинених країнах, а не всі альтернативні ринки обов'язково мають одні і ті ж цілі. Також слід підкреслити той факт, що більшість бірж не заважає компанії пройти лістинг на виділеному ринку МСБ, навіть якщо вони відповідають вимогам лістингу основного сегменту. Таким чином, в деяких країнах компанії значних розмірів котируються на біржах у сегменті МСБ.

Фондова біржа є основним елементом трейдингової мережі ринку цінних паперів, тобто системи організацій та установ нематеріальної сфери виробництва (вузлів), що забезпечує комунікацію суб'єктів фондового ринку з метою мінімізації інформаційної асиметрії, трансакційних витрат та ризиків в часі та просторі [9]. Саме ці цілі є найважливішими для компаній невеликого розміру.

Таблиця 4

Капіталізація ринків МСБ в Європі та Африці, кінець 2014 року

Назва біржі	Ринкова капіталізація МСБ, млн. дол. США	Відсоток від загально-ринкової капіталізації
<i>Європа</i>		
Athens Stock Exchange	172	0,31
BME Spanish Exchanges	2 178	0,22
Borsa Istanbul	10 253	4,89
Cyprus Stock Exchange	807	25,01
Deutsche Boerse	18 752	1,09
Euronext	10 293	0,31
Irish Stock Exchange	56 732	65,41
London SE Group	111 406	2,86
Luxembourg Stock Exchange	803	1,29
Moscow Exchange	1 395	0,36
NASDAQ OMX Nordic Exchange	6 078	0,51
Oslo Bors	1 646	0,76
Warsaw Stock Exchange	2 572	1,55
Wiener Borse	2 512	2,66
Всього	225 599	
<i>Африка</i>		
Egyptian Exchange	152	0,22
Johannesburg Stock Exchange	1 780	0,19
Nigerian Stock Exchange	47	8,98
Stock Exchange of Mauritius	1 510	20,86
Всього	3 489	

Джерело: складено на основі [5]

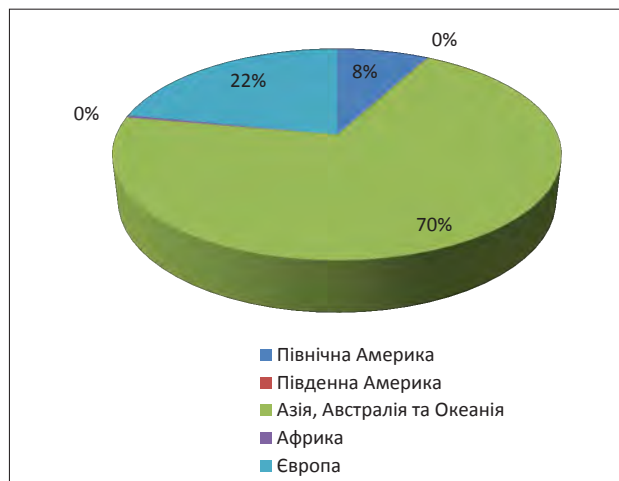


Рис. 1. Розподіл обсягів капіталізації ринків МСБ у світі, кінець 2014 року

Побудова сегменту фондової біржі для МСБ має відповідати низці вимог. Коли біржа розраховує створення сегменту для емітентів МСБ, існує цілий ряд факторів (структурування ринку, екосистеми продуктів і послуг, роль посередників на фондовій біржі). Всі зазначені фондові біржі надають окрему плату та лістинг для малих і середніх підприємств. Всі ці ринки використовують одну і ту ж торгівлю і розрахункову інфраструктуру для всіх сег-

ментів як в цілях досягнення економії за рахунок ефекту масштабу, так і з метою мінімізувати витрати для торгових посередників.

Дуже важливим моментом на стадії створення майданчика для МСБ є визначення фокусної групи, тобто спеціалізації або набору характеристик, прийнятних саме для цієї платформи. Але коли деякі біржі позиціонують свій ринок МСБ для залучення конкретних видів малих і середніх підприємств, то можливість біржі зробити це обов'язково обмежує її операційне середовище, що ґрунтується на економії і політичних міркуваннях. Крім того, наявність вузької галузевої спрямованості може обмежити здатність ринку протистояти економічним спадам, які впливають на певні сектори. Проте з огляду на характер цих типів ринків і заявлені наміри до їх створення акцент повинен бути зроблений на залученні зростаючих компаній, що потребують капіталу, хоча це не завжди так.

Наприклад, позиція Бомбейської фондової біржі (BSE SME) виглядає таким чином: «Маленький – це колись великий. Зростає великим на платформі BSE SME». Цей майданчик не обмежує компанії за секторами, зосередивши увагу на малих і середніх підприємствах загалом [6]. Корейська KOSDAQ націлена на співпрацю лише з високотехнологічними компаніями. Європейська Alternext найбільше зацікавлена у швидкозростаючих інноваційних компаніях. Російський Ринок інновацій та інвестицій МБ вимагає відповідності ще більшому переліку критеріїв.

Наступний важливий чинник – визначення того, які ж компанії слід відносити до групи МСБ. Подібно до того, як визначення МСБ коливається у визначеннях економістів, розмір компаній, що котируються на ринку малого та середнього бізнесу, також різко змінюється залежно від юрисдикції. На деяких ринках середня ринкова капіталізація компанії на ринку малого та середнього бізнесу більше, ніж середня ринкова капіталізація компанії на основному ринку в іншій юрисдикції. Наприклад, ПІ МБ встановлює капіталізацію емітента не менше 2,235 млн. дол. США (150 млн. руб.) [7]. На біржах таких країн, як Бомбей, Корея, Китай, цей показник не може бути меншим 5 млн. дол. США. Цікаво, що капіталізація «Укртелекому» становить лише 25,5 млн. дол. США. Велика кількість емітентів, чії акції торгуються на Українській біржі, за зазначеним критерієм підходять до сегменту МСБ [8].

Інвестори на ринках малого і середнього бізнесу, як правило, є індивідуальними, хоча деякі ринки (такі як ChiNext)

показують більш високий рівень участі інституційних інвесторів. Структура інвесторів, без сумніву, є наслідком цілого ряду чинників, таких як національні умови політики (які допустимі інвестиції для інституціональних інвесторів); ступінь розвитку інституційної бази інвесторів; внутрішня схильність зберігати й інвестувати; традиційна база інвесторів біржі; структура її посередників.

Одним з основних положень створення спеціалізованого ринку малих і середніх підприємств з урахуванням диференційованих вимог в різних юрисдикціях, де є біржа, є те, що вартість доступу до основних ринків є значно обтяжливою для малих і середніх підприємств. Витрати включають в себе прямі витрати (такі як плата за початковий і поточний лістинг і консультантів) і непрямі витрати (наприклад, витрати часу керівництва, що має забезпечити дотримання відповідних вимог лістингу). Моделі ринку малого та середнього бізнесу будуються, як правило, таким чином, щоб мати можливість стримувати розмір витрат для малого і середнього бізнесу (у вигляді зниження плати за лістинг та / або зниження вимог).

Висновки. На підставі проведеного дослідження можна виділити такі напрями роботи щодо активізації залучення капіталу для невеликих компаній за допомогою біржової інфраструктури. Необхідно ввести класифікацію емітентів за критерієм капіталізації відповідно до досвіду фондових бірж в країнах з економікою, що розвивається, та континентальною моделлю фінансового ринку. Зазначена класифікація має ґрунтуватись на реальних потребах та можливостях українських емітентів та корелювати з аналогічними закордонними показниками. Слід відзначити, що в цьому випадку класифікація підприємств за розміром буде значно відрізнятись від загальноприйнятої.

Створення більш гнучкого нормативно-правового середовища для малих і середніх підприємств, включаючи зниження бар'єрів входу на ринок, має залучити більше емітентів саме на організований сегмент фондового ринку. Активізація співробітництва українських фондових бірж із закордонними майданчиками для МСБ має знизити обмеження як для емітентів, так і для інвесторів, що прагнуть отримати доступ до IPO невеликих компаній. Ще одним напрямом активізації довгострокових інвестицій до зростаючих компаній МСБ має стати перегляд системи податкових пільг та валютних обмежень.

Список використаних джерел:

1. Серраскуеро З. Ріст малих та середніх підприємств: емпіричні дані на основі динамічної панелі оцінювання / З. Серраскуеро, П.М. Неньес // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 12. – С. 40–47.
2. European IPO Task Force, (March, 2015). “Rebuilding IPOs in Europe – Creating jobs and growth in European capital markets” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf.
3. Comprised of representatives from European Issuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/finance/general-policy/financing-growth/long-term/index_en.htm.
4. WFE report on SME Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>.
5. WFE statistics [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics>.
6. BSESME Brochures [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bsesme.com/static/about/smebrochures.aspx>.
7. Рынок Инноваций и Инвестиций Московской Биржи (РИИ Московской Биржи) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://moex.com/s25>.
8. Фондовый рынок УБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/marketdata/marketresults.aspx>.
9. Копилова О.В. Сучасні теоретичні підходи щодо визначення трейдингових мереж фондового ринку / О.В. Копилова // Економічний аналіз. – 2016.

Аннотация. В статье рассмотрен опыт фондовых бирж по созданию специализированных площадок для привлечения капитала для малых и средних предприятий как в развитых странах, так и в развивающихся странах. Выделены специфика требований отдельных фондовых бирж и возникающие ограничения. Проанализированы трудности, возникающие в связи с отнесением эмитента к категории МСБ, и предложен ряд направлений активизации указанного сегмента на украинском фондовом рынке.

Ключевые слова: фондовая биржа, инфраструктура, привлечение капитала, малый и средний бизнес.

Summary. The stock exchanges experience to create specialized platforms for raising capital for SMEs in both developed countries and in developing countries is investigated in the article. The specific requirements of certain stock exchanges and restrictions that arise are highlighted. The difficulties arising from the allocation of the issuer to the category of SMEs are analyzed and a number of activation trends for mentioned segment of the Ukrainian stock market are suggested.

Key words: stock exchange, infrastructure, capital raising, small and medium business.

УДК 336.7:339.9

Костюченко Н. П.

*аспірантка кафедри світового господарства
і міжнародних економічних відносин*

Одеського національного університету імені І. І. Мечникова

Kostyuchenko N. P.

*PhD Student of World Economy
and International Economic Relations Department
Odessa I. I. Mechnikov National University*

ВПЛИВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ЗАЙНЯТІСТЬ У КРАЇНАХ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ

INFLUENCE OF MONETARY POLICY ON EMPLOYMENT IN THE EUROPEAN UNION

Анотація. У роботі розглянуто науково-методичні підходи до аналізу взаємозалежності грошово-кредитної політики та зайнятості у національних економіках. Визначено вплив інфляції, припливу прямих іноземних інвестицій та продуктивності праці на рівень безробіття в Австрії, Фінляндії, Ірландії, Угорщині, Чехії, Словаччині, Польщі. Запропоновано шляхи використання досвіду країн ЄС в Україні.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, Європейський Союз, зайнятість, безробіття, інфляція, прями іноземні інвестиції, продуктивність праці.

Постановка проблеми. В умовах посткризового розвитку світового господарства ефективна реалізація грошово-кредитної політики виступає одним із головних факторів економічного зростання та підвищення рівня добробуту населення. Серед чинників економічного зростання одним з ключових виступає ситуація на ринку праці, динаміка якого свідчить як про тенденції розвитку національного господарства та його сучасну структуру, так і про перспективи підвищення міжнародної конкурентоспроможності економіки у майбутньому. Саме тому вивчення впливу грошово-кредитної політики на зайнятість у країні, зокрема в Європейському Союзі, якій є стратегічним партнером України, є актуальним, має наукову та практичну цінність.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Основні теоретико-методологічні та практичні аспекти грошово-кредитної політики та її вплив на соціально-економічний розвиток країн відображені у роботах вітчизняних та зарубіжних вчених, серед яких: П. Агенор, К. Айгінгер, П. Даймонд, О. Кануто, Д. Мортенсен, Х. Пісаридес, В. Козюк, В. Мельник, І. Ломачинська та інші.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Високо оцінюючи існуючі наукові здобутки, слід наголосити, що подальшого розвитку потребують питання, пов'язані із уточненням теоретичних засад грошово-кредитної політики в контексті її впливу на зайнятість, зокрема у країнах Європейського Союзу.

Практична цінність дослідження полягає в тому, що досвід країн ЄС, в першу чергу країн Центральної та Східної Європи, може бути використаний в Україні на шляху її євроінтеграції.

Виклад основного матеріалу дослідження. Підґрунтя економічного зростання в країні формують такі фактори як прозорість системи державного управління, ефективність податкової системи, передбачуваність кредитно-грошової політики зі стимулювання попиту та інвестицій. У цьому контексті важлива роль належить грошово-кредитній політиці як складовій економічної політики держави, яка покликана створювати привабливі умови для інвестицій та розвитку нових галузей в економіці.

Дослідимо науково-методичні підходи, що склалися у зарубіжній і вітчизняній науці, щодо визначення взаємо-